

Keyifli Okumalar Dileriz

Binlerce kategoride milyonlarca PDF e-kitap, ders kitapları, dergiler ve romanlara platformumuz üzerinden ücretsiz ulaşabilirsiniz.

RESMİ WEB SİTEMİZ

<https://rantey.org>

Yedek ve Duyuru Kanallarımız

Sitemize erişim engeli gelmesi veya adres değişikliği durumunda aşağıdaki kanallardan güncel giriş adresine erişebilirsiniz:

- Telegram: <https://t.me/birkitapbir>
- WhatsApp Kanalımız : <https://whatsapp.com/channel/0029VbDHv8uE50Us4lvMoc0Y>



BARRY EICHENGREEN

AYNALI
SALON

BÜYÜK BUNALIM, BÜYÜK DURGUNLUK
VE TARİHİN -YANLIŞ- KULLANIMI



BARRY
EICHENGREEN

Aynalı Salon

*Büyük Bunalım, Büyük
Durgunluk ve Tarihin
(Yanlış) Kullanımı*

Çeviren: Abdullah Cemal Balcı

Çeviri Editörü: Ömer Faruk Çolak

AYNALI SALON

Barry Eichengreen

Çeviren: Abdullah Cemel Balcı

Çeviri Editörü: Ömer Faruk Çolak

Genel Yayın Nu.: 250

ISBN: 978-605-4160-74-7

1. Basım, Aralık 2016

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Danışmanlık

Yatırım ve Tic. Ltd. Şti.©2016

Efil©2016

Bu kitabın tüm hakları saklıdır.

Herhangi bir şekil ya da yöntemle çoğaltılamaz.

Kitabın orijinal adı: Hall of Mirrors

Copyright© 2013, Thomas Ricks,

All rights reserved

Sertifika Nu.: 12131

Kapak ve Sayfa Tasarımı: Burcu Baş

Baskı ve Cilt: Sözkesen Matbaacılık Tic. Ltd. Şti.

İVOGSAN 1518. Sokak MAT-SİT İş Merkezi No: 2/40 Yenimahalle-ANKARA

Tel: (+90) 312 395 21 10 - 395 59 07 • *Sertifika Nu.:* 13268



EFİL YAYINEVİ

www.efilyayinevi.com
www.facebook.com/efilkitap
twitter.com/efilyayinevi
instagram.com/efilyayinevi

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Danışmanlık Yatırım ve Tic. Ltd. Şti.

Bağcılar Mahallesi, Şemsettin Günaltay Caddesi, 283. Sokak,

Ata Apt. No: 9/7 06670 Çankaya/Ankara, Türkiye

Tel : (+90) 312 442 52 10

GSM : (+90) 541 232 00 96

Faks : (+90) 312 442 52 12

İÇİNDEKİLER

Giriş:	1
Kısım I: En İyi Zamanlar	17
Bölüm 1: Yeni Çağ Ekonomisi	19
Bölüm 2: Altın Küre	41
Bölüm 3: Şiddetle Varan Bir Rekabet	57
Bölüm 4: Yasayla Olmazsa Emirle	73
Bölüm 5: Kredinin Vadesi Dolunca	89
Bölüm 6: İspanya Şatoları	103
Kısım II: En Kötü Zamanlar	119
Bölüm 7: Mermi Kovanları	121
Bölüm 8: Bir Sonraki Düşüş	135
Bölüm 9: Avrupa Kıyılarında	155
Bölüm 10: Amerika da Sendeleyecek mi?	173
Bölüm 11: Büyük Ölçüde Kontrol Altında	195
Bölüm 12: Kanıt Yetersizliği	217
Bölüm 13: Sarmal	239
Bölüm 14: Rüya mı Kabus mu?	251
Kısım III: Daha İyi Zamanlara Doğru	263
Bölüm 15: Diriliş ya da Reform	265
Bölüm 16: Herkes İçin Bir şeyler	285
Bölüm 17: Takahashi'nin İntikamı	303
Bölüm 18: Bir Kez Daha Dip	321
Bölüm 19: En Kötüsünü Önlemek	339
Bölüm 20: Gergin ve Uyarılmış	353
Bölüm 21: Geleneksel Olmayan Politika	365
Kısım IV: Bir Sonrakini Atlatmak	377
Bölüm 22: Wall Street ve Sokak	379
Bölüm 23: Anormal bir Ekonomide Normalleşme	393
Bölüm 24: İşleri Mümkün Olduğunca Zorlaştırmak	407
Bölüm 25: Siyah Giyen Adamlar	423
Bölüm 26: Euro ya da Değil	441
SONUÇ:	459
DRAMATIS PERSONAE (BU OYUNDA ROL ALANLAR):	471
TEŞEKKÜRLER:	497

BARRY
EICHENGREEN

Aynalı Salon

*Büyük Bunalım, Büyük
Durgunluk ve Tarihin
(Yanlış) Kullanımı*

Çeviren: Abdullah Cemal Balcı

Çeviri Editörü: Ömer Faruk Çolak

GİRİŞ

Elinizdeki kitap mali krizler hakkındadır. Bu krizlere yol açan olaylar, hükümetlerin ve piyasaların neden böyle tepki verdiklerini ve krizin sonuçlarını ele almaktadır.

Çalışma, çağımızın iki büyük mali krizini, 2008-2009'daki Büyük Durgunluk ve 1929-1933 arasındaki Büyük Bunalım'ı konu alıyor. Bu zaman dilimleri arasında var olan benzerlikler, özellikle ekonomi-politika çevrelerinde, iyi bilinen bir olgudur. Birçok yorumcu, sözü edilen zaman dilimlerinden daha eski olanına dair, "Büyük Bunalım'ın dersleri" olarak adlandırılabilir o geleneksel aklın 2008-09'un olaylarına nasıl şekil verdiğine dikkat çekmiştir. Sözü edilen bu olaylar bariz bir biçimde 1930'lu yılları hatırlattığı için, bu daha önceki zaman dilimi, sonrakilerin net bir şekilde görülebileceği mercekleri sağladı. 2008-09 krizini 1930'lu yılların perspektifinden görmeye yönelik bu eğilim, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Merkez Bankası (FED) Başkanlar Kurulu Başkanı Ben Bernanke'den, Başkan Barack Obama'nın Ekonomi Danışmanları Konseyi (Council of Economic Advisors) Başkanı Christine Romer'e kadar, kilit konumdaki politika belirleyicilerin önceki akademik hayatlarında o tarihi çalışmış olmalarıyla daha da pekişti.

Politika belirleyenler çıkardıkları bu derslerin bir sonucu olarak, daha kötüsünü önledi. Lehman Brothers'ın iflasının küresel mali sistemi uçurumun kenarına itmesinden sonra, bundan böyle sistem açısından önemli tek bir mali kuruluşun daha iflas etmesine izin vermeyeceklerini iddia ettiler ve bu sözlerinde de durdular. 1930'lu yıllarda uluslararası işlemleri çökerten gümrük vergileri ve kısıtlamalarda komşunun-canı-cehenneme politikasına karşı direndiler. Hükümetler kamu harcamalarını artırdı ve vergileri indirdi. Merkez bankaları mali piyasaları likidite seline boğdu ve eş benzeri görülmemiş bir dayanışma sergileyerek birbirlerine kredi açtılar.

Bütün bunları yaparken verdikleri kararlarda, önceki kuşakların hatalarından ders çıkarılarak edinilmiş akıselimin güçlü bir etkisi vardı. 1930'lu yılların hükümetleri korumacı anlayışın cazibesine yenik düşmüştü. Çağın gereksinimlerini karşılamayan dogmaların rehberliğinde, olabilecek en kötü zamanda kamu harcamalarını kesmişler; piyasayı canlandırıcı harcamalara ihtiyaç duyulurken, tam tersine, cılgınca bir bütçe dengeleme arayışına girmişlerdi. Sözü edilen yetkililerin Herbert Hoover gibi İngilizce ya da Heinrich Brüning gibi Almanca konuşuyor olmasının sonuç üzerinde bir etkisi olmadı. Aldıkları önlemlerle çöküşü daha da kötü bir hale getirmekle kalmadıkları gibi, kamu maliyesine olan güvenin yeniden inşasını da başaramadılar.

Öte yandan 1930'da Merkez bankası yetkilileri de reel para doktrininin, iş dünyasına sadece kurallara uygun meşru ihtiyaçlar için gerekli olan kadar kredi sağlamaları gerektiği düşüncesinin kölesi haline gelmiş durumdaydı. Ani yükseliş ve düşüşlerin üzerinde durarak, ekonomi genişledikçe kredi musluklarını açtılar, daraltıkça kapattılar. Mali istikrarı sağlama konusundaki sorumluluklarını ihmal edip, son çare olarak başvurulacak bir kredi makamı olarak müdahale etmekte başarısız oldular. Sonuç, birbiri ardı sıra banka iflasları, kredi açlığı çeken şirketler oldu. Fiyatların çökmesine izin verilince borçların yönetimi imkânsız hale geldi. Milton Friedman ve Anna Schwartz, para politikalarının tarihini konu alan etkili çalışmalarında, bu facianın sorumluluğunu doğrudan doğruya merkez bankalarına yüklediler. Vardıkları sonuç, beceriksiz merkez bankası politikalarının 1930'lu yılların ekonomik felaketinde bütün diğer faktörlerden daha etkili olduğuydu.

2008'de ise daha önceki zaman diliminin derslerine kulak veren karar alıcılar daha iyisini yapmaya ant içmişti. Madem kendilerinden öncekilerin faiz oranlarını indirme ve para piyasalarını likiditeye boğma konusundaki başarısızlıkları dünyayı deflasyona ve bunalıma sürüklemişti, o halde bu kez kendileri genişlemeci bir para ve finans politikasıyla karşılık vereceklerdi. Madem kendilerinden öncekilerinin banka sektöründeki paniği önleme konusundaki başarısızlıkları finansal bir çöküş zemin hazırlamıştı, o halde kendileri bankalarla kararlı bir alışveriş içinde olacaklardı. Madem bütçe dengeleme çabaları daha önceki çöküşü daha da derinleştirmişti, o halde kendileri mali teşvik paketleri hazırlayacaktı. Madem uluslararası işbirliğinin çöküşü dünyanın problemlerini daha da artırmıştı, o halde bu kez kendileri kişisel bağlantılarını ve çok taraflı kuruluşları kullanarak izledikleri politikanın yeterince eşgüdümlü olmasını güvence altına alacaklardı.

Krize verilen bu oldukça farklı yanıtın bir sonucu olarak, ABD'de işsizlik oranı zirveye ulaştığı 2010 yılında yüzde 10 oldu. Bu da rahatsız edici derecede yüksek bir rakamdı aslında ama Büyük Bunalım sırasında ulaştığı yüzde 25 gibi bir yıkıcı oranın çok altındaydı. İflas eden bankaların sayısı yüzlerde kaldı, binlere ulaşmadı. Finansal alt üst oluş yaygındı ama finans piyasalarının 1930'da

görülen toptan ve mutlak çöküşü başarılı bir şekilde önlenmişti.

Üstelik ABD için doğru olan, diğer ülkeler için de doğrudu. Her mutsuz ülkenin kendine göre bir mutsuzluğu söz konusuydu ve 2008’de başlayan ekonomik mutsuzluğun değişen dereceleri vardı. Birkaç talihsiz Avrupa ülkesi olduysa da bu mutsuzluk 1930’lu yılların seviyesine çıkmadı. İzlenen politika daha iyi olduğu için, üretim hacmi ve istihdamdaki düşüş, toplumsal alt üst oluşlar, acı ve ızdırap daha az oldu.

Ya da öyle olduğu söylendi.

Ne yazık ki bu mutlu anlatı biraz fazla basit. Riskleri öngörme noktasındaki başarısızlıkla da pek bağdaşmıyor. Kraliçe II. Elizabeth’in 2008’de London School of Economics’e yaptığı ziyaret sırasında uzmanlara sorduğu ünlü soru da buydu: “Neden hiçkimse görmedi krizin geldiğini?” Altı ay sonra bir grup önde gelen ekonomist, kraliçeye bir mektup yazarak içine düştükleri ‘kollektif tasavvur hatası’ndan dolayı özür diledi.

Benzerlikler de yok değildi hani. 1920’li yıllarda Florida gayrimenkul sektöründe, ABD’nin Kuzeydoğu ve Orta Kuzey bölgelerindeki ticari gayrimenkul sektöründe görülen patlama, 21. yüzyıl başlarında ABD, İrlanda ve İspanya’da yaşanan emlak patlamasıyla güçlü benzerlikler taşıyordu. Stok değerlemelerinde, her iki dönemin son moda enformasyon teknolojileri şirketlerinin, 1920’li yıllarda Radio Company of America’nın, seksen yıl sonraysa Apple ve Google’ın gelecekteki kârlılıklara ilişkin uçuk beklentilerini yansıtan, sert bir artış vardı. Emlak ve aktif varlıklar piyasasını körükleyen patlamaya hazır bir kredi büyümesi vardı. Bankacılık ve finans sisteminde en nazik deyişle şaibeli diye adlandırılacak uygulamaların giderek büyüyen bir yelpazeye yayılması vardı. 1925’ten sonra altın standartının, 1999’dan sonraysa Euro sisteminin sıkıntıyı büyüten ve yayan rolü vardı.

Hepsinden önemlisi, ekonomi-politikanın konjonktürel dalgalanmayı ehli- leştireceği yönünde saf bir inanç vardı. 1920’lerde ABD’de FED’in ve diğer ülkelerde bağımsız merkez bankalarının kurulmasıyla dünyanın ekonomik istikrar- da bir ‘Yeni Dönem’e girmiş olduğu söyleniyordu. Büyük Durgunluk’un önünü açan döneminse, konjonktürel dalgalanmalardaki oynaklığın merkez bankaları sistemiyle azalacağı bir ‘Büyük Yatışma’ (Great Moderation) oluşturacağı sanıldı. Ekonomik faaliyetlerde artık şiddetli sallantıların olmayacağı inancıyla cesaret- lenen ticari bankalar daha fazla kaldıraç (leverage: borcun özsermayeye oranı) kullandı. Yatırımcılar daha fazla risk aldı.

Büyük Bunalım’a birazcık aşına olan birinin aradaki benzerlik ve bu benzer- liklerin içerimlerini görmüş olacağı akla gelebilir. Bazı uyarılar yapıldı aslında ama bunlar sayıca azdı ve yüzde yüz isabetli olmaktan da uzaktı. 1920’li yılların emlak piyasası üzerine çalışmaları olan Yale Üniversitesi’nden Robert Shiller,

bütün görüntüleriyle tam bir patlamaya hazır konut balonu izlenimi veren bu gelişmelere dikkat çekti. Ama işaret ettiği patlamanın bu kadar feci sonuçlar vereceğini Shiller bile beklemiyordu. Harvard'daki yüksek lisans eğitimi sırasında Büyük Bunalım tarihi üzerine en az bir ders almış olan Nouriel Roubini, ABD cari işlem açığına ve yurtdışındaki ABD doları borçları birikimine dikkat çekti. Ama gelecek olan kriz, Roubini'nin uyardığı kriz, yani bir dolar çöküntüsü değildi.

İtiraf etmek gerekir ki, Büyük Bunalım tarih ve ekonomisi üzerine uzman olanlar da bundan daha iyisini yapmadı. Bir bütün olarak ekonomi mesleğinden, yaklaşan faciaya dair ancak cılız uyarılar geldi. Büyük Yatışma müjdesine rağbet ettiler. İktisat politikasını belirleyenler ise piyasaların eli kulağındaki felakete hazırlanmak için hiçbir şey yapmıyor oluşunun verdiği pozitif destek ve kendinden memnun olma halinin rehabetine kapıldı.

Analistlerin finansal krizleri öngörmesini beklemek de çok fazla şey istemek olabilir. Krizler sadece kredilerdeki ani artışların, aktiflerdeki kabarmanın ve finans piyasası müdavimlerinin güvenli risk yönetimini öğrenmiş olduklarına dair o inatçı inançlarının bir sonucu değil, ama 1931'de Danatbank gibi bir Alman finans kuruluşunun, Alman bankaları konsorsiyumunca kurtarılıp kurtarılmayacağını hiç kimsenin öngöremeyeceği gayri nakdi kredi ve yükümlülüklerinin ya da Birleşik Krallık Mali Hizmetler Kurumu'nun (Financial Services Authority) 2008'in uğursuz bir hafta sonunda Barclays'in Lehman Brothers'ı ele geçirme girişimine izin vermeyi reddetmesinin sonucu da olabilir. Mali krizler, tıpkı I. Dünya Savaşı gibi, nasıl dallanıp budaklanacağı tam olarak fark edilmeden alınan kişiye özgü kararların beklenmedik geri tepmelerinden kaynaklanabilir. Sadece sistematik faktörlerin değil ama insani eylemlerin de, örneğin 1920'lerde kendisine Güney'in J.P. Morgan'ı süsü veren Rogers Caldwell diye birinin ya da vaktiyle tanınmayan bir İngiliz inşaat firması olan Northern Rock'ı sürdürülemez bir genişleme yolunda faaliyete geçiren neşeli, kendine aşırı güvenen genç banker Adam Applegarth'ın, şişkin ihtirasları ve tartışmaya açık vicdani tercihlerinin de sonucudurlar. Bu gibilerinin eylemleri sadece başında oldukları firmaları devirmekle kalmaz ama finansal sistemin temellerinin de altını oyar. Benzer şekilde, New York Merkez Bankası'nın olağanüstü yetkin başkanı Benjamin Strong, 1928'de hayatını kaybetmemiş olsa ya da Jean-Claude Trichet, Fransız-Alman pazarlığının bir sonucu olarak 1999'da Avrupa Merkez Bankası'nın başkanlığına getirilmemiş olsa, para politikalarının yönetimi farklı olabilirdi.

Hikâyenin gelişimi içinde, izlenen politikaların işsizliğin artması da dâhil olmak üzere mali sıkıntıları sınırlamakta ve enerjik bir ekonomik canlanmayı desteklemekte de bundan fazla bir başarı sergilememiş olması aynı şekilde rahatsız edicidir. Yüksek risk faizli konut ipoteki kredisi sistemi 2007 ortalarında çöktü ve ABD ekonomisinde durgunluk aynı yılın Aralık ayında başladı. Yine de çok az sa-

yda gözlemci mali sistemin bu denli şiddetli bir parçalanmaya uğrayacağını sezdi. Ama bunun üretim hacmi ve istihdam üzerindeki olumsuz etkilerini öngöremediler. Büyük Bunalım her şeyden önce bir bankacılık ve finans kriziydi ama o deneyimin anıları, yetkililerin bir başka bankacılık ve finans krizini önleme politikalarında yeterince canlı ve güçlü bir biçimde hayat bulmadı.

Banka iflaslarını sıradan bir ekonomik durgunluğu Büyük Bunalım'a dönüştüren kilit olay olarak gören yaklaşımın bizatihi kendisi, ekonomi-politikayı belirleyenlerin yüksek riskli yatırım fonları üzerine kurulu gölge bankacılık sistemi, para piyasası fonları ve finansman bonoları ihraç eden kuruluşlar yerine, ticari bankalara odaklanma hatasına düşmelerine yol açmış olabilir. Basel Mutabakatı (The Basel Accord), ticari bankalar üzerine yoğunlaşmış uluslararası düzeyde aktif finans kuruluşlarının sermaye standartlarını belirledi.¹ Düzenleme genel olarak ticari bankalar üzerinde yoğunlaştı.

Üstelik mevduat sigortası da ticari bankalarla sınırlandı. 1930'lu yıllarda bireysel mevduatların bankaları istikrarsızlaştıran kaçıışı federal mevduat sigortasının oluşumuna yol açtığından, mevduat kaçışının artık bir tehdit olmadığına yönelik bir inanç vardı. Herkes *It's Wonderful Life* filmi izlemişti ve modern bir bankerin kendisini asla George Bailey'in (Sözü edilen 1946 tarihli filmin James Stewart tarafından canlandırılan başkarakteri) pozisyonunda bulmayacağını varsayıyordu. Ama 100,000 dolarlık bir mevduat sigortası, bilançoları bunu kat kat aşan işletmeler için bir züğürt tesellisi olmaktan ileri gidemedi. Mevduat yerine diğer bankalardan alınmış büyük miktarlarda borca bel bağlamış bankalara istikrar kazandırmaya çok uzaktı.

Bu mevduat sigortası, yüksek riskli yatırım fonları, para piyasası yatırım ortaklıkları ve özel amaçlı yatırım araçlarına bir güven sağlamaktan da uzaktı. Mali sistemin bu yeni ve tuhaf kesimlerinde 1930'lu yılları andıran bir paniği önlemeye yaramadı. Büyük Bunalım tarihi, politika yapıcılarının olaylara baktığı çerçeveyi oluşturduğu ölçüde, mali sistemin ne denli derin bir değişim geçirmiş olduğunu gözden kaçırmalarına yol açtı. Aynı anda hem gerçek ve güncel problemlere dikkatlerini çekti hem de diğerlerini gözden kaçırmalarını sağladı.

Ama özel olarak Lehman Brothers'ın iflasına izin vermenin yol açabileceği sonuçları gözden kaçırmalarına yol açtı. Lehman bir ticari banka değildi, mevduat toplamamıştı. Böylece de onun iflasının diğer bankalardan, 1933'te Henry Ford'un sahibi olduğu Guardian Group of Banks'ın iflasıyla tetiklenen kaçışa benzer bir mevduat kaçışına zemin hazırlamayabileceği düşüncesine kapılındı.

Ama bu, gölge bankacılık sisteminin doğasını yanlış anlamaktı. Para piyasası yatırım fonları Lehman Brothers'ın kısa vadeli bonolarını elinde tutuyordu. Lehman iflas edince, dehşete kapılmış hissedarlar bu sermaye fonlarından kaçtı. Bu da sırasıyla büyük yatırımcıların sermaye fonlarının ebeveyni yatırım bankalarından kaçmalarına zemin hazırladı. Bu ise hemen ardından aktiflere dayalı menkul

kıymet ihracı piyasalarının çöküşüne yol açtı.

ABD maliye bakanı Henry Paulson'un kadrosu, Lehman Brothers gibi müflis bir kuruluşa borç verme yetkisinden olduğu kadar bu kuruluşun tereyağından kıl çeker gibi kepenk kapatmasını sağlayacak bir mekanizmadan da yoksun oldukları konusunda ısrar ettiler. Kontrol dışı bir iflas tek seçenektir. Ama Lehman'ın yol açtığı sorunların bir sürpriz olduğu da söylenemezdi. Denetçiler, yatırım bankacılığı kardeşliğinin bir başka önemli üyesi Bear Stearns'ın altı ay önce kurtarılmasından beri kuruluşu gözlem altında tutmaktaydılar. Maliye Bakanlığı ve Fed'i banka olmayan bir finans kuruluşunun iflasıyla ilgilenme yetkisinden yoksun bırakmak, kriz karşısında kendi başına en önemli başarısızlıktır. 1932'de ülkenin bankacılıkla ilgili problemlerini çözmek üzere oluşturulan Yeniden İnşa Finans Kurumu (Reconstruction Finance Corporation) da benzer şekilde iflas etmiş bir finansal kuruluşa sermaye enjekte etme yetkisinden yoksundu ve bu ancak 1933 krizinin vurması ve ABD Kongre'sinin Acil Bankacılık Yasası'nın (Emergency Banking Act) çıkarmasıyla gevşetilen bir sınırlamaydı. Başkan Bernanke ve diğerleri, muhtemelen bu tarihi olaydan haberdardı ama bu tür farkındalıkların hiçbirisi o günkü olayların seyrini değiştirmedir.

Bu politika başarısızlığına, Lehman Brothers iflasının kontrol altına alınabileceğine yönelik, tarihsel derslerin eşit derecede hem biçimlendirip hem de tahrif ettiği bir inanç şekil vermişti. Ama bu aynı zamanda, yetkililerin ahlaki tehlike içinde olduğunu (Moral hazard) Ekonomist Paul Krugman'a göre, işlerin kötü gitmesi halinde maliyeti başkaları ödeyecekken, ne kadar risk alınacağına tek bir kişinin karar vermesi durumu söz konusuydu. Özellikle bir finans kuruluşunun devlet tarafından kurtarılması örneğinde gündeme gelen bu kavram, diğer finans kuruluşlarını aşırı risk almaya –'nasıl olsa devlet kurtarır' ahlaksızlığına- teşvik etme tehlikesini anlatıyor, endişesini de yansıtıyordu – daha fazla kurtarma, daha fazla risk almayı teşvik ederdi.² İktisat politikasını belirleyenler, Bear Stearns'ı kurtardıkları için zaten daha şimdiden ahlaki tehlike yaratma suçlamasıyla acımasızca eleştirilmişlerdi. Lehman Brothers'ın iflasına izin vermek bu eleştirileri kabul etmek anlamına geliyordu. Tasfiyecilik –Başkan Hoover'ın Maliye Bakanı Andrew Mellon'un sözleriyle, iflasların 'sistemdeki çürükleri temizlemek' için gerekli olduğu düşüncesi- 1930'larda yol açtığı feci sonuçlar yüzünden gözden düşmüş olabılırdi ama bu sinsi ikinci hayatında tümüyle ortadan kalkmış da değildi.

Son olarak, iktisat politikasını belirleyenler Maliye ve Fed'e ilave yetkiler vermeye yönelik herhangi bir girişime, kurtarma operasyonlarından bıkmış usanmış bir Kongre'nin karşı koyacağına da farkındaydılar. Devlet müdahalesine düşman bir Cumhuriyetçi Parti buna kesin karşı çıkacaktı. Eninde sonunda politikacıların harekete geçmesi için tam anlamıyla gelişmiş bir bankacılık ve finans krizi gerekli olacaktı.

Politika belirleyenlerin bir başka bunalımın eşiğinde olduklarını fark etmeleri de işte tam bu noktada, Lehman Brothers'tan sonra oldu. Gelişmiş sanayi ülkelerinin liderleri ortak bir açıklama yayınlayarak sistem açısından önemli hiçbir finans kuruluşunun iflasına izin verilmeyeceğini bildirdiler. İsteksiz bir ABD Kongresi, bankacılık ve finans sisteminin yardımına koşmak üzere Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı'nı (Troubled Asset Relief Program) yasalaştırdı. Hükümetler, sıkıntıdaki finans kurumlarına birbiri ardı sıra sermaye ve likidite sağlayacak adımlar attılar. Muazzam mali canlandırma programları gün ışığına çıktı. Merkez bankaları finans piyasalarını likiditeye boğdu.

Yine de bu politik girişimler, zafer kazanmaktan kesinlikle çok uzaktı. ABD'de kriz sonrası ekonomik canlanma son derece yavaş oldu; her anlamda bir hayal kırıklığıydı. Çift dipli bir durgunluk (Double-dip recession: Fiyatlarda bir gerileme yaşanırken ikinci bir dalganın vurması) ve 2010'dan başlayarak yenilenmiş bir kriz yaşayan Avrupa'nın durumu ise daha da kötüydü. Tarihten ders almış olanların vaat ettiği başarılı istikrar ve enerjik canlanma değildi bu.

Kimileri, bir finansal krizin neden olduğu çöküşün ardından canlanmanın, sıradan bir durgunluk sonrası canlanmaya göre zorunlu olarak daha yavaş olacağını iddia etti.³ Finansal sistemdeki hasar, büyümeyi yavaşlattı. Kendi bilançolarını onarma kaygısı yaşayan bankalar kredi açmakta tereddüt etti. Sürdürülemez ağır borçları birikmiş kişi ve firmalar, bu borcu yönetilebilir bir seviyeye indirme çabasıyla harcamalarını kısıt.

Ama diğer yöndeki işleyiş, hükümetin hızlandırabileceği bir olguydu. Bankalar vermiyorsa hükümet kredi verebilirdi. Kişi ve firmaların yapamadığı harcamayı devlet yapabilirdi. Ekonominin mevcut durgunluğunda enflasyon riski olmaksızın likidite sağlayabilirdi. Durgun ekonomik koşullarda hüküm süren düşük faiz oranları veriyken, borç problemi yaratmadan bütçe açıkları verebilirdi.

Kişiler, bankalar ve firmalar iş hayatını kaldığı yerden her zamanki gibi sürdürmeye hazır oluncaya kadar da bunları yapmaya devam edebilirdi. ABD'de 1933 ile 1937 arasında, hükümet tüm bu görevleri ancak vasat seviyede yerine getirdiği halde, reel gayrisafi yurt içi hâsıla yıllık yüzde 8 oranında büyümüştü. Buna karşılık 2010 ile 2012 arasında GSYH sadece ortalama yüzde 2 oranında büyüdü. Bu, 2009 sonrası büyümenin dört kat daha hızlı gerçekleşmiş olabileceğini iddia etmek anlamına gelmez. Ne kadar hızlı ayağa kalkabileceğiniz, bir önceki dönemde ne kadar derine düşmüş olduğunuza da bağlıdır. Yine de ABD ve dünya ekonomisi bundan daha iyisini yapabilirdi.

Neden yapmadığı ise bir sır değil. 2010'dan başlayarak ABD ve Avrupa, kemer sıkmaya doğru aşırı sağ bir yola saptı. Harcamalarını American Recovery and Reinvestment Act'e (Amerikan Ekonomisini Canlandırma ve Yeni-

den Yatırım Yasası) göre yapan Obama'nın teşvik programı, 2010 mali yılında zirveye çıktıktan sonra düzenli bir şekilde aşağıya doğru yönelmeye başladı. Bunun üzerine Obama yönetimi ve ABD Kongresi, 2011 yazında harcamalarda 1,2 milyar dolarlık bir kesintiyi kabul etti.⁴ 2013'te, Bush'un en yüksek gelirlerle getirmiş olduğu vergi kesintilerinin süresi doldu; işverenlerin Social Security Trust Fund'a (Sosyal Güvenlik Fonu) katkı payındaki indirim dönemi ve federal hükümet harcamalarındaki yüzde 8,5 oranındaki genel kesinti dönemi sona erdi. Bütün bunlar toplam talep ve ekonomik büyümeyi gerilettiler.

Avrupa'da ise kemer sıkmaya doğru dönüş daha da dramatik oldu. Harcamaların kontrolden çıkmış olduğu Yunanistan'da, ağır dozda bir kemer sıkmanın şart olduğu açıktı. Ama bu ülkenin 2010'dan başlayarak Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası ve Uluslararası Para Fonu'nun dikkatli gözleri altında giriştiği uyum programı, eşi benzeri görülmemiş derecede kapsamlı ve zorluydu. Yunan hükümetinin üç yıl gibi bir süre içinde GSYH'nin yüzde 11'i gibi olağanüstü bir oranda harcamaları kısıması ve vergileri artırmasını –yani gerçekte, Yunan ekonomisindeki toplam harcamaların onda birinden fazlasını yok etmesini gerektiriyordu. Euro Bölgesi, ekonomik durgunluğa geri dönmüş olmasına ve diğer harcamalarda hiç büyümemesine rağmen, bir bütün olarak bütçe açıklarını önce 2011'de ılımlı bir biçimde, sonra da 2012'de sert bir şekilde kısımsı. Kendi ulusal para birimine ve bir ulusal merkez bankasının sağladığı esnekliğe sahip olan Birleşik Krallık bile, hükümet harcamalarında kesintiye gidip, GSYH'nin kümülatif yüzde 5'i oranında vergileri artırarak iddialı bir mali konsolidasyon programına kalkışmıştı.

Krizde çeşitli türden istisnai adımlar atmış olan merkez bankaları da iş hayatının alışılabilir yoluna kaldığı yerden devam etmesi için can atıyordu. Fed üç aşamalı bir parasal genişleme modelinin uygulamasına girişti –birkaç aya yayılan hazine bonoları ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler alımı- ama yüzde 2'lik hedefi tekrar tekrar ıskalayan enflasyon oranı ve hayal kırıklığı yaratmaya devam eden büyümeye rağmen bu alımları daha fazla artırmakta tereddüt etti. 2013 ilkbahar ve yaz aylarında bu alımların yavaş yavaş azaltılacağı yolundaki söylentiler faiz oranlarını sert bir biçimde yükseltti. Yüzde 2 büyüme için didinen bir ekonominin reçetesine yazılacak bir ilaç değildi bu.

Fed daha fazlasını yapmakta isteksizse, Avrupa Merkez Bankası daha da azını yapmaktan yanaydı. 2010'da erken davranarak canlanmanın yaklaşmakta olduğu sonucuna vardı ve standart dışı önlemlerini aşama aşama azalttı. 2011 ilkbahar ve yazında faiz oranlarını iki kez yükseltti. Avrupa ekonomisinin canlanmayı neden başaramayıp bunun yerine ikinci kez battığını anlamaya çalışanların daha ilerisine bakmasına gerek yok.

Tarihsel yahut başka türden ne tür dersler, olayların bu olağandışı derecede beklenmedik yöndeki gelişmesini şekillendirdi? Merkez bankaları açısından, hep

olduğu üzere, derin ve müzmin bir enflasyon korkusu vardı. Bu korku, hiçbir yerde 1923'ün hiperenflasyonunun anılarını silemeyen Almanya'da olduğundan daha derin değildi. Almanya'nın bu korkusu, Bundensbank benzeri bir yapıya sahip olan Avrupa Merkez Bankası ve onun kendisini herhangi bir Alman kadar enflasyonla mücadelede adanmış biri olduğunu gösterme hevesindeki Fransız Başkanı Jean-Claude Trichet'nin varlığıyla, şimdi bir Avrupa politikasına dönüşmüştü.

ABD ise ne 1920'li yıllarda ne de başka bir dönemde hiperenflasyon yaşamıştı ama bu sınırları gergin yorumcuları Weimar'a (Almanya'da 1919 Weimar Anayasası ile başlayıp 1933'te Hitler'in başa gelmesiyle sona eren dönem) bir şey kalmadığı yönünde uyarılar yapmaktan alıkoymadı. 1930'lu yılların dersleri – ekonomi, sıfır faiz oranları ve bol miktarda aşırı kapasiteyle çöküşe- yakın koşullarda olduğunda merkez bankası -enflasyonu ateşlemeden bilançosunu şişirebilir-gözden kaybolmuştu. Merkez Bankası'nın başkanı Bernanke ve en azından onun Federal Open Market Committee'deki bazı meslektaşları gibi sofistike yöneticileri işin aslını bilirdi. Ama şüphe yok ki, onlar da eleştirilerden etkilenmişti. Yorumlar daha histerik bir hal aldıkça, ABD Kongresi de para biriminin itibarını düşürmekle suçladığı Fed'e karşı sesini yükseltti ve Fed yöneticileri bağımsızlıklarını yitirmekten de bir o kadar endişelendi. Bu durum, onlarda Fed bilançosunu normal bir ekonomiyi anımsatan bir şeylerin olduğu daha önceki düzeye indirmeye başlama isteği uyandırdı.

Bu eleştiriler, geleneksel olmayan politikaların merkez bankası yöneticilerini, ipotek teminatlı menkul değerler piyasası gibi, ait olmadıkları bir yere sıkıştırmış olması ölçüsünde, yoğunlaştı. Fed, ipotek teminatlı menkul değerler alımını uzattıkça ve bu 2014'e kadar devam etti-, kurumlardan gelen eleştiriler de o ölçüde bu politikanın bir başka konut balonuna ve sonuçta bir başka çöküntüye sahne hazırladığından yakındı. Bu korku, düşük faiz oranlarının aşırı risk almayı özendireceği endişesinin bir totemi haline geldi. Bu da, hiç kuşkusuz, Lehman Brothers'ın kurtarılmamasına yönelik o facia karara katkıda bulunan ahlaki tehlike endişesinin birebir aynısıydı.

Avrupa Merkez Bankası örneğinde ise ahlaki tehlike endişesi sadece piyasalar üzerinde değil ama politikacılar üzerinde de yoğunlaştı. Merkez bankası için büyümeyi desteklemeye yönelik daha fazla şey yapmanın, hükümetler üzerindeki baskıyı hafifletmek, aşırılıkların sürmesine izin vermek, reformları duraklatmak ve riskleri çoğaltmaktan başka bir sonucu olamazdı. Avrupa Merkez Bankası, kendisinin bir mali konsolidasyon ve yapısal reform zorlayıcısı olma noktasında köşeye sıkıştırılmasına izin verdi. Bir zorlayıcı olarak üstlendiği bu rolde, ekonomik büyüme bir düşman haline geldi.

Mali politika konusunda ise sürekli teşvik tezi, ister politikacıların aşırı vaatlerde bulunma eğilimleri nedeniyle olsun ya da isterse ekonomiyi vuran darbenin o anda hissedildiğinden daha sert olması nedeniyle, söz verdiği her şeyi

gerçekleştirmedeki başarısızlığından dolayı zayıfladı. Koşulların ne kadar kötü olduğunu, bu politika olmasa ne kadar daha kötü olabileceğinden ayırt etme başarısızlığı vardı ortada. Orta vadeli bir konsolidasyon ihtiyacını kısa vadede talebi destekleme ihtiyacından ayırt etme başarısızlığı vardı. Yunanistan gibi büyük bütçe açıkları ve borçları olan ülkelerdeki mali konsolidasyon meselesini, Almanya ve ABD gibi daha fazlasını yapma imkanı olan ülkelerdeki durumdan ayırt etme başarısızlığı vardı. Böylesi bir dizi faktör bir araya geldi. Tek ortak yanları başarısızlıklardı.

Büyük Bunalım'ın tetiklediği eserler veren John Maynard Keynes ve diğer bilim adamlarından mali teşviklerin savunulması hakkında çok şey öğrenilmiş olabilirdi, ama bir o kadarı da unutulmuştu. Keynes'in esas olarak anlatı yönetimine dayandığı noktalarda takipçileri önsezilerini doğrulamak için matematik kullandı. Nihayetinde kullandıkları matematik kontrolden çıktı. Modern akademisyenler, kısmen çözülebilirlikleri, kısmen de zarafetleri nedeniyle temsil gücü olan, rasyonel, ileri görüşlü faktör modellerine (agent model) sarıldılar. Her şeyi etkili bir biçimde maksimize eden rasyonel faktörler modelinde, hükümetler aksatmadığı sürece çok az şey ters gidebilirdi. Bu zihniyet modellemesi hükümet müdahalelerini krizin olduğu kadar yavaş canlanmanın da nedeni olarak gösterdi. Freddy Mac ve Fannie Mae (Federal Home Loan Mortgage Corporation ve Federal National Mortgage Association'a verilen isimler) gibi devlet destekli oluşumlar, tıpkı hükümet politikalarındaki belirsizliğin yavaş canlanmanın izahı olması gibi, ipotekli konut kredisi piyasasında krize zemin hazırlayan aşırılıkların sorumlusuydu.

Şu haliyle hükümet müdahalesinin bir başka biçimi olan mali teşvikin de, diye devam etti bu önsezi, benzer şekilde hiçbir yarar sağlaması mümkün olamazdı. Bu fikirleri ileri süren ekonomistler, şu an yapılacak her ilave açık bütçe harcamasının gelecekte daha yüksek vergi olarak ödenmek zorunda olduğunu bilen hanehalkının, harcamalarını da buna göre azalttığı modellere başvuruyordu.⁵ Bu mantık, geçici mali teşviklerin etkisinin bu teşvikleri savunan Keynesyenlerin vaat ettiğinden daha az olabileceğini ileri sürdü. Ama bu modeller bile teşviklerin hiçbir etkisi olmayacağını ima edemedi.⁶ Bu tatlı su ekonomistleri (Great Lakes çevresinde toplanma eğiliminde oldukları için böyle adlandırıldılar), yine de bu sonuca atlamakta aceleci davranmaktan kaçınmadılar. George Bernard Shaw'un, "Bütün ekonomistleri uç uca dizin, yine de bir yere ulaşamazlar" şeklindeki veciz sözü, hiçbir yere bu kadar uygun düşmezdi. Ekonomi politikasının en temel ilkeleri üzerinde bile hemfikir olmaktan aciz olma durumu, entelektüellerin etkili bir çözüm üretme meselelerini temelsiz bıraktı.

Avrupa'nın büyük bir bölümünde ise Keynesyen kuram hiçbir şekilde kök salmamıştı. Weimar Cumhuriyeti'nin kontrol dışı bütçe ve enflasyonu, Alman ekonomistlerin açık bütçe harcamalarına şüpheci yaklaşımlarına neden olmuş ve onları bunun yerine, hükümetin sözleşme yaptırımlarını güçlendirme ve re-

kabeti teşvik etme konuları üzerinde yoğunlaşması gerektiğini ileri sürmeye sevk etmişti.⁷

Bu, Great Lakes'te fokurdayan 'hükümetler kötü, özel sektör iyi' mesajından daha sofistike bir tutumdur. Ama harcamaları teşvik meselesi onların da kafasına yatmıyordu ve kemer sıkma doğru erken bir geçişi desteklediler.

Konuyla bağlantısı kuşkulu kuram, bu politika kaymasında bir rol oynadıysa, genelliği şüpheli bir ampirik analiz de oynardı. İki Amerikalı ekonomist, kamu borçları GSYH'nin yüzde 90'ına ulaştığı anda büyüme eğiliminin yavaşlayacağına dair kanıtlar sundu.⁸ Ağır borçların ekonomik büyüme üzerindeki yüküne kimse karşı çıkmadı ama performansın hızla gerilediği yerde, yüzde 90'ın bir tuzak teli olduğu fikrine derhal meydan okundu. Yine de Amerikan ve İngiliz kamu borçlarının bu kırmızı çizgiye yaklaşıyor olması ve Euro bölgesindeki borç/GSYH oranının bunu aşmış olduğu gerçeği, kemer sıkma politikalarına hızlı bir dönüşü destekleyenlerin bu iddiaya atıfta bulunmalarını belki doğru olmayan, ama elverişli bir çare haline getirdi. AB Komisyonu'nun Ekonomik ve Mali İşler komisyonu üyesi Olli Rehn, örneğin Avrupa Birliği politikalarını gerekçelendirirken, bu iddianın 'yüzde 90 kuralı' olarak yanlış nitelenmiş bir versiyonunu kullandı.

Bu arada iki İtalyan ekonomist (Alesina ve Ardagna, 2010) de kemer sıkma politikasının özellikle vergi artırımlarından çok kamu harcamaları kesintisinden kaynaklanıyorsa, karşı Keynesyen bir genişlemeci etkiye sahip olduğuna dair kanıtlar sundu.⁹

Bu tür sonuçlar, devasa borçları, yüksek faiz oranları ve ağır vergileri olan 1980'li ve 1990'lı yılların İtalya'sı gibi bir ülke için geçerliydi. Böylesi koşullarda kamu harcamalarında kesintiye gitmek güveni artırır ve bu güven artışı da yatırımları yukarı doğru itebilirdi. Ama bu tür kehanetler İtalya için ne kadar muhtemel olursa olsun, daha az borçlu ülkeler için mantıklı değildi. Faiz oranları sıfıra yakın olduğunda mantıklı değildi. Söz konusu ülke, Euro Bölgesi'nin bir üyesi olarak, devalüe edeceği bir para biriminden yoksundu ve ihracatı yurt içi talebin yerine geçirebilmesi de o kadar kolay olmazdı. Ve bu kehanetler, bütün ileri gelişmiş ülkeler topluluğu, geride ihracat yapacak tek bir tane bile kalmamacasına bunalımdayken, mantıklı değildi.

Buna karşılık, bütün bunlar yine de genişlemeci mali konsolidasyon doktrininin bütün o sahte genelliği içinde, kongre üyesi ve ABD Temsilciler Meclisi'nin kendinden menkul bütçe açığı uzmanı Paul Ryan tarafından şevkle benimsenmesini; AB maliye bakanlarının zirve sonrası basın toplantılarında ve resmi tebliğlerinde bu doktrine başvurmalarını da engellemedi. Mali konsolidasyonun genişlemeci eğilimler taşıyabileceği fikri, politikacılara da kemer sıkma politikalarının tümüyle acısız bir kazanç olabileceğini ileri sürme fırsatı verdi. Gerçeğin

farklı çıkması ise acıyla ya da kazançla işi olmayan ama kemer sıkmayı kendi başına bir hedef olarak görenler dışındaki herkes için sarsıcı bir şok oldu.

Kemer sıkma politikalarına bu dönüştteki bütün faktörler içinde en güçlüsü, tabii ki daha kötüsünü önleyen ekonomi-politika karar merkezleriydi. Yeni bir Büyük Bunalım'ı engellediler. Acil durumun sona erdiğini ilan edebilirlerdi. Dolayısıyla, normal politikalara erken dönüş çağrısına kulak verebilirlerdi. 1930 benzeri bir ekonomik çöküşü önlemekteki müthiş başarılarının, daha enerjik bir canlanmayı desteklemedeki başarısızlıklarına yol açmasında en ufak bir ironi yoktur.

Makroekonomik politikalar için doğru olan, mali reform için de aynı derecede doğrudur. ABD'de Büyük Bunalım, ticari bankacılığı yatırım bankacılığından ayıran Glass-Steagall Yasası'nın çıkmasına neden olmuştu; finansal aşırılıkları dizginlemek üzere bir Securities and Exchange Commission'ın (ABD Sermaye Piyasası Kurulu) kurulmasına yol açmıştı. Şimdi de yeni bir Glass-Steagall için çağrılar vardı. Eski yasa 1999'a kadar yürürlükte kalmak üzere konmuş ve artık böylesine kapsamlı bir mevzuat reformuna uzaktan yakından benzeyen bir yaptırım kalmamıştı. 2010 yılında çıkarılan The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Borsa Reformu ve Tüketici Koruma Yasası) ise finans kurumlarının spekülatif işlemlerini sınırlamaktan, Consumer Financial Protection Bureau (Tüketici Mali Koruma Bürosu) oluşturmaya kadar uzanan vasat derecede faydalı önlemler içeriyordu. Ama büyük bankalar bölünmedi. Etkili konuşmaların aksine, batmayacak-kadar-büyük olma sorununa (Too-big-to-fail: Batmaları halinde bütün sistemi sarsacak kadar büyük olduklarından iflas etmelerine izin verilmeyecek firmalar; bu konum söz konusu firmalara pervasızca risk alma imkanı sağladığından bir sorun olarak tanımlanmıyor) dair çok az şey yapıldı. Glass-Steagall'ın ticari bankacılık, menkul değerler taahhüttü ve sigorta hizmetleri arasına getirdiği keskin ayırmadan doğan finansal manzaranın yakında temelden yeniden düzenleneceğine dair hiçbir belirti yoktu.

Söz konusu ayrıma dair temel bir izahat, daha kötüsünü önleyen ekonomi-politik karar merkezlerinin başarısı oldu yine. 1930'lu yıllarda Bunalım'ın derinleşmesi ve bankalarla menkul kıymet piyasalarının çöküşü, yürürlükteki mali rejime olan inancı tümüyle yok etmişti. Şimdiyse, aksine, zar zor da olsa bunalım ve mali çöküş önlenmişti. Bu, mevcut sistemin kusurlarının daha az olduğuna yönelik inancı besledi. Radikal eylem tezini ise zayıflattı. Reformcuların hevesini kursağında bıraktı.

Politikacılar arasındaki küçük anlaşmazlıkların reform çabalarını yavaşlatmasını sağladı. Böylece bu başarı, başarısızlığın kaynağı oldu.

Ama Amerika'da politik partileri bir mevzuat reformu konusunda anlaşmaya götürürken karşılaşılan güçlükler, Avrupa'da karşılaşılan güçlüklerin yanında

sönük kalırdı. ABD’de reform için iki parti arasında bir nebze fikir birliği yeterli olurken, Avrupa Birliği’nde ilerleme kaydetmek yirmi yedi hükümet arasında bir fikir birliği gerektiriyordu. Hiç kuşkusuz bütün hükümetler eşitse de, Almanya gibi bazıları diğerlerinden daha eşitti. Ama bu Orwell’yen Avrupa’da bile, küçük ülkeler eğer aynı fikirde değilseler sorun çıkarabiliyordu. İspanya’ya AB Kurtarma Fonu, European Stability Mechanism aracılığıyla yardım istendiğinde, Finlandiya bunu yapmıştı. Reformun, Euro Bölgesi’nin hem içindeki hem de dışındaki ülkeler arasında anlaşma gerektirdiği durumlar olabiliyordu. Bankacıları özendirici prim kısıtlamalarına yönelik olarak, İngiltere’nin AB aleyhine özendirici prim ödemeleri konusunda Avrupa Adalet Divanı’nda dava açmasıyla kaldırılan önlemler vakasında böyle olmuştu.

Hiçbir şey bu güçlükleri banka birliği üzerine kopan kavgadan daha iyi özetleyemez. Euro’nun oluşmasıyla birlikte Avrupa’nın her yerindeki bankalar birbirlerine daha sıkı bağlı hale geldi. Ama bu bankalar ve kendi ülkelerindeki denetçiler, faaliyetlerinin komşu banka ve ülkelerdeki sonuçlarını gözetmedi. Krizden çıkarılan ders tek bir para birimi ve tek bir finans piyasasıydı ama yirmi yedi farklı ulusal banka mevzuatı çılgınlıktı. Çözüm tek bir denetçi, tek bir mevduat sigorta programı ve sorunlu bankalar için tek bir çözüm mekanizmasıydı. Banka birliği, kendi bütünlüğü içinde, AB kurumlarına güvenin yeniden tesisi için hayati önemde görüldü.

2012 yılı yazında, kriz zirvesindeyken, Avrupalı liderler bu banka birliğinin kurulması konusunda anlaştı. Bankaları izlemek üzere tek bir denetçi olması konusunda görüş birliğine vardılar. Ama o andan sonra süreç açmaza girdi. Güçlü bir bankacılık sistemi olan ülkeler denetleme yetkisinin merkezileşmiş bir otoriteye devredilmesine kuşkuyla baktı. Diğerleri ise kötü işletilen finans kurumlarına sahip ülkelerin mali yardımla kurtarılması için oluşturulan bir ortak sigorta fonunun bedelini, kendi banka ve mevduat sahiplerinin ödeyeceğinden yakındı. Yine bazı diğerleri, bu ortak çözüm otoritesine finans sağlama zamanı geldiğinde kendi vergi yükümlülerinin zor duruma düşebileceği ihtimaline itiraz etti. Bu üç grubun tek ortak yanı, Şansölye Angela Merkel’in Avrupa Birliği anlaşma metninde bu tür mekanizmaların nasıl işleyeceği ve nasıl finanse edileceklerini belirleyen bir revizyon talep ettiği, Almanya’ydı. Ama anlaşma metninde revizyon da diğer ülkelerin tereddüt ettiği bir konuydu. Çünkü bu revizyon kendi parlamentolarının onayını, kimi örneklerdeyse, bu arada AB’nin en temel mutabakatlarının sorgulanabileceği halk oylamasını gerektiriyordu.

Avrupalı liderler bu nedenle umduklarıyla değil bulduklarıyla yetindiler. Tek bir denetçiyle yollarına devam ettiler ama denetimi Avrupa’nın en büyük 130 bankasıyla sınırladılar; tek bir mevduat sigortası programı ve çözüm mekanizması meselelerini ise daha sonraya bıraktılar.¹⁰

Bu durum yirmi yedi ülkeden oluşan bir Avrupa Birliği’nin karar alma sü-

reçlerinde karşılaştığı güçlükleri yansıtıyordu. Ama aynı zamanda AB'nin sadece para birliğini sürdürmeye yeterli olacak kadarını yaptığına da bir göstergesiydi. Acil durum kredileri aracılığıyla ve Avrupa Merkez Bankası imkânını yaratıp sıkıntıdaki hükümetlerin tahvillerini satın alarak yaptığı, aslında sadece Euro sisteminin dağılmasını önlemektir. Bu başarı da sırası geldiğinde banka birliği oluşturma aciliyetini hafifletti. Bu başarı da başarısızlığın kaynağı oldu.

Avrupa'nın sadece para birliğini korumak için yeterli olanı yapması ve Euro'nun da altın standartının 1930'lu yıllarda gittiği yolu izlememesi, çoğu kişi için, krizin büyük sürprizleri arasındaydı. Altın standart, 1920'li yılların sonlarında, ekonomik ve finansal istikrarın güvencesi olarak görülürdü. Çünkü 1914'ten 1924'e kadar süruncemede kaldığı on yıla başka hiçbir şey damgasını vurmamıştı. Buna karşılık, I. Dünya Savaşı'ndan sonra, yeniden yapılandırılmış haliyle altın standartının ne dayanıklı ne de istikrarlı olduğu ortaya çıktı. 1931 mali krizini önlemek bir yana, önce büyük miktarlarda kredinin onu kullanma donanımı olmayan ülkelere akmasını teşvik eden bir istikrar yanılması yaratarak, sonra da hükümetlerin buna karşılık verme imkânlarını baltalayarak, büyümesine katkıda bulunmuştu. Sonuç, devlet yetkililerinin kendi banka ve para birimlerini savunma kapasiteleri konusunda şüpheye düşen yatırımcılar, bankalardan kaçan mevduatlar, ödemeler dengesi krizleri oldu. Dönemin yetkin ülkeleri kendi ekonomik kaderlerini kontrol altına almak için altın standartından kurtardılar kendilerini. Bu da onlara paranın kıt olduğu yerde para basma olanağı sağladı. Kendi bankacılık sistemlerini destekleme imkânı verdi. Bunalıma bir son vermek için başka adımlar atmalarını sağladı.

Euro'nun mimarları bu tarihten haberdardı. 1992-93'te, Avrupa para birimlerini dağıcılarının kullandıkları ipler gibi birbirine bağlayan Exchange Rate Mechanism'in çökmesiyle benzerini yaşadıkları krizden bile muhtemelen daha güçlü bir biçimde yankılanıyordu kulaklarında. Bundan dolayı da kendi yeni para düzenlemelerini daha güçlü kılmak için yola çıktılar. Tek bir para birimi üzerine kurulu olacaktı bu sistem, farklı ulusal para birimleri arasında sabitleştirilmiş oranlar üzerinde değil. Ulusal para birimlerinin devalüasyonu mümkün olmayacaktı çünkü ülkelerin artık devalüe edecekleri bir para birimleri olmayacaktı. Bu Euro sistemi, ulusal merkez bankaları tarafından değil ama uluslar üstü bir yetki, Avrupa Merkez Bankası tarafından düzenlenecekti.

Bu parasal birliği düzenleyen antlaşmanın, sistemden çıkışa dair hiçbir kayıt taşıması da önemliydi. 1930'larda bir ülkenin kendi yasama meclisi ya da parlamentosundan çıkacak tek taraflı bir yasayla altın standartını terk etmesi mümkün olabiliyordu. Euro'dan vazgeçmekse, tersine, antlaşma yükümlülüğüne feshetmek anlamına gelirdi ve ilgili ülkenin AB ortakları nezdindeki itibarını tehlikeye atardı.

Ama Euro mimarları altın standartının kimi problemlerinden kaçarken di-

ğer bazılarına da davetiye çıkardı. Euro sistemi de, bir istikrar serabı yaratarak, büyük miktarlarda sermaye akışını, 1920'li yıllardaki gibi, onu idare edecek donanımdan yoksun Güney Avrupa ülkelerine doğru harekete geçirdi. Bu akış tersine döndüğünde ise ulusal merkez bankalarının para basma, ulusal hükümetlerin ise bunu borçlanma yetkilerinin olmaması, ekonomileri 1930'larda olduğu gibi derin bir durgunluğa itti. Bir şeyler yapılması yönünde baskılar arttı. Bunu yapmaktan aciz hükümetlere olan destek erimeye başladı. Giderek artan ölçüde Euro'nun da altın standartının akıbetine uğrayacağı, sıkıntı içindeki ülkelerin hükümetlerinin de Euro'dan vazgeçeceği öngörüldü. Üstelik bu konuda tereddüt ederlerse yerlerini harekete geçmeye hazır hükümet ve liderlere bırakırlardı. En kötü durumda, bizzat demokrasinin riske atılma ihtimali vardı.

Bu da, ortaya çıktı ki, tarih dersinin yanlış okunmasına bir örnekti. 1930'larda hükümetler altın standartını terk ettiğinde, uluslararası ticaret ve borç verme ilişkileri çoktan çökmüştü. Bu kezse, Avrupa ülkeleri bu akıbetten kaçınmak için ellerinden geleni yaptı. Dolayısıyla, tek piyasa ve Avrupa içi ticaret ve ödemelerin korunması için Euro'nun savunulması şarttı. 1930'larda politik dayanışma ekonomik bunalımın bir başka erken kazazedelerindendi. Bu kezse hükümetler, krizin güçlüklerine karşın, 1930'lu yıllardakinden daha güçlü ve daha gelişkin uluslararası kuruluşların da yardımıyla, danışma ve işbirliğini sürdürdü. Güçlü bir ekonomik ve finansal konuma sahip AB ülkeleri, zayıf Avrupalı ortaklarına krediler sağladı. Bu krediler daha büyük olabilirdi ama yine de 1930'lu yılların ölçülerine göre büyüktü.

Sonuçta, Euro'nun çöküşünü bekleyenlerin öngördüğü demokrasi krizi gerçekleşmedi. Gösteriler oldu, şiddet içeren gösteriler yaşandı. Hükümetler düştü. Ama 1930'lu yılların tersine, demokrasi ayakta kaldı. Çöküş Cassandra'ları (felaket tellalları) bu noktada refah devletlerini ve Bunalım'a cevap olarak inşa edilmiş sosyal güvenlik ağlarını hesaba katmakta başarısız olmuştu. Avrupa'nın krizden en kötü etkilenen bölgelerinde olduğu gibi, işsizliğin yüzde 25'i aştığı yerlerde bile açıktan açığa bir felaket görüntüsü azdı. Bu da politik geri tepmeleri zayıflatı. Mevcut sistemden vazgeçme yönündeki baskıyı hafifletti.

Büyük Bunalım deneyiminin, Büyük Durgunluk'a yönelik algı ve tepkileri önemli ölçüde şekillendirdiği sık söylenen bir sözdür. Ama sadece o tarihin nasıl kullanılacağını -ve nasıl yanlış kullanılacağını - anlamak bile tek başına Bunalım'a değil ama aynı zamanda ona yol açan gelişmelere de daha yakından bir bakış gerektiriyor. Bu da dolayısıyla en baştan başlamak demek, yani 1920'den.

NOTLAR

1. Basel Mutabakatı, Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından görüşülüp karara bağlandı. Önde gelen ülkelerin merkez bankası temsilcileri ve mali denetçilerinden oluşan bu komitenin sekreteryası İsviçre, Basel'deki Uluslararası Ödemeler Bankası'ndadır. İlk mutabakat metni 'Basel I', 1998, ikincisi 'Basel II' ise 2004 tarihlidir.
2. Bu endişeyi pekiştiren, işin içine ahlak ya da etiğin karıştığı düşüncesine sevkeden terminolojiydi. Dembe ve Boden'in (2000) açıkladığı gibi, bu terimin icadına katkıda bulunan on sekizinci yüzyıl matematikçileri aslında 'ahlaki' kelimesini öznel ve sezgisel anlamda kullandı, erdemli ve namuslu anlamında değil.
3. Reinhart ve Rogoff'un (2009a) üne kavuşturduğu çıkarımdı bu.
4. Söz konusu kesintiler on yıl içinde yürürlüğe girecekti
5. Bütçe açığına dayalı harcamalarda kalıcı bir artış durumunda, hane halkı da kendi harcamasını bire bir azaltır. Ekonomi literatürü buna Ricardocu Eşdeğerlik modelleri olarak atıfta bulunur (hükümet açık ve fazlalarının özel sektör açık ve fazlalarıyla eşdeğer ve denk olması), on sekizinci yüzyıl sonları ve on dokuzuncu yüzyıl başlarında yaşayan ekonomi politikçi David Ricardo'ya kadar giden bir düşüncedir bu.
6. Ricardocu modelde, hükümet harcamalarındaki kalıcı bir artış, yukarıda da söz edildiği gibi, vergilerde zaman içinde bununla orantılı bir artış ve özel sektör harcamalarında birebir bir düşüşle dengelenecektir. Ancak hükümet harcamalarında geçici bir artış her bir dönemde borcun çevrilmesi ve ertelenmesi için vergilerde daha küçük bir artış gerektirecek ve dolayısıyla da hükümet teşvik harcamaları gerçekleşirken özel harcamalarda birebir'den daha az bir düşüş olacaktır.
7. II. Dünya Savaşı'nda sonra gelişen ve Ordoliberal Ekol diye bilinen öğretinin görüşüydü bu (Dullien ve Guerot 2012)
8. Bkz. Reinhart ve Rogoff (2009b). Zamanla, Uluslararası Para Fonu tarafından yapılanlar gibi başka çalışmalar, bu eşğin varlığı üzerine şüphe düşürdü (bkz. Paescatori, Sandri ve Simon 2014)
9. Bkz. Alesine ve Ardagan (2010). IMF, bu tür bulguların da genelliğine dair bir eleştiriyle karşılık verdi (IMF 2010)
10. Tek bir çözüm mekanizması konusundaki anlaşmaya, daha sonra, Aralık 2013'te ulaşıldı. Ama bu da yine yarım yamalaklı: AB bir ara dönem boyunca yine ulusal çözüm mercilerine dayanmaya devam edeceğini bildirdi ve ancak on yıl süren bir geçiş döneminden sonra bu çözüm mekanizmasını tam olarak finanse etmeyi kabul etti.

KISIM I | **En İyi Zamanlar**

Bir elli dördlük boyu ve yuvarlak suratıyla Charles Ponzi, karşısındakinde pek de etkileyici bir izlenim bırakmıyordu. Yirmi bir yaşında İtalya'nın Parma kentinden çıkıp ABD'ye gelmiş biri olarak, İngilizce'ye üst sınıflardan Amerikalı bir sermayedar kadar hâkim olduğu da söylenemezdi. Ama o çelimsiz endamına rağmen, mali krizler yazınında kapladığı yer büyük olacaktı. 'Ponzi Entrikası', zaman içinde, 'Greenspan Satın Opsiyonu' ve 'Lehman Brothers Anı' gibi kavramları da gölgede bırakarak, mali istikrarsızlıklar lügatının silinmez bir parçası haline gelecekti.

Ponzi, uluslararası posta kuponları piyasasında arbitraj yapmaya yönelik bir entrikayla adını duyurdu bir bakıma. Bu mali enstrüman, 1906'da, tesadüfe bakın ki, İtalya'da yapılan Universal Postal Union Congress'te (Evrensel Posta Birliği Kongresi) imzalanan bir anlaşmayla devreye girmişti. Niyet, alıcıya pul satın alma ve bir posta cevabı verme fırsatı sağlayarak, yurtdışına fon göndermek için bir araç yaratmaktı.

1906'daki konferans, döviz kurlarının kilitlendiği altın standartı çağında toplanmıştı. Bu nedenle de delegelerin altın standartını askıya alarak imzaladıkları anlaşma açısından yol açabilecekleri yeni sorunları öngörebilme şansları hiç yoktu. Ama I. Dünya Savaşı'nın patlak vermesiyle birlikte, hükümetler altın ihracatına ambargo koydu. Altını ucuz olduğu yerde satın alıp pahalı olduğu yerde satmak, döviz kurlarını dengede tutma mekanizması olmuştu. Altın piyasası işlemlerini etkili bir şekilde sekteye uğratan ambargolarla birlikte, para birimleri de birbiri ardı sıra dalgalanmaya başladı.

Öngörülemeyen yeni sorunlar arasında posta kuponu anlaşmasıyla ilgili olanlar da vardı. ABD, savaş sırasında ve sonrasında para birimi altın karşısındaki değerini koruyan tek savaşan devlettir. Avrupa para birimleri ise hükümetler

askeri harcamaları finanse etmek için para basınca, ancak ateşkesle birlikte, o da kısmen, tersine çevrilebilen bir trend halinde, dolar karşısında değer kaybetti. Sonuç olarak, Avrupa para birimleri kullanılarak yurtdışında satın alınan posta cevap kuponlarının ABD’de kendi maliyetlerine göre daha fazla pul satın alması mümkün oldu. 1919 yılında bir fırsat kokusu alan Ponzi, iş ortaklarından aldığı borç parayı İtalya’daki bağlantılarına gönderdi ve posta cevap kuponları satın alarak kendisine, Boston’a aktarmaları talimatını verdi.

Neden sadece Ponzi’nin bu fırsatı sezebildiği ise, en kibar deyimle, belirsizdir. Hiç de şaşırtıcı olmayan bir biçimde, doyurucu kâr görüntüsü bir yanılsamaydı. Ponzi’nin bağlantıları ancak sınırlı sayıda kupon toplayabildi ve o durumda bile işlemlerin tamamlanması, bu projeye ayrılan fonların bloke edildiği süre boyunca, zaman aldı.

Oysa zaman, Ponzi’de bol bulunan bir şey değildi çünkü yatırımcılarının parasını doksan gün içinde ikiye katlama vaadinde bulunmuştu. Söz konusu kâr paylarını ödemek için yeni taahhütlerden elde edilen sermayeyi kullanmak zorunda kaldı ve bu dalavereyi motive eden posta kuponu arbitrajı için geride hiç fon bırakmadı. Bu da dolayısıyla, fazladan yatırımcıların cezbedilmesini hayati derecede önemli bir hale getirdi ve Ponzi de Securities Exchange Company (Menkul Değerler Borsa Şirketi) gibi ismi kulağa etkileyici gelen bir firma kurdu; bir satıcılar ordusunu işe aldı. Entrika, Ponzi’nin operasyon lehine kamuoyu yaratması için kiraladığı bir gazeteci, William McMasters’in Boston Post’da kaleme aldığı bir yazının yayınlanmasıyla ifşa oldu ve Ağustos 1920’de çöktü.¹

Ponzi’nin yatırımcıların parasını doksan gün içinde iki katına çıkarma sözünün alarm zillerini çaldırmamış olması, yatırımcıların 1920’li yılların baş döndürücü atmosferine yönelik inançsızlığı giderme istekliliklerine dair bir şeyler anlatır. Yatırımcıların 2000’li yılların aynı derecede sert koşullarında, Bernie Madoff’un kaydettiği ve yıllar ve yıllar içinde çok az dalgalanan anormal kâra arka çıkma konusundaki acizliklerini düşünmemek elde değil.

Hakkında posta dolandırıcılığı suçlamasıyla soruşturma açılan Ponzi, suçunu kabul etti ve federal cezaevinde üç buçuk yıl hapse mahkûm edildi. Ama New England’daki yatırımcı ortaklar öyle kolay yatışacak gibi değildi. Cezaevindeki Ponzi, Massachusetts Eyaleti’nin yirmi iki ayrı hırsızlık suçlamasına maruz kaldı. Artık yoksul birisi olan davalı, kendi savunmasını kendisi yaptı; başlangıçta hiç de fena gitmedi. Ama davalar birbiri ardı sıra açıldıkça, o da giderek yorgun düştü. İlk jürinin suçsuz bulduğu yerde, ikincisi çıkmaza girdi, üçüncüsü ise sanığı suçlu buldu. Kefaletle serbest kalan Ponzi, Florida’nın ücra köşelerine attı kendini ve orada takma bir isimle iş yapmaya başladı.

1925’te Florida’da iş yapmak, emlak işine girmek demekti. Ponzi, bu kez Jacksonville yakınlarındaki bir parselasyon işinin girişimcisi olarak ortaya çıktı.

‘Yakınlarındaki’ ile kastedilen, Ponzi’nin cüce palmye, yabani ot ve nadiren de meşeyle kaplı oldukça geniş bir çalılık alanı imara açma (kelimeyi esnek anlamında kullanmamıza izin verilirse) girişimlerinde bulunduğu bölge, şehrin yaklaşık yüz kilometre batısıydı. Parsellemeden kastedilense mal sahiplerinin kendi arsalarını belirlemelerine yardım etmek için araziye kazıklar çakmaktı. Parseller yaklaşık dört dönüm başına yirmi üç parsel gibi haris bir ölçekte bir kez kazıklarla belirlenir belirlenmez, beheri 10 dolardan satışa sunuldu.

Satın alım, ölçüm ve arazinin parselasyonu için gerekli sermaye, Ponzi’nin Charpon (*Charles Ponzi*) Land Corporation isimli firmasının yatırımcıları tarafından sağlandı. Sermaye iştirakçilerine altmış gün içinde her 10 dolarlık yatırım için 30 dolar, yani daha önceki posta kuponu operasyonunda söz verilenden de daha cazip bir gelir vaat edildi. Bu hiç kuşkusuz bir başka piramit dalaveresinden başka bir şey değildi: Önceki yatırımcıların parası, yeni yatırımcılara satılan payların hasılatından elde edilen nakitle ödeniyordu. Bu sahtekârlığın tespit edilmesi ya da faillerin kimliğinin ortaya çıkarılması fazla zaman almadı. Ponzi hakkında tröstlerle ilgili Florida yasalarını ihlal etmekten soruşturma açıldı, yargılandı ve tarafsız jüri tarafından bir kez daha suçlu bulundu.²

Ponzi’nin Florida’ya ulaşır ulaşmaz, emlak işinde bir sığınak bulması hiç de tesadüf değildi; Florida, ABD’de eşi benzeri görülmemiş bir gayrimenkul patlamasının tam ortasındaydı.

Bölge, emlak sektöründeki ani yükseliş ve düşüşleri daha önce de yaşamıştı ama onlar ekilebilir arazilerle sınırlıydı. Bu ise kentte, daha doğrusu kenarkentte yaşanan ilk emlak patlamasıydı ve otomobil sektörü odaklıydı. Daha fazla Amerikalı, Henry Ford’un Model T’sinde somut örneğini bulan ucuz ve güvenilir arabaları edindikçe, kenarkent hayatı da olanaklı bir hale geldi. Ve Florida motorize konuklar tarafından giderek daha fazla erişilebilir hale gelince de ılıman iklimi ve ucuz arsaları güçlü bir çekim yarattı. 1920-1921 kışında akın eden Kuzeyliler, pek de şık olmayan ve bazen geçici ikametgâh olarak da işlev gören ulaşım tarzları nedeniyle “Teneke Kutu Turistleri” olarak tanındı.³

Hiç de yabana atılmayacak bir bölümü aynı zamanda otomobil tutkunu da olan emlak girişimcileri, bu bağlantıyı fark etmekte gecikmedi. Kardeşiyle birlikte Prest-O-Lite Corporation’ı, ardından da henüz palazlanan motorlu taşıt endüstrisine asetilen far ve karoser tedariki için Fisher Body’yi kuran Carl Fisher, bunun tipik bir örneğiydi. Fisher ilk olarak 1910’da, on beş yaşındaki çiçeği burnunda karısıyla çıktığı balayı (yat gezisi) sırasında, daha sonraları Miami Beach olarak bilinegelen yarımada ile karşılaştı. Prest-O-Line’in Union Carbide’a satışlarıyla ilgili görüşmelerin son aşamasında ise Biscayne Koyu üzerinde yarımada genişliğinde bir tatil ve emeklilik konutu satın alacak konuma gelmişti.

Ama emeklilik, henüz sadece otuzlu yaşlarındaki Fisher'e sıkıcı geldi. 1913 yılında emlak işindeydi; 1915'e gelindiğinde bölgenin başta gelen gayrimenkul girişimcisi oldu. İmara açılacak yeterli gayrimenkul kalmadığında Fisher yenilerini yarattı. Biscayne Koyu'na dip tarama ekipmanları getirtti; kum pompalayıp sahili uzattı. Will Rogers, her zaman olduğu gibi, konuyu çok iyi ifade edecekti: "Carl, kumun bir gayrimenkul tabelasını ayakta tutabileceğini keşfetmişti, zaten kumdan tüm beklediği de buydu. Carl, müşterilerini okyanusta kürek çektiler bitkin düşürür ve bir ev inşa etmekten hoşlanacakları durgun sularda güzel bir yer seçmelerine izin verirdi; hemen ardından da suyun yerine bir ada koyar ve siz bir nevi küçük Robinson Crusoe olarak kendi başınıza kalırdınız."⁴

Fisher, otomobil ile Florida gayrimenkul sektörü arasındaki bağlantıyı güçlendirmek için eyaleti Yukarı Orta Batı'ya bağlayan Dixie otobanının yapımını teşvik etti. Dixie Otobanı Derneği'ni kurdu. Gazetelere projeyi göklere çıkaran makaleler dağıttı. Hem batı hem de doğu kollarını tasarlayarak, rotayı bölme peşindeki rakip şehirler arası çatışmaları yatıştırdı. Arzulanan trafik akışını temin etmek uğruna hiçbir fedakârlıktan kaçınmadı.

Muhakkak ki, Florida gayrimenkul sektöründeki bu yükselişi besleyen başka faktörler de vardı. Amerikan ekonomisinin savaş sonrası durgunluktan güçlü bir canlanmayla çıkması ve artık kalıcı bir büyüme hızının yakalanabileceğine yönelik beklentiler bunlar arasındadır. 1920'li yıllar fabrika tasarımında bir devrime tanıklık ederken, üretim örgütlenmesi de elektrik enerjisinden faydalanmak üzere yenilendi. Geleneksel fabrikalar yukarıdan geçen bir kumanda milleri ve şasi şebekesi üzerinden dağıtılan buhar enerjisini kullanırdı. Elektrifikasyon, kısmi montajların taşınmasında tepe vinçlerin kurulumunu mümkün kılarak, buhar enerjisiyle ilgili bütün bu teçhizatın kaldırılmasına olanak tanıdı. Elektrik aynı zamanda işçilerin taşınabilir elektrikli aletler kullanabilmesini ve montaj hattı üzerinde serbestçe hareket etmesini de sağladı. Bu durum, tıpkı kullandıkları buhar enerjili makine aksamı gibi kendileri de mecazen üretim bölümüne cıvatalanmış olan önceki meslektaşlarına göre, bu yeni işçilerin üretkenliğini artırdı. Elektrik enerjisine geçiş, bu yolla, çalışanların emek girdisinin verimliliğini optimize etmek üzere tasarlanmış bilimsel yönetim uygulamalarına, özellikle yönetim danışmanı Frederick Winslow Taylor'un süre devinim araştırmaları sayesinde, adapte olmalarını sağladı.

Henry Ford'un, inşaatına 1917'de başlanan Dearborn, Michigan'daki muazzam River Rouge Kompleksi'nde sembolize olan tam potansiyelli montaj hattı, şimdi artık gerçekleştirilebilirdi. Daha önce hiçbir şekilde yaşanmamış oranda bir üretkenlik artışı garantisi de vaat ediyordu bu. 1922 ile 1929 arasında Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'daki yaklaşık yüzde beş oranındaki yıllık gerçek artış, ABD'nin kıyaslanabilir bir dönemde yaşadığı bu en hızlı artış, yukarıda sözü edilen iyimser görüşü doğrular gibiydi.

Verimlilikteki büyümenin hızlanması yalnızca daha yüksek gelir anlamına gelmekle kalmayacak ama aynı zamanda finansal varlıklar için de daha yüksek fiyatlar demek olacaktı ya da yatırımcılar buna inanmaya sevk edildi. Bir başka ifadeyle, gayrimenkul için doğru olan, diğer yatırımlar için de doğrudur. 1920'li yıllarda Dow Jones Industrial Average'e (ABD'nin en büyük otuz şirketini içeren en önemli hisse senedi endekslerinden biri) katılan önde gelen şirketler, American Telephone and Telegraph, Western Union, International Harvester ve Allied Chemical gibileri mesela, bu teknolojik devrimin örnekleridir. Firmaların bilişim teknolojileri pazarlamayı öğrenmeleriyle birlikte üretkenlik artışının ivme kazandıracağı öne sürülen 2008-09 krizine kadarki hızlı fiyat artışlarıyla bunun arasında bariz bir benzerlik vardır. 1920'lerin çok-amaçlı dönüştürücü teknoloji bilgisayar değil de elektrik olmuş olabilir ama yatırımcı psikolojisi üzerindeki etkisi aynıydı.

Zamanın para politikaları yangına körükle gitti. 1913'de Federal Reserve System'in (ABD Merkez Bankası, Fed) kuruluşu, ülkenin geleneksel baş belası olan konjonktür dalgalanmaları istikrarsızlığının ehlileştirildiğine olan inancı pekiştirdi. Fed, önceki yıllarda finans piyasalarını ve ekonomik faaliyetleri endişelendiren faiz oranı salınımlarını önlemekle yükümlüydü (Federal Reserve Yasası'nın ifadesiyle bir 'dolaşıma para' sağlayarak). Bunun başarıma ihtimali ölçüsünde de yatırımlar daha güvenli olacak, büyük oyuncularını teşvik edecekti. 1920'li yıllar 'Yeni Dönem' olarak bilinir ve bu adlandırma ülkenin sadece daha hızlı bir verimlilik artışı değil ama daha büyük bir ekonomik ve mali istikrar da getirecek olan yeni bir döneme girmiş olduğu düşüncesini yansıtır. 2008-09 krizine yol açan konjonktürel dalgalanmalardaki sözüm ona azalmanın, 'Büyük Yatışma'nın', bir kopyası sanki.

Her ne kadar Fed yeni politika enstrümanlarından faydalanmada hızlı davranmış olsa da, bunları öngörülen şekilde mevzilendirmedi. Kurucuların beklentisi, bu yeni merkez bankasının kredi koşullarını iç ticaretin ihtiyaçlarına göre ayarlamasıydı. Oysa artık Fed, bu kredileri, biraz beklenmedik bir biçimde, aklındaki dış koşullara göre ayarlıyordu. 1924'ün ortalarında Federal Reserve bankaları, Büyük Britanya'nın altın standartına geri dönmesine yardımcı olmayı düşünerek, ticari bankalara açtıkları kredilere uyguladıkları faiz oranını (yani onların 'iskonto oranları'nı) yüzde 4.5'ten 3'e indirdi.⁵ (Bu dönemde merkez bankalarının ekonomiye kredi enjekte etmelerinin başlıca yolu, banka ve firmaların elindeki senetleri iskonto etme taahhüdüydü –başka bir ifadeyle bu senetleri, üzerinde yazılı değere göre bir iskonto uygulayıp, nakit karşılığı satın almasıydı. İskonto ya da Reeskont Oranı terimi buradan gelir.) Britanya, Dünya Savaşı sırasında ABD'den daha büyük bir enflasyon yaşamış ve rekabet gücü zarar görmüştü.

Bu, sonuçta, sterlini altın fiyatını sabit tutma kapasitesinden ya da sterlinle dolar arasındaki geleneksel kambiyo kurunu savaş dönemi kontrolleri kalktıktan sonra eski haline getirme olanağından yoksun bıraktı. Büyük Britanya bu nedenle 1919 Mart'ında sterlin-dolar kurunu dalgalanmaya bırakıp, hiç de tesadüf olmayan bir biçimde Ponzi gibilerinin aklına yeni fırsatlar düşürerek, konvertibileden vazgeçti.

Britanya ve Amerika'daki çok ciddi insanlar, savaş öncesi altın standartının yeniden inşasını bir öncelik olarak gördüler. Bunlar arasında öne çıkanlardan biri de, New York'taki Federal Reserve Bank'ın nüfuz sahibi müdürü, Benjamin Strong'tu. Strong, kurdaki istikrarsızlık ve bunun yol açtığı belirsizliğin ticaret üzerinde söndürücü bir etkisi olduğu yönünde katı fikirlere sahipti.⁶ Ve iç ticaret kadar dış ticaretin durumu da, dünyanın önde gelen ihracatçısı olarak Britanya'nın mirasçısı olmayı üstlenmiş Amerika için önem taşıyan bir meseleydi. Büyük ölçüde Strong tarafından şekillendirilen 1925 tarihli Merkez Bankası Başkanlar Kurulu yıllık raporunun ifadesiyle, 'Dengeli bir refah', ABD 'artı üretimi'nin dış pazarlarca emilmesini gerektirirdi.⁷ Bu emme kapasitesinin bağlı olduğu mali normalleşmedeki artış ise ancak altın standartıyla sağlanabilirdi. Bankers Trust Company'nin icra dairesi başkanı, başkan yardımcısı ve ardından başkanı olmasının yanı sıra, Londra'da da bir şubesi olan J. P. Morgan & Co.'nun sahibi John Pierpont Morgan'ın da sırdaşı olması sıfatıyla Strong, bu tür uluslararası bağlantıların kıymetini iyi bilirdi. New York önde gelen bir uluslararası finans merkezine dönüşürken yetki ve sorumluluk almış bir kamu kurumunun kurucu genel müdürü olarak, istikrarlı bir uluslararası mali sistemin yeniden tesisine bu hedef açısından merkezi bir önem atfediyordu.

Altının standart olduğu savaş öncesi koşullarda İngiliz sterlini, diğer para birimlerinin yörüngesinde döndüğü bir güneşti. Dünyanın büyük bölümünde ticaret sterlinle finanse ediliyor ve yerleşiyordu ve Londra da önde gelen uluslararası finans merkeziydi. Savaş yılları ve 1920'ler her ne kadar uluslararası çaptaki mali işlerin dikkate değer ölçülerde New York'ta yaygınlaşmasına ve dolayısıyla da doların uluslararası bir rol kazanmasına tanık olduysa da, Britanya'nın altın konvertibilitesine kaldığı yerden devam etmesi –sterlinin ulusal para cinsinden sabit bir fiyata altına çevrilebilmesine izin vererek-, diğer ülkeler tarafından da hâlâ kalınan yerden başlamanın bir önkoşulu olarak görülüyordu. Dolayısıyla da sterlinin istikrar kazandığı kambiyo kuru, sırası geldiğinde dönüp, diğer ülkelerin altın konvertibilitesini ne ve hangi oranda yeniden tesis ettiklerini belirleyecekti.

Britanya böylece, bu çok önemli adımı atma konusunda ABD yetkililerinin baskısı altına girdi. Özellikle Strong, Britanya'nın sadece altın konvertibilitesini değil ama aynı zamanda savaş öncesinin kambiyo kurunu (pound=\$4.86) da yeniden tesis etmesini önemle vurguluyordu. Savaş öncesi kambiyo kuru, sterlinin prestiji ve Strong'a göre, Bank of England'ın (İngiltere Merkez Bankası) kredi-

bilitesi açısından önemliydi. Bu konuda uğranılacak bir başarısızlığın uluslararası sistem üzerindeki olumsuz sonuçları, diye uyarıyordu, “gerçekten düşünülemez-yecek kadar ciddi” olurdu.⁸

1920 yılından o güne kadar Bank of England’ın başkanlığını yapan Montagu Norman, Amerikalı dostunun bu bakış açısını paylaşıyordu. Strong’a yazdığı mektupta, I. Dünya Savaşı öncesi çeşitliliğe sahip bir altın standartına geri dönmeyin cazibesine dikkat çekti. Ama modern bir merkez bankası yöneticisinin tersine, Norman bu akıl yürütmesini açıklamak için fazla bir çaba sarf etmiyordu. Kamuoyuna yaptığı açıklamalarda verdiği yönetsel kararlara bir kafa karışıklığı değilse bile, gizemli bir hava katan anlaşılmazlığıyla ünlüydü. H.G. Wells, Büyük Bunalım’ın alabildiğine derinleştiği 1933 yılında yayınlanan fütürist fantazyası *The Shape of Things to Come*’da, Norman’ı karşı konulmaz bir hedef olarak keşfeder. Wells, muhayyel bir gelecekte geriye doğru bakarak, “Bugün yaşadığımız ekonomik baskı ve faaliyetlerin açık bir bilgisi yerine,” diye yazar, “bir bahane bulma ve yanıltıcı bilgi gayreti, fiyat ve kur dalavereleri sisi içinden belli belirsiz görünür olan, tuhaf bir takım Esrarengiz Adamlar’dı. Bu Esrarengiz Adamlar arasından öne çıkarsa, 1920-1935 yılları arasında Bank of England’ın başkanlığını yapmış olan, Mr. Montagu Morgan diye birisiydi. Kendisi bütün tarih boyunca inandırıcılığı en az olan insanlar arasında yer alır ve hakkında birikmiş efsanelerden oluşan müthiş bir kabuğu vardır. Aslında hakkındaki tek esrar, kendisinin esrarengiz biri oluşuydu.”

Wells, birçok doğru şey söylemişti ve bunlar arasında modern merkez bankası yöneticilerinin şeffaflık ve iletişime eğilimli olmalarının önemi vardı.⁹ Yanlış olduğu tek konuya Norman’ın görev süresiyle ilgiliydi. Gerçekte bu tuhaf Esrarengiz Adam, Bank of England başkanlığını 1944’e kadar bırakmadı.

Anlaşılmazlığı ister maksatlı olsun, isterse değil, Norman, merkez bankası yöneticilerinin Alan Greenspan tarafından en kusursuz biçimine kavuşturulan her şeyi muallakta bırakma sanatının, yani yapıcı belirsizliğin babasıydı. Ama en ufak bir belirsizlik bırakmadığı bir konu da vardı: Altın konvertibilitesini dolar karşısında savaş öncesi oranlarda yeniden tesis etme istekliliği. Bank of England için bunu başarmanın ön koşulu elde yeterli altın stoku, ya da buna eşdeğer olarak, altına konvertible aktif bulundurmasıydı. Ve yeterli altın stokunu elde etmek ABD merkez Bankası’nın yardımını gerektirirse, bu zaten Strong’un sunmaya hazır olduğu bir şeydi.

Böylece, 1924 yılından başlayarak Strong tarafından savunulan düşük-faiz-oranı politikası, Bank of England’ın altına geri dönmek için ihtiyaç duyduğu rezervleri elde etmesine yardımcı olacak şekilde tasarlandı. New York’taki düşük faiz oranları, fonları oranların daha yüksek olduğu Londra’ya akmaya teşvik

etti. Bu fonların önemli bir bölümü büyük Londra bankalarında aldı soluğu. Bir kısmı ise bankerlerin bankasını boyladı, bir başka deyişle, Bank of England'ın kasalarını.

Ve piyasa güçleri de Londra'ya yeterli altın akışını sağlayamazsa, her zaman takviye edilebilirlerdi. New York Fed, aklında böyle fikirle, ABD hazine bonoları satın aldı, getiriler aşağı çekildi ve ilave bir kaynağın Atlantik'in karşı yakasına akması teşvik edildi.¹⁰

Ancak bu mali operasyonlar, Britanya'nın altın standartına kesin olarak geri çekilmesi için tek başlarına yeterli olmayabilirlerdi. Buna ilaveten, rekabet gücüne sahip pozisyonların yeniden dengelenmesi de gerekli olacaktı. Britanya'da fiyatlar, Dünya Savaşı'nın patlak vermesinden bu yana ABD'deki fiyatlardan daha fazla yükselmiş olsa da, İngiliz iş gücü üretkenliğinde buna eşlik eden yükselme olmamıştı. Sterlinin dolara karşı eski düzeyinde stabilize olması durumunda, Britanya ihracatı rekabet gücünü kaybederdi. Bu da kronik bir ticaret açığını devreye sokar ve Bank of England'ın onca zahmetle elde ettiği altın geri dışarı sızardı. Bu sonuçtan kaçınmak için ya Birleşik Krallık'ta fiyatları düşürmek ya da ABD'de yükseltmek gerekiyordu. Strong, Britanya'daki üretim maliyetlerinin savaş öncesinden başlayarak ABD'ye oranla % 10 daha fazla yükselmiş olduğunu tahmin ediyordu. Diğer gözlemciler de benzer sonuçlara ulaşmıştı. Bu tür konulardaki uzmanlığıyla ün yapmış olan John Maynard Keynes, bu farkı yüzde 9 olarak hesapladı.¹¹

Strong'un umudu, faiz oranlarını düşük tutmanın harcamaları teşvik edeceği ve ABD'deki fiyatlar üzerinde yukarı doğru bir baskı uygulayarak rekabet gücündeki bu açığı düzelteceğiydi.¹² Ama uygulandığında, fiyat düzeylerini yönlendirmenin beklendiği kadar kolay olmadığı ortaya çıktı. ABD'de fiyatlar 1924 ortası ile 1925 ortası arasında yükseldi ama maliyet farklılıklarını ortadan kaldırmaya yetmedi bu. Britanya 1925 Nisanı'nda altın standartına geri döndüğünde, rekabet gücü yetersizliği sorunu aynen kaldı. Norman, altı yılın çoğunu bununla mücadele ederek geçirecekti.

Bundan dolayı, Strong'un düşük-faiz-oranı politikasının dünya ekonomisini yeniden dengelenmesi üzerindeki etkisi, aynı konuda ABD ekonomisi üzerindeki etkisinden daha az oldu. Bu etkiler kendilerini Florida merkezli ve çok daha öncesinden, Chicago, Detroit ve New York'taki emlak balonlarında açıkça gösterdi. O on yılın son bölümlerine egemen olan Wall Street patlaması da bu olaydan bağımsız değildi.

Strong, kendisini yurt içi mali istikrar meselelerini uluslararası hedeflere tabi kılmakla itham eden Adolph Miller tarafından şiddetle eleştirildi. ABD Merkez Bankası'nın kurucu başkanı olan Miller, 1887'de Berkeley, California Üniversi-

te'sinden mezun olmuş ve ardından Cambridge, Paris ve Münih'te akademik çalışmalarını sürdürmüştü. Daha sonra Cornell ve Chicago'da (bu hikayede daha sonra da yer alacak iki üniversite) hocalık yapıp Berkeley'e geri dönerek College of Commerce'i kurduktan sonra, nihayet Washington D.C'ye taşınarak önce içişlerinde müsteşarlık yaptı, ardından da kendisi gibi akademisyen Woodrow Wilson tarafından 1914'de Fed Başkanlar Kurulu üyeliğine getirildi.

Miller didaktik tarzı ve o heybetli profesör lügatıyla herkesi eğlendirdi. Fed'in Philadelphia başkanı George Norris'in anlattıklarına bakılırsa, Miller, Fed ve Open Market Investmen Committee toplantılarında bütün ihtişamıyla sergilediği sözel yeteneğiyle coşuyordu.¹³ Miller bu sözel gücünü özellikle, merkez bankasının iş dünyasına yalnızca meşru gereksinimlerine yetecek kadar, daha fazla değil, kredi sağlamasını şart koşan 'reel para doktrini'ni ortaya atarken kullandı.¹⁴ On sekizinci yüzyıl başlarında, başkalarının yanı sıra, İskoç para kuramcısı John Law tarafından geliştirilen bu öğreti, 1694 yılında kurulmuş olan Bank of England'ın elindeki kredinin kullanımına yol göstermek niyetini taşıyordu. Bank of England'ın şekillenmesindeki rolüyle yetinmeyen Law, Fransa'da bir yarı-merkez bankası işlevi gören Banque Générale'i kurarak yoluna devam edecek ve Mississippi Balonu ve bu balonun patlamasında da rol oynadıktan sonra bütün itibarını yitirerek emekli olacaktı ama bunun bir önemi yoktu. Geliştirdiği reel para doktrini iki yüz yıl boyunca ve daha sonrasında merkez bankası politikasının sevk ve idaresini şekillendirdi.

Doktrin, özel olarak, bir 'esnek para' ihtiyacından söz eden 1914 tarihli Merkez Bankası Yasası'na biçim verdi; para ve kredi arzının sadece iş dünyasının meşru gereksinimlerini karşılamak üzere genişletilip daraltıldığı bir sistemdi bu. Dolar cinsinden para ve kredi arzına bu yolla karşılık verme konusunda yaşanan başarısızlık ABD tarihi boyunca faiz oranlarında sivri çıkışlara ve kronik mali istikrarsızlara yol açmıştı. 1914 yılındaki Fed oluşumu da bu sorunu çözmek üzere tasarlanmıştı.

Bir reel para öğretisi taraftarı olarak Miller'ın, Fed politikalarını esas olarak iş dünyasının bu meşru ihtiyaçlarına göre belirlemek yerine Britanya ekonomisinin problemlerine güdümlenmenin bir sorumsuzluk zirvesi olduğu sonucunu çıkarması fazla zaman almadı. Profesör, New York Merkez Bankası başkanına son derece sivri eleştiriler yöneltti. Özenli parasal analizlerde tecrübesiz, tipik iş adamlarından oluşan merkez bankaları müdürleri ve Başkanlar Kurulu'ndaki diğer üyelerin, kendisi gibi kuram konusunda hakkını vererek eğitim görmüş ve dolayısıyla da teknik meselelerde danışmanlık konusunda daha nitelikli bir akademisyene saygıda kusur etmeleri, hiç kuşkusuz, mutsuzluğunu daha da derinleştirdi.

Miller sesini en fazla yükseltendi ama tek yükselten değildi. Yönelttiği eleştiriler, başkalarının yanı sıra, o sıralar Merkez Bankası Başkanlar Kurulu'nda

yönetim kurulu başkanlığı yapan, eski hazine müsteşarı ve seçilemeyen Massachusetts valiliği adayı Charles Hamrin ve eski bir Strong müttefiki, Başkan Calvin Coolidge'in ticaret bakanı ve Miller'ın Georgetown'dan komşusu Herbert Hoover'da yankı buldu. Hoover da, Strong gibi, enternasyonalizme eğilimliydi ama Strong'un 1924-25'deki girişimi ona bile fazla gelmişti. Yurt içindeki geri tepmelere aldırış bile etmeyen bir politikaydı bu ona göre. Hoover, Strong'u yoldan çıkarmanın arkadaşı Norman olduğu sonucuna varmıştı; artık 'Avrupa'nın ruhsal eklentisi' olmaktan ileri gidemeyen New York Fed'in başkanı.¹⁵ Strong'un politikası, dizginlerinden kurtulmuş bir enflasyon ve mali aşırılıklar düşkünlüğünün habercisiydi. Britanya'nın altın standartına geri dönmesi çok isteniyorsa, bu başka araçlarla yapılmalıydı Hoover'a göre, ABD faiz oranlarını aşağı çekip istenmeyen olası yan etkilere maruz kalarak değil.

Miller ve Hoover'ın reel para öğretisine bu içgüdüsel sarılışı, devlet yetkililerinin bakış açısı ve icraatlarını şekillendirmede tarihsel deneyimin gücünün bir tezahürüydü. Faiz oranlarında, iş dünyasını yaygın sıkıntılara, olmadı finansal krizlere sürükleyen keskin çıkışlar, bağımsızlığını kazandığından bu yana ABD ekonomisinin parasal ve finansal manzarasının belirleyici özellikleri olmuştu. Dolayısıyla para ve kredi arzının iş dünyasının meşru gereksinimlerine uygun hale getirilmesini salık veren ve faiz oranları düzeyine bu gereksinimlerin karşılanmasının bir kanıtı olarak bakan bir öğreti, ABD Merkez Bankası kurucularının büyük bir bölümünün bakış açısını şekillendirdi. Bu öğreti, Strong'un yapmış olduğu gibi diğer ülkelere yardım etmek için faiz oranlarının yapay olarak düşürülmesine karşı uyardığı ölçüde, onu daha katı bir biçimde izlemek, ABD menkul ve gayrimenkul kıymetler piyasalarındaki tehlikeli dengesizliklerin büyümesini engelleyecekti. Ama bu aynı öğreti, faiz oranları 1929 sonrasındaki yüksek seviyelerden düştüğü zaman Merkez Bankası'nın harekete geçmesine hiç gerek olmadığını da ileri sürecekti – ABD iş dünyasının ihtiyacı olan bütün krediye, ekonominin de her türlü parasal desteğe sahip olduğuna işaret eden düşük faiz oranları.

Çıkarılacak net sonuç, bütün zamanlar için geçerli tek bir parasal öğreti olmayacağıdır. ABD Merkez Bankası yetkilileri ve ülkenin, büyük bir bedel ödeyerek nihayet öğrendiği bir dersti bu.

Bu insanların eleştirileri o an için çok da etkili olmamıştı. Strong, ABD Merkez Bankası'nın hakim şahsiyetiydi. J. P. Morgan'ın sağ kolu olarak evveliyatı ve 1907 mali krizinin ön cephelelerindeki çalışmalarına güvenerek, formel bir

akademik eğitim almamış olmasına karşın, mali politikalarla ilgili meseleler üzerine bir bilirkişi edasıyla konuşuyordu. O, tecrübenin sesiydi. Madem ki Strong Londra’da olup bitenlere Miami’den daha fazla önem atfediyordu, o halde öyle olacaktı.

Üstelik Fed politikaları dönemin mali aşırılıklarına katkıda bulunuyorsa da, tek geçerli faktör değildi. Ek olarak, gevşek bir şekilde düzenlenmiş olan mali sistemin buna destek olan rolünden de bahsetmek gerekirdi. Hükümetin emlak ve inşaat faaliyetlerini desteklemeye yönelik çabaları vardı. Başlayıp savaş yıllarında çökmüş, bastırılmış talebi şimdi serbest kalmak için zorlayan bir konut sektörü vardı.

Bu bastırılmış talep kadar sıkışmış olan hırslı Florida müteşebbisleri, onu serbest bırakmak için ellerinden geleni yaptı. Ama hiç biri, Cemaatçi (Congregationalist: Cemaatlerin ve cemaat kiliselerinin bağımsızlığını savunan, ÇN) bir bakanın oğlu ve greyfurt plantasyonları sahibi George Merrick kadar hırslı değildi. Merrick şüire meraklıydı. 1920’de, yaşadığı Florida çevresinin göklere çıkaran, Song of the Wind on a Southern Shore (Rüzgarın Bir Güney Sahilindeki Şarkısı) isimli bir şiir kitabı yayımladı.

Bir Sahil var bildiğim –beni çeker

Ve ısıtır içimi, gittikçe!

Gumbo-limbo ağaçlarının büyüdüğü-

Küçük kertenkelelerin kestirdiği-

Alizelerin estiği

Palmiye perçemli dönemeçlerinde

Biscayne kıyısının.¹⁶

Besbelli ki, Merrick’in asıl kabiliyetli olduğu alan, gayrimenkul geliştirme işiydi. Atanmış Dade County hükümet temsilcisi olarak, asıl başarısı, geleceğin kenarkentlerini, özellikle de ailesinden kalan yılların plantasyonunun tam ortasında kendi tasarladığı Coral Gables toplukonutlarını Miami’ye bağlayan otoyol ağı oldu. Merrick, şiir yeteneğini sonuna kadar zorlayarak, Coral Gables’ı İspanyol tarzı bir şehir olarak sundu: “İspanya’daki Şatolarınız’ gerçekleşiyor’du.Evlerin

inşasında kullanılan kireçtaşı ve mercan kayaların çıkarıldığı maden ocağı, köprüler, yapay mağaralar ve localarla tamamlanan bir Venedik lagününe dönüştürüldü. Merrick ulusal dergi ve eyalet dışında basılan gazetelere metnlerinin çoğunu kendisinin yazdığı reklamlar verdi. Bu hâlâ büyük ölçüde inşaat aşamasında olan kenarkentin müşterilerini, sevilen uçuş gösterisi Mabel Cody's Flying Circus'un bedava biletleriyle ayarttı. Parsel satın alan müşteriler, havalanıp mülklerini yukarıdan görme fırsatıyla ödüllendirildi.¹⁷ New York ve Chicago'da fiyakalı satış büroları açtı. Potansiyel alıcıların ulaşımı için otobüsler satın alarak New York, Philadelphia ve Washington D.C.'den turlar düzenledi.

En önemlisi, satış konuşmaları için, eski başkan aday, dışişleri bakanı ve ünlü hatip William Jennings Bryan'ı işe aldı. Bryan, eklem iltihabından muzdarip eşinin hayatını kolaylaştırmak için Florida'ya taşınmış ve hemen ardından Miami'nin en ünlü sakinlerinden bir haline gelmişti. 1896'da küçük adamdan yana ve altın standartına karşı bir platformda başkanlık mücadelesine katılmış olan Bryan, şimdi bir başka türden, sular üzerinde yükselen platforma çıkması ve altın standartından değil Altın Sahil'den söz etmesi için Merrick tarafından işe alınmıştı. Çalışmasının karşılığında yıllık 100.000 dolar para aldı; yarısı nakit, yarısı arazi karşılığı.

Coral Gables başından itibaren başarılı oldu. Arsaların 1921'de yapılan açılış müzayedesine beş binden fazla müşteri katıldı. Bunun üzerinden daha bir yıl bile geçmeden, Merrick gelişimin vizyonunu genişletmek amacıyla ilave arazi satın alıyordu. Turizm sezonunun zirve yaptığı Kasım 1924 ile Mart 1925 arasında, ayda 4 milyon dolarlık arazi satışıyla dikkat çekici bir rekora imza attı.

Eyaler hükümet yetkilileri bu hızlı yükselişe coşkuyla karşılık verdi. Bu da sürpriz olmadı çünkü, Merrick gibi azımsanmayacak sayıda yapsatçı, bankerleriyle birlikte, kamu kurumlarına yardımda bulunmayı seve seve kabul etmişti. Onlar da yükseklerde uçan emlak vergilerini yerel yol yapımının finansmanında ve kamu hizmetlerinin genişletilmesinde kullanarak daha da müthiş bir refah görüntüsü yarattılar. 1923'te, sektörel yükselişin en civcivli olduğu dönemde, Florida meclisi, kuzeyden gelen göçü teşvik etme amacıyla eyalet anayasasında gelir ve veraset vergisini feshetme yönünde bir değişiklik için oylama yaptı. 18 Kadirşinas oy verenler ezici bir çoğunlukla onayladı bu yasa değişikliğini. Daha önce Jacksonville valiliği yapmış olan John Wellborn Martin'i, eyalet çapında iddialı bir yol yapım projesini tamamlama vaadi üzerine odaklanan bir seçim kampanyasının sonucunda, vali olarak seçtiler. Bu proje, büyük bir ihtimalle, Martin'in memleketinin dış bölgelerindeki hayali sitesini pazarlarken Ponzi'nin bel bağladığı şeylerden biriydi.

Florida emlak piyasası, giderek artan ölçülerde, son safhalarında sürdürülemez bir yükselişin bütün belirtilerini sergiliyordu. Emlak sahipleri, kızgın güneş altında dikilip, ileriye dönük alıcıları ayartan kaporacı çocuklar tuttu. Büyük bir

çoğunluğu tenis ve golf profesyoneli olarak ek işte çalışan beyaz takım elbiseli bu çocuklar, potansiyel alıcıları kapora olarak bilinen geri ödemesiz yüzde onluk bir ön ödeme taahhüdüne teşvik ediyorlardı.¹⁹ Sektör yükselişinin zirvesindeyken, kapora makbuzları otel, gece kulübü ve genelevlerin bunları hizmet karşılığı ödeme olarak kabul etmesiyle birlikte, para gibi dolaşmaya başladı.

Kaporacı çocuklar, müstakbel alıcının parası yapsatıcının banka hesabına yatışında sabit bir ücret alıyordu. Emlak sektörünün 2006-07’de yaşadığı çöküş öncesi tırmanış döneminin ipotek komisyoncuları gibi, onlar da bir alıcının bu sözleşmeyle ne tür bir taahhüt altına girdiğini anlayıp anlamadığı ya da böylelikle bu alım satım işlemini tamamlamaya güçlerinin yetip yetmeyeceği konusunda hiç ilgilenmedi.²⁰ Tipik bir finans kurumu, alıcı ancak yüzde 50 ön ödeme yaparsa konut kredisi veriyordu. Dolayısıyla yüzde 10 kapora, bir yüzde 40’ın daha geleceği taahhüdünü ima ediyordu ki bu, birçok müstakbel emlak sahibi için söylemenin yapmaktan daha kolay olduğu bir şeydi.

Daha fazla paranın gelmesi gerekmezdi kuşkusuz, eğer cazip bir arsanın ön alım hakkını temsil eden bir kapora, hemen bir başka yatırımcıya satılmasaydı. Fiyat yükselişi hızlandıkça kaporalara böyle takla attırmak da daha genel geçer bir uygulama haline geldi. Başarılı kaporacı çocuklar emlak spekülasyonu kapora ticareti gibi işlere terfi etti. Aslında bitmemiş bir projenin hissesi üzerinde tercih hakkından başka bir şey olmayan bir kağıdı daha yüksek bir fiyata hemen satmak amacıyla yüzde on indirim uyguladılar. Sektördeki patlamanın zirveye ulaştığı 1925 yazında bu kaporalara bir gün içinde sekiz kere alınıp satılmaya başlandı. ²¹1920’li yılların Floridalıları için, çok açık ki, 2007-08 yüksek faiz krizine doğru koşan emlak spekülâtorlerinden öğrenecek hiçbir şey yoktu ama imkanları olsa onlara birkaç numara öğretmiş olurlardı.

Bu çılgınca faaliyet, şüphe yok ki bankaların buna fırsat sağlayan rolleri olmasa, mümkün olmayacaktı. Dönemin Florida’daki konut patlaması konusundaki uzmanlarından Herbert Simpson’un 1933’te *American Economic Review*’de yayınlanan makalesinde etkili bir şekilde söylediği gibi, “Var olan banka ve finans kurumlarının bütün mali kaynakları, sonuna kadar bu spekülâtif faaliyeti finanse etmek için kullanılmıştı.”²²

Sigorta şirketleri, kaliteli ipotek olarak görülenleri satın aldı; tutucu bankalar gayrimenkul ipoteği karşılığında bedava kredi verdi; daha az tutucu bankalarla finans kurumları ise neredeyse her şey karşılığı kredi verdi. Emlak faizleri çoğu bankanın ekonomi-politikasına hükmetti ve binlerce yeni banka, sırf önerilen gayrimenkul promosyonlarına kredi kolaylığı sağlamak amacıyla

teşkilatlanıp, lisans aldı. Bunların da giderek artan bir bölümü, çoğu büyük kentlerin merkezden uzak mahallelerinde veya daha eski ve yerleşik bankacılık kurumlarının tümüyle işgal etmediği kenarkent bölgelerine yerleşen eyalet bankaları ve tröst şirketleriydi. Teminat ve öz kaynaklarının bu emlak promosyonları istismarına vakfedilmiş olmasının hakim ya da ortak çıkarlar tarafından sürdürülüyor olması ölçüsünde, bu bankaların ceza hukuku yasaları dışında durdurulması genel olarak mümkün olmadı –ve bazen o da durduramadı.

En büyük suçu işleyenler arasında yapı ve kredi kurumları, ya da B&L's' (Building and Loan) başı çekiyordu. Prensip olarak bu kurumlar da, tıpkı tasarruf ve mevduat bankaları gibi, üyelerine borç verme işi yapıyordu.²³ Bu noktada, konunun sınırlarının zorlamak pahasına, benzer şekilde inşaat kökenli bir kurum olan ve B&L'lerin Britanya muadili olan Northern Rock'ın 2008-09 krizindeki rolünü hatırlamamak elde değil.

Yapı ve kredi kurumları, değişken ve çok da zorlayıcı olmayan derme çatma devlet düzenlemelerine tabiydi.²⁴ Daha sıkı düzenlemelerin getirilmemiş olması, kısmen, fonlarının sağlam olduğuna yönelik inançtan kaynaklanıyordu. Üyeler, mevduattan çok, canlarının istediği gibi paraya çeviremeyecekleri hisse senedi tutuyordu ellerinde. Bu da B&L'leri bankaların yaşadığı ani mevduat çekilmesi sorunlarından kurtarıyordu. Krediler, kaya gibi sağlam gayrimenkullerin teminatına bağlanmıştı –ya da öyle zannediliyordu. B&L'ler asgari kaldıraç kullandı, hissedarlarının haklarını takviye etmek için tahvil ihraç etmediler. Ama ne yazık ki, bu güven verici gözlemler, kredi açtıkları kişilerin kendilerinin yüksek derecede borçlu olduğu gerçeğini ihmal ediyordu. Bütün gayrimenkul yatırımlarının kaya gibi olmadığı gerçeğini ihmal etmişlerdi.²⁵

Yapı ve kredi modeli on dokuzuncu yüzyılda gayet iyi işlemişti. Ama şimdi yapsatçılar tarafından hırslarını doyumak ve kendi dar görüşlü hedeflerine ulaşmak için kullanılıyordu. Mevduat kurumlarına göre kurulumları daha kolay olduğundan emlak profesyonelleri tarafından konut projelerinin finansmanı amacıyla kuruldular.²⁶ Bir bağlı yönetim kurulu olabiliyordu ama çok hafif bir denetim uyguluyordu. B&L'lerin üyelerine bir gelir sağlayabilmek için ancak güvenilir borçlulara kredi sunması gerektiği ilkesi bir kenara atılmıştı. B&L'ler neredeyse hiç peşinatla konut kredisi sunmanın öncülleri haline geldi. Borçlunun mukaveleli ilk borç için bir banka ya da sigorta şirketinin teminatını göstermesi halinde, mülkün yüzde 30'u karşılığında ikinci ipoteği vererek aslında yüzde 50 olması gereken ön ödemeye yüzde 20 indirim yapmış oldular.²⁷

Emlak geliştirmenin giderek artan derecede önem kazanan ikinci finans kaynağı menkulleştirme oldu (Securitization, menkul kıymetleştirme, aktiflere dayalı menkul kıymet ihracı). Emlak geliştiricileri 1920'li yıllar süresince 10 milyar dolarlık gayrimenkul tahvili ihraç etti. Bunun üçte biri konut ipoteği faiz ödemeleriyle kalanı ise ticari emlak projelerinin gelecekteki kira gelirleriyle karşılandı.

Bu ikincilerin çoğu ise, çok katlı ofis binaları, apartmanlar ve sinema salonlarının tek tek finansmanı için çıkarılan ‘koşulsuz gayri menkul tahvilleri’ydi ki aslında bunlar ‘garantili konut kredisi katılım sertifikası’ olarak bilinen –bugün konut ipotek doğrudan tahvilleri- diyebileceğimiz çok daha karmaşık enstrümanlardı. Mülk sahibi ve ipotek taahhüt şirketleri tarafından sürülen ve ticari gayrimenkul projeleri tarafından desteklenen bu karmaşık tahvillerin ticareti de o kadar kolay değildi. Tahvil sürenler yatırımcıları bu tahvilleri satın almaya ikna etmek için tahvil değerinin yüzde beşi oranında faizi garanti ediyordu. Bu da elbette, esas yatırımlardan elde edilecek gelirin yetersiz kalması durumunda mülk sahibi ya da sigorta şirketinin zor durumda kalması demekti.²⁸

Uygulamada sigorta şirketleri sadece bu tahvillere kefil olmakla kalmadı ama portföylerinde de tuttu. Uluslararası sorunlara odaklı Başkan Strong’un yönetimindeki Hazine borçlanmalarının düşük faiz oranları hesaba katıldığında, gayrimenkul tahvilleri cazip bir seçenektir. 1920 ile 1930 arasında, hayat sigortası şirketlerinin aktifleri içinde gayrimenkul ve kent konut ipoteklerine dayalı olanların oranı yüzde 35’ten yüzde 45’e çıktı. Söz konusu kıymetli evrak, onları çıkaran ve dağıtan tahvil şirketleri tarafından halka da pazarlandı. Yatırımcılar, nasıl olduy- sa, güvendi bu tahvilleri çıkaranlara. Bu tahviller arasında bir ayrım gözettiklerine dair çok az belirti vardır; konut ipotek havuzunun riskle dolu olmasının bir fonksiyonu olarak yüksek getiri talep ediyorlardı.²⁹ Bu şekilde büyük miktarlarda fon tek tek yatırımcılardan konut ve ticari emlak geliştirme sektörüne akıtıldı. En çok da bu söz konusu tahviller, özellikle de yükselişin zirvesinde piyasaya sürülenler için 1930’lu yıllarda işler iyi gitmedi.

Koşulsuz gayrimenkul tahvilleri etrafında oluşan bu pazar, Florida’daki konut inşaatı patlamasıyla birlikte Chicago, New York ve Detroit merkezli bir ticari gayrimenkul patlaması için de bir uyarıydı.³⁰ 1920’li yıllar, gökdelenler on yıldır. Bu uzun binaların inşaatı için yirminci yüzyılın herhangi bir on yılındakinden daha fazla temel atıldı. Gökdelen patlaması inşaat sektöründeki ilerlemeyi de yansıtıyordu; daha dayanıklı çelik çerçeve yapılar, geliştirilmiş asansör motorları ve Taylor’cı süre devinim yöntemlerinin inşaat sektörüne uygulanması bunlar arasındaydı. Ama bu gelişme, binaların sadece şirket merkezleri olarak değil ama uzayın parasını ödeyen herkese kiralanabileceği beklentisiyle finansal yatırımlar olarak da dikildiği, yeni bir finansal modelini de yansıtıyordu. Temeli 1928 yılında atılan New York City’nin simgesi Chrysler Building, Chrysler Corporation’ın merkezi olarak işlev gördü ama aynı zamanda Pan American Airways’ten Adams Hat’e kadar uzanan çok çeşitli kiracılar tarafından kullanıldı.

Ticari gayrimenkul piyasası, konut piyasasından sonra zirveye çıktı. Ama her türlü makul sınırın ötesinde şişmişti. Ve çökme zamanı geldiğinde de biraz fazla fay hareketine neden oldu.

Yine de hiçbir şey Florida gayrimenkul piyasasıyla boy ölçüşemezdi. Miami olabilecek en çılgın spekülasyonlara tanık oldu. Patlama Orlando’da biraz daha sönüktü ve son anlara kadar da Jacksonville seviyesine ulaşmadı; Ponzi’nin çöküşüne katkıda bulunmuş olabilecek bir olguydu bu. Dade County nüfusu 1920 ile 1925 arasında üçe katlandı. Miami de vergiye konu gayrimenkul değeri daha da hızlı yükselerek 1922’de 63 milyon dolarken, 1926’da 421 milyon dolara ulaştı. Bu noktada, şimdi artık seksen bin nüfuslu bir şehir haline gelmiş olan bölge sakinlerinin üçte biri şu ya da bu şekilde bu gayrimenkul geliştirme işinde istihdam ediliyordu. Patlamanın zirve yaptığı dönemde, “emlak simsarları... önde gelen gayrimenkul şirketleri tarafından kiralanmış orkestraların çaldığı müzik eşliğinde bağıra çağıra tekliflerini sunarak.. Flagler Street boyunca kalabalık arasında yavaş yavaş dolaşıyordu...kimi zaman kaldırımlar..işlerini yapan bu çok sayıdaki emlak simsarı yüzünden geçilemez durumda olurdu.”³¹ Tren istasyonunda bekleyen satış temsilcileri, daha trenden iner inmez yakasına yapışıyordu potansiyel müşterilerinin. Gazeteler emlak ilanlarının ağırlığı altında eziliyordu. 1925 yılı sonlarında, *Miami Herald*’ın daha önce taş çatlasa yirmi sayfayı geçmeyen günlük nüshaları, seksen sayfaya fırlamıştı.

Akın akın gelip çoğu çadırlarda yaşamak zorunda kalan inşaat işçilerine rağmen, işgücü yetmiyordu. George Merrick, tesis konusundaki doğa vergisi hünerini sergileyerek, kendi gayrimenkullerinin yakınlarında ‘Coral Gables’ın Serin Branda Yazlıkları’ adını verdiği 375 çadırdan oluşan bir kamp yeri inşa etmişti. İşgücü yetersizliği, Florida East Coast Railway’in nakliyyede moratoryum ilan etme kararıyla iyice büyüyen yapı malzemeleri kıtlığıyla birleşti. Miami tren istasyonu 2.200 nakliye kamyonuyla hınca hınç dolmakla kalmadı, aşırı yüklü demir yollarının hatlarının çift yola çıkarmaya yönelik umutsuz çabaları da nakliye ulaşımını kesintiye uğrattı. Demiryolu sevkiyatının durmasıyla birlikte, inşaat malzemelerinin taşınması için buharlı ve yelkenli gemiler devreye sokuldu. Kısa süre içinde Miami ve Miami Beach rıhtımları öylesine sıkıştı ki, kargo indirmek imkansız bir hale geldi. Eylül ayında, buharlı gemi şirketleri de demiryollarını izleyerek, mobilya, inşaat makineleri ve yapı malzemelerinin sevkiyatını yasakladı.

Bütün bunlar aşırı şişmiş bir balonun işaretleriydi. Patlamaya neyin neden olduğu ise, balon vakalarında hep olduğu üzere, tartışmalıdır. Borsadaki bir cezalandırma, olası tetikleyicilerden biri oldu: S&P Composite, 1926 Şubat-Mayıs ayları arasında yüzde 11’lik bir düşüş kaydetti. Sıcak bir yazın ardından alışılmadık bir biçimde gelen soğuk kış da Florida’nın ılıman ikliminde yaşayan konut alıcılarının güvenini tazeleyemedi. Aralık 1925’de kıyılara ulaşan bir tropik sik-

lon, eyaletin el değmemiş kuzeybatı kıyılarını sarstı ve piyasaya kelimenin gerçek anlamında bir başka darbe daha vurdu. Bunu, ABD Weather Bureau'nun 'muhtemelen ABD'yi vuran bugüne kadarki en yıkıcı kasırga' diye tanımladığı ve 18 Eylül 1926'da Miami'yi yerle bir eden bir kategori 4 kasırga izledi. Miami Beach'de üç, Miami'nin içinde ise yüz kişi sellere kapılara hayatını kaybetti.³² Carl Fisher'in tatil konutunun çatısı uçtu. Coral Gables'daki Cemaat Kilisesi bir yardım merkezi oldu –Merrick'in onu inşa etmedeki amacı tam olarak bu olmasa da.

Bu arada, Florida'da olup bitenlere yönelik ilgi, Florida'nın içiyle sınırlı değildi. Georgia, Savannahlı yirmi bin kişi, gayrimenkul patlamasının cazibesine kapılarak kalkıp Sunshine State'e (Florida'nın resmi lakabı) taşınmış, belediye meclis üyelerini panik içinde bırakmışlardı. Florida emlak sektörünün çekimine kapılmış yatırımcılar Massachusetts tasarruf bankalarından yaklaşık 20 milyon dolar parayı geri çektiler. Northeast ve Midwest'teki bütün bankacıların, mevduat ve gelir getiren aktiflerdeki bu kayıptan doğan endişeleri büyüdü.

Nüfus ve mevduat kayıpları kadar vatandaşların refahı konusunda da endişelenen resmi makamlar bu aşırılıkları şiddetle eleştiriyordu. Ohio bankerleri, Florida'daki gayrimenkul yapsatçılarıyla iş yapanları uyaran bir gazete ilanı verdi. Eyalet Ticaret Odası Başkanı Cyrus Locher ve Gayrimenkul Dairesi Müdürü Norman Beck, durumu ilk elden teftiş etmek için bizzat Florida'ya gitti. Küçük yatırımcının korunması için, kendi eyaletlerinde Florida gayrimenkul sektörü adına mülk satan şirketlerin iş yapmasına izin verilmemesini teklif ettiler. Ohio eyalet meclisi buna uyarak bir mavi gökyüzü yasasını (Bkz. Bölüm 16, dipnot 22) onayladı ve söz konusu işlemi yasakladı.³³ Florida karşıtı propaganda, kentte taze et bulunamadığı ve nüfusun yoğun olduğu belli başlı merkezlerin tehlikeli sürünge tehdidi altında olduğu iddialarını bile içeriyordu.³⁴ Florida'daki uygulamaları araştıran The Better Business Bureau, yaygın bir sahtekarlık saptadı ve bulgularını yayınlamaya kalktı. Ponzi'nin tutuklanıp, ceza alması da yine bir başka nahoş propaganda malzemesi oldu.

Gayrimenkul piyasalarının tipik özelliği olarak önce işlem hacmi düştü, bunu bir süre sonra fiyatlardaki düşüş izledi. Yerel hükümet gelirleri çöktü ve iddialı belediye konut projeleri sahipsiz bırakıldı. Miami'deki bankalar arası takas üçte iki oranında azaldı.³⁵ Florida ve komşusu Georgia'da, çoğu emlak spekülasyonuna, özellikle de Merrick'in Coral Gables konutları türünden yatırımlara fena halde bulaşmış iki banker, James R. Anthony ve Wesley D. Manley'nin mülkiyet ya da kontrolünde olan Manley-Anthony zincirine bağlı yüz elli banka battı.³⁶

Mevduatları 30 milyon dolarlık bir kayıp kaydetmişti. Manley, kendi kalan mevcutlarını iflas kovuşturmalarından kurtarmaya yönelik hileli işlemlerle irtibatlandırılarak tutuklandı. Savunmasını yapan avukatlar delilik mazeretine sığındılar.

Olayın finansal yankıları Florida ve Georgia'nın ötesine uzanmadı ama yine de konut emlak piyasasındaki banker ve alıcılara hayatı zehir etti.

Toplu konut inşaatlarında ülke çapında bir gerileme başladı ve ekonomide buna eş bir zayıflama olmamasına rağmen 1926'da 850.000'ken, 1927'de 810.000'e, 1928'de 750'000'e ve 1929'da 500.000'e düştü.

Kimileri bugünden geriye bakarak, ABD Merkez Bankası'nın emlak sektöründeki bu patlamayı dizginlemek için daha fazla çaba göstermesi gerektiğini öne sürdü. Bunu yapsa, mali sistemdeki aşırılıkları sınırlamış ve Güney'deki yıkıcı banka iflaslarının önlemiş olacaktı. Böylece ekonomik faaliyetlerde, olabilecek en kötü zamanda, 1920'li yılların sonlarında hissedilmeye başlanan aşağı doğru baskının önemli kaynaklarından birini de hafifletmiş olacaktı.

Ama özel bir sektörü, konut sektörünü hedeflemek de, sterlin-dolar kuruunun hedeflenmesinde karşılaşılan aynı açmazların çoğunu yaratmış olacaktı. Fed yetkililerinin dikkati, esnek bir para birimi sağlamak yönündeki temel görevlerinden sapacak ve bu da ekonomik istikrar için aksi sonuçlar doğuracaktı. Para politikasını mali dengesizliklerin ateşini söndürmek için kullanmanın ekonomiyeye zor kullanmak dışında bir sonucu olmayabilirdi.

Bir iki sene içinde, Wall Street'te yaşanan patlamayla birlikte aynı açmaz yeniden ortaya çıkacaktı. O zamanki sorun, Fed'in borsadaki yükselişe karşılık olarak, mali dengesizlikler ve risklerdeki daha da ciddi büyümeleri önlemek amacıyla faiz oranlarını yükseltmesine gerek olup olmadığıydı. Alternatif olarak, para politikasını reel ekonominin gereksinimlerine yöneltmeye devam edebilir, mali dengesizliklere ise başka araçlarla eğilirdi. Çağdaşlarının 'doğrudan baskı' diye adlandırdığı ve bugün 'Makro ihtiyati politika' olarak adlandırabileceğimiz önlemlere dayanabilir, yani bankaların doğrudan mali piyasalara verdiği krediyi sınırlayabilirdi.

Sonuçta, Fed ilk alternatifi seçti ve faizleri yükseltti. Bunun çok geniş kapsamlı sonuçları olacaktı.

NOTLAR

1. Bu ifşanın perde gerisi Harris (2010) tarafından anlatıldı.
2. Ponzi bu kez de sahte bir intihar girişimiyle garson ve bulaşıkçı olarak çalıştığı bir İtalyan yük gemisine binerek kaçma girişiminde bulundu. Ancak marifetlerini anlatmaktan kendisini alamadı ve kendi kendisini ele vererek geminin New Orleans'a yanaşmasıyla birlikte tutuklandı. Başkan Calvin Coolidge ve İtalyan Başbakanı Benito Mussolini'ye yaptığı af başvuruları işe yaramadı ve cezasını çekmek üzere Massachussets'e iade edildi. 1924'te salıverilmesi üzerine İtalya'ya sürgün edildi. Ponzi, bir yerel havayolunda çalışmak üzere gittiği Brezilya'da öldü, orada bir kaçakçılık çetesine bulaştığı iddia edildi.
3. Klein (2001) sf.89.
4. "Ve bugün dip tarama aracı Florida'nın ulusal simgesidir," Rogers (1925, sf.88) diye devam etti.
5. Faiz oranları birden fazla çünkü her merkez bankası Kurul'un onayına tabi olmak kaydıyla kendi reeskont oranını belirler (bu konuda daha fazla detay aşağıda).
6. Böylece Strong, 1926'da Temsilciler Meclisi Bankacılık ve Döviz Komitesi'ne tanık olarak ifade verdi. ABD Temsilciler Meclisi, Bankacılık ve Döviz Komitesi, 'İstikrar' oturumları, 69. Kongre, 1.Sezon, H.R. 7895 (Washington, D.C.,) sf. 507.
7. Merkez Bankası Kurulu 1925 Yıllık Raporu, sf. 288-89. Veya, Başkan Harding'in dışişleri bakanı Charles Evans Hughes'in de belirttiği gibi, "ABD'in refahı, belki de Avrupa'da olabilecek bir ekonomik uzlaşmaya bağlı." Alıntı, Pusey'den (1951), sf. 579.
8. Alıntılanan pasaj 1925 yılı başlarında kendi yazdığı bir bilgi notundan, alıntılanan Clarke (1967), sf. 74
9. Wells (1933) sf. 85-86. Wells'in tümüye haklı çıktığı başka şeyer arasında Wikipedia'nın gelişti de vardı (Wikipedia'daki The Shape of Things to Come girdisinden de öğrenilebilir bu).
10. Strong, Bank of England ve Britanya hükümetine 300 milyon dolarlık bir kredi limiti sunmak için J.P.Morgan & Co. liderliğinde bir bankacılık konsorsiyumu ile birlikte de çalıştı. Merkez Bankası, Bank of England'a 200 milyon dolar sağlarken, J. P. Morgan liderliğindeki bu konsorsiyum Britanya hükümetine 100 milyon dolar verdi.
11. Bkz. Moggridge (1969), sf. 71-75

12. Clarke (1967), sf. 76-77
13. Norris (1937) sf. 202-3
14. Miller ve reel para doktrini için bkz. Timberlake (2005, 2008) ve Wells (2004).
15. Wueschner (1999), sf. xiv.
16. Ibid, sf. 27.
17. Parks (2006), sf. 23
18. Yasa değişikliğinin eyalet tarafından kiralanmış bankaları şirket kârları vergisinden muaf tutmak gibi ilave bir sonucu daha oldu –oylamanın sonucunu izah etmekte fazladan yardımı olabilecek bir hüküm.
19. Piyasada yükseliş ivme kazanırken, endişeli gayrimenkul yapsatçıları da, belki de öngörülebilir bir biçimde, giderek daha az ön ödeme kabul ettiler.
20. Carl Fisher gibi yapsatçılar arada bir, diyelim yüzde 25 ön ödemeyi kabul eden alıcılara doğrudan finansman sağlıyordu. Zaman geçtikçe, daha öte istisnalar da oldu, yapı ve kredi kurumları konusundaki tartışma için aşağıdaki nota bakınız.
21. Redford (1970), sf. 151.
22. Simpson (1933), sf. 164
23. Yapı ve kredi kurumları ile mevduat ve tasarruf bankaları arasındaki fark, ilkinin üyelerinin mevduat yatırmak yerine pay aboneleri olmalarıydı. Üyeler evlerini finanse etmek için gerekli olduğunu düşündükleri miktara eşdeğer tutarda haftalık ya da aylık taksit ödemeleri yaparak hisse biriktirdi ve sırayla borçlandı; pratikte her zaman böyle olmasa da en azından ilke buydu. (Rose ve Snewden 2013).
24. Denetim altındaki ipotekli konut kredisi sektörü 1920’li yıllarda görece olarak küçüktü; tasarruf ve mevduat bankaları, eyalet ticaret bankaları ve emlak kredisi verme iznini ancak 1913’den başlayarak almış ulusal bankalardan oluşuyordu.
25. Bu yüzden, Yapı ve Kredi kurumları her ne kadar mevduat kaçışlarına maruz kalmasa da, yine de pay taksit sözleşmelerinde yaygın bir ödememe durumu ile iflas noktasına gelebilirlerdi; nitekim, 1930’lu yıllarda böyle oldu.
26. Snowden ve James’in (2001, sf. 5) sözleriyle, “Bir çok Yapı ve Kredi kurumu, sıklıkla yönetici yetkililerinin emlak ve sigorta işinin uzantısı olarak büroların ikinci katlarında yarı zamanlı olarak çalıştırılıyordu.”

27. Yükseliş gelişerek büyür, bankalar temerrüt riskinden giderek daha fazla endişelenirken, yapı ve kredi kurumları başkasının görevini üstlenip, kendi kendilerine hem birinci hem de ikinci ipotekli konut kredisi sundu. Bu bölünmüş ipotekli konut kredileri de ayrı krediler diye bilinegildi; seksen yıllık bir aradan sonra geri dönüp konut piyasasına musallat olacak bir terim ve pratikti bu.
28. New York Eyalet Yasası, tapu ve ipotekli konut kredisi sigorta şirketlerinin (New York Eyaleti'nde bunların çoğunun merkezinin bulunuyordu) bu beklenmedik duruma karşı bir ihtiyat akçesi bulundurmalarını şart koştu ama asgari ihtiyat, sermaye ve fazlanın bir kesri olarak belirlendi, ödenmemiş tahvil borçlarının bir kesri olarak değil (White 2013)
29. Goetzmann ve Newman tarafından yapılan piyasa çalışmasının vardığı bir sonuçtur bu (2010)
30. Detroit'teki ani yükseliş, otomobil on yılı açısından taşıdığı önemin yine bir başka yansımasıydı. Florida'da yine dışında kalmadı; Atlantic Monthly gibi popüler dergilerde, Filer-Cleveland Co. gibi tahvil şirketlerinin piyasaya sürdüğü yüzde 8 getiri kuponu taşıyan bireysel yatırım tahvillerinin reklamları yayınlandı. Dönem normlarına göre bir hayli yüksek olan bu getiri, Miami'deki gelir-ödemeli ticari gayrimenkuller üzerine ilk ipotekli konut kredileriyle destekleniyordu.
31. Alıntı, George'dan (1986), sf. 34. Flagler Street, ismini Henry Flagler'den alıyordu, Standart Oil'le ünlü olan Flagler, Florida demiryolları inşaatının ve hiç de tesadüfi olmayan bir biçimde, bu inşaatın Miami'ye kadar uzatılmasının, itici gücü olmuştu.
32. Sakinlerinin çoğunun son gelenlerden olması, yeterli hazırlığı yapmamış olmalarını ve sonuçta uğranılan akıbeti izah etmeye muhtemelen yardımcı olur.
33. Bu önlemlerin yaptırım gücü bir başka meseledir. Bu dönemde yatırımcıları değersiz menkul kıymet alımından korumak için çıkarılan yasaların etkinliği için, bkz. Bölüm 16.
34. Sessa (1961), sf. 41-43.
35. Bu rakamlar Mart-Aralık 1926 arası dönem için geçerlidir.
36. Tek bir mal sahibi ekibin, şube bankacılığını yasaklayan yasalardan kaçmanın bir yolu olarak bir çok bankayı ele geçirdiği zincir bankacılık, 1930 bankacılık krizinde ve dolayısıyla da 8. Bölümde önemli bir rol oynuyor. Vickers (1994) tarafından da anlatıldığı gibi, Manley-Anthony zinciri sadece Merrick'in Coral Gables projesine değil, Ponzi benzeri

Addison Mizner'ın Boca Raton sitesine de büyük krediler açtı. Zincirin gayrimenkul fiyaskosundan bile önce, Manley ve Anthony'nin otomobil bayiliği ve diğer girişimlerine verilen iç kredilerden kaynaklanan iflasına dair belirtiler vardır ama denetçilerin emlak piyasasındaki çöküşle birlikte sonunda imkansız hale gelen hoşgörülerinin bir sonucu olarak bu bilgi şirket içinde kaldı. Gayrimenkul balonunun patlamasının ardından, Mizner'ın toplu konut geliştirme şirketi, Başkan Yardımcısı Charles Dawes ve kardeşlerine ait olan Chicago'daki Central Equities Corporation tarafından devralındı. Central Equities, iflas mahkemesinin velayetine devretmeden önce şirketin ve en önemli kredi vereni Palm Beach Nasyonal Bank'ın aktif varlıklarını boşalttı. Aynı Charles Dawes, 1924'den itibaren Avrupa finansal rehabilitasyonunda ve 1932'deki Chicago bankacılı krizinde de rol oynadı (sırasıyla Bölüm 3 ve Bölüm 10).

37. Doğrudan baskı politikası için bkz. Bölüm 3.

Finansal aşırılıkların Flagler Street'ten Wall Street'e göç etmesi fazla zaman almadı. Gayrimenkul spekülasyonunu ateşleyen o aynı düşük faiz oranı ve hızlı büyüme beklentisi, bu kez de hisse senedi ve tahvil yatırımlarını teşvik etti. Hisse senetlerine olan büyük ilgi, bir anakronizm yapılacak olursa, yeni nesil enformasyon teknolojisi şirketlerine atfedilebilecek abartılı bir kâr beklentisiyle daha da canlandı. Nasıl 1990'lı yıllarında kullanılan Internet, bu sektördeki firmalara yatırım yapmanın akılcıca olacağını ele güne ilan ettiyse, 1920'lerde kullanılan radyo da bu cihaza yatırım yapmayı teşvik etti. Radio Corporation of America (RCA), borsaya ilk kayıt olduğu 1924'ten itibaren Wall Street'te hisse senetleri en çok işlem gören firmalardan biri oldu.

RCA ve gözü yükseklerde olan diğerlerine Walter Chrysler ve Fisher Auto Body'yle ünlenen Fisher Brothers gibi Wall Street içinden yardım edenler de oldu. Çoğunluğu otomobil endüstrisinin eski tüfeklerinden oluşan bu kişilere, General Motors'un kurnaz kurucusu iken bir finans spekülâtörüne dönen Billy Durant ön ayak oldu. Durant'ın yönetiminde RCA hisse senetlerini satın almak üzere bir konsorsiyum oluşturdular. Küçük yatırımcıları cezbedip fiyatları daha da yükselterek RCA'nın yükseklerde uçan hisse fiyatlarının gazetelerin birinci sayfalarına haber yapturdılar. Tam bu noktada konsorsiyum elindeki bütün hisseleri sattı, kârlarını aldılar ve bunu yaparak da daha önceki kazanımlarını sildiler.¹

Ama bu manipölasyonlar bile piyasanın gözdesi olan bu hisse senetlerinin yükselme trendini kesintiye uğratmadı. 1925'den, zirve yaptığı 1929'a kadar RCA hisse senetleri, hisse bölünmeleri de göz önüne alınarak on kattan fazla arttı. İlk gerçek değer artışı sağlayan hisse senedi olarak RCA'nın fiyat-kazanç katsayısı sonuçta 70'i aştı. Şirket buna rağmen 1937'ye kadar kâr payı dağıtmadı.

RCA hisseleri için doğru olan, genel olarak da doğrudu. 1926 yılı başlarından 1929'un ortalarına kadar Dow Jones Endüstri Endeksi önemli bir kesinti olmaksızın yükseldi. Bunun bir balon sayılıp sayılmayacağı ya da hangi noktadan sonra öyle sayılması gerektiği tartışmaları halen sürüyor. Dow ve şirket temet-

tüleri, sanki borsa fiyatları yoluna girmiş şirket kazançlarının bir yansımasıymış gibi, 1927 yılı boyunca birlikte yükseldi. Ama 1928’de, hisse fiyatları temettülerden ayrıldı. Bu noktadan itibaren de –bazılarının balon diyebileceği- Büyük Wall Street yükselişi başladı ²

Hisse fiyatlarındaki bu yükselişin uzman sayısı kadar çok açıklaması vardı. Uzman yorumcular temettü artışında, elektrikli motorların kurulumu ve montaj hattı yönteminin benimsenmesinin bir yansıması olarak, hızlanma beklentisine işaret etti. General Motors (GM), aşırı borç kullanan Durant’ın 1920’de istifa etmek zorunda kalmasından sonra kontrolü bıraktığı yerden tekrar ele geçirmiş olan MIT (Massachusetts Institute of Technology) mezunu mühendis Alfred P.Loan’ın önderliğinde, bu yeniliklerin sunduğu olanakları ilk fark eden şirket oldu.³ GM, 1928’de pek rastlanmadık derecede güçlü bir kâr açıklayarak, teknolojik açıdan ileri diğer firmaları da benzer bir geleceğin beklediği inancını destekledi. Bu beklenti doğru olsa bile, yatırımcılar, GM’nin açıkladığı yüksek kârlılığın, Henry Ford’un rakiplerinin dikkatini başka yöne çeken oyalayıcı bir alım gerçekleştirerek, Highland Park fabrikasını, içindeki makine teçhizatını Model T’den Model A’ya revize etmek için Mayıs 1927’de kapatmış olduğu gerçeğini yansıtabileceği ihtimalini gözden kaçırmıştı. Eğer iş bilir yatırımcılar bu inceliği kaçırdılarsa, bunun nedeni sadece bilimsel yönetim konusunda değil ama aynı zamanda yatırımcı ilişkileri konusunda da bir öncü olan Sloan liderliğindeki GM yönetiminin, onları kârlılıktaki bu kabarmanın GM’nin işi olduğuna ikna etmek için elinden geleni yapmış olmasıydı.⁴

Diğer olağan şüpheli, besbelli ki, Fed’di. Merkez bankaları 1927’de, Bank of England üzerindeki baskıyı hafifletmek için bir kez daha faiz indirimi politikasını uyguladı. Britanya hâlâ, 1925’te altına geri dönüşün bir sonucu olarak iyice yüklenmiş olan yüksek işgücü maliyetleriyle boğuşuyordu. Ülke 1926’da, işverenlerinin kendilerinden % 25 ücret kesintisini kabul etme taleplerini protesto eden kömür madeni işçilerinin greviyle bir darbe yemişti.⁵ Buna ek olarak, Almanya’nın I. Dünya Savaşı tazminatlarını yeniden düzenleyen 1924 Dawes Planı, bu ülkeye söz konusu ödemeyi kömür ihraç ederek yapma imkanı tanımıştı. Almanya’nın uluslararası kömür piyasasına yeniden girişi fiyatları yerle bir ederek, Britanya endüstrisinin üzerindeki her ne surette olursa olsun maliyetleri düşürme baskısını daha da artırmıştı.

Madenci grevi altı hafta sürdü ve bu süre zarfında üretim de ihracat da kesintiye uğradı. Sonuç, bozulan İngiliz dış ödemeler dengesi ve Bank of England’dan kaçan altınlar oldu. Üstelik Montagu Norman’ın sıkıntıları kömür madeni işçileriyle de sınırlı değildi; Alman ve Fransız merkez bankalarıyla da mücadele etmesi gerekiyordu. Önce Reichsbank, ardından da Bank of France, Londra’daki altınları geri çekmeye başlamıştı. Britanya’nın çekişmelerle dolu endüstriyel ortamı Fransız ve Alman merkez bankalarına güven vermiyordu. Haklı nedenlerle, sterlin yerine altına oynamayı daha akıllıca bulmuşlardı.

Bunun sonucu olarak yaşanan altın kayıpları Norman'ı daha etin mali koşullara doğru yelken arak faizleri yüksek tutmaya mecbur bıraktı. Bu da, dola-yısıyla, tutunacak dallarını yeniden kazanma mücadelesindeki İngiliz ekonomisi için işleri daha da zorlaştırdı.

Bu gerilimlerin nasıl doğduğunu anlamak için, bir adım geri gidip, Avrupa'da I. Dünya Savaşı sonrası ticaret ve ödemeleri yeniden inşa etmeye çalışan para uz-manlarının karşı karşıya kaldığı sorunlara bakmamız gerekiyor. Benjamin Song gibi onlar da, altın standartının üzerine bir yapı kurulabilecek tek dayanıklı temel olduğuna ikna olmuştu. Bununla birlikte, temel direklerinin sıkıca gömülmesine yetecek miktarda altın olmayabileceği endişesini taşıyorlardı. cret ve fiyatlar I. Dünya Savaşı süresince keskin bir yükseliş göstermiş ama altın arzı maden endüstrisinin zaaflarının bir yansıması olarak, bunu takip etmemişti. Bu zor so-runu czm bulmanın geleneksel yolu ücret ve fiyatları tekrar aşağı itmekti. Ama savaşın hemen ardından bunu yapmak politik açıdan pek de akıllıca değildi artık. Oy hakkı genişlemişti şimdi, siperlerde kahramanca savaşmış insanların oyları daha fazla gözardı edilemezdi. İngiliz maden grevinin altını çize çize gösterdiği gibi iş hareketleri giderek militanlaşıyordu.

Bütün bu nedenlerden dolayı, ücret ve fiyat indirimi politikasının da uygulanması o kadar kolay değildi artık. Para arzını desteklemek için bu yüksek fi-yatlarla orantılı daha fazla altın da ne büyüyle yoktan var edilebilir ne de toprak altından çıkarılabilirdi. Geriye kalan tek czm, merkez bankalarının var olan altın rezervini takviye etmek için kullanabileceği –para ve kredi emisyonlarının desteklemek için yararlanabileceği bir ikame aracı bulmaktır. Ortada var olan tek ikame aracı ise, ABD ve İngiliz hazinelerinin çıkardığı, prensip olarak altın kadar sağlam, yani bir başka deyişle, altın standardı yeniden tesis edilir edilmez sarı madenle kolayca değiştirilebilecek olan, tahvillerdi.

Merkez bankalarının Britanya gibi hükümetlerin tahvillerini elde tutarak mevcut altın rezervlerini tamamlamaları gerektiği fikri, Cenova'da 1922 yılın-da yapılan uluslararası konferansta İngiliz delegeleri tarafından coşkuyla masaya kondu. Kendi tahvillerinin aynı ayrıcalıklı statünün keyfini çıkarmayacağı bek-lentisi içindeki diğer Avrupa lkeleri tarafından karmaşık duygularla kabul edildi bu fikir. Üstelik altın standardı düzeninde bir gevşemeyi andıran her şey, 1920'li yılların başında hiç kuşkusuz Almanya'nın klasik örneğini oluşturduğu, kont-rollen çıkmış bir enflasyona maruz kalmış ülkelerde alarm zillerinin alması demekti. Almanya'da 1923 yılında kaotik zirvesine ulaşan bu hiperenflasyon, ülkenin kolektif bilincine görünüşe bakılırsa sonsuza kadar kalacak bir damga vurmuştu. Bu olay altın standartının askıda kaldığı bir dönemde gerçekleşmişti; doğrusu, para stokunun altın arzına bağlı olduğu bir yerde böylesine yüksek bir enflasyonun yaşanmış olabileceği de tasavvur edilemezdi. Fransa'da enflas-yon hiçbir zaman hiperenflasyon seviyelerine ulaşmamış ama yine de toplumsal açıdan aynı yıpratıcı etkilere yol açmıştı. Fransa'daki enflasyon da benzer şekil-de altın standartının askıda olduğu bir dönemde gerçekleşti. Orada da enflas-yonun stabilizasyonu altın standartının yeniden inşasıyla rtşt. Had safhada

enflasyon karştı haline gelmiş Alman ve Fransız yetkililer, bundan dolayı, altın standartı doktrininin özel olarak katı bir formunu daha sonraları onayladı. Bu doktrinden üretilen politikalar sonuçta sadece Almanya ve Fransa için değil ama nihai olarak Birleşik Krallık ve ABD için ve bir bütün olarak dünya için kontrolü zor sorunlar yarattı.

Enflasyon her zaman ve her yerde bir parasal olgu olabilirdi ama Almanya ve Fransa'da daha esaslı bir biçimde bir politik olguydu. Kökeninde, bu iki ülke arasında savaş tazminatları üzerine bir münakaşa ve sermaye ile emek arasında sadece bu transferlerin değil ama temel sosyal hizmetlerin de maliyetini kimin üstleneceğine dair bir uzlaşmazlık vardı. Bir diğer ünlü Aynalı Salon'da Versailles Andlaşması'nın imzalanmasından sonra Inter-Allied Reparations Commission (Müttefikler arası Savaş Tazminatı Komisyonu), Almanya'ya savaş tazminatı olarak 269 milyar altın mark, yani GSYH'nın yüzde 200'üne denk gelen bir fatura kesmişti.⁶ Bu muazzam rakam, Paris barış konferansını önde gelen hazine temsilcilerinden John Maynard Keynes'in The Economic Consequences of the Peace'in kendisini kamuya mal olmuş bir kişi haline getiren Aralık 1919 nüshasındaki yazısında belirttiği gibi, gerçekçi ve ulaşılabilir değildi. Ekonomik açıdan, ülkeyi yabancı ülkelere bu büyük transferleri yapabilmek için yaptığı ithalatın iki misli ihracat yapmaya zorlamak, söz konusu transferleri daha da güç bir hale getirip, en sonunda başarılma ihtimalini ortadan kaldırarak Almanya'nın ticaret hadlerini (ithal ettiklerinin fiyatının ihraç ettiklerinin fiyatına oranı), kendi aleyhine çevirme tehlikesi içeriyordu.⁷ Politik olaraksa, meselenin üzerine abartısız bir serh koymak gerekirse, bu savaş tazminatları uluslararası gerilimleri körükledi.

Müttefiklerin tazminat talebinin muazzam boyutlarda olması yetmiyormuş gibi, bir de ödeme programının kırk iki yıl boyunca devam etmesi isteniyordu. Gelecek nesillerin sırtına bu denli ağır bir yükü yıkmak, önce savaşın başlamasından sonra da kaybedilmesinden kimin sorumlu olduğu sorusunu sürekli canlı tuttu. Bu da dolayısıyla hasarın onarım maliyetini kimin üstlenmesi gerektiği üzerine çıkan tartışmayı alevlendirdi. Sosyalistler, iş aktiflerine bir kereliğine el konması, ya da 'gerçek değerlerin haczedilmesi' yoluyla bunu sermaye sahiplerinin ödemesi gerektiğinde ısrarlıydı. 1921 ilkbaharında Alman Sosyal Demokrat Partisi'nin ekonomi bakanı Robert Schimdt, servet sahiplerinin ellerindeki menkul kıymetlerin yüzde 20'sini teslim etmesi, gayrimenkullerinde değerinin yüzde beşi oranında vergilendirilmesi önerisini ileri sürdü. Sermayedar ve mülk sahiplerinin ödö patladı. Alternatif olarak onlar da yapıcı bir şekilde, rahatlıkla işçilerin üzerine yıkılabilecek gider ve tüketim vergisinin artırılmasını önerdiler.

Alman hükümeti bütün bu baskılara rağmen, ilk başlarda bir yükümlölükleri yerine getirme politikası izledi. Bunun anlamı, iyi halin ödüllendirileceği umuduyla, savaş tazminatı anlaşmasının yükümlölüklerini yerine getirme gayreti içinde olmaktı. Ama sorumlusu olarak Almanları suçladıkları kendi dertleriyle uğraşan Fransızların aklında pek bir yeri yoktu ödölün. Fransız sağ kanadı, özellikle, ekonomik ve mali tavizleri, Almanya'daki milliyetçi eğilimleri cesaretlendirmekten başka bir işe yaramayacak bir zayıflık belirtisi olarak görüyordu. Bundan

çıkan sonuç, 1919'dan beri iktidarda olan merkez-sağ eğilimli Bloc national'ın politik gücünü uzlaşma ihtimalini ortadan kaldırma yönünde kullanmasıydı.

Fransızlar 1923 Ocağı'nda, Almanların taviz talebine hiçbir belirsizliğe yer bırakmayan açıklıkta bir yanıt verdi. Başbakan ve dışişleri bakanı Raymond Poincaré'nin talimatıyla Fransız ordusu tazminatı zorla çıkarıp almak amacıyla Ruhr Vadisi'ne, Almanya'nın batı kanadındaki endüstri bölgesine girdi. Demiryolu ve maden işçileri işlerinin başında oturup, pasif direnişe başladı ve Reichsbank, hükümet talimatıyla, para onlar işçilerin maaşını ödesin diye banknot bastı.

Poincaré'nin bu olaylardaki rolü, daha sonraki Fransız enflasyonu ve istikrar döneminde de olduğu gibi, tartışmalıdır. Fransız lider 1860'da, Fransa'nın doğu sınırları yakınındaki Bar-le-Duc'te doğmuştu. Daha bir çocukken ihtiyatlı ve politiktir; bir hikaye onun hava nasıl olursa olsun okula giderken hep şemsiye taşıdığını anlatır. 1871'de onuncu yaş gününe sadece bir hafta kala Fransız Kraliyet Ordusu'nun yenilmesiyle, Prusya askerleri memleketi Lorraine'i işgal etmişti. Küçük Raymond'un odasına bir Prusya subayı el koydu ve ailesi neredeyse üç yıl boyunca evlerinin üst katlarında kalmaya mecbur bırakıldı.

Yetişkin Poincaré'nin Almanlar karşısında sergilediği boyun eğmez tavrın, savaş tazminatları konusundaki tavizleri reddedişinin ve o tazminatı zorla almak için askeri araçları kullanmaya hazır oluşunun yukarıda anlatılanlardan kaynaklandığı tahmin edilebilir. İngiltere başbakanı David Lloyd George'un sözleriyle, "M. Poincaré, Germen sürüleri tarafından defalarca istila edilip yağmalanmış, tahrip edilmiş Lorraine bölgesi doğumludur... kendisi iki kez üzerine titrediği yurdunun Alman askerleri tarafından işgaline bizzat tanık oldu [ikincisi I. Dünya Savaşı sırasında]... M. Poincaré, hayal gücünden yoksun ve yasalara aşırı bağlı, kontrol edilemez bir zihniyete sahip, soğuk, mesafeli, katı birisidir. Ne bir mizah duygusuna ne de hoş bir mizaca sahiptir." ⁸

Lloyd George'un siyasi hasımlarına yönelik yorumlarında sıkça rastlandığı üzere, sert ve küçümseyici bir değerlendirmeydi bu.⁹ Yine de Fransız liderlerin tazminatlar meselesini o tür bir çerçeveye oturtmalarına neden olan duyguyu daha geniş bir bağlamda aksettirir.

Ruhr bölgesi işgalinin kazazedeleri arasında Weimar'ın kırılgan mali yapısı da vardı. Hükümet tarafından satın alınan mal ve hizmetlerin maliyeti fiyat seviyesiyle uyumlu olarak yükselse de, vergiler daha önceki gelirler üzerinden alındı ve geride kaldı. Ücretler üzerinden alınan yüzde 10 stopaj vergisi, iki hafta boyunca işverenin elinde kaldıktan sonra hükümete ödeniyordu. Her on beş günde bir ikiye katlanan fiyatlarla kamu maliyesinin karşı karşıya kaldığı sonuçlar hiç de iç açıcı değildi.

23 Mart'ta Berlin vergi ödemesini geciktiren herkese ilave ceza getirdi. Ama bu yeni önlem sorunun çözümüne hiçbir katkıda bulunmadı. Hükümetin mali

durumu daha da bozulunca matbaalara daha fazla bel bağlamaya mecbur oldu. Firmalar, bankalar ve bireyler enflasyonun kişisel ve kurumsal mali durumları üzerindeki etkisini en aza indirmek için giderek daha fazla zaman harcarken, üretici faaliyetlere daha az zaman ayırmaya başladı.

Bir şeyler bel vermek zorundaydı. O bir şey, Fransız kamuoyu ve Alman sermayesi oldu. Hugo Stinnes gibi Ruhr bölgesinde yatırımları olan Alman kömür ve çelik patronları için, pasif direniş bir faciaydı. Tıpkı İskoç-Amerikan sanayici Andrew Carnegie gibi, o da mütevazı bir servetten yükselmişti; kömür, çelik ve gemi yapımı endüstrisine odaklanan bir işletmeler topluluğu edinerek bunları tek bir yönetim çatısı altında toplamış, her birinin etkinliğini artırmıştı. Sahip olduğu işletmeler imparatorluğunun yayıldığı yelpaze, kömür madeninin biraz daha atıl kalması halinde büyük kayıplara göğüs germek durumunda kalacağı anlamına geliyordu.

Eylül 1923'te Stinnes ve diğer önde gelen sanayiciler bu nedenle vergi borçlarının ödemeyi ve kömür sevkiyatını doğrudan Fransa'ya yapmayı kabul etti. Berlin'de pasif direnişe son vermeyi kabul etti. Paris, savaş tazminatı faturalarının yeniden gözden geçirmeye istekli olduğu sinyali verdi. Bu yeniden müzakerenin ardından da, çok geçmeden, Kasım sonunda, Dawes Komisyonu'nun oluşturulması geldi.

Avukat ve 1908'den itibaren Reichsbank'ın başkanı olarak hizmet etmiş devlet memuru Rudolph Havenstein, fiyatlardaki yükselişin günahını yabancı spekülasyonların üzerine atmayı tercih ederek, bir yanda izlediği hükümet ve özel sektör bonoları karşılığında nakit sağlama politikası, diğer yanda enflasyon arasında bir bağlantının varlığını uzun süre inkar etti. Havenstein'in eli güçlüydü, o göreve ömür boyu atanmıştı. Ama görevi aleyhindeki deliller, şimdiye kadar, çok kuvvetliydi. Pasif direniş çökmüş bulunuyordu ve yönetim kurulu aleyhine dönmüştü. Kurul Reichsbank'ın bundan böyle Alman işletmeleri tarafından çıkarılan acil durum senetleri karşılığında nakit ve kredi sağlamayacağını ilan etti. 10. Ve merkez bankasının bu yeni uygulamadaki kararlılığını sağlama bağlamak için de hükümet Para Komisyonu bürosu oluşturdu ve yetkililerine paralel ve istikrarlı olacağını umdukları bir para, rentenmark basma yetkisi verdi. Bu büroya, politik bağlantıları da olan tanınmış bir banker, Hjalmar Schacht atandı. Schacht, 13 Kasım'da göreve başladı.

Bu olay hiperenflasyonun ve sonuca bakılırsa, 20 Kasım'da, Alman para biriminin dolar karşısında stabilize olduğu gün, ölümcül bir kalp krizine maruz kalan Havenstein'in ölümüne damgasını vurdu. Hükümet, Schacht'ı Reichsbank'ın da başına geçirmek için derhal harekete geçti. Kendi reklamını yapma konusunda hiçbir zaman isteksiz davranmamış biri olan Schacht, istikrarın mühendisliğini yapmış olduğunu iddia etmekten geri kalmadı. Oysa işin aslı, tam da bu sorun çözüldüğü sırada merkez bankası başkanlığı görevine getirilecek kadar şanslı olmasıydı.

Matbaaların yavaşlamasıyla birlikte, hükümet muhasebesi de kendiliğinden güçlendi. Hiperenflasyon tarih oldu. Ama bu hemen unutulanan bir tarih değildi. Bu arkaplan, Reichsbank'ın altın standartının cilasız bir versiyonuyla nasıl ev-

lendiğini izah eder. Halefi Deutsche Bundesbank'ın sadece II. Dünya Savaşı'nda sonra değil ama şaşırtıcı bir biçimde, yirmi birinci yüzyıla girerken ve hatta Avrupa Merkez Bankaları Sistemi içinde emilirken, dünyaya 1920'lerin merceğinden bakmaya devam etme nedenini izah eder.

Fransa da kronik bütçe açıklarına maruz kaldı. Muhafazakar partilerin oluşturduğu Bloc national tarafından kurulan ve 1919'dan 1934'a kadar iktidarda kalan koalisyon hükümeti, cari harcamalar 'olağan' bütçesini dönemsel olarak dengelemeyi başardı ama savaş sonrası yeniden inşanın, Almanlardan tahsil edilebileceği yönünde bir beklenti, en azından bir umut olduğu için 'tazmin edilebilir' diye adlandırılan bütçesini nasıl finanse edeceği konusunda bir fikir birliği sağlayamadı. Belli bir düzeye kadar bütçe açıkları tümüyle istenmeyen bir şey değildi çünkü Fransa'nın kendi yeniden inşasını kendi başına finanse edemeyeceğini gösteriyordu. İngiliz maliye uzmanı Ralph Hawtrey'nin de belirttiği gibi, bir Fransız hükümeti için tazmin edilebilir bir bütçeyi dengelemek "yurtseverce olmayan bir hareket olurdu, savaş tazminatını tam olarak nasıl tahsil edilebileceği yönünde bir kuşkunun dışavurumu."¹¹

Savaş tazminatı konusu bir kenara bırakıldığında, kamu maliyesi sorununa getirilecek net çözüm Sol açısından tüketim vergilerini artırmayı kabullenmek, Sağ açısından ise gelir ve servet üzerine ılımlı vergiler koyma tavizine yanaşmak olurdu. Birazcık ortak fedakarlıkla bu sorun çözülmüş olabilirdi. Ama mevcut koşullar altında fedakarlığı paylaşma eğilimi yok denecek kadar azdı. Durum, savaş tazminatında rollerin tersine dönmüş olması dışında, Almanya'dakinden çok da farklı değildi.

Tam bu sırada Fransız hazinesi maaşları ödemek gibi bir problemle karşı karşıya kaldı. Uzun vadeli borçlanma bir seçenek değildi. 1923 itibarıyla kamu borçları GSYH'nin yüzde 170'ini aşmıştı, savaş sırasında oluşmuş yükümlülükler ve şimdi her yıl borca eklenen GSYH'nin yüzde yedisi oranında bir tazmin edilebilir bütçe açığı. Yatırımcılar artık sadece potansiyel temerrüde düşme sorunları olmayan ve enflasyon gerçekleşmeden vadesi dolacak kısa vadeli tahvilleri almaya yanaşıyordu. Hazine de buna uygun olarak I. Dünya Savaşı'yla bağlantısını vurgulamak için ulusal savunma bonoları olarak bilinen kısa vadeli tahviller sürdü piyasaya. Ve yatırımcıların bunları satın almakta gönülsüz davrandıkları her seferinde, Bank of France'dan son çare alıcısı olarak devreye girmesi istendi.

Kısa vadeli borçlanma, yirmi ve yirmi birinci yüzyılın uzun bir liste oluşturan yeni piyasalarının büyük bir hüsrana uğrayarak öğrenmiş oldukları gibi, mali istikrar için birçok risk içerir. Kısa vadeli bonoların sürekli olarak vadesi dolduğundan, hükümetin parasını ödedikleri yerine yenilerini piyasaya sürerek, bunları daha uzun vadeli bir işleme dönüştürebilmesi gerekir. Eğer yatırımcılar enflasyonun hızlanmaya hazır beklediğinden endişelenir ve dolayısıyla en son vadesi gelmiş olanların yerine piyasaya sürülmüş bu yeni bonoları satın almakta tereddüt edecek olursa, hükümet bir fonlama krizi yaşayacaktır. Bu da onu na-

kit için yüzünü merkez bankasına dönmek zorunda bırakır. Merkez bankasının hükümet tarafından piyasaya yeni sürülmüş bonoları satın alarak sağladığı bu nakit, para arzını artıracak ve neticede, yatırımcıların endişesinin haklı çıkararak, enflasyonu derinleştirecektir. Böylece, paniğe kapılmış mevduat sahiplerinin birdenbire bankalara hücum etmesi nasıl kendi kendine gerçekleşebiliyorsa, hükümetin kısa vadeli borçlanması da aynı akıbete uğrayabilir.

Kısa vadeli borçlanma ve Bank of France avanslarına bu bağımlılık, kolaylıkla öngörülebileceği gibi, her biri bir öncekinden daha ciddi art arda enflasyon patlamalarıyla sonuçlandı. Yine, diplomatların bakış açısından, birazcık enflasyonda bir zarar görülmezdi çünkü bu durum ülkenin kendi yeniden inşa maliyetlerini karşılayamadığını doğruluyordu. Ama bütün diğer halklar gibi enflasyonu cüzdanında hisseden Fransız halkı da böyle bakmadı meseleye. 1924'ün ilk çeyreğinde, Ruhr işgali zirvesindeyken, perakende fiyat enflasyonu yüzde 36 gibi alarm zillerini çaldıran bir seviyeye ulaştı.¹² Hisse senedi fiyatlarının buna verdiği tepki de berbattı: Fransız menkul değerler 300 endeksi, Mart'ta sert bir düşüş yaşadı. Ruhr işgalinin üzerinden bir yılı aşkın bir süre geçtikten sonra, Fransa'nın Alman taşından daha fazla kan çıkaramayacağı apaçık ortaya çıkmıştı.

Uzlaşma ya da hiperenflasyon arasında bir seçim yapmak zorunda kalan ve hâlâ Poincaré liderliğindeki Bloc national'in hakimiyeti altındaki Fransız Parlamentosu, zar zor da olsa uzlaşmadan yana karar aldı. İki ay süren hararetli tartışmalardan sonra, meclis üyeleri *double decime* (çifte on kuruş) olarak bilinen bir ölçekte bütün gelir gruplarını kapsayan % 20'lik bir vergi artışını onayladı. Bu ilave vergi artışının gerçekleşmesi zaman alacağından, Fransız hükümetinin bankeri J. P. Morgan, 100 milyon dolarlık bir kredi sağlamayı, önce vergi artırımının Parlamento'dan geçmesi koşuluyla, kabul etti. Bir 4 milyon pound da (o zamanki kurlara göre 19 milyon dolar) Lazard Frère yatırım banasından geldi.

Frank'ın o anki istikrarı için yeterli bir miktardı bu.¹³ Ama enflasyonun kaldığı yerden devam etmesini önlemeye yetmezdi çünkü temel çelişki çözülmemişti. Double decime'nin yeniden inşa maliyetleri de dahil olmak üzere bütçe dengesinin sağlamaya yetip yetmeyeceği belirsizdi; bunun yanısıra, diğer şeylerin yanı sıra, vergi mükelleflerinin itaatine bağlıydı. Bu yeni vergilerin asıl yükünü çekecek olan orta sınıfların bunu kabul etmeye hazır olup olmadığı da belli değildi. Ruhr işgalinin başarısızlığıyla birlikte yanıtın 'Almanya değil' olduğu açıklığa kavuşur kavuşmaz, bu yükü kimin üstleneceğine dair tartışmalar yeniden alevlendi.

1924 Mayıs seçimlerinde, Poincaré vergilerinin asıl yükünü çeken mutsuz orta sınıfın sayısı büyük rakamlara ulaşırken, Bloc national, Chamber of Deputies'deki çoğunluğunu kaybetti. Radikaller (esas olarak, burjuva liberalleri), Sosyalistlerin desteğini alarak kıdemli Radikal politikacı Édouard Herriot liderliğinde bir ortanın-solu, Cartel des Gauches, hükümeti kurdu ve bütçe meselesinin yeniden gündeme getirdi. 1924 uzlaşması karara bağlanmamıştı ve bütçenin dengelenip dengelenmeyeceği konusundaki belirsizlik sürüyordu. 1922'de Sovyetler

Birliği'ni ziyaret etmiş olan Herriot, Bolşevik deneyimine sempatiyle bakıyordu.¹⁴ Kendisi bir komünist olmasa da, başbakan seçilmiş olması Sağ kanadı alarına geçirdi. Başında olduğu hükümetin servete vergi koyarak açığı kapatma peşinde olabileceğinden endişelenen yatırımcılar ise hükümet bonolarını satmak için birbiriyle yarıştı. Frank döviz piyasasında yere çakılırken tahvil sahipleri de paralarını yurt dışına çıkarma çabası içine girdi. Enflasyon yeniden hızlandı ve vergi gelirleri, tıpkı 1923'te Almanya da olduğu gibi, kamu sektörü giderlerinin yükselen maliyetlerine ayak uyduramadı. Hükümetin artık kısa vadeli tahvilleri bile satamaz hale gelmesi ve enflasyon beklentilerini haklı çıkaracağı ve bütçeyle ilgili sorunu daha da içinden çıkılmaz bir hale getireceğı korkusuyla faizleri yükseltmeye de isteksiz oluşu nedeniyle, geriye sadece son çare tahvil alıcısı olarak Bank of France kaldı.

Böylece merkez bankası da bir açmazla karşı karşıya kaldı. Parlamento, hükümetlerin enflasyonist finansman yöntemlerine başvurmasını önlemek için 1920 yılında bankanın basabileceğı banknot miktarına net bir tavan getirmişti. Şimdi önemli miktarlarda hükümet bonosu satın almak o sınırların ihlal edilmesine neden olacaktı. Olaylar hiç beklenmedik bir yönde gelişti ve Bank of France, emisyonunda yasal tavanın delinmiş olduğu gerçeğini bir kılıfına uydurarak gizleyip, kendi yayınladığı tablolarda tahrifat yapmayı tercih etti. Aldatmacanın zarafeti basitliğindeydi: Fazlalık, banka bilançosunun aktif ve pasif taraflarının her ikisine birden 'çeşitli' (divers) başlığı altında yerleştirilivermişti.

Aslında bu ihlal, bir önceki Mart ayında, Poincaré liderliğindeki önceki Merkez-Sağ hükümet döneminde, başlamıştı bile. Bank of France Başkanı Georges Robineau'nun dik başlı yardımcısı Genel Sekreter Albert Aupetit, Poincaré hükümetinin istikrar programının torpillenmesini önlem için inisiyatif almıştı.¹⁵ Hükümetin geçici açığını finanse etmemek, Poincaré'nin istikrar çabalarına ani bir nokta koyarak bir fon krizine zemin hazırlayacaktı. Poincaré'nin istikrar programını ülkenin elinde kalan en iyi çare olarak gören ve ona uygulanması için zaman tanıma arzusunda olan Aupetit için, yasaları ihlal etmek kötünün iyisiydi.

Poincaré istikrar programının geçici başarısıyla, banknot sürümü de güvenli bir şekilde yasal maksimumların altına düştü. Ama Aupetit, spekülörleri istikrar programının başarılı olduğuna ikna etme çabası içinde emisyonu olduğundan az göstererek, bankanın haftalık tablolarını tahrif etmeye devam etti. Ekimde, hükümet değişikliğinin ardından istikrar da ilgi kaybedince banknot sürümü ikinci bir kez daha yasal tavanın üzerine çıktı; merkez bankasının Aupetit yönetiminde bir kez daha gözlerden gizlediğı bir gerçektir bu.

Bu noktada Bank of France yetkilileri giderek sarpa saran bu durumdan Başbakan Herriot ve maliye bakanı Etienne Clémentel'i haberdar ettiler. Ama Cartel liderlerinde bütçe politikalarının suçlanacağı izlenimi yaratmak için, bir punduna getirip bu problemin ilk kez Ulusal Blok hükümeti döneminde ortaya çıktığından söz etmeyi ihmal ettiler. Bu da Herriot'un artık aldatmacadan haberdar olduğu halde bunu neden kamuoyuna açıklamakta tereddüt ettiğini izah eder.

Statüko devam ettikçe, merkez bankasının yayınlanmış bilançosuyla gerçek para sirkülasyonu arasındaki uçurum da büyüdü. Ve fark açıldıkça, gizlemek de zorlaştı. 1925'in başlarında varlığını artık Meclis ve Senato mali komisyonları üyelerinin tümü biliyordu.¹⁶ Sorun, Bank of France içinde de, merkez bankası yönetim kurulunun önde gelen üyelerinden François de Wendel'in bu mesele yüzünden istifa tehdidine kadar varan, görmezden gelinemeyecek bir gerilim yaratmıştı.

De Wendel'in tehdidi yaklaşan temizlikten yana bir fraksiyon lehine değiştirdi dengeyi. 9 Nisan'da bankanın bilançosunda yapılan tahrifat nihayet gün ışığına çıktığında, Herriot suçu bankanın üzerine attı. Hükümetinin bu konuda kendinden önceki hükümetten farklı hiçbir icraatta bulunmadığında ısrar etti ama, işe yaramadı. Senato'dan çıkan güvensizlik oylamasının ardından istifaya mecbur kaldı.

Uzmanlar burada ekonomistlerin 'mali faktörün baskınlığı' olarak bildikleri durumu farkedecektir.¹⁷ Mali politikayı belirleyenler, kendi kafalarına göre bir bütçe açığına yönelmeye karar verip de, merkez bankasının bu konuda elinden hiçbir şey gelmediğinde, eğer başka türlü bu açığı finanse etmek mümkün değilse ve ödemelerde gecikme ve finansal kaos dışında bir seçenek kalmamışsa, merkez bankasının hükümet tahvillerini satın almak ve tercih edilenden daha yüksek bir enflasyon oranını tolere etmekten başka bir şansı yoktur. Fransa'nın durumunda, merkez bankası yasayı hiçe sayacak kadar ileri gitmişti. Avrupa Merkez Bankası'nın statüsünde bulunan ve bankanın yeni çıkarılan hükümet tahvillerini almasını yasaklayan koşul, bununla benzerlik taşır. O koşul, Avrupa Merkez Bankası'nın mali faktörün baskınlığından, Avrupa halkını ise enflasyondan korumak için konmuştur. Avrupa Merkez Bankası'nın, 2002 yılında karşı karşıya kaldığı bir tahvil krizi sırasında ikincil piyasalardan devlet bonoları almaya yönelik Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions) programını açıklarken, bu koşulu tam olarak hiçe saymadıysa da didik didik incelemek zorunda kalmasıyla da bir benzerlik vardır.¹⁸ Bazen, merkez bankası yetkilileri bile, birazcık enflasyondan daha kötüsünün olduğu sonucuna varabilir.

Fransa'nın problemi, sonuçta oluşan enflasyonun birazcıkdan daha fazla olmasıydı. Birbiri ardı sıra gelen başbakanlar -Haziran 1924'ten Temmuz 1926'ya kadar toplam altı - Sağ ve Sol'un bütçe üzerinde uzlaşma konusundaki isteksizliğiyle boğuşurken, iki yılı aşkın bir süre devam etti. Sol, özel bir sermaye vergisi önerecek, zenginler de tasarruflarını yurtdışına kaydıracaktı. Sağ, yeni tüketim vergileri önerecek ve bu kez de işçiler sokağa dökülecekti.

Sonuçta oluşan enflasyon küçük tasarruf sahipleri, kirayla geçinenler ve asker emeklileri, yani kendilerini koruma imkanlarına en az sahip toplum üyeleri için yıkıcı oldu. Temmuz 1926, yirmi binden fazla eski asker ve sempatanların Temsilciler Meclisi (Chamber of Deputy) binasının dışındaki protesto gösterilerine tanık oldu. Yabancıları Frank'ı manipüle etmek ve enflasyonu kıskırt-

makla suçlayan kalabalık, öfkesini Amerikalı turistlerin tercih ettiği ulaşım aracı olan Paris-geceleri otobüslerine saldırarak dışa vurdu. Zengin Fransız aileleri, bir toplumsal ayaklanma korkusuyla şimdi artık sadece paralarını değil ama ailelerini de yurtdışına gönderiyordu.

Bu noktada enflasyon ciddi derecede rahatsız edici boyutlardaydı; bazı çevrelerde bizzat Fransız demokrasine yönelik bir tehdit olarak görüldü. Sol'un hakimiyeti altındaki Millet Meclisi, 22 Temmuz'da çaresizlik içinde Poincaré'nin bir ulusal birlik hükümetinin lideri olarak geri dönmesine razı oldu.

Almanya'ya yönelik sert politikalarına rağmen Poincaré, ihtiyat ve basiretiyle ün yapmıştı. I. Dünya Savaşı sırasında ülkesinin mali yapısını düzenleme konusundaki katkılarıyla isim yapmış bir 'istikrar adamı'ydı. Her şey bir yana, geçici olarak başarılı olmuş 1924 istikrarının mühendisiydi. Bir genel seçim öncesinde vergileri yükselterek ülke maliyesini siyasetin önüne koymuş ve bedel ödemişti.

Poincaré aynı zamanda ne Sağ ne de Sol'la bire bir özdeşleştirilmeyen bir politikacı olması nedeniyle de istikrar adamıydı. Temsilciler Meclisi'nde ismi İlmîlîlar'la birlikte anılıyordu. Bloc national merkez sağda yer almış olabilirdi ama Poincaré'nin Sosyalistler arasında da, özellikle geleceğin başbakanı Léon Blum gibi, dost ve müttefikleri vardı. Orta sınıf aileden gelen birisi olarak, enflasyonun etkilerine karşı kendilerini en az koruyacak konumda olan küçük tasarruf sahipleriyle özdeşleşti. İlmîlîlık, içinde bulunulan koşulların bir gereği-ydi. Yurtiçi politikalar konusunda, Almanya'ya karşı izlediği politikanın tersine, Poincaré'nin önerdiği buydu.

Poincaré'den istenen, kendi Merkez-Sağ seçim çevresini Sol'dan gelecek öğelerle birleştirerek oluşturacağı bir millî birlik hükümetiydi. Para politikalarına haddinden fazla siyaset bulaştığı konusunda bir fikir birliği vardı şimdi. Poincaré'nin başbakanlığa getirilmesi ve kendisinin bir millî birlik hükümeti konusundaki deneyimleri de bu gerçeğin itirafıydı. Politikacılar zor yoldan da olsa bütçeyle ilgili çözümlerin oybirliğiyle ulaşılabilecek bir karardan geçtiğini öğrenmişti, Sol'un Sağ'a dayattığı veya tersi bir sürecin sonunda değil.

Bu fikir birliğini sağlamak şimdi Poincaré'nin göreviydi. Kazanç denetimi ve vergi toplama prosedürleri, devlet gelirlerini artırma hedefiyle bir üst seviyeye yükseltildi. Yerel mahkemeler ve diğer devlet dairelerinin kapatılmasıyla kamu idaresinde işler bir miktar yoluna girmişti. Devlet bütün tekelinden gelen fonlar kamu borçlarının ödenip silinmesine ayrıldı. Bu durum, bir millî birlik hükümeti oluşturmuş olmanın gerçekten de daha şimdiden açıklığa kavuşturmuş olduğu gibi, zenginliğe el koyma gibi bir yola asla gidilmeyeceğini doğruluyordu. Poincaré, son olarak, her zaman mali kırılganlığın dolaysız kaynağı olmuş kısa vadeli ulusal savunma bonolarının, daha istikrarlı uzun vadeli borçlara dönüştürülmesini önerdi.

İstikrarın yükünü ister sermayeden emeğe, orta sınıflardan zenginlerin sırtına, isterse Fransa'dan Almanya'ya kaydırma arzusu, enflasyon ateşi içinde kendi kendini yakıp yok etmişti. Sonuç olarak Poincaré'nin sınırlı önlemleri 1926 istik-

rarının Ağustos ayında kökleşen pekişmesine yetmişti. Fiyatlardaki artış durdu; daha önce değer yitirmiş olan döviz kuru, yeni elde ettikleri rekabet avantajının keyfini süren Fransız ihracatçıların canını sıkma pahasına, şimdi değerlenmeye başladı ve Bank of France'ı para biriminin yükselişini yavaşlatmak için frank karşılığı yabancı para satın almaya sevk etti. Frank, bu şekilde 1926'nın sonunda sterlin ve dolar karşısında sabit kaldı ve 1928'de altın konvertibilitesi yeniden tesis edildi.

Fransa'nın altın standartı yasaları, Almanya'nınki gibi, katı oldu. Merkez bankasının piyasadan hükümet tahvilleri almasını ('açık piyasa işlemleri'yle uğraşmasını) ve hükümete doğrudan finans sağlamaya yönelik diğer yolları yasakladılar. Almanya'da olduğu gibi, enflasyonun ve açığa çıkarttığı toplumsal bölünmelerin uzun gölgesi düşmüştü üzerine.

Enflasyonun önce Almanya'da, ardından da Fransa'da frenlenmesi, kaçan sermayeyi geri dönmeye teşvik etti. Enflasyona boyun eğdirilmişti, yatırımların değerini koruyacağına olan güven de arttı böylece. Altın standartına geri dönüş taahhüdü, buna göğüs gerebilmeleri için, hükümetlerin bütçelerini dengelemesini gerektirdi. Yatırımcıların da böylece bütçe açıklarında uzun süreli bir başarıyı ve vergi yansımaları üzerine çatışmaların nihayet son bulacağını umut etmek için yeni bir nedenleri oldu. Para biriminin istikrara kavuşmasının bir şekilde sorumlu mali politikaları garanti edeceği ve yatırımcıları ülkenin temerrüde düşmesi riskinden kurtaracağı fikrinin hatalı olduğuyorsa, zamanla ortaya çıkacaktı. Bu hiç kuşkusuz, 1999'da Euro'nun ortaya çıkmasının ardından Güney Avrupa ülkelerinin tahvillerini satın alanların düştüğüyle aynı hataydı. Aynı sonuçlara yol açtı.

Yabancı paranın içeri akın etmesi Fransa ve Almanya ekonomileri için karışık bir nimetti çünkü para birimlerine yukarı doğru bir baskı uyguluyordu. Reichsbank ve Bank of France, döviz kurunun tavanı delip geçmesini önlemek için, ihracatçıların zararına, bu yabancı fonlardan çok miktarda satın almış, karşılığında mark ve frank ödemişti. Ama bu yolla edinilen yabancı menkul kıymetlerin, özellikler de sterlin kıymetlerinin, değer tokuş edilebilecekleri altın kadar sağlam olmadıkları apaçıktı.

Norman'ın sorunu da burada başlıyordu. 1926'nın ikinci yarısında Reichsbank sterlin hesaplarını nakde çevirip, karşılığında Bank of England'dan altın almaya başladı. 1927 Şubatında sona eren altı ay içinde Almanya'ya ihraç edilen İngiliz altını 60 milyon dolar gibi dikkat çekici bir seviyeye ulaştı. Şimdi artık Alman merkez bankasının başkanlık koltuğuna sıkı sıkı yerleşmiş olan Schacht, savaş tazminatının indirildiği ve bir istikrar kredisinin garanti altına alındığı Dawes Planı görüşmelerinde Norman'ın oynadığı yapıcı rolün bilincindeydi. Ama bütün bu şükran borcuna rağmen, Schacht öncelikle kendi portföyünden sorumluydu. Hisleri, altın standartı kurallarını izlemenin önemine olan inancını hafifletmedi. Dolayısıyla da uyguladığı sterilizasyon operasyonundan elde ettiği sterlini, altına dönüştürme karşılığında Bank of England'a sundu.

Norman, 1923, 1925 ve 1926'daki borç ve nakit kriziyle bir sonuç vermeyen pençeleşmesinde Bank of France'a yardım etmemiştir. Savaş tazminatı çözüm görüşmelerinde Fransa'nın özellikle işi yokuşa sürücü bir tavır sergilemekte olduğunu görmüştü. Bir yandan da Bank of England'la Bank of France arasında, peşine düştükleri finansal işlerle Londra ve Paris'in dikkatini çeken Orta ve Doğu Avrupa üzerinde bir nüfuz rekabeti olması gerçeği vardı. Robineau'dan sonra 1926'dan 1930'a kadar Bank of France'ın başkanlığını yapan Émile Moreau, İngiliz meslektaşını 'aimable et charmant' (Fr. sevimli ve nazik) diye nitelese de, Norman, Fransa'nın finansal istikrar için somut yardım elde etme girişimlerini şiddetle reddetmişti.¹⁹

Şimdiyse, sermaye Britanya'dan Fransa'ya akarken, tablo değişmişti. Bank of France'ın edindiği yabancı aktifler, sterlin cinsinden ifade edilip Londra'da piyasaya sürülüyordu. Reichsbank'la aynı belirsizliklere yanıt veren Moreau ilk kez bunları nakde çevirme fırsatını elde etti. Talebinin, Bank of England'ın altınını boşaltarak Norman'ı 'Banka reeskont oranı'nı (reeskont oranı), yani Bank of England'ın diğer finans kuruluşları için senet kırarken uyguladığı oranı yükseltmek mecburiyetinde bırakacağını farkındaydı. Ama bu da istenmeyen bir yan etki değildi. Madem sonuç, Londra'da koşulların sertleşmesi, Fransa'ya akan kısa vadeli sermayenin önemli bir oranında kaynaktı, o halde bu Fransız bakış açısından sonuçta yararlı bir politikaydı. Bank of England için güçlükler yaratacaksa, varsın yaratsındı.

Britanya'nın kredi kaynaklarından birisi de, Fransa'nın Britanya'ya olan I. Dünya Savaşı borcuydu. Norman bu nedenle Maliye Bakanı Winston Churchill'e ödemelerin hızlandırılmasını istemesini tavsiye etti. Hafif üstü kapalı olarak iletilen bu tehdit Moreau'yu Haziran 1927'de bir uzlaşma görüşmesine yöneltti ve Bank of France gelecekte yapacağı sterlin-altın dönüşümünü 30 milyon poundla sınırladı. Norman'ın saldırgan diplomasisi acil sorunu çözmüş, en azından ertelemiştir. Ama dostça parasal ilişkilerin ilerleme şansını artırmadı kuşkusuz.

Strong'sa, bu Fransız-İngiliz görüşmelerini yüksekteki tüneğinden gözlüyordu. Kuzey Carolina, Biltmore'da yakalandığı zatürreenin şokunu atlarmaya çalışarak geçirdiği 1926'nın son aylarındaki bir ara dışında, dostu Norman ile sürekli bir telgraf ve mektup bağlantısı içinde olmuştu. Amerika merkez bankası yöneticisinin taşıdığı fikirlerin ağırlığını gayet iyi bilen Moreau ise, Strong'un dengeli bir bakış açısı oluşturmasını sağlama bağlama çabası içinde, Bank of France ile Bank of England arasındaki görüşmelere dair kendi yaklaşımını ona gönderdi.

Kesin sonuç, Strong üzerinde Britanya'nın konumunun ne kadar nazik olduğu izlenimini bırakmak oldu. Sterlinin sürekli istikrarı Reichsbank ile Bank of France'ın işbirliğine bağlıydı ama bu da çantada keklik olarak görülebilecek bir şey değildi. Bu mantıklı insanlar, aynı anda, hep birlikte bu işin içinde olduklarını anladılar. Strong, dostça bir zeminde Norman, Schacht ve Bank of France'ın farklı yetkilileriyle karşılıklı görüşmeleri sürdürmüştü. Norman ve Strong arasındaki ilişkiyse dostça karşılıklı tartışmanın da ötesindeydi. Bu iki adam daha I. Dünya Savaşı sırasında, Strong'un New York Fed'in başkanı olarak Avrupa'ya

yaptığı ilk gezi sırasında tanışmış ve aralarında kişisel bir bağ oluşmuştu. Mektup arkadaşı olmuşlar ve 1920’li yılların büyük bir bölümünde sağlıkları izin verdiği müddetçe yılda iki kez birlikte tatil yapmışlardı. Madem Norman, Strong’la böylesine verimli bir ilişki geliştirebilmişti, o halde neden bu diğer merkez bankası yöneticileri de yüz yüze görüşmelerle benzer bir karşılıklı anlayış ortamı oluşturamamıştı?

Böylece Norman, Strong’a, Schacht ve Moreau’yla toplanmalarını önerdi. Davet Strong’dan geldi –hâlâ zatürree krizini atlatmaya çalışıyordu, bu da toplantının ABD’de yapılmasını zorunlu kıldı. Merkez bankacılığının evrensel dili olsa bile hiç İngilizce bilmeyen Moreau, daveti iki numarası Charles Rist’e aktardı.

Strong, Norman, Schacht ve Rist, Temmuzun ilk haftasında ABD Maliye Bakanı müsteşarı Ogden Mills’in Long Island, Woodbury’deki evinde bir araya geldi. İlçe merkezinde John Russell Pope tarafından tasarlanan bu dört tarafı manzaralı ve ‘bir şekilde İtalyan havası veren pervaz ve parapetleri... iki katın arasından yükselen ve ilk katın düzen çizgisini bütün bir binanın etrafına taşıyan düz kenar süslü kornişleriyle palangaya benzer orantılı kanatların özenle yandan desteklediği’²⁰ bir orta bölümü olan bu anıtsal konut, Long Island’daki en savurgan yapılardan biriydi.

Dünyanın önde gelen merkez bankası yöneticilerinin buluşmasına fazlasıyla yaraşan gösterişli bir mimariydi bu. Uluslararası finans mimarisinin bu işi için yeterli olup olmadığıysa ayrı bir meseleydi. Merkez bankası yöneticileri beş gün boyunca görüştü. Deli sürüsüne çobanlık yapmak gibi bir şeydi bu; Strong meslektaşlarının üçünü birden bir odada aynı anda bir araya getirmeyi bile başaramadı. Norman kendi durumunun hassasiyetinden dem vuruyor ve sınırlı altın rezervinden bahsediyordu. Schacht ve Rist ise altın standartı kurallarına sıkı sıkıya bağlı kalmanın önemini tekrarlayıp durdular.

Eleme süreci, inisiyatif alacak tek bir merkez bankası bıraktı. Neticede Strong, ABD merkez bankalarını sterlini desteklemek için faiz oranlarını düşürmeye ikna etmek için bir girişimde daha bulunmak zorunda kaldı. Bu sonuçta en ufak bir ironi bile yoktu. Strong, Avrupalı bankerler tarafından yapılacak ayarlamaları teşvik etmek amacıyla böyle bir toplantı çağrısında bulunmayı kabul etmiş ama sonuçta bu ayarlamaları yapmak yine kendisine kalmıştı.

Strong konuyu zorlamak için, Norman, Schacht ve Rist’in bir de Fed başkanlar kurulu ve New York Fed başkanı Daniel Crissinger ile görüşmek üzere Washington ve New York’a giderek görüşmelere devam etmelerini sağladı. Görünüşe bakılırsa bu Fed yetkilileri ikna edilmişlerdi. Ağustos sonunda sekiz merkez bankası birden faizleri yarım puan indirme kararı aldı. Adolph Miller bu karara itiraz edecekti ama o da yazı California’da geçiriyordu. Daha sonra bu kararı, ‘zaten aşırı genişlemiş kredi koşullarına, özellikle de kredinin borsada kulanılan kısmına daha da büyük ve tehlikeli bir itici güç’ kazandırmakla eleştirdi.²¹

Çoğunluğun kararı, Chicago Merkez bankası başta olmak üzere muhalif merkez bankalarına empoze edildi böylece. ABD Merkez Bankası tarihinde ilk kez, başkanlar kurulu karara itiraz eden merkez bankalarına kendi iradesini dayatıyordu. Strong memnundu, hiç kuşkusuz, kurulun diğer merkez bankalarını zorla hizaya getirdiğini görmekten. Faiz oranlarının Ortabatı'da Doğu'dan daha yüksek olması, iç bölgelerdeki bankalara New York'da daha ucuza borçlanıp kendi müşterilerine kredi açma olanağı sağlamıştı ve bunun sonucu New York Fed'den bir rezerv ve altın boşalması oldu. Kurulun bu yetke beyanı, kararların tek tek merkez bankaları tarafından kendi dar çıkarları doğrultusunda değil ama ulusal ekonominin gereksinimlerini akılda tutan bölgeler arası bir işbirliğiyle alındığı bütünleşik bir Merkez Bankası politikasına doğru önemli bir adım oldu.

Ama ne yazık ki sadece bir adım olarak kaldı. 1929'da kriz dönüm noktasına geldiğinde ortada işbirliği falan kalmayacak ve bunun hiç de hoş olmayan sonuçları olacaktı.

NOTLAR

1. Brooks (1969) sf. 65-66
2. Galbraight (1954) bu gözlemle uyumlu olarak, Allen'i (1931) izleyerek, fokurdamanın başlangıcı için Mart 1928 tarihini verir.
3. General Motors'un kontrolü, teknik olarak bir başka MIT mezunu Pierre du Pont'a geçti ama du Pont hemen sağ kolu olarak Sloan'ı atadı.
4. Sloan'ın halkla ilişkileri taarruzu, Marchand (1991) tarafından anlatılır.
5. Dawes Planı için daha fazlası için bkz. Bölüm 3.
6. Savaş tazminatları faturasına son halini veren protokol 1921'de imzalandı. Metindeki bu ve diğer ilgili rakamlar Webb'in (1988) hesaplamalarına dayanmaktadır.
7. Keynes ile Bertil Ohlin'in 1920'li yıllarda çözümü üzerine polemige girdiği 'transfer sorunu' buydu (Keynes 1929, Ohlin 1929).
8. Lloyd George (1932), sf. 67.
9. Daha sonra yapılan tanımlar da Poincaré'nin verdiği bu "soğuk, mesafeli, duygusuz" izlenimi onaylar (Wright, 1942, sf. 24) ama kendisini ve politikalarını daha az keskin bir anti-Alman olarak resmederler. Bir anlatı, Lloyd George'un bu konudaki sert sözlerini de Poincaré'nin Ocak 1922'de yeniden iktidara dönüşü konusunda kendisinden başka suçlayacak kimse bulamayışıyla açıklar. Britanya başbakanı görevdeki Fransız meslektaşısı Aristide Briand'a bir golf maçı ısmarlamıştı. Savaş tazminatları konusunda uzlaşmadan yana olan Britanya lideriyle samimiyetine dair bu kanıt, Briand'ın derha Paris'e çağrılıp yerini Poincaré'ye bırakması için yeterli oldu (Keiger 1997).
10. Özellikle de, büyük işletmelerin para sıkıntısı çeken işçilerine ödediği ve 'Notgeld' olarak bilinen acil parayı bundan sonra kabul etmeyeceğini ilan etti. Merkez bankasının para talebiyle başedemeyip, büyük şirketleri işçilerinin maaşını özel parayla ödemek zorunda bırakması, hiperenflasyon ironilerinden biriydi. İşte şimdi Reichsbank'ın iskonto etmeyi reddettiği de bu Notgeld'di.
11. Hawtrey (1962), sf. 3.
12. Yıllık bazda hesaplanmış bir oranla ölçülen enflasyonla böyle. Frankı döviz kurundaki sert düşüşü yansıtan toptan fiyat enflasyonu yüzde 80'i aşan facia bir düzeye yükseldi.
13. Fransız hükümet yetkilileri 'borsa satıcı spekülörlerini ezmek' üzere, yabancı kredileri de kullanarak frank satın alıp bu parayı önceden satmış olan spekülörleri kayba uğratmak amacıyla değerini yukarı çekti. Bu operasyonları gerçekten de spekülörleri piyasadan defetti mi yoksa sadece olası psikolojik sonuçlardan mı ibaret kaldı, belirsizdir.
14. Ve iki savaş arası politikacıların müziğe olan yakınlıklarıyla uyumlu olarak (bkz. Aşağıdaki Bölüm 3 ve 15'te Charles Dawes ve William Woodin,), aynı zamanda bir Beethoven biyografi yazıyordu.
15. Bu, Blancheton'un (2012) arşiv kanıtlarını titizlikle okuyarak vardığı sonuçtur.
16. Mouré (2012), sf. 106.
17. Bu bağlamdaki klasik referans, Sargent ve Wallace'dır (1981).
18. Bkz. Bölüm 26.
19. Moreau (1991), sf. 225
20. Smith (1916), sf. 197,201.
21. Miller (1935) sf. 449.

Fed'in 1927'deki bu faiz oranı indirimini güdüleyen, Londra'ya doğru bir altın akışını teşvik etmek olabilirdi ama bunun başka sonuçları da oldu. Doğrudan sonuçlardan bir başkası, yatırımcıları yurtdışında kazanç aramaya itmek oldu. ABD hazine bonolarının yüzde 3.5 getirdiği bir dönemde, yurtdışındaki hükümetlerin çıkardığı bonolar iki-üç kat daha fazla getiri sağlıyordu. Altın standartının yeniden tesisi, bundan böyle döviz kurundaki değişimlerin kârları aksatmayacağı izlenimini doğurmuştu. Büyük miktarlarda sermaye faiz oranlarının düşük olduğu Kuzey Avrupa'dan, iki-üç kat daha yüksek olduğu Güney Avrupa'ya akarken euronun buna verdiği tepki hatırlanabilir. Her iki örnekte de öykü mutlu sonla bitmedi.

Yabancı bonolar, Amerikalı yatırımcıların geleneksel olarak gözdesi olan varlıklar sınıfına girmiyordu. ABD bankalarının yurtdışında şube açması Merkez Bankası Yasası'ndan önce yasaklanmıştı. Sonuçta dış borç açma ve yaratma bağlantılarından yoksundular. Yüzyıl dönümünden önce New York'ta esas olarak Kanada ve Meksikalı borç alanlar adına ancak sınırlı bir yabancı tahvil ihracına izin vardı. Montreal, 1899'da ABD'de 3 milyon dolarlık tahvil çıkarmış, Hamilton Electric Light and Cataract Power Company aynı yılın ilerleyen aylarında 750.000 dolarlık tahvil satmıştı. 1898-99'da Meksika'nın Jalisco eyaleti ile Saltillo şehri, kanalizasyon ve su şebekeleri inşaatı için New York'ta 1.7 milyon dolarlık tahvil sattı.

Londra veya Avrupa'nın bir başka finans merkezinde piyasaya sürülüp Amerikalı yatırımcılara geri satılmış, borçlunun kendi para birimi cinsinden Avrupa menşeli borçlanma senetlerine sahip, sağa sola dağılmış ABD firmaları da vardı. Ama bu tür menkul kıymetlere yatırım yapmak yabancı döviz piyasalarına dair sezgi ve bilgi gerektirirdi ve bu da ABD'de sık rastlanmayan bir nitelikti. Sonuç

olarak sözü edilen miktar küçüktü. Bir hesaplama göre, ABD'li yatırımcıların ellerinde tuttuğu yabancı para biriminden menkul kıymetler, 1899'un sonunda olsa olsa 15 milyon dolara ulaşmıştı.¹ 1901 yılında kurulan U.S Steel Corporation'ın kuruluşunun hemen ardından 300 milyon dolarlık tahvil ihraç ettiği göz önünde bulundurulursa, yukarıdaki rakam bir perspektife yerleştirilebilir.

1900 ile 1913 arasında New York'taki yabancı kredi plasmanları kendini toparladı. Amerikalı yatırımcılar Londra Menşosu tarafından ihraç edilen tahvilleri satın aldılar. Japon hükümeti tarafından Rusya'yla sürdürdükleri savaşı finanse etmek için piyasaya sürülen menkul kıymetleri de satın aldılar. Ama aktif varlıklar ticaret dengesi bir başka yönde kuruldu.

I. Dünya Savaşı'nın baş göstermesiyle birlikte, savaşan devletler New York piyasasına erişim arayışına girdi. Amerikalı yetkililerin buna verdiği tepki karıştı. Yeni seçilmiş başkan Woodrow Wilson, Demokrat'lardan yakın arkadaşı ve partinin de uzun süredir gözdesi olan William Jennings Bryan'ı dışişleri bakanı olarak atadı. Dışişleri Bakanlığı'nın sadece Washington D.C.'de 150 çalışanı olduğu düşünülürse, bu görev büyük bir saygının ifadesiydi. Bryan, yine de, bu belalı kürsü ve hitabet yeteneğinden görüşlerini ilerletmek için yararlanabilirdi. Hayatı boyunca bir ahlakçı olarak (belki bir tek Florida emlak piyasası için bir yem olarak yeniden doğuşu dışında), Avrupa'da olup bitenlerden dehşete kapıldı ve Amerika'nın her ne pahasına olursa olsun tarafsız kalması gerektiğine inandı. Özellikle de ABD'nin tarafsızlığıyla uyummadığını düşündüğü savaşan ülkeler adına tahvil satışına karşı çıktı. Onun bu itirazını savuşturmak için J. P. Morgan gibi yatırım firmaları, derhal teminat altına alınıp kamuya satılmış olmaları gerçeğine rağmen borçlarını kısa süreli kredilerden ibaretmiş gibi göstermek zorunda kaldılar.

1915'te Amerikan yolcu gemisi *Lusitania*, bir Alman denizaltısı tarafından batırılıp da 128 Amerikalı bu kazada hayatını yitirince, Bryan'ın konumu savunulamaz bir hal aldı. Yolcu gemisinin savaş malzemeleri taşıyor olabileceği tahmininde bulunarak, Almanların bu hareketinin haklı görülebileceğini iddia etti. Yaklaşık bir yüzyıl sonra, 2008'de, dalgıçlar sonunda Bryan'ın haklı olduğunu kanıtlayabildi.² Ama olay tarihinde doğrulanabilecek bir konu değildi bu. Wilson kabinesinin aleyhine döndüğünü gören Bryan, görevinden istifa etti.

Onun istifası baraj kapaklarını açtı. 1915 ortasıyla 1917 başı arasında, başta Fransa ve Britanya olmak üzere yabancı hükümetlerin dolar borçlanmaları 2 milyarı aştı. Bu, U.S. Steel ölçütlerine göre bile büyük miktarda bir tahvil ihracıydı. Diğer şeylerin yanı sıra, Amerikalı yatırımcıların yabancı tahvilleri elde tutmaya alışmaları sonucuna verdi.

Amerika'nın Nisan 1917'deki savaş ilanını izleyerek, ülkenin dışarıya verdiği krediler, Amerikan hükümetinin Avrupalı müttefiklerine verdiği borçlar da dahil

olmak üzere hükümetler üzerinden kanalize edildi. Amerikalı yatırımcılar ABD Maliye Bakanlığı'nın çıkardığı Liberty Bonds'u, savaş borçlarına kaynak sağlamak için kullanılan dekontları satın aldı. On dokuzuncu yüzyılın sonlarıyla yirminci yüzyılın başlarında ABD hükümet bonolarında özel alımlar için bir darlık yaşanmıştı. Şimdiyse savaşın bir sonucu olarak tersi bir durum söz konusu oldu. Bu yeni arzla orantılı bir talep yaratmak için propaganda makinesi devreye sokuldu. Liberty Loan kampanyası, hükümet borç senetlerine yapılacak yatırımları vatan-severlikle ve siperlerdeki Amerikan evlatlarına destek olmakla bir tuttu. Charlie Chaplin sürümü artırmak için 'The Bond' isimli on dakikalık bir film çekti. Sadece mali anlamdakini değil ama dostluk ve cinsel cazibe de dahil olmak üzere altı ilişki türünü ('Bond' sözcüğünün İngilizce de, senet, tahvil, bono anlamının yanı sıra, bağ, ilişki alanına da gelmesinden yararlanarak) canlandırıyordu film. Kampanyayı desteklemek için dokuz milyon poster basıldı ve dağıtıldı. İlk kez küçük tasarruf sahipleri de bu borç senetlerini almaya ikna edildi ve bu uygulamaya alıştılar. Bunun geri tepmesi çok kapsamlı olacaktı.

Uluslararası sermaye akışının ateşkesten sonra kendini toparlaması, halen süren kaotik durum göz önünde bulundurulduğunda anlaşılabilir nedenlerle, yavaş oldu. Ama 1923 yılından başlayarak Amerikalı yatırımcılar yabancı ülkeler adına artan sayıda yeniden inşa ve istikrar borçlanması teklifi aldı. Bunlar arasında başı, Avrupa'nın para sıkıntısı çeken ülkelerine verilecek, Milletler Cemiyeti tarafından ciro edilmiş borçlar çekiyordu. Bu türden ilk kredi 1923'te Avusturya hükümetine açıldı, bunu Macaristan ve Yunanistan'a 1924'te verilen borçlar izledi.

ABD, Cemiyet üyesi değildi ve yetki vermeyi reddeden tecrit yanlısı bir kongresi vardı. Ama bu kredilerin yarı-resmi statüsü ve Liberty Bonds'u anımsatması Amerikalı yatırımcılar gözündeki cazibesini artırdı. Bugün bir ülkenin Uluslararası Para Fonu'na karşı yükümlülüklerini yerine getirmeme ihtimali neyse, o gün de bir ülkenin Cemiyet'e olan borçlarını ödememe ihtimali oydu. Cemiyet'in bizzat kendisinin bu maceraya hiç sermaye bağlamaması gibi rahatsız edici bir gerçeğin olduğu doğruydı. Ama Cemiyet'in ortaklığıyla endişelerini giderememiş yatırımcılar için de, Cemiyet borçlanmalarının ABD Hazine bonolarından iki kat daha fazla faiz geliri getirmesi gerçeği vardı.

1924'ün uyarıcı mali olayı Almanya'nın savaş borçlarını karara bağlayan Dawes Planı oldu. Bu konu, Milletler Cemiyeti vasıtasıyla değil, sonuç ABD'yi de yakından ilgilendirdiği için, sırf bu mesele için bir araya gelen ve alacaklı ülkelerin her birinden iki üyenin de katıldığı bir uzmanlar komitesi tarafından müzakere edildi. Komiteye lafazan Amerikalı banker Charles Dawes başkanlık ediyordu. Dawes, çevresi geniş Ortabatılı bir aileden geliyordu; Dawes Lumber Company'yi kurup büyüten babası, genç William McKinley ile birlikte Kongre üyeliği yapmıştı. McKinley ise, Bryan'ı yendiği 1896 başkanlık seçimlerinde Charles ve onun

sözel ikna gücünü bir yardım toplayıcı olarak işe almıştı. McKinley henüz otuz bir yaşındaki Dawes'i maliye müfettişi yaparak ödüllendirdi. Dawes daha sonra, Illinois'de Central Trust Company'yi kurdu, geri bankacılığa dönerek Bureau of Budget'ın kurucu müdürü olarak hizmet verdi ve daha sonra da kamu ve özel sektör arasındaki döner kapıdan sonuna kadar faydalananak Reconstruction Finance Corporation'ın ilk başkanı olma görevini üstlendi. Bu bağlantılar, Dawes'in bankası 1932'de iflasın eşiğine geldiğinde çok işe yarayacaktı.³

ABD delegasyonun komutan yardımcısı, daha genç olmakla birlikte yine bir banker, az ve öz konuşan Owen D. Young'tu. Dawes onun keskin zekasını ama daha çok kendisi gibi geveze bir başkana bol bol konuşma zamanı bırakan az konuşma huyunu takdir ederdi. Young, 1911'de, genç bir avukat olarak, bölgesel haklarla ilgili bir davada bir General Electric bayisinin hakkından gelmişti. Onun yeteneklerini teslim eden GE kendisini baş danışman olarak işe almış, Young oradan kısa sürede şirket genel müdürlüğüne yükselmişti. Young, 1920'li yılların radyo patlamasındaki öncü oyuncuların National Broadcasting Company'nin (NBC) kuruluşuna yardım etti. Dawes Planı sırasında edindiği deneyimlerle Alman savaş tazminatının 1929'daki ikinci yeniden yapılandırmasına liderlik yaptı ve 1930-31 krizleri sırasında artık ABD Merkez Bankası New York şubesinin direktörüydü. 1932'de, aksi halde ölmek üzere olan ekonomiye faydalı bir dürtü sağlayacak olan Veterans' Bonus'un (Gazi İkramiyeleri) benimsenmesinde itici güç oydu. Yine 1932'de Dawes'in bankası Central Republic Bank and Trust Company'nin kurtarılmasında da rol alacaktı. J. P. Morgan'ın özel iltifatlarını aldığı ve 1933'te Pecora Commission oturumlarında mali yolsuzluk ve yasa dışı faaliyetlerden sorguya çekildiği söylenir. Finansal krizlerin Forrest Gump'ı (Aynı adlı filmde türetilmiş, uzun ve karmaşık, genellikle aşırı dikkat çekici ve tesa-düfen keşfedilmiş hayat hikayesi) değilse de, Young 1920'li ve 1930'lu yılların nerdeyse bütün kilit mali olaylarında önemli bir figür olarak yer alacaktı.

Dawes, Young ve ekipleri, stratejilerini Fransa'ya doğru giderlerken yolda formüle ettiler. Yolcu gemisi *America*'nın kaptanı çocuk oyun odasını onların toplantılarına ayırdı ve daha sonraları Dawes, 'bu tercihin anlamını hiç fark etmemiş değildik' diye ifade etti gözlemini.⁴ Delegasyon düzenli çalıştı. Young, iyi bir dinleyici olmasının yanı sıra, karmaşık problemlere basit çözümler getirmek gibi de bir meziyete sahipti.

Amerikalılar, Young'un yol göstericiliğinde, Almanya'nın borç yükünün ertelenmesi yönünde baskı yapmakta anlaştı. Yükümlülükte kapsamlı bir indirime gitme önerisinin Fransa açısından büyük bir ihtimalle olanaksız olduğunu kabullenerek, bunun yerine ödemeleri Alman ekonomisindeki büyümeyle orantılı olarak yükseltirken, kısa vadeli transferlerin sınırlandırılması kararını çıkarmaya çalıştılar.⁵

Bu Dawes'in daha karaya ayak basar basmaz Avrupalı muhataplarına sunduğu teklifti. Avrupa delegesi pek de coşkuyla karşılamadı bu teklifi ama Dawes onları bitkin bir halde pes edinceye kadar aralıksız toplantıda tutarak direnişlerini kırmayı bildi.⁶ Bu durum, komitenin nihai raporundaki söz birliğini büyük bir ihtimalle açıklar ve o söz birliği de rapordaki tavsiyelerin Londra'daki liderler konferansında kabul edilmesini izah eder.

Bununla birlikte, Alman para biriminin istikrara kavuşması yalnızca tazminat yükünün yapılandırılmasını değil ama aynı zamanda bir acil kredi düzenlemesini de gerektiriyordu çünkü Reichsbank'ın elinde hiç fon kalmamıştı. Bu dış yardım karşılığında kabul edilen şartlar, yirmi birinci yüzyıl başındaki Yunanistan standartlarına göre bile cesaret kırıcıydı. Sadece hükümetin tazminatlar da dahil olmak üzere kendi bütçesini dengelemesi gerekmedi ama çok kapsamlı yetkilerle donatılmış bir yabancı genel vekil atanarak bu şartlar zorla uygulandı. Reichsbank'ın devlete avans vermesi yasaklandı ve Dawes Loan'da yer alan yatırımcılara Alman devlet demiryollarının gelirleri üzerinde ilk haciz hakkı tanındı.

Bu önlemlerin amacı yabancı yatırımcıların güvenini yeniden kazanmaktı ve bu pratikte Amerikalı yatırımcılar anlamına geliyordu. Fransız ve İngiliz hükümetleri Dawes Loan'daki hisselerini, vergi gelirlerinde bu amaca yönelik hisse tahsisi yaparak sermayeye çevirdi. Her zaman piyasa yönelimli olan ABD'se, bunun yerine J.P. Morgan'ın kamuya bu tahvilleri satmasına bel bağladı. Bankacılar, daha önce hiç yabancı hükümetlerin tahvillerini satın almamış olan kuşkucu perakende yatırımcıların, daha son zamanlara kadar düşman bir güçken şimdi gelecekteki on yılları kapsayan ağır savaş tazminatı yükümlülüklerinin altına girmiş bir devletin borçlarını satın alırken tereddüt edip etmeyecekleri konusunda endişeliydi.

Bu tür korkular yersizdi. Tahvillerin satışa çıkarıldığı günün sabahı saat 10:15 itibarıyla, Morgan gereken satın alma tekliflerinin iki mislini almış bulunuyordu. Amerikan kamuoyu açık bir şekilde yabancı borç menkulleri için sağlıklı bir iştah ediniyordu.⁷

Dawes'e çabalarından dolayı, çağdaşlarına Avrupa'da bir başka savaşın tasavvur edilemez kılındığını gösteren Locarno Anlaşmaları'nın mühendisi, İngiltere dış işleri bakanı Sir Austin Chamberlain ile birlikte, 1925 Nobel Barış Ödülü verildi. O sırada Dawes, ABD başkan yardımcılığına seçilmişti, o görevin ılımlı ölçütlerine göre bile tuhaf bir biçimde etkisiz kaldığı bir pozisyon oldu bu. Dawes daha uzun süreli bir mirası ise bir müzisyen olarak bıraktı. 'La Majör Melodi'yi de içeren besteleri, imzasını taşıyan bir marş haline geldi ve resmi törenlerde onuruna çalındı. 1952 yılında Carl Sigman'ın yazdığı sözler de eklenecek bu beste 'It's All in the Game' adını aldı. Tommy Edwards'ın kaydıyla şarkı 1957 yılında bir numaralı hit oldu ve Dawes'e aynı zamanda şarkısı listelerde bir numaraya kadar yükselen tek ABD başkan yardımcısı ve Nobel ödülü sahibi ünvanı kazandırdı.

Barış ödülü sahibi Barack Obama gibi, Dawes'in onurlandırılması da başarıdan çok umut üzerine kuruluydu. Bu umut hüsrana uğramış olsa da. Ekonomik canlanma süreci başlarken, Alman politikacılar ve kamuoyunun huzursuzluğu plan gereği yapılan ödemelerdeki artış nedeniyle her geçen daha fazla artıyordu. Çoğalan Alman borç yükü, bunun sürdürülebilirliği konusunda sorular yarattı.⁸ 1929'da, daha bunalımın ilk hücumları bile başlamadan, Dawes Planı'na olan destek çöktü. Yerini Dawes'in 1924'teki yardımcısı tarafından tasarlanan ve Almanya'nın yükümlülüklerini daha da ileri bir tarihe erteleyen Young Planı aldı.

Ama bu tamamen geleceğin konusuydu. O an için Alman bonolarına olan talep güçlüydü. New York Fed'in 1924'te Britanya'nın altın standartına geri dönmesine yardım etme hedefiyle faiz oranlarında yaptığı indirim, yatırımcıların Dawes Loan'ı finanse etmek için sürülmüş yüksek getirili bonolara yönelik iştahını kabartmıştı. Amerikalı yatırımcıların genel olarak yabancı bonolara olan talebini de yukarı doğru itti bu durum. Yabancı ülkelere açılan yeni dolar kredileri neredeyse tümüyle, ABD'de 1921 ile 1923 arasında yıllık ortalama 600 milyon dolara doğru koşan bono yatırımlarıyla finanse edildi. 1924'te ve bir kez daha 1925'te, Dawes Planı ve Fed'in teşvikiyle iki kez daha o seviyeye çıktılar. 1927'nin ikinci yarısıyla 1928'in ilk yarısında, Strong'un uluslararası saiklerle yaptığı ikinci faiz indiriminin ardından, daha da yükseldiler.⁹

Başlarda ABD yabancı bono piyasası, I. Dünya Savaşı'ndan önce bu sulara ayağını sokmuş, J. P. Morgan & Co. ve Kuhn, Loeb & Co. gibi isimlerle bilinen aynı bir avuç yatırım bankasının özel alanıydı. Bu heybetli kurumlar piyasayı biliyordu ve yabancı müşterilerle bağlantıları vardı. Kredi almak için can atan taliplilerin koşa koşa ayaklarına gelmesini beklediler. Ancak 1924'ten sonra daha fazla yatırım bankasının aracılık taahhüdü işine girmesiyle birlikte o sıcak atmosfer değişmişti. Köklü Boston ve New York şirketlerinin de içinde olduğu bu yeni girişimler, şimdi yeni finans firmaları tarafından olduğu kadar, hırslı bir genç nesil tarafından da işletiliyordu. Mevduat alan ticari bankalar da, kendi adına tahvil çıkarma işini sağlama almak üzere menkul kıymetler şubeleri açarak, bu yarışa katıldı.

J. P. Morgan gibi bir şirketin koruması gereken bir ismi vardı. Ciddi bir geri ödeyememe riski taşıyan bir kağıdın aracılık yüklenimi, diğer bankaları piyasaya kağıt süren bir karteile katmak ve yatırımcılar arasında güven geliştirmek gibi elde edilmesi yıllar almış gücünü tehlikeye atabilirdi. Aracılık taahhüdü işine yeni girenlerinse, bunun aksine, korumaları gereken bir ünleri falan yoktu. Onlar tahvil değerinin yüzde 4.5'üne kadar ulaşabilen komisyonla ilgileniyordu. Bu komisyon kağıdın piyasaya sürülmesiyle elde ediliyordu. Bir tahvilin temerrüde girmesiyle de geri alınamıyordu.¹⁰

Bu hevesli yükleniciler borç alanların ayaklarına gelmesini de beklemedi. Bunun yerine, hiç de küçümsenmeyecek bir bölümü daha önce borç alma ihtiyacında olduğunu aklından bile geçirmemiş olanlar da dahil olmak üzere, yabancı ülkelerdeki hükümet yetkililerinin ev ve ofislerine dalma cüretini gösterdiler. Bu serüven dolu dönemin kendinden menkul tarihçisi Max Winkler, Elektrik santallerindeki iyileştirme çalışmaları için 125.000 dolar toplama peşindeki bir Bav-yera kasabasının, Amerikalı yüklenicisinin teşvikiyle, ilaveten bir de yüzme havuzu, bir hamam ve bir kapalı spor salonunu finanse etmek için 3 milyon dolar borçlanmasını anlatır.¹¹ 1932’de neden bu kadar çok kredinin battığını araştıran Senato Mali Komisyonu’nun önüne çıkan bir tanık, “bir zamanlar... Amerikan finans kurumlarının sadece Kolombiya’da ulusal hükümetle, bakanlıklar ve diğer olası borç alıcılılarıyla kredi görüşmeleri peşinde koşan 29 temsilcisi” olduğunu anlatıyordu.¹² Borçlanıcılar, gelen bankerlerin gider hesaplarıyla finanse edilen yemek, şarap ve daha az meşru zevklere boğuluyordu. Politik bağlantıları olanlara nüfuzlarını kullanmaları karşılığında aracılık komisyonları sunuldu. Senatoya, o aynı gider hesaplarının başkan ve devlet yetkililerinin ‘bağlanmasında’ nasıl kullanıldığı anlatıldı., Morgan’ın önde gelen partneri Thomas Lamont gibi köklü bankerler, ‘çeşitli yabancı para piyasalarında borç verme imkanı elde etme amacıyla birbirleriyle neredeyse şiddete varan bir rekabet halinde olan Amerikan banker ve firmaları,’ bu türden bir rekabetin, ‘güvensiz ve çürük bir uygulamaya yol açacağı’ konusunda uyardı.¹³ Ama bu köklü bankerlerin sayısı, genç, daha az deneyimli ve daha saldırgan rakiplerine kıyasla her geçen gün azalıyordu.

Borç alıcılarının işini sağlama bağlayan yüklenici, şimdi perakende yatırımcının da ilgisini çekmek zorundaydı. Liberty Bond’ları satışa sunmak için şubeler açmış olan bankalar şimdi onlara yabancı sürümleri pazarlama görevi vermişti. Eyalet sınırları dışında işlem yapmalarını yasaklayan yasaları aşmak için bu menkul kıymet şubelerini kullanıp ülke çapında tahvil sattılar. *Harper’s* ve *The Atlantic Monthly*’de, bu yeni insanın erdemlerini göklere çıkaran makaleler yayınlattılar. Vitrin bürolar açarak sokaktaki müşterinin aklına girdiler. Zorlayıcı satış taktikleri konusunda eğitimli satıcılar aldılar.¹⁴

Nihayet, bu çığırkanlar yatırım fonlarının yirminci yüzyıl başındaki habercileri olan yatırım ortaklıklarını kurdular ve aksi halde yabancı tahvillerden oluşmuş çeşitlendirilmiş bir portföyün ayrıcalıklarından yararlanması güç olan küçük yatırımcıya hisse satıp, şaibeli de olsa profesyonel yönetim hizmeti sundular. 1920’lerden önce sadece birkaç yatırım ortaklığı, son bir İngiliz ithali, kurulmuştu ama şimdi büyük miktarlarda bulunabiliyorlardı. Öte yandan bu yatırım ortaklıklarının banka müşterilerini bağlı ortaklıklar aracılığıyla menkul kıymetler almaya teşvik ederek kendilerine arka çıkan bankalarla, Eugene White’nın kibarca tanımladığı gibi ‘sıkıca iç içe geçmiş’ olma yönünde de bir eğilim vardı.¹⁵ İlk yatırım ortaklıkları ellerinde sabit bir menkul kıymetler portföyü bulundurma

eğiliminde olmasına karşın, son zamanlarda kurulan rakipleri etkin bir biçimde yönetiliyor, yani portföyü çalkalıyorlardı. Yatırım ortaklıkları diğer yatırım ortaklıklarına da yatırım yaptı ve müşterileri tarafından ödenen ücreti katladılar.¹⁶

Reklam zorlaması, sunulan yüksek faiz oranlarıyla bir araya gelince, etkili oldu. Birçok eser veren İngiliz finans gazetecisi Paul Einzig'in 1931'de yazdığı gibi, 'Son yedi-sekiz yıl süresince tahvil satış firmaları Amerikalı yatırımcıyı yabancı bonolara yatırım yapmanın avantajlarını değerlendirmesi yönünde eğitmek için en ufak bir çaba içerisine girmede. Geliştirdikleri üst düzey satıcılık sanatının bütün hünelerine uygulayarak, 1923 ile 1928 arasında, her türden ürkütücü miktarda yabancı bonoyu Amerikan halkına satmayı başardılar.'¹⁷

Ürkütücü kelimesi doğrudu. Amerikalı yatırımcılar, 1925 ile 1928 arasında Alman kamu kredi kuruluşları tarafından borçlanılan paranın tam % 80'ini sağlamıştı. Ülkenin yerel yönetimlerince alınan borcun yüzde yetmiş beşini ve büyük şirketlere giden kredilerin de yüzde 50'sini karşıladılar.¹⁸ Avusturya'ya açılan kredi bir hidroelektrik santralinin inşasını finanse etti. Belçika'ya verilen borç Kongo'daki yol ve limanlara yapılan yatırımın finansmanını sağladı. Toplam olarak, Avrupalı hükümet ve firmalar ABD'nin 1920'li yıllarda dışarıya açtığı tüm kredilerin neredeyse yarısının alıcısı oldu.

ABD'de piyasaya sürülen yabancı menkul kıymetlerin buna ilave bir dördte biri de Latin Amerika'ya gitti. ABD'li yatırımcılar, tek başına Arjantin'de, bu ülkeye İngiliz hükümetinden aldığı kısa vadeli krediyi geri ödeme olanağı sağlayan uzun vadeli finansmanı sundu. Arjantin hükümetinin para birimlerini destekleyecek altını edinmelerini sağlayan dolar bonoları piyasaya sürüldü. Demiryolları da dahil olmak üzere bayındırlık işlerinin inşası ve iyileştirme çalışmaları dolar bonolarıyla finanse edildi. İl yerel yönetimlerinin sona eren sterlin kredileri yerine yenisini koymaları ve vergi gelirlerini önceden bilmeleri dolar bonoları sayesinde oldu. Yerel idareler yollar, köprüler, okullar, su dağıtım şebekeleri, kanalizasyon sistemleri ve et ihraç eden bir ülke için hayati önemi olan soğuk hava depoları yapmak için borçlandı. Arjantin belediyeleri hastaneler, elektrik santralleri ve caddelerin inşası ve iyileştirme işleri için borç aldı.

Bir mantıktan yoksun olmadığını öne sürmek mümkün olsa bile, riskli bir işti bu. Amerikan ekonomisi hızlı bir şekilde büyürken ABD tasarruf oranları da yüksekti. Benzer bir yüksek tasarruf oranı gören yirmi birinci yüzyıl başındaki Çin'de olduğu gibi, ömürlerinin tasarruf aşamasını yaşayan çalışabilir durumdaki işçiler, daha yaşlı bireylere göre daha yüksek bir gelir elde etmiş ve şimdi emekliliklerini yaşayıp tasarruflarını tüketiyorlardı. Gelirlerin savaş ve savaş sonrası sıkıntılar nedeniyle düştüğü Avrupa'da, tasarruf oranları da düşüktü. Yolların, köprülerin ve fabrikaların onarımı için bir sermaye darlığı yaşanıyordu. Avrupa'daki faiz oranlarının ABD'e göre, yabancı menkul kıymetlerin ABD'li

yatırımcılar nezdindeki cazibesini artıracak derecede yüksek olması, bu şekilde kesişen olayların doğrudan bir doğal akışıydı.

Bu olayı Latin Amerika'daki yatırım açısından gerekçelendirmek daha güçlü. Ama savaş sırasında üretimini, tarımsal ürün ve hammadde ihracatını genişletmiş olan Latin ülkeleri, döviz ve dolayısıyla kredi hizmeti edinme kapasitelerini geliştirmekte olduklarını öne sürebilirdi. Sunulan bu kadar fazla para olunca buna bir açıklama getirmek de o kadar zor değildi.

Ama temelinde bir mantık yatan süreçler bile haddinden fazla zorlanabilir –finans sektöründe bilinmeyen bir eğilim değildir bu. Savaşta hasar gören demiryolları ya da limanların yeniden inşası veya Arjantin'in ihracatları için soğuk hava deposu inşa etmek için altına imza atılan yabancı borçlar bir şeydir; belediye yüzme havuzları, hamamlar ve benzerlerini inşa etmek için borçlanmak başka bir şey. Bu kadar kolay finans kaynağıyla hükümetler ayarılıp, ek harcamalara özendirilmişti. Daha 1926 yılında Schacht, Almanya'ya akan onca sermayenin devlet ve yerel hükümetler tarafında aşırılıkları teşvik edeceği konusunda uyarılarda bulunmuştu.¹⁹ Mayıs 1927'de, aşırı yükselişin ateşini düşürme çabasıyla bankalara bir talimat göndererek menkul kıymetler piyasasına olan borçlarını azaltmalarını istedi. Ama bu, borsada keskin bir düşüşe yol açsa da, Alman belediyelerini borçlanma konusundaki cesaretini kırmadı. Üstelik Schacht'ın bu politikasının neden olduğu daha yüksek faiz oranları, yabancı yatırımcılar için borç vermeyi daha da cazip bir hale getirmekten başka bir işe yaramadı.

Dawes Planı'nın uygulanması için savaş tazminatları genel vekili olarak atanmış olan ABD hazinesi eski müsteşarı S. Parker Gilbert, yabancı sermaye selinin gündeme getirdiği riskler konusunda uyardı. Alman hükümeti, diye ikaz ediyordu Gilbert, 'aşırı harcama ve aşırı borçlanma içinde.' Ekonomi 'aşırı uyarılma ve aşırı genişleme' riski altındaydı. Er ya da geç, bu sürecin sürdürülebilirliği konusunda kuşklar belirecekti. O noktada içeriye yabancı sermaye akışı aniden duracak ve süreç 'sert bir ekonomik reaksiyon ve bunalım'la sonuçlanacaktı.²⁰

Yaşanan son krizle benzerlikler de neredeyse apaçıktır. 2004'ten başlayarak sesini giderek yükselten bir koro, ABD'ye Çin'den, Almanya'dan ve petrol ihracat eden ülkelerden akmakta olan sermaye konusunda ikazlarda bulundu. Bu, suni olarak düşük oranlarda borçlanmasına imkan tanıyarak ABD hükümetini hovardalığa teşvik ediyor, diye uyardılar. Ucuz yabancı finans akışı süresiz olarak devam etmeyecekti ve durduğunda son derece zorlayıcı sonuçları olacaktı. Uyardıkları kriz gerçekleşirken, bunu bir başkası, ABD gayrimenkul ve yüksek risk faizli ipotek kredisi piyasasındaki fiyatların 2006-2007 yılındaki çöküşü izleyecekti. Yine haklı çıkmışlardı.

Farklılıklar da vardı. Bunlardan biri, 1920'lerdeki küresel dengesizliklerinin öteki yana yatmış olmasıdır: ABD'ye doğru değil, ABD'den dışarı sermaye akışı. Bir diğeri, sürecin sonsuza kadar devam edemeyeceği ve bir kriz evresine doğ-

ru olgunlaştığı yönünde uyarılarda bulunan felaket tellalları her iki konuda da haklıydı. 1928'de dışarı doğru akış aniden durduğunda önce Almanya'yı batırdı, sonra Latin Amerika'yı ve en son da dünya, tam da iki yıl önce Parker Gilbert'in uyarılmış olduğu gibi, 'sert bir ekonomik reaksiyon ve bunalım'a girdi.

Yabancı tahvil piyasası ne kadar köpükle kaplıysa, Wall Street de bir o kadar köpükle kaplıydı hâlâ. 1928'in ilk yedi işlem gününün üçünde New York Borsası'nda işlem gören hisse senedi sayısı üç milyonu aştı; önceki on yıl boyunca yalnızca sekiz kez ulaşılmış bir seviyeydi bu. Hareketlilik o noktada da kalmadı, daha da yükseğe çıktı.

Besbelli ki, Billy Durant gibilerinin düzenlediği havuz başı toplantılarında bir araya gelen büyük yatırımcılara, sayıları giderek artan küçük tasarruf sahipleri de katılıyordu. Portföylerini yönetmeleri için yatırım ortaklıkları tarafından istihdam edilmiş profesyonellere bel bağlamış olan tek tek kişiler, artık doğrudan menkul kıymet alım ve satımına başlamıştı. Simsar firmalar, bir konfor ve güvenlik ambiyansı yaratmak üzere tasarlanmış kocaman, rahat koltuklar ve peluş halılarla döşeli müşteri odaları olan şubeler açtı. 1928 ve 1929'da yeni açılan bu tür müşteri bürolarının sayısı altı yüzdü.²¹ Zamanın ruhuna dair bir başka gösterge, kadın yatırımcılar için açılan ayrı odalardı.²²

Bu cazibenin doğasında bir gizem yoktu. Hisse senetleri 1927'de, tarihsel standartlara göre olağanüstü yüksek bir orana çıkararak yüzde 38'lik bir kazanç sağladı. 1928'deyse yüzde 44'le daha da etkileyici bir seviyeye çıktı. Bu baş döndürücü getiriden pay almak isteyen herkese kredi vardı.²³ Hisse senedi fiyatları ne kadar yükselirse, piyasaya ilave hisse senedi ihracı operasyonlarının finansmanı peşinde koşan firmalar için, bankalardan borç almaktan bir o kadar daha cazip hale geliyordu. Bu durum bankaları başka türlü kredi verme fırsatları aramaya zorladı ve onlar da bunu borsada buldu. Hisse senedi piyasaları böylece daha da yükselirken, menkul kıymet borç işlemlerinin üzerinde gerçekleştiği munzam karşılık, daha fazla borç vermeyi meşrulaştırarak, daha değerli bir hale geldi.²⁴

Fed muhalifleri, hem içerden hem de dışardan, yangına körükle gitmekle suçladılar kurumu. Kasım 1927'de Chicago Fed'den James McDougal (bankası, anımsayalım, Strong'un yılın ilk günlerindeki faiz indirimi önerisine karşı çıkmış ama itirazı reddedilmişti), Philadelphia'dan Goerge Norris'le birlikte, borsaya kredi akışını kesmek için faiz oranlarının yükseltilmesini savundu. Borsacıların borçları önceki beş ayda 300 milyon dolardan fazla artmıştı. Aralık ve Ocak'ta bir 500 milyon dolar daha arttı.

Open Market Investment Committee için, nihayet, bu kadarı da fazlaydı. Ocak 1928'den başlayarak, piyasadan likidite çekmek için nakit karşılığı menkul kıymet satma kararı aldı. Bir sonraki adım, sınırda hisse senedi alımları için kredi kullanmayı daha maliyetli bir hale getirme amacıyla, daha pahalı borçlan-

mak olacaktı. 25 Ocak'ta başlayıp Şubat sonlarına kadar uzatılan bir uygulamayla merkez bankaları birbiri ardı sıra reeskont oranlarını yükseltti. Bunu Nisan'da ikinci bir artış raundu izledi. Bunun üzerine New York Merkez bankası da kendi reeskont oranını Mayıs'ta üçüncü kez yükseltti.

Oranları yükseltme politikası aşırı ısınmış borsayı soğutmak üzere tasarlanmıştı gerçi ama, Avrupa'daki etkileri çok daha belirgin oldu. O ana kadar yabancı borçlanmanın sürdürülemez olduğu uyarıları yaygındı. Fed'in yurtiçindeki kısa vadeli yatırımların getirilerini arttırmaya yönelik icraatıyla birlikte yabancı tahvil ihracı bir uçuruma düştü. ABD sermaye ihracı 1928'in ikinci çeyreğinde 530 milyon dolarırken, üçüncü çeyrekte 120 milyon dolara düştü. Almanya'ya ABD kredileri ikinci çeyrekte 150 milyon doların üzerinde koşuktan sonra üçüncü çeyrekte müthiş bir düşüşle sıfıra indi. Bu olaylar, ABD Merkez Bankası'nın hazine bonoları alımını 'yavaş yavaş azaltma' ihtimalini ortaya atarak yatırımcıları daha yüksek faiz oranı beklentisine sevk ettiği ve ABD'den sermaye akışının alıcı ucunda yeni doğan piyasaların bu akışın durup tersine dönüşüne tanıklık ettiği 2013 yazındaki olayları önceden görmüştü adeta. Şok can sıkıcıydı ama Avrupa ve Latin Amerika'nın 1928'de yaşadığı büyüklükte zararların yanına bile yaklaşmadı.

Yaşanan, Schacht, Gilbert ve diğerlerinin uyarmış olduğu o ani duruştu. O noktada tepeden tırnağa yabancı sermayeye bağlı olmak dışında bir varlığı olmayan Alman Endüstrisi, mengeneye sıkıştı. Üreticiler malzeme ve işçilik ücretlerini ödemek için gerekli fonları borçlanamıyor, müşterileri ise satın alımlarını finanse etmek için gerekli krediyi edinemiyordu. Her iki yandan darbe yiyen sanayi üretimi yılın ikinci yarısında neredeyse yüzde 10 oranında düştü. Alman devlet demiryolları tarafından taşınan navlun daha da hızlı düştü. İşsiz sayısı iki mislinden daha fazla arttı.

Normal bir merkez bankası bu durumda faiz oranlarını düşürür ve zayıflayan ekonomi için kredi temin ederdi. Ama Reichsbank normal bir merkez bankası değildi. Onun önceliği, altın konvertibilitesinin enflasyona karşı bir kale duvarı olarak savunulmasıydı. Rezerv kayıplarını sınırlamak için reeskont oranlarını, Avrupa'nın diğer finans merkezlerinde geçerli olandan çok daha yüksek bir seviyede, yüzde 7'de sabitledi.

Ocak 1929'da, Schacht sonunda ekonomik şartların kötüye gittiğini kabul etti ve Reichsbank'ın reeskont haddini yarım puan indirerek yüzde 6.5 yaptı. Bunun sonucu olarak altın dışarı akmaya başlayınca bu kez rotayı tersine çevirdi ve reeskont oranını 100 baz puan (bir tam yüzde puanı) yükselterek, yüzde 7.5 yaptı. Bu faiz oranı artırımı, zaten zayıflayan ekonomiye fazladan bir darbe vurmakla kalmadı, gözle görülür bir biçimde zayıflayan güvenle birlikte, ne Almanya'dan dışarı sermaye akışını ne de Reichsbank'ın altın kaybını önlemeyi başaramadı.

ABD kredilerine bağımlı diğer Avrupa ülkeleri de benzer şekilde etkilendi. 1928'in sonu itibarıyla sadece Almanya değil ama Orta Avrupa'nın büyük bölümü ekonomik durgunluğa girmişti. Yalnızca Britanya farklıydı: 1926 maddenci grevinde kaybettiği ivmeyi yeniden kazanmaya başlamış olan Britanya ekonomisi, halen dalgalanmanın genişleme evresindeydi. Ama 1928 Eylülünden başlayarak Bank of England da, Orta Avrupa'daki diğer muadilleri gibi, New York'taki sıkı kredi şartlarının bir sonucu olarak ABD'ye altın kaybetmeye başladı. Norman'ın, er ya da geç, faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalacağı çok açıktı.²⁵ Bu bağlamda da, Britanya ekonomisinin büyümeye devam edip edemeyeceği ya da daha ne kadar devam edebileceği, giderek artan derecede kuşkulu bir hal alıyordu.

Avrupa'dan geri ülkeye getirilen bu para şimdi ABD bankalarının kasasında ve borsa simsarlarıyla borsada kendi adına alım satan kişilere kredi olarak verilerek Wall Street yangınına bir benzin daha döküldü. Fed, faiz oranlarında yeni artışlarla bu kredi kullanımını yıldıрма girişiminde bulunabilirdi. Ama sonbahar mahsul taşıma sezonunun ve ardından başkanlık seçimlerinin yaklaştığı bir sırada bunu yapmak, problemliydi. Hasadı izleyen ürün nakliye sezonu süresince kredi talebi aniden yükselme eğiliminde olurdu; tarım fiyatları zaten düşüken faizleri daha fazla artırmaya yönelik herhangi bir girişimin Güney ve Ortabatı'da protestoları kışkırtacağı kesindi. Ve her merkez bankası gibi Fed de seçim düzlemine girilmişken halkın tansiyonunu artıracak herhangi bir şey yapmakta tereddüt etti.

Fed'in 1929'da bunun yerine yüzünü döndüğü araç, bankaların borsa simsarlarıyla borsada kendi adına alım satım yapan kişilere kredi vermesini doğrudan dizginlemek oldu. Bu, üye bankaları spekülatif amaçlarla verdikleri kredileri sınırlamaya mecbur bırakan, 'doğrudan baskı' politikasıydı. Borsacılar kredi kullandıran New York City bankaları reeskont penceresiyle (discount window: Bankalara Fed tarafından açılan rezerv kredisi) ilişkilerinin kesilebileceği yönünde uyarıldı. Bu girişim Fed kurulunun, bir yandan ekonomiye zarar vermeksizin balonun havasının boşaltmak için yaptığı bir cerrahi müdahaleydi. Girişimin arkasındaki beyin ise, reel para doktrininin sadık bir taraftarı olarak, faiz oranlarını ticari faaliyetin gereksinimlerine uygun bir seviyede tutmanın önemini vurgulamış ve olmadık iftiralara uğramış Adolph Miller'dı. Böylece doğrudan baskı politikası, – Miller'ın sözleriyle 'çıldırılmış' bir iyimserlik ve kendini kaybetmiş bir açgözlülük'le- aşırı uyarılma halindeki bir borsanın yaratabileceği tehditlerle, faiz oranlarını iş dünyasının meşru gereksinimleriyle uyumsuz bir seviyeye çıkarmadan başa çıkmanın bir yolu oldu.²⁶

New York merkez bankası öncülüğünde bir dizi merkez bankası, reeskont oranlarında daha ileri bir artıştan yanaydı. New York bankasının çoğu Wall Street gediklisi olan müdürleri sokağın (Wall Street kastediliyor) hemen altında olup bitenler konusunda özellikle kaygılıydı. Belli bir amaç için toplanan paranın başka bir amaç için kullanılmasının mümkün olduğunu Washington D.C.'deki meslektaşlarından daha iyi anladılar. Böylece, New York'taki üye bankalara açılacak kredilerdeki herhangi bir küçülmenin, üye olmayan bankalara, ülkenin başka yerlerindeki üye bankalara, sigorta şirketlerine, mali şirketlere, yatırım ortaklıklarına ve hatta yabancı bankalara ve bireylere açılacak kredilerle, en azından belli ölçülerde dengeleneceği hükmüne vardılar.²⁷

Tam da onların öngördüğü gibi bu gölge bankacılık sistemi hızlı bir biçimde bir başkasının görevine soyundu. 1928'in ilk çeyreğinde banka olmayan kaynaklar, bütün banker kredilerinin neredeyse yarısını finanse etti. 1929'un ilk yarısında, para odaklı bankalar (money center banks: Borç alış veriş ilişkisi tüketicilerle değil, hükümetlerle, büyük şirketlerle ve diğer normal bankalarla olan bankalar) tarafından verilen kredilerdeki büyüme Fed'in uyguladığı baskıyla dizginlenirken, banka olmayan kaynaklar toplamın tam yüzde 72'sine tekabül ediyordu. Bu arada borsacıların borç hacmi yine hep yukarı doğru çıktı. Bununla birlikte bu çıkış, New York City bankaları Fed'in resmi baskısını hissetmemiş olsalar gerçekleşecek olan kadar hızlı olmadı ve talebi karşılamak için gerekli hızda da yükselmedi. Kısa vadeli borçlardaki faiz oranlarının, diğer ilgili kısa vadeli faiz oranlarını da yukarı iterek yükselmeye devam etmesi bu olgunun göstergesidir.

Ama bütün bu yüksek oranlar da işletmeler için hayatı daha da zorlaştırdı. Ekonomi, para ve kredideki bu daralmayı yansıtarak, 1929 ortalarında yavaşlama belirtileri gösterdi. İnşaat sektörü zayıfladı. Devlet ve yerel yönetimler yüksek borçlanma maliyetleri yüzünden inşaat projelerini erteledi. ABD kredilerinin kesilmesinin bir yansıması olarak zayıflayan yurtdışı koşulları da Amerikan ihracatındaki zayıflamayı sergiliyordu.

Bu bağlamda doğrudan baskı politikasından yana olanlarla yüksek faiz oranlarını savunanlar arasında kimin haklı kimin haksız olduğu üzerine çok tartışma çıkmıştır. Son tecrübelerin ışığında, yanıt açık aslında. Şimdi anlıyoruz ki, bu tür bir açmazla karşı karşıya kalan bir merkez bankasının vereceği en iyi tepki, bir yandan finansal risklerin üzerine gitmek üzere konut ipotekleri için değere kıyasla kredi oranı tavanları ve belli sektörler için kredi sınırlamaları saptamak gibi (bugün makro ihtiyati önlemler politikası diyebileceğimiz) düzenleyici araçlar kullanarak, ekonominin gereksinimlerini göz önünde bulunduran bir para politikası, bu örnekte bir kredi faiz oranı belirlemektir. 1929'da doğrudan baskı politikasını savunanların sezgileri de tam olarak bu yöneydi: Faiz oranlarını ekonomi için uygun bir seviyede bırakmak ve borsaya açılan kredileri sınırlamak için başka araçlar kullanmak.

Bu sezginin kıymetini şimdi daha iyi anlıyoruz çünkü Fed ve diğer ABD resmi kurumlarının 2005-06'da, ABD konut piyasalarına yönelik kredi akışına göz açtırmamaya yönelik makro ihtiyati önlemler politikasından yararlanmakta başarısız kalırken yapmayı ihmal ettiği de tam olarak buydu. 2007-08'de yaşanan olayların bizim 1929'a bakış açımızı değiştirdiği nokta da budur işte. Reel para, inandırıcılığını yitirmiş bir doktrin olabilir ama Adolph Miller tarafından benimsenen makro ihtiyati önlemler politikası bu ışık altında oldukça akla uygun ve ferasetli görünüyor.

1929'da problem, icraattı. Merkez bankasının elindeki makro ihtiyati önlem araçlarının zayıflığıydı. Fed yalnızca üye bankalara doğrudan baskı uygulayabili ve bu da borsaya açılan banka kredilerinin yerini, üye olmayan ve banka olmayan kuruluşların açtığı krediye bırakmasına yol açtı. Bu modern makro ihtiyati politikanın da bir sorunudur aslında: Yetkililer özel bir piyasaya, mesela gayrimenkul piyasasına akan banka kredilerini sınırlamaya kalktıklarında, banka olmayan finans kuruluşların kredisine banka kredisinin yedeği olarak bakarlar.²⁸ Bu çözüm, makro ihtiyati önlem politikalarını belirleyenlere bankalar üzerinde olduğu kadar, banka olmayan kredi tedarikçileri –sigorta şirketleri ve benzerleri üzerinde- üzerinde de düzenleyici bir yetke sağlamaktır. Bu da, 'düzenleme çeperi'ni olabildiğince açmak anlamına gelir.

1929'da doğrudan baskı politikasını savunanların sorunu da benzer şekilde buydu. Ama ülkenin yıkık dökük mevzuat sistemi göz önünde bulundurulduğunda –üye bankaların Fed tarafından izlendiği, üye olmayan devlet bankalarının devlet gözetmenleri tarafından izlendiği, yabancı bankaların yabancı gözetmenler tarafından izlendiği ve sigorta şirketlerinin de devletin ilgili bakanlık ve kurumlarınca izlendiği, ve dahası-, bu onların çözebileceği bir sorun değildi. Borsaya kredi akışı, bazı yetkililerin tehlikeli bulunduğu miktarlarda devam ederken, Fed 1929 yazında faiz oranlarını yükselterek uyguladığı doğrudan baskı politikasını takviye etmek zorunda olduğunu hissetti ve ekonomik büyümenin başarı şansını tehlikeye attı.

Fed Başkanı Ben Bernanke, 2002'de yaptığı bir konuşmada, bir balonu patlatmak için kullanılan para politikalarına karşı, aynı şeye 1929'da kalkışan Fed'in yol açtığı olası yıkıcı sonuçlara dikkat çekerek, uyarılarda bulundu. Ama hemen ardından, ilginç bir biçimde, 1920'li yılların etkisiz bulunduğu doğrudan baskı politikasını da reddederek devam etti konuşmasına.²⁹ Merkez bankası açısından daha iyi bir yaklaşımın, bir balona sırtını dayamaya çalışmak değil, piyasaları çatlayıncaya kadar likiditeye boğmak olacağını belirtti. Bugün artık biliyoruz ki, piyasayı likiditeye boğmak, ya da en azından piyasanın Fed'in bunu yapamaya muktedir olduğu bölümünü likiditeye boğmak, daha kötüsünü engellemeye yeterli olmayabiliyor. Doğrudan baskı gibi araçları, etkileri zayıf diye reddetmek yerine, güçlendirmek daha iyidir. Ama bu Bernanke Fed'inin ağır bedeller ödeyerek öğrenmek zorunda kalacağı bir dersti.

NOTLAR

1. Lewis (1938), sf. 336.
2. Britanya'nın savaş süresindeki inkarlarının tersine, Mullaly'nin de (2009) anlattığı gibi, savaş gereçleri gerçekten de mevcuttu.
3. Dawes Kardeşler ve finansal girişimleri Florida arsa patlamasıyla ilişkili olarak çoktan boy göstermiş bulunuyordu; bkz. Bölüm 1.
4. Timmons (1953), sf. 218
5. Savaş tazminatları toplam yükünde herhangi bir daha öte indirim Avrupalıların otomatik tepkisinin ABD'e olan savaş borçları yükünde de buna orantılı bir indirim çağrısı olacağı bilgisi, onları daha çok bu yöne sevketti.
6. Bu, ABD'nin önde gele müzakerecisi William Rhodes'in, 1980'li ve 1990'lı yıllarda ödene-meyen Latin Amerika borçlarının yapılandırılması sırasında kullandığı stratejiyle aynıydı. Bkz. Rhodes (2011).
7. Costigliola (1976), sf. 595.
8. İlave olarak, Dawes Planı kapsamındaki özel krediler tazminat ödemelerine göre ödeme-de önceliği olan borçlardı. Reichsbank'ın sınırlı döviz rezervi üzerinde "Transfer koruma-sı" olarak bilinen ya da ilk çağrı durumunda olmanın avantajından yararlanıyorlardı. Bu da yabancı yatırımcıları Alman tahvilleri satın almaya teşvik etti ve dahası Alman karar merkezleri de filli tazminat ödemelerini en aza indirmenin ve yeniden müzakerelerdeki pazarlık güçlerini artırmanın bir yolu olarak, Alman firmaları ve belediyelerini piyasaya bunlardan sürmeye teşvik etti. Bkz. Ritschl (2013).
9. 1926'nın, Fransa'daki çalkantılı finansal koşullar ve Britanya'daki kömür madeni grevleriyle birlikte, ABD'de yabancı tahvillere yatırım yapmak için daha zor bir yıl olması dikkate değer (Bkz. Bölüm 2).
10. Flandreau, Gaillard ve Panizza (2010) bir kredinin risk derecesi ve geri dönmeme ihtima-linin onun bir yatırım ya da ticari banka tarafından sigorta edilmiş olup olmamasından çok, kurumun 'prestiji' olarak atıfta bulundukları bir faktörün, yani, sigorta edenin itiba-rını korumayı ne kadar umursadığıyla -ki bu da ne kadar süredir varlığını sürdürdüğü ve sermaye değeriyle anlaşılabilir- ilgili bir konu olduğunu gösterdiler.
11. Winkler (1933), sf. 377.
12. Lewis (1938), sf. 377.
13. Adı geçen eserden alıntı, sf. 380.
14. Bu şaibeli uygulamaların bir çoğu, 1920'li yılların finansal aşırılıklarını 1933'te sansasyo-nel bir biçimde kovuşturan Pecora Komisyonu oturumlarında gün ışığına çıktı (Bölüm 16).
15. White (1990b), sf. 147.
16. 2008'le sonuçlanan dönemde teminatlı borç yükümlülüklerinin yine bir başka teminatlı yükümlülük içinde paketlenmesiyle benzerlikler. Bkz. Bölüm 5.
17. Einzig (1931), sf. 53.
18. Costigliola (1976), sf. 495.
19. Schacht'ın elindeki sterlin bakiyesini altına çevirmesinin nedenlerinden bir buydu; umudu bu yolla Bank of England üzerinde faiz oranlarını artırma baskısı yaratmak ve sermaye akışının yönünü değiştirmekti.
20. Gilbert genelgesinin bir kopyası, Hearings'dedir, sf. 25.
21. Bu da işlem sayısını yarı yarıya artırdı.

22. Klein (2001), sf. 147.
23. Banka kredileri, hisse ve tahvil karşılığı kredinin genel krediler içindeki payının en hızlı arttığı 1927'de, yüzde 8 yükselmişti. Meltzer (2003), sf. 228.
24. John Geanakoplos'un son krizden ilham alarak yazmış olduğu (2010) kaldıraç döngüsü denilen olgudur bu.
25. Sonuçta bunu altı ay sonra yaptı (bkz. Bölüm 7)
26. Miller (1945), sf. 453.
27. New York merkez bankasının öncelikleri, 1928 yılının sonlarında bankanın başına Benjamin Strong'un yerine George Harrison'un gelmiş olmasından dolayı da etkilenmiş olabilir. Strong, faiz oranlarının artırarak borsa spekülasyonunu dizginlemeye yönelik herhangi bir girişimin ekonomiye zarar vereceği konusunda tekrar tekrar uyarılarda bulunmuştu (Friedman ve Schwartz 1963, sf. 254 ve devamı). Ama 1929'da bu görüşü dile getiren yetkili bir ağız olarak artık yoktu.
28. Örneğin 2013 sonlarında, Yeni Zelanda Merkez Bankası, hem ülkenin merkez bankası hem de makro ihtiyati denetçisi olarak, borsanın ateşini düşürmek için kredi tutarının gayrimenkul değerine oranı konusunda bir tavan belirledi. Bu önlemin etkisine dair kaygılardan biri, ipotek piyasasına giden banka dışı kredilerin ne ölçüde banka kredilerini ikame edebileceğiydi. Bkz. Yeni Zelanda Merkez Bankası (2013)
29. Friedman ve Schwartz (1963), sf. 63, da benzer şekilde doğrudan baskı politikasını bir başarısızlık olarak reddeder ama Fed'in bunun yerine ne yapması gerektiği konusunda net değildirler çünkü 1929 ortalarında yükselen faiz oranlarının ekonomi üzerindeki etkisini onlar da eleştirir.

Countrywide Credit, konut sektörünün merkez üssündeki kredi verendi ve Angelo Mozilo da Countrywide'ın kamuya bakan yüzü. İlk nesil İtalyan Amerikalı bir ailenin oğlu olan Bronx doğumlu Mozilo, çalışma hayatına on iki yaşında babasının kasap dükkanında başlamıştı ve ardından Manhattan'da konut kredisi veren bir şirketin kuryesi oldu. On sekiz yaşına geldiğinde, ya istisnai hırsını ya da fazla mevzuat gerektirmeyen konut ipotekleri döneminde aracılık yükleniminin dolambaçsız doğasını kanıtlayan bir ilerleme kaydederek, evrak taşıyıcılığından borç sözleşmesi imzalamaya terfi etmişti.

Mozilo, lise ve üniversite yılları boyunca aynı firmada çalışmaya devam etti; sonunda firması endüstrinin eski kurtlarından David Loeb'in yönettiği Lomax Realty Securities ile birleşti. 1960'lı yılların ortalarında Loeb, Mozilo'yu gayrimenkul piyasasında 1920'lerdeki benzemeyen bir yükselişin yaşandığı Orta Florida'ya gönderdi. Bu yükselişin Cape Canaveral'a akan uzay mühendislerinden kaynaklandığını gözlemleyen Mozilo, Brevard County toplu konut projesinden hisse alınmasını tavsiye etti. Bahisler ödendiğinde, Loeb, Mozilo'yu yardımcısı yaptı.

1968'de Lomax Securities satılınca, Loeb ve Mozilo, Countrywide Credit Industries adını verdikleri kendi ipotek şirketlerini kurmak üzere işe koyuldu. Bu isim (Countrywide: Ülke çapında) öncelikle, gerçekliğin bir ifadesi olmaktan çok firma ortaklarının hırsını gösteriyordu. İkili firmanın Anaheim'da, nihai sınır olarak California'nın doğusundan göz kırpan Inland Empire'daki tek bürosunda başladı işe. (Inland Empire, David Lynch'in bu bölgede çektiği 2006 tarihli filmi). Loeb, firma stratejisti olarak görev aldı, Mozilo ise tek kişilik satış ordusuydu.¹

Yapılan işe reklamla cazibe kazandırmak fiyatta rekabet anlamına geliyordu ve bu da dolayısıyla, maliyetlerin düşük tutulmasını gerektirirdi. Şirketin satış büroları standardize edilmişti; alış veriş merkezlerine yerleşen bu bürolarda ikiden fazla tam zamanlı eleman çalışmasına izin verilmiyordu. Strateji yavaş yavaş yarar sağlamaya başladı. Countrywide Credit 1970’li yıllar boyunca California’da dört ilave büro açtı. 1980’de dokuz eyalete yayılmış kırk bürosu vardı; ipotek ve konut piyasalarının yüzde 20 faiz oranıyla boğuştuğu bir dönemde büyük bir başarıydı bu. 1980’li yılların ortalarında bu 40 büro 104’e, dokuz eyalet ise yirmi altıya çıktı. 1992’de Countrywide yaklaşık 400 şubesiyle ülkenin ve hatta dünyanın en büyük ipotek bankeri idi.

Düşük maliyet ve standartizasyona yaptığı vurgudan hareketle Countrywide, ipotek bankacılığının McDonald’s’ı olarak tanınmaya başladı. Bu benzetme, şirketin ev ipoteklerini bir ticaret eşyasına, bir hamburgerin finansal eşdeğerine ve bir kredi yetkilisini hamburger köftesi çeviren kişinin beyaz yakalı muadiline indirgemekteki başarı derecesini yansıtıyordu. Countrywide dijital uygulamalar işleme konusunda da bilgi teknolojisinin ilk uygulayıcılarındandı. 1990’lı yılların ortalarında, kredilerin yüzde 70’i hiçbir insan müdahalesi gerektirmeyen otomatize aracılık yüklenimi sistemi üzerinden çekildi. Standartizasyon ve bilgi teknolojiye bağlılık, geçici eleman sistemine bel bağlama anlayışıyla bir araya gelerek şirkete fırsat göz kırptığında üretimi artırma, talep gevşediğindeyse azaltma olanağı sağladı. Countrywide oluşturduğu ipotekleri, Freddie Mac ve Fanny Mae’ye, hükümet destekli bu iki konut ajansı ABD hükümetince garanti edilmeyen ipoteklerin satın alım yetkisini alır almaz, yeniden satmaya başladı.² Kredi oluşturmanın iniş çıkışlarından kendisini yalıtmaq için diğer borç verenlerden ipoteklerin servis hakkını satın alarak kredi hizmetlerini çeşitlendirdi. Faiz oranları düşükken, kredi oluşturma büyük şirket işiydi ama faizler yüksekken ön ödemeler de daha az yaygın bir uygulama oldu ve hizmeti daha kârlı bir hale getirdi. Mozilo bundan Countrywide’in ‘makro önlem’i olarak söz etti.

Zamanla bu yeniliklerden bazılarına daha olumsuz bir açıdan bakılmaya başlandı. Kredi uygulamalarının büyük bölümünün insan müdahalesi olmaksızın işlenmesi, borçlunun gelir beyanının hiçbir bağımsız onaydan geçmemesi anlamına geliyordu. Firmadaki görev sürelerinin muhtemelen sınırlı olacağının farkında olan şube yöneticileri ise mümkün olduğunca çok ipotek kalitelerine gerekli dikkati göstermeksizin oluşturmaya odaklandı. Kredi hizmeti, faiz oranları ve konut piyasasının iniş çıkışlarından Mozilo’nun varsaydığından daha az yalıtım sağlar hale geldi. Ama bunlar geleceğin sorunlarıydı.

1990’larla birlikte, şimdi artık ipotek bankacılığı endüstrisinin en büyük aktörü haline gelmiş olan şirket için yapısal genişleme daha güç bir hal aldı. Bu da Mozilo’yu düşük gelir kredisinde büyüme gibi kaderini belirleyen bir karara sevk etti. Countrywide 1993’de kendisinin büyük bir şevkle ‘House America’

olarak isimlendirdiği bir programı başlattı. Mozilo bu girişimi, ev sahibi olma konusundaki Amerikan rüyasını düşük gelirli ve azınlıktaki kredi müşterilerinin ayağına getiren bir proje olarak pazarladı. Tanıtım videolarını, William Jennings Bryan’la aynı sözel otoriteye sahip olan, gür sesli Hollywood aktörü James Earl Joner seslendirdi.

Uygulamada ise, House America düşük gelirli hane halkının ipotek borcundan daha ağır bir yükün altına girmesini sağlıyordu. Countrywide, ‘esnek aracılık yüklenimi uygulamaları’nı benimsemişti, otomatize aracılık yüklenimi sistemini yeniden programlayarak, geleneksel kredileri alabilmek için gerekli belgelerle desteklenmiş iş ve kredi özgeçmişleri olmayan birey ve ailelerinin de ipotekli kredi almasına olanak sağlar hale getirdiler. ‘Esnek aracılık yüklenimi uygulamaları’, karşılığında daha yüksek bir faiz oranı sunarak taksit ödemelerine yüzde 3 gibi minik bir indirim oranı uygulamanın şifresiydi.

Düşük gelirlilere yüksek faizli kredinin doğuşu değildi bu. Bu yaratıcı kredinin tarihi, sonunda Ameriquest Mortgage’a dönüşmüş olan Orange County’de kurulmuş küçük bir tasarruf kuruluşu Long Beach Savings & Loan’a kadar gider. Ama şimdi Countrywide, ipotek oluşturma piyasasının lider oyuncusu olarak, balıklama sürünün içine dalyordu.

Countrywide, gölge bankacılık sistemi olarak biline gelen uygulamanın simgesiydi; ipotek aracılık yüklenimi, aktiflere dayalı menkul kıymet ihracı, (securitization) ve bir zamanlar 1920’lerin inşaat ve kredi kuruluşlarından gelen banka, tasarruf ve kredi kuruluşlarının (S&L’ler) uzmanlık alanındaki diğer faaliyetlerle iştigal eden banka dışı finans kuruluşlar kullanırdı bu sistemi. Dolayısıyla da gölge bankacılığın büyümesi, 1970’li yılların başlarına kadar uzanan ve Loeb-Mozilo’nun California’da kurdukları aracılık yüklenim operasyonu ile aynı tarihe rastlaması tesadüf olmayan bir finansal liberalizasyon sürecini yansıtıyordu.

1929’daki Wall Street çakılması ve ABD ekonomisine sert darbeler vuran bankacılık krizi, banka ve finans sistemini etkileyecek bir yeni düzenlemeler manzumesinin benimsenmesine yol açtı.³ Glass-Steagall Yasası, yatırım bankacılığı ile ticari bankacılık arasına bir ayırım çizgisi çekti ve mevduat alan ticari bankaların menkul değerler ve sigorta aracılığıyla ile uğraşmasını engelledi. Yine 1933’te, ABD Merkez Bankası Kurulu, bir yandan bankaların vadesiz mevduatlarına (aslen çek hesaplarına) faiz ödemesini yasaklarken bir yandan da izin verilen oranlara zaman ve tasarruf hesabı tavanı belirleyen ‘Regulation Q’yu kabul etti.⁴ Securities ve Exchange Act (Menkul Kıymetler ve Döviz Yasası) ise borsa ve tahvil piyasalarını denetleyen bir hükümet komisyonu oluşturdu. Commodity Exchange Act (Ticaret Borsası Yasası) düzenleme yetkisini gelecekteki piyasalara kadar yaydı.

Sonuçta, uzaktan bakıldığında, finansal istikrarın altın çağı olarak görülüyordu. II. Dünya Savaşı'nın sonuyla 1970'li yıllar arasında banka iflasları çok nadirdi. Finansal kurumlar farklı kredilendirme türlerinde uzmanlaştı. Bankalar firma ve tüketici kredilerini genişletti. S&L'ler ipotek kredileriyle uğraştı. Her kurum kendi ilgili denetmeni tarafından izlendi. Borsa, her borsa gibi, inip çıktı. Ama indiğinde finansal sistem ve ekonomiyi de beraberinde aşağı çekmedi.

Zaman geçtikçe finansal düzenin sabrı taşmaya başladı. İstikrarsız 1930'lu yılların hatırası soldu. Vergi ve mevzuat avantajlarının tadını çıkaran tasarruf endüstrisi, bankalar aleyhine pazar payı elde etti. Londra'dan mevduat ve kredi toplama işi –Euro dolar piyasası olarak bilinegeldi- bankaları fazladan rekabete maruz bıraktı.

Varlığı 2008'de derin içerimler kazanacak olan daha ileri bir rekabet kaynağı ise, para piyasası yatırım ortaklıkları suretinde çıktı ortaya. Bu türün ilk örneği olan Reserve Fund, New York'lu iki başarısız mali danışman, Harry Brown ve Bruce Bent tarafından 1971'de kuruldu.⁵ Para piyasası ortaklıkları, bir banka gibi firma, tüketici ve ipotek kredilerine değil, hazine bonolarına ve ticari senetlere yatırım yapıyordu. Regulation Q'nun belirlediği tavanlardan muaf olduklarından, tasarruf sahiplerine banka hesaplarından daha cazip likidite kombinasyonları ve faiz sunabiliyorlar ama, buraya dikkat, mevduat sigortası koruması vermiyorlardı.

Bu yenilik, banka hesaplarından elde edilen cimri getiriler göz önünde bulundurularak, finansal demokrasi yönünde atılmış önemli bir adım olarak müjdelendi. MIT ekonomisti, Nobel ödüllü Paul Samuelson, Bent ve Brown'ın da getirdikleri yenilikten dolayı aynı şekilde Nobel ödülünü hak ettiklerini ilan etti. Söz konusu yeniliğin kaşifleri ise kendi başarılarını daha alçakgönüllü kelimelerle nitelediler. “ Keşke ‘icat’ımızın bizim adımıza bir mükemmellikten kaynaklandığını söyleyebilseydim,” diye belirtti düşüncelerini Brown, daha sonraları, “ama aslında bizi buna sevk eden açlık ve katıksız açgözlülüğün bir bileşimiydi.”⁶

Para piyasası fonunun mevduat sigortasından ve riske karşı bir tampon olarak yedek ihtiyat bulundurma zorunluluğundan muaf oluşu, fon yöneticilerinin sadece güvenli aktiflere yatırım yapması ve hisse senedi sahiplerinin parasını tutucu bir biçimde yönetmesi temelinde meşrulaştırıldı. Para piyasası fonuna yatırılmış bir dolar her zaman 1 dolardı, ya da iddia buydu. Bu varsayım, Regulation Q'nun gevşemesiyle ve rekabetin getirileri yukarı doğru iten bir baskı yaratmasıyla birlikte, fon yöneticilerinin de daha riskli yatırımlara geçme eğiliminde olacaklarını, yani denetçilerin giderek güçlenen bir yatırım ortaklıkları lobisinin varlığı göz önünde bulundurulursa, önce gözden kaçırdıkları sonra da üzerine gitmekte isteksiz davrandıkları bir sorunu, öngörmüyordu. Para piyasası fonlarındaki hisselerin hiçbir zaman nominal değerinin altına düşmeyeceği varsayımı, Lehman Brothers'ın iflasını da öngörmedi, para fonu yöneticilerin karşı

konulamaz bulduğu yüksek getirili, kısa vadeli senetlerin önemli bir ihraççısı olan Lehman'ın.

Kendi mevduat tabanlarının erozyona uğrayacağından endişelenen ticari bankalar, Regulation Q'nun kaldırılması için yıllardır lobi yapmaktaydı. Bu yeni rekabetin ortaya çıkmasıyla aciliyet kazanan çağrılar, tasarruf için rekabet etme kapasitelerinin altını oyan enflasyon yükselişiyle daha da önem kazandı. Regulation Q tavanları nihayet 1980'de, Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act (Mevduat Kurumlarında Denetimin Azaltılması ve Parasal Kontrol Yasası) gibi ironik bir isim taşıyan yasayla aşama aşama kaldırıldı; ironikti çünkü yürürlüğe girişi Fed'in parasal kontrolü yitirisinin bir sonucuydu. Regulation Q'nun feshedilmesiyle bir istenmeyen sonuçlar yağmuru sağanak halinde yağmaya başladı. İlk sonuç, daha önce finansal kuruluşlardan daha fazla mevduat faizi sunmasına izin verilmiş olan S&L'ler üzerindeki baskının yoğunlaşması oldu.⁷ Hasarı azaltmak için 1982'de çıkarılan Garn-St. Germain Yasası, S&L'lerin kendi alışlagelmiş mevduat toplama ve ipotek kredisi verme gibi faaliyet alanlarının üzerinde veya ötesindeki - tüketici kredileriyle ilgili faaliyetler mesela- bir dizi bankacılık faaliyetiyle uğraşmalarına izin verdi. Getirilen diğer hükümler arasında değişken oranlı ipotek kredisi verme yetkisi vardı. Başkan Reagan, imzaladığı kanun tasarısını, "finansal denetimlerin kaldırılması programında kapsamlı bir adım" olarak niteledi.⁸ Çok az bilgi sahibiydi.

Garn-St. Germain, tasarruf kurumlarının fazladan risk almalarına izin verirken aynı zamanda onları sınırlamak için hiçbir şey yapmayarak 1980 S&L krizi için sahneyi hazırlamıştı. Ama bunun kadar önemli olan bir başka konu, tasarruf kurumlarına ek finansal hizmetler sağlamanın bankalar üzerindeki baskıyı nasıl artıracıydı.⁹ Ticari bankalar çok uzun bir süredir şirket ve belediye bonolarını imzalamaya yetkisine sahip olamamanın sıkıntısı içindeydi. 1930'lu yıllar ve II. Dünya Savaşı'nın olumsuz etkilerini henüz üzerinden atmış olan menkul kıymetler piyasasına şimdi de borç alan büyük şirketler ticari senet ve iskarta tahvil sürmeye başlamışlardı. Borç alan şirketlere bankalara olan bağımlılıklarını azaltarak kendilerini finanse etme imkanı sağlayan bu enstrümanlarla birlikte banka kârları sıkışmıştı.¹⁰ Büyük şirketlerin geleneksel muhatabı olan büyük bankalar en fazla zararı görüyorlardı.

İlk olarak, Citibank'ın öncü kuvveti oluşturduğu (Bölüm 3'teki National City Bank' yeni ismi), para odaklı bankalar, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'daki hükümetlere sendikasyon kredisinde yeni bir pazar buldu; 1920'li yıllardaki yabancı kredi patlamasının bir yankısıydı bu. Ama daha 1980'li yılların başında batmıştı bu krediler. Bununla birlikte denetçiler için bankaların kayıplarını kabullenmesinde ısrar etmek bir seçenek değildi; Federal Deposit Insurance Corporation'ı

(Federal Mevduat Sigorta Kurumu) iflas ettirmek olurdu bu. Bunun yerine bankaların kendi başlarına toparlanmalarına izin verildi, mevzuat gevşetilerek işleri kolaylaştırıldı.

Fed Aralık 1986'da, J.P. Morgan, Bankers Trust ve Citicorp'un (Citibank'ın bağlı olduğu holding şirketi) birlikte verdikleri bir dilekçeye verdiği yanıtta, Glass-Steagall Yasası'nın yaratıcı bir şekilde yeniden yorumladı ve ticari bankaların gelirlerinin en fazla yüzde 5'ini yatırım bankacılığı faaliyetlerinden elde etmesine izin verdi. Sözü edilen yatırım bankacılığı faaliyetlerine belediye bonoları, ticaret senetleri ve en vahimi, ipotek destekli menkul kıymetlerin aracılık yüklenimi dahildi. 1987'de, ABD Merkez bankası Yönetim Kurulu, denetim gevşetmelerine kuşkuyla bakan ve çok yakında koltuğunu kaybedecek olan başkanı Paul Volcker'in itirazı üzerine birkaç büyük bankaya aracılık yüklenimi işini daha da genişletme yetkisi verdi. Topal ördek (görev döneminin sonuna yaklaşan seçilmiş kişi) statüsünün bir Fed başkanlık koltuğunu nasıl zayıflatabileceğinin bir çizimi varsa, bu oydu. Volcker'in halefi, liberalizasyon yanlısı Alan Greenspan'ın yönetimi altındaki Fed, çok geçmeden bankası olan şirketlere gelirlerinin yüzde 25'ine kadarki bir bölümünü yatırım bankacılığı faaliyetlerinden elde etme izni verdi.

1990'lı yıllarla birlikte, şu halde, Glass-Steagall çoktan zayıflamıştı. Ölümcül darbeyi, yatırım bankacılığı ve aracılık faaliyetini on yılın sonlarına doğru silip süpüren bir şirket birleşmeleri dalgası vurdu. Bir yatırım bankası olan Morgan Stanley, 1997'de, bir aracı ve kredi kartı firması olan Dean, Witter, Discover & Co. ile birleşirken, tröst şirketi ve türevlerini bünyesinde barındıran Bankers Trust da, bir yatırım ve aracı firma olan Alex. Brown & Sons'u elde etti. Yatırım kurumları, borsa aracılığı ve sigorta şirketlerinin bu bütünleşmesi, faaliyetlerine yönelik kalan son kısıtlamaların da kaldırılmasına yönelik lobi faaliyetlerine daha da hız vererek karşılık veren bankaların iyice aleyhine bir tehdit oluşturdu.

Ve lobi faaliyetleri yetersiz kaldığında konuyu zorlayacak başka yollar bulundu. Citicorp 1998'de Travelers Insurance Group'u satın almak üzere harekete geçti, oysa Glass-Steagall hükümleri Travelers sigorta işletmesini iki yıl içinde tümüyle elden çıkarmasını gerektiriyordu. Birleşme, Travelers'e Citicorp'un bireysel müşterilerine sadece sigorta değil ama kendi kurum içi para piyasası fonları da pazarlama olanağı sağlıyor, buna karşılık Citicorp'a da yatırımcılar ve sigorta poliçesi sahiplerinden oluşan geniş bir müşteri topluluğuna erişim veriyordu. Tek kusuru, Glass-Steagall'a aykırı olmasıydı.

Birleşmiş şirketlerin başkanları ve eş-yönetim kurulu başkanları John Reed ve Sanford Weill, Glass-Steagall'ın sıkıntı verici kısıtlamalarının kaldırılması için son derece öfkeli bir kampanyaya giriştiler ve ardından iki sene reeskont pencereleri kapandı. Weill, değişiklik yönünde lobi faaliyetleri yapmak için Merrill Lynch'ten David Komansky ve Morgan Stanley'den Phil Purcell'le bir ittifak oluşturdu. İtirazları hem Greenspan'ın Fed'inden hem de Beyaz Saray'dan, Baş-

kan Clinton'un mali reform danışmanı Gene Sperling'in şahsında kabul gördü; Hazine Müsteşarlığı'ndan, özellikle de Lawrence Summers'ın 1999 ortalarında Robert Robin'in ardından müsteşar olmasıyla, anlayışlı kulaklara ulaştı.¹¹ (Robin bir danışmanlık görevi için bırakmıştı işi, tabii ki Citigroup'da. Ekim'de işe başladı.) Banka lobicilerinin serbestçe gezindiği Kongre salonlarında sıcak bir kabul gördüler.

Asıl muhalefet, hiçbir büyük banka ya da sigorta şirketinin genel merkezini Teksas'a kurmamasından şikayetçi olan Phil Gramm'dan geldi. Weill, aralıksız Gramm üzerinde çalıştı; 2006'daki otobiyografisinde 2004 yılında bir yemekli davette karşılaştığı Gramm'ın kendisine, "Kongre hata yaptı. Bu yeni yasanın adı 'Weill-Gramm-Leach-Bliley Yasası' olmalıydı" dediğini aktarır.¹²

Glass-Steagall yasasına en sonunda Gramm-Leach-Bliley tarafından Kasım 1999'da ötenazi yapıldı; ticari bankacılık, yatırım bankacılığı ve sigorta yüklenim alanlarının birleşmesi üzerindeki kısıtlamaların son kalıntıları da feshedildi. Weill'in bürosunun duvarına gururla astığı yüz yirmi santimlik ahşap levhanın üzerinde kendi portresinin yanı sıra şu sözler oyulmuştu: 'Glass Steagall'ı Tuzla Buz Eden Adam'. Çok sonraları, 2012'de, kriz üzerine düşüncelerini dile getirirken, Glass-Steagall kısıtlamalarının kaldırılmasının korkunç bir hata olduğunu itiraf etti.¹³

Glass-Steagall'ın feshedilmesi ABD finans tarihinde bir bölümün sonu oldu. Ama aynı zamanda daha kapsamlı bir denetim gevşetme eğiliminin de göstergesi oldu. Olayın diğer tezahürleri arasında, eyalet çapında şubeleşme yasaklarını kaldıran ve mega bankalara kapıyı açan 1994 tarihli Riegle-Neal Interstate Banking ve Branch Efficiency Act (Eyaletlerarası Banka ve Şube Yeterlik Yasası) vardı. Benzer şekilde, 2000 yılında çıkarılan Commodity Futures Modernization Act (CFMA / *Gelecekte Teslim Mal Sözleşmesi Modernizasyon Yasası*), finansal türev ürünler üzerindeki federal ve eyalet çapındaki denetleyici gözetimi kaldırdı. CFMA, kredi borcu takas sözleşmesi (Credit default swaps, CDS: Bir çeşit borç sigortası; borçlu pozisyonundaki kurumun borcunu ödeyememe ihtimaline karşı, alacaklının hakkını garanti eden kıymetli evrak) ihraç eden kurumları, bu enstrümanların alıcılarına gerçekten ödeme yapmak zorunda kalmaları ihtimaline karşı bir munzam karşılık bulundurma zorunluluğundan kurtardı. Kredi borcu takas sözleşmeleri, ipoteğe dayalı menkul kıymetler yatırımcılarına, öncelik havuzundaki ipoteklerde temerrüde karşı kendilerini güvenceye alma imkanı sağlamak için düzenleniyordu. Ama şimdi, temerrüdü sigortalanan varlıkları satın almayıp sadece konut piyasasına karşı bir tür bahse girmiş olan alıcılar tarafından satın alınmaya başladı. 2000 yılında alınan ve kurumları bu sözleşmelerde üstlendikleri yükümlülüklerle karşı bir rezerv bulundurma zorunluluğundan kurtaran bu kararın izleyen dönemlerde devasa içerimleri olacaktı.

Ve serbestleşmenin yasayla başaramadığı yerlerde yola emirle devam edildi. Commodity Futures Trading Commission'un aktivist başkanı Brooksley Born, finansal türev ürünlerin daha fazla serbestleşmesi aleyhine tavsiyelerde bulunması üzerine, hasım bir Fed başkanı ve hazine müsteşarı tarafından 1999'da istifaya zorlandı. The Securities and Exchange Commission'un (SEC: ABD Sermaye piyasası kurumu) daha uyumlu yöneticileri Harwey Pitt ve William Donaldson, bunun üzerine, bankaların borsa aracılığı yapan birimleri tarafından elde bulundurulmak zorunda olan finansal munzam karşılıklarla ilgili mevzuatı gevşetti.

Mevzuat düzenlemelerinin azaltılması ABD'le de sınırlı kalmadı. Avrupa ülkeleri yıllardır kendi banka ve menkul kıymetler piyasalarını son derece sıkı kurallarla düzenlemişti. 1986'da, Britanya'nın serbestleşmeden yana tutumuyla çoktan ün yapmış başbakanı Margaret Thatcher, çok geçmeden finansal piyasalara dikti gözünü. Daha önce en üst dilim vergi oranlarını düşürmüş, işgücü piyasalarını liberalize etmiş ve kamu komut stokunu büyük ölçüde satmış olan Thatcher, kendi 'big bang' (büyük patlama: 1986 Eylülünde Londra sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi için kullanılan terim) finans reformunu başlatarak, uluslararası bir finans merkezi olarak Londra'nın konumunu yükseltme hedefiyle mevzuat kısıtlamalarını azalttı.

Bu arada Avrupa, ticari mallar, iş gücü hizmetleri ve mali sermayede tek, bütünlük bir Pazar yaratmaya doğru gidiyordu. Geniş kabul gören bir teşhise göre aşırı düzenlemeler, kıtayı bir veba gibi saran yavaş büyüme ve yüksek işsizliğin suçuydu ve tek pazar, kapıları sınır ötesi rekabete sonuna kadar açarak, Avrupalı devletlere o ezici mevzuat yükünü hafifletme olanağı sağlayacak kilit önemde bir reform olacaktı. Aşırı düzenlemelerden muzdarip olan sektör ve faaliyetler teşhisi, şu ya da bu şekilde finansal hizmetlere kadar genişletildi. Sonuç olarak, kıta çapında bir pazar oluşturma hedefiyle 1992'de kabul edilen Single European Act (Tek Avrupa Anlaşması), büyük Avrupa bankalarına komşu ülkelere yayılma izni verdi.

Bankalar başta buna tepki vermekte acele etmedi ve zaten düzenlemeler de onların buna yapmasına hâlâ engeldi. Ama sınır ötesi işlerde caydırıcı bir rol oynayan döviz kuru riskini ortadan kaldıran Euro'nun 1999'da devreye girmesiyle durum değişti. Finansal hizmet sağlama yarışı hızlanırken Avrupa bankaları da bahisleri yükseltti. Faiz oranlarının düşük olduğu Kuzey Avrupa'daki bankalar, Güney Avrupa bankalarına açılacak kredinin ve Güney Avrupa tahvillerine yapılacak yatırımın sağlayacağı yüksek getirileri karşı konulması imkansız bir fırsat olarak gördü. Güney Avrupa bankalarıysa, kendi açılarından, Kuzey Avrupalı muadillerinin sağlayacağı ucuz finansmanı bağrılarına basarak spekülatif gayrimenkul kredileri açmak ve kendi devletlerinin tahvillerini satın almak için kullandılar.

Sonuç, bankacılığın İrlanda ve Güney Avrupa boyunca infilak edercesine

büyümesi oldu. Bazı ülkelerde bankacılık sisteminin elindeki aktif ve pasifler, gayri safi yurtiçi hasılayı katlayacak oranda büyüdü. İrlanda'da, bankacılık sistemi üzerindeki alacaklar, zirveye çıktığı 2007-08'de, GSYH'nin yüzde 400'üne ulaştı.¹⁴ Kıbrıs'ta, bankacılık sisteminin borçlar toplamı olağanüstü bir yükseliş kaydederek ulusal gelirin sekiz katına çıktı.¹⁵

Yani aslında banka ve finansal hizmetlerdeki serbestleşmeyi açıklayan tek bir faktör yoktu. Bankaların 1930'lu yıllardaki çöküşüne dair anılar zamanla solmuştu. Yabancı rekabet, izin verilebilir bankacılık faaliyetleri yelpazesi içindeki kısıtlamaların kaldırılması yönünde bir baskı oluşturmıştı. Yeni kredi enstrümanlarının geliştirilmesinden para piyasası yatırım ortaklığı fonlarının kurulmasına kadar uzanan finansal yenilikler, var olan düzenlemelerin geçerliliğini dinamitlemişti.

Ekonomi-politika belirleyicilerinin ikilemi ise, mevcut düzenlemeleri bu yeni faaliyet alanları ve piyasaları da içerecek şekilde genişletmek mi yoksa oyun alanının kendi sahalarına doğru eğimli olmasından şikayet eden banka ve diğer yükümlüler üzerindeki sınırlamaları kaldırmak mı gerektiği noktasında düğümleniyordu. Bankalar bir iş alanından elde edilen verilerin diğerinin lehine kullanılmasını kolaylaştıran teknolojik ilerlemelere işaret etti. Bilgisayarlar, Citibank ve Travelers Insurance örneğinde olduğu gibi, faaliyet alanları ve ürünler arasındaki enformasyon paylaşımını mümkün kılarak, bankacılığı sigortacılıktan ayıran mevzuat duvarlarını daha da sinir bozucu ve tartışmaya açık olmakla birlikte, daha etkisiz hale getiriyordu.¹⁶ Countrywide Credit tarafından öncülüğü yapılanlar gibi otomatize edilmiş kredi derecelendirme teknikleri sadece banka kredilerinin rutinleşmesini değil ama aynı zamanda konut ipoteği, borç ve kredilerin seküritizasyonunu da teşvik ederek, borç verenlerin aracılık yükleniminde yayılmasını sağlayacak bir tartışma daha yaratıyordu. Ticari bankalar, yatırım bankacılığına sınırlı bir giriş yapıp dikkate değer bir soruna yol açmadan kârlılığı artırdıkları 1990'lı yılların tecrübelerine atıfta bulunabilirlerdi.¹⁷

Bu arada daha önce söz edilen Paul Samuelson gibi akademisyenler, Chicago'dan Eugene Fama ve Harvard'dan Robert Merton ile birlikte, serbestçe işleyen finansal piyasalara dair kuramsal etkinlik modelleri sundu. Modelleri, aslına bakılırsa, entelektüel hareket noktalarından başka bir şey değildi. Varlık fiyatlarının etkinlik için gerekli tüm enformasyonu bünyesinde barındırdığı kısıtlı koşulları betimlemişlerdi sadece. Araştırmacıların bu etkili piyasa yaklaşımıyla bağdaşmayan bir ampirik anomaliler kataloğu oluşturmaları fazla zaman almadı. Kuramı oluşturanlar onun sınırlarını fark etmiş olabilirlerdi ama bu olgu, kuramdan kendi pozisyonlarını meşrulaştırmak için yararlanan politika yapıcılar ve diğerleri için geçerli değildi. Etkili piyasa görüşü özel olarak Başkan Greenspan gibilerinden hızlı bir kabul gördü.

Ama ideolojinin rolü, Fed salonlarının ve şahıs olarak onun başkanının ötesine uzandı. 1992’de, Demokrat Parti politik ortak zemini yeniden kazanma çabasıyla, iş dünyasına dost bir doğrultuya girdi. Finansal serbestiye geleneksel olarak karşı olan bir parti, Cumhuriyetçilerin Beyaz Saray’daki on iki yıllık hakimiyetine tepki vererek, şimdi Bill Clinton’ın dengeli bütçe, özel sektör-kamu sektörü ortaklığı ve büyüme için finansmandan oluşan ‘üçüncü yol’ politikasına sarılmıştı. Siyaset bilimcisi Sandra Suarez ve Robin Kolodny, sağ ve sol arasındaki bu ideolojik yakınlaşmanın sahneyi finansal serbesti için hazırlamadaki rolüne dikkat çektiler. 1992’de, finansal kurumlara verilen tavizler konusunda hiç değilse muhalefet şerhlerini ifade etmeleri beklenerek sorulmuş olması düşünülebilecek bir soru, kısıtlayıcı mevzuatın azaltılması konusundaki soru karşısında Demokrat Parti platformunda dikkat çekici bir sessizlik vardı.¹⁸ Riegle-Neal, Gramm-Leach-Bliley ve Commodity Futures Modernization Acts; bunları hepsi de, çok da eski olmayan bir tarihte finans sektörünün serbestleşmesine karşı olan bir partinin, Franklin Delano Roosevelt’in başkanlığı sırasında modern finansal denetimlerin ana öğelerini devreye sokmuş aynı partinin üyesi bir başkan tarafından imzalanıp yasalaştı.

Bu önlemlerin sonucu, ABD finansal kurumlarının hacim, karmaşıklık ve baskı gücündeki devasa artış oldu. Finansal hizmetler endüstrisinin GSYH içindeki payı yirmi yılı aşkın bir süre sabit kaldıktan sonra, iki kattan fazla artarak 1970’lerde yüzde 4’ten 2006’da yüzde 8.3’e çıktı.¹⁹ Bu büyümenin bir kısmı 1930’lu yıllar ve II. Dünya savaşı yıllarının çalkantısından çıkışın doğal ürünüydü. Finans sektörünün, karmaşık bir modern ekonomi içinde özkaynakların dağıtımında oynadığı rolü yeniden üstlenmesi olarak görülebilirdi bu. Ama geri kalanı, özellikle de krizin önünü açan yıllardaki aşırı hızlı finanslaşma, iyi işleyen bir finans sektörünün beraberinde getirdiği verimlilik avantajından dem vuran standart modellerce layıkıyla izah edilmez.

Üstelik, sektörün büyümesi de, çok önemli ölçülerde, özkaynaklarla –sermaye artıran bankalar tarafından- değil ama borçla finanse edilmişti. Söz konusu borç, şirketlerden, yatırım ortaklıklarından, eyalet ve il yönetimlerinden, resmi kurumlardan ve özellikle de diğer bankalardan elde edilmiş sabit ve tipik olarak kısa vadeli bir borçlanmaydı. Büyük bankalar bu sözde toptan para piyasasına en kolay erişime sahipti.²⁰ İş alanlarını çeşitlendirmiş ve iç denetimlere yatırım yapmış olduklarından, bu borç fonlara bel bağlama riskini en iyi yönetecek pozisyonda olduklarını iddia edebiliyorlardı.

Büyük bankalar, ana şirketin artırmak zorunda olduğu sermaye miktarını en aza indirerek, riskli aktifleri bilanço dışına kaydırmakta kullanılan özel amaçlı enstrümanlar yaratma konusunda da en iyi pozisyondaydılar. Sistem açısından taşıdıkları önemi bilerek, sermaye oranlarını düşürmeye ve borcun sermayeye

oranını yükseltmeye daha da özendirildiler. İflas etmeyecek kadar büyük olduklarından, sıkıntı çıkması halinde kurtarılmaya eğilimindeydiler. Bu da ilave borçlar ve risk alma konusunda bir kez daha cesaretlendirdi onları.

Ve ABD'deki bankalar için geçerli olan, aynı şekilde dünyanın her yerindeki, özellikle de Avrupa'daki bankalar için de geçerliydi. Mevzuattan gelen öncelikler ve yardımlar ipotek kredisi gibi faaliyetlerde uzmanlaşmış küçük bankaları da içerecek şekilde genişletilmişse de, en dramatik biçimde bilançolarını büyütenler ve borçlarını artıranlar büyük kuruluşlardı.

Uç örnekler, geleneksel faaliyet alanları müşterileri adına menkul değer alım satımı olan Bear Stearns ve Lehman Brothers gibi borsa aracısı-bayileriydi. Bu firmalar tarihsel olarak büyük rezervlerin devamlılığını sağlamış ve yatırım portföylerinin risklerini sınırlamıştı. Rekabet halinde oldukları ticari bankaların baskısı altında şimdi bir uçtan diğerine yürüyorlardı. 2007'de ABD'deki tipik bir ticari banka, aktif varlıkların özkaynaklara çıplak oranı olarak ölçülen, yaklaşık 1'e 12 gibi bir kaldıraç oranına sahipti. Lehman Brothers, buna karşılık, 30'luk bir kaldıraç oranına, Bear Stearns ise 1'e 33 gibi bir orana sahipti.²¹ 33'lük bir kaldıraç oranı, aktif varlıklardaki sadece yüzde 3'lük bir düşüşün özkaynakları, dolayısıyla da şayet bu kayıpları onaylamak zorunda kalırsa, firmanın kendisini silip süpüreceği anlamına geliyordu. ²² Daha sonraki olayların da gösterdiği gibi, bu bir finans kuruluşu için temelleri sağlam olmayan bir pozisyondu.

Bu sıra dışı durumun gelişmesine nasıl izin verildiği, daha sonraki olayların ardından sorulan anahtar soru oldu. Yanıt, yatırım bankacılığı özel ortaklık modelinin inişe geçmesinden başlıyor. New York Borsası, geleneksel olarak çok riskli bulunduğundan, yatırım bankalarının halka arzını yasaklamıştı. Yatırım şirketleri de buna karşılık, özel ortaklıklar ya da mülkiyeti ve işletimi, muhtemelen alım satımla ilgileri olmayan bir avuç ortak tarafından üstlenilmiş az hissedarlı şirketler şeklinde organize oldular. Böylece ortaklar şirketin uzun vadede ayakta kalmasında pay sahibi olmuştu. Geleneksel olarak, 'Ortaklar' odasındaki bir masanın etrafında toplanıp, kelimenin tam anlamıyla gözlerini birbirlerinin üzerinden ayırmadan otururlardı. Eş görevli baskısı ve yakın gözetim böylece aşırı risk alma önünde caydırıcı unsur olarak işlev görürdü.

Zaman içinde, teknolojik değişim –alım satım işlemlerinin işlenmesine yönelik pahalı, yeni bilgisayar teknolojisinin gelişmesi, örneğin- ölçek avantajlarını yükseltti ve banka büyüklüğünün ortakların sermaye kaynaklarıyla sınırlı olduğu özel ortaklık modelini sorunlu bir hale getirdi. Halka arz üzerindeki yasağın 1970'de kaldırılması için kimin lobi faaliyetlerinde bulunduğunu tahmin etmek için fazla bir çaba sarf etmeye gerek yok herhalde. (Yanıt: Yatırım bankaları.) Merrill Lynch, 1971'de borsada işlem gören ilk büyük borsa aracı-satıcı kurumu oldu, onu Bear Stearns, Morgan Stanley, Lehman Brothers ve Goldman Sachs izledi; 'Beş Büyükler' olarak bilinegelen topluluğun diğer dört üyesi yani.

Şimdi artık halka açık bir şirketin başı olarak CEO ve onun için çalışanlar risk kurulu başkanına hesap veriyordu (eğer veriyorsa). Yönetimin firmaya olan ilgisi kısa vadeli ve kolayca paraya çevrilebilen cinstendi. Girdikleri riskli bahisleri kazanırlarsa muazzam primler alıyorlardı. Ve bugünün büyük kazançlarını yarın büyük kayıplar izlerse, dün verilen primleri geri almaya yönelik hiç bir hüküm de yoktu (Denetçi ve hissedarların ancak 2008'den sonra değiştirme peşine düştükleri bir uygulama). Prensip, aşırı risk almanın önlenmesi, hissedarları temsil eden yönetim kurulundan bekleniyordu. Ama dışarıdaki yöneticiler bu konuda sınırlı bir bilgiye ve çoğu durumda da, sınırlı bir belirleme imkanına sahipti. Uygulamada, dükkânı izleyen kimse yoktu yani.

Denetçilerse, kendi adlarına, risk alma ve borçlanmayı dizginleme noktasında daha iyi bir konumda değildi. Aslında tersi olacağına, onlar bankaların izinden gidiyordu. SEC, 2004'de, Avrupa Birliği'nin benzer icraatına ve üyeleri yabancı rakiplerine zemin kaybetmekten korkan Beş Büyüklerin kulis faaliyetlerine karşılık vererek, aracı-satıcı kurumların sermaye yükümlülüklerini gevşetti. ABD aracı-satıcı kuruluşları 30 yıldır 'net sermaye kuralı' olarak bilinen ve kendilerine kaldıraç oranlarını, akrabaları ticari bankalar gibi, 1'e 12'de sınırlama yükümlülüğü getiren bir kurala uymak zorundaydı. SEC'in 2004 kararı ise artık yatırımlarının taşıdığı riskin öngörülmesinde uluslararası tahmini değer biçme –uygulamada, düşük gösterme- modellerini kullanmalarına imkan tanıyordu. Aracı-satıcı kuruluşlar da sermaye tamponlarını buna uygun olarak düşürdü.

Beş büyükler, aktif varlıklarını sermaye yükümlülüklerinden kurtuldukları bilanço dışına kaydırma konusunda özel amaçlı yatırım araçları (special purpose vehicles: SPV) kullanmanın da liderleriydi. SPV'ler ne çalışanı ne de bir adresi olan robot firmalardı. Varlık nedenleri, bir bankanın ipotek haklarını, vadesi dolmuş kredi kartı faizlerini teminat altına almak ve bu şekilde menkulleştirdikleri değeri diğer yatırımcılara komisyon karşılığı satmaktı. Eğer bir SPV, asıl konut ipotegi havuzundaki yükümlülüklerin yerine getirilmemesi nedeniyle bu menkullerin faizini ödeyemezse, bu menkulü elinde tutanın meselesi oluyor, ya da öyle olduğu iddia ediliyordu. Kefil bankanın, SPV'nin taahhütlerini yerine getirebilmesini sağlayacak ek bir kaynak sağlama yükümlülüğü yasal olarak yoktu. Bankaları kendi SPV'lerinin yükümlülüklerini destekleyecek bir sermaye ayırma zorunluluğundan bağışık tutan gerekçe de buydu.

Ama bir özel maksatlı araç yoldan çıktığında herkes kusurun kimde olduğunu bilirdi. Kabahat araçta değil sürücüsünde, bu örnekte, ana şirkette, yani bankadaydı. Destek vermekten kaçınmak da bu nedenle ana şirketin itibarına zarar verebilir, para piyasasına erişimini olumsuz anlamda etkileyebilirdi.²³ Asıl ipotek havuzundaki borç ödememe olayında da, farkı tazmin etme sorumluluğu, destek veren finansal kuruma geri dönüyordu. Bilanço dışı gösterilen borç ise destek verenin bilançosuna tekrar yazılırdı.²⁴ Bu bağlamda, denetçilerin ana şir-

kete ipotek havuzunu daha az semayesi olan bir SPV'ye devretme iznini neden verdiği, en hafif terimle, belirsizdir.²⁵

SPV'lerin büyümesi, çok daha kapsamlı bir aktif varlık menkulleştirme sürecinin tezahürlerinden sadece biriydi. Konut ipoteği borçlarını, öğrenci kredi borçlarını, otomobil borçlarını ve kurum borçlarını kaynak ayrılması gereken bilançolarında tutmaktansa, bankalar bu borçları bir havuzda toplayıp diğer yatırımcılara satılabilir menkul kıymete dönüştürdüler. Havuz dilimlere ayrıldı; üst dilim, asıl borçlardan gelen nakit akışından ilk hak talebine sahipti. Alt dilimlere ise ancak üst dilimlere servis yapıldıktan sonra ödeme yapılıyordu. Sonuçta ortaya çıkan menkul değerler teminatlı borç yükümlülükleri (TBY) olarak biliniyordu. Art arda gelen ödemelere ise, daha da bayağı bir biçimde, 'nakit akışı şelalesi' adı verildi. Varsayım, olağanüstü olaylar olmadığı sürece üst dilimlerin güvende olacağıydı. Bu görünüşteki güven, ilk dilimin kredi notunun AAA olmasını sağladı ve şartnameleri sadece yüksek kredi notu olan kağıtlara yatırım yapmalarına izin veren sosyal güvenlik kuruluşlarıyla sigorta şirketlerine satılabilmesine imlan verdi.

İpotek menkulleştirme, hiç de yeni bir olgu değildi. Bölüm I'de de görmüş olduğumuz gibi, mülkiyet sahibi ya da sigorta şirketinin alıcıya belli bir getiriyi garanti ederek ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetler, 1920'li yılların 'garantili ipotek yatırım sertifikası, 2000'li yılların ipotek menkulleştirmesindeki üst dilimle tesadüfi bir benzerlikten çok daha fazlasını taşıyordu. Ama şimdiki süreç daha önce görülmemiş bir hacim ve karmaşa kazanmıştı. TBY'ler ikinci bir kez dilimleniyor ve 'TBY'nin karesi' olarak bilinen menkul kıymetlere dönüştürülüyordu. 'TBY'nin küpü' de yoldaydı.

Borç havuzlarıyla desteklenen TBY'ler çok geçmeden, ödeme akışları gerçek ipotek borçlarıyla değil ama kredi borcu takas sözleşmesi (credit default swap) portföyüyle desteklenen 'Yapay TBY'lere yol verdi. Kredi borcu takas sözleşmeleri, hatırlayalım, belirlenen kredi olayının gerçekleşmesi halinde, ipotek senedindeki yükümlülüğün yerine getirilmemesi durumunda örneğin, ödenen sigorta sözleşmeleridir. Uygulamada, menkulleştirme işinde de faaliyet gösteren aynı yatırım bankalarının çoğu bunları ihraç ediyordu. Ve söz konusu yükümlülük ihlalinin gerçekleşmesi halinde ihraç edenin ödeme vaadi dışında hiç bir imza taşıyorlardı arkalarında.

2005'le birlikte, TBY'lerin üzerindeki yazılı değer bir tahmine göre, 1.5 trilyon doları aşmıştı.²⁶ 'Bir tahmin' nitelemesi önemli çünkü gerçekte hiç kimse gerçek ödenmemiş TBY'lerin asıl değerini bilmiyordu; onları elinde tutanlar dışında. International Swaps and Derivatives Association (Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği. Swap: karşı tarafla periyodik ödemeler akışının takas

edildiği kontrat), tarafından yapılan bir araştırma, 2005’de 17 trilyon dolarlık bir ödenmemiş TBY olduğunu ileri sürdü. Ama kimse kesin rakamı bilmiyordu.

Sonuç, ABD finans piyasalarına ve özellikle de konut piyasasına muazzam miktarlarda kredi akışı oldu. İpotekli ve ipoteksiz borçlar otuz yıldır el ele yükselmişti.²⁷ Bununla birlikte 2000-01’den başlayarak, ipoteksiz borçların GSMH’deki payı aynı seviyede kalırken ipotekli borçlardaki büyüme patlarcasına yükseldi. 2006’daki zirvesinde özel sektör ipotek borçları bir kez daha özel sektör ipoteksiz borçlardan yüzde elli daha yüksekti. İpotek ve finans piyasalarında tuhaf bir şeylerin olduğu besbelliydi.

Bu finans tsunamisiyle birlikte konut fiyatları da 1920’li yılların Florida’sından bu yana görülmemiş bir atağa kalktı. Ülke çapında konut fiyatları, enflasyona ayarlı olarak, 1950’li yıllardan 1990’lı yılların sonuna kadar temelde bir trende sahip olmamıştı. 1999’dan başlayarak, sadece yedi yıl içinde reel olarak üçte iki oranında artışla, hızla yükseldi.²⁸ 1920’li yıllarda olduğu gibi, artış belli çıldırmış bölgelerde, Florida ve bu kez Arizona ve California’da, güçlüydü.²⁹

Balon, bütün balonlar gibi, çok geçmeden kendi kendini besledi. Daha fazla evin satılması, daha yüksek gayrimenkul fiyatları anlamına geliyor, bu da banka ve banka olmayan borç verenleri değeri daha da artmış konutların teminatı karşılığında borç vermeye teşvik ediyordu. Bu ise, daha da yüksek fiyatlardan, daha büyük teminatlar karşılığında borçla ilave satın alımlar demekti. Kredi notu yeterli olmadığı için yüksek faizle borç alanlar, eşi benzeri görülmemiş kredilere erişerek, ancak söz konusu mülk değerlendirir de yeniden ipotek etmelerine ve yatırımdan öz-kaynaklarını çıkarmalarına imkan tanırса güçlerinin yetebileceği evleri satın aldılar.

Artan sayıda konut, çok az, bazen hiç ön ödeme yapılmadan satın alındı; üzerine bir kat yeni boya çekildikten sonra tekrar piyasaya sürüldü. Orta halli insanların satın aldığı birden fazla gayrimenkul masalları, spekülâtif bir piyasanın alamet-i farikası olarak yaygın bir biçimde anlatılmaya başladı. Discovery Home Channel, ‘Flip That House’ diye bir program yayınlamaya başladı. Her bölümde, köhne bir evi çok az ya da hiç para yatırmadan satın aldıktan sonra üzerine bir boya çekip azımsanmayacak bir kârla satan kişi ya da grupların hikayesi anlatılıyordu. Bölümlerde genellikle kapanış maliyeti ve konut sigortası satın alma gereği gibi detaylar geçiştiriliyor, konut fiyatlarındaki bir düşüşün yüksek derecede borçlanmış gayrimenkul spekülâtörleri açısından yol açacağı sonuçlarınsa lafı bile edilmiyordu.

NOTLAR

1. Loeb önceleri New York'tan ortaklık için sigorta hizmeti sağlıyordu ama firma kalkışa geçmez Güney California'ya taşındı.
2. Bu yetki 1970 tarihli Olağanüstü Konut Finans Yasası'nca (Emergency Home Finance Act) sağlandı.
3. 1930'lu yıllardaki finansal krize verilen düzenleyici yanıtlar konusunda daha fazla bilgi için bkz. Bölüm 15.
4. Günümüzdeki algı, ticari bankalar arasında aşırı fon rekabetinin vadesiz mevduat çekme maliyetini yükseltip bankaları daha riskli yatırımlara kalkışmaya sevk ederek bankacılık krizine katkıda bulunduğu yönündedir. Buna ilaveten, Regulation Q da, yerel bankalara mevduat rekabeti ve kendi yerel müşterilerine kredi verme olanağı sağlayan bir araç olarak görüldü (Gilbert 1986).
5. Kimlikleri konusunda daha fazla bilgi aşağıda.
6. Weber (2008), sf. B5.
7. Bu, 1966'dan itibaren gerçekleşti.
8. Bkz. Reagan'ın 'Remarks on Signing the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982' (Ekim 15), <http://www.reagan.utexas.edu/archives/speeches/1982/101582b.htm>
9. Tasarruf ve Kredi Kuruluşları (Saving and Loans Associations: S&Ls) endüstrisinin yüksek faiz oranları ve ılımlı konut fiyatları kombinasyonu çoktan krize girmiş olmaları, ticari bankalara çok az nefes aldırdı. İçinde bulundukları sıkıntılara, kurtarma kumarı oynayarak -ve daha agresif bir biçimde ticari bankacılık faaliyetlerine batarak- karşılık verdiler.
10. Bu eğilimler Wilmarth (2002) tarafından anlatılır.
11. Weil ve Kraushaar (2006), sf. 364.
12. Weil ve Kraushaar (2006), sf. 265-66.
13. Ahşap levha konusunu anlatan Brooker'dır (2010). Weill'in hatasını kabul etmesi ise Wall Street Journal'daki 'Heard on the Street' başlıklı makaleyle duyuruldu (26 Temmuz 2012, sf. c12). Glass-Steagall'ın feshinin finansal krize neden olduğunu iddia etmek değildir bu. Ama bu noktadaki rolü de, Sorkin'in (2012) yapmaya çalıştığı gibi, bütünüyle yadsınamaz. Mesele, F-Glass-Steagall kısıtlamalarının aşama aşama zayıflatılıp, saf dışı edilmesinin, daha kapsamlı bir sürecin, yok sayılması halinde finansal krizin anlaşılmasını imkansız kılacak bir parçası ve dolayısıyla göstergesi olmasıdır.
14. İrlanda örneğinde, bunun nedeni kısmen deniz aşırı (offshore) bankacılıktı; yabancı bankalar, kendilerine İrlanda Cumhuriyeti'nin sunduğu elverişli vergi uygulamalarından yararlanmak amacıyla, diğer ülkelere akıttıkları kredileri İrlanda'daki alt kuruluşları üzerinden gerçekleştirdi. Ama öyle bile olsa banka alacaklarının GSYH'ye oranı neredeyse Belçika, Hollanda ve bir dizi diğer Avrupa ülkesinde olduğu kadar yüksekti.
15. Kıbrıs vakası, borcun büyük bölümünün, Kuzey Avrupa bankalarından çok, başta Rus oligarkları olmak üzere büyük AB-dışı mudilerine olması açısından özel bir durumdur. Ama bu, Kıbrıs'ın aşırı kaldıraçlı ve yetersiz sermayeli bankacılık sisteminin tipik bir örneği olduğu gerçeğini değiştirmez.
16. Bunun, büyük, farklı alanlara yönelmiş bankaların daha verimli olduğu ve müşterilerine daha az maliyetle hizmet verdiği iddialarını destekleyen gerçek bir kanıt olup olmadığı ayrı bir meseledir. Bu görüşe şüpheyile yaklaşan analizlere örnek olarak Rhodes (1994), Pilloff (1996), Peristani (1997) ve DeLong (1998) gösterilebilir.
17. Bu tez üzerine daha fazlası için, bkz. Barth, Brumbaugh ve Wilcox (2000).
18. Suarez ve Kolodny (2011), sf. 79.

19. Bu, Philippon (2008) tarafından belgelendi.
20. 2001 yılı başlarındaki yükseliş döneminde yaptıkları gibi, Kalemli-Özcan, Sorensen ve Yeşiltaş (2012) tarafından tekil banka verileri kullanılarak belgelenmiş bir noktadır.
21. Ibid, tablo 4. Bu gelişmeleri kolaylaştıran düzenleme değişiklikleri için aşağı bakınız.
22. 'O zararların tahakkuk etmesi,' demenin bir başka yolu 'aktiflerin piyasaya göre değerlendirilmesi' demektir. 2001'de gün ışığına çıkan Enron skandalının hemen ardından, finansal olduğu kadar finansal olmayan kuruluşların da, özellikle 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Yasası hükümlerine tabi olanların, tüm aktif ve pasiflerini cari piyasa değerleriyle kayda geçirmesine giderek artan ölçülerde gerek duyuldu.
23. Bu, Gordon ve Souleles'in (2007) neden kötü zamanlarda kefil bankaların kendi SPV'lerini bilançolarına geri getirdiklerine dair izahıdır.
24. Büyük ölçüde SPV'lere bel bağlamış olan Enron'u 2001'de ölüm sarmalına sokan mekanizma tam olarak budur. Ama bu, söz konusu uygulamanın yaygınlaşmasını yavaşlatmadı.
25. Morgenson ve Rosner (2001), bu soruya verilecek yanıtın el koyma olduğunu; bankaların böyle istediğini ve Merkez Bankası'nın da bu ricayı yerine getirdiğini öne sürer. Alternatif hipotez ise bilgisizliktir.
26. Bkz. ISDA (2010)
27. Ayrıntılar için bkz. Ranciere ve Tornell (2009), Tablo 1. Daha kesin bir ifadeyle, verdikleri tablo yurtiçi finans dışı özel sektör ipotek borçlarını, yurtiçi finans dışı özel sektör ipotekli olmayan borçlarla karşılaştırır.
28. Veriler, Schiller'den (2006), güncellenmiş ve online olarak <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
29. Yeni konut inşaatı öngörülebilir bir biçimde yanıt verdi: Müstakil konutlar ülke düzeyinde alışılmış seviye olan yılda 1,2 milyon yeni birimden başlayıp, 2005'te 1,7 milyon birime yükseldi.

ABD'deki konut patlaması gibi olağanüstü finansal olaylar nadiren tek bir nedenden kaynaklanır. Bu seferkinin nedenleri arasında, ipotek düzenleme-vade uzatma-menkulleştirme zincirinin bütün halkalarını kapsayan teşvik sorunları vardı. Lisanslarını, varsa tabii, federal hükümetten değil eyaletlerden alan ipotek aracı kurumları, hevesli alıcıların yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesiyle çok az ilgilenmişti. 1920'li yılların kaporacı çocukları gibi, bu işe komisyon almak için girmişlerdi. Bir kredi verdiklerinde kapanış maliyetlerinden ve diğer harçlardan para kazanan ipotek borç verenleri de, benzer şekilde, krediler menkul değere dönüştüğü ve diğer yatırımcılara satıldığı sürece problemleri umursamama eğilimindeydi.

Düşen kredi verme standartlarının kredi akışının konut sektörüne ve onun da özellikle yüksek faizli dilimlerine yönelmesine eşlik etmesi, tartışma götürmez bir gerçektir. 2002 ile 2005 arasında, yüksek faizle borçlananların alışılmadık bir paya sahip olduğu muhitler, piyasadaki yükselişten önce en hızlı ipotek borcu büyümesini yaşadı. Benzer şekilde, menkulleştirilmiş ya da düzenleyenle bağı olmayan finansal kurumlara satılmış ipoteklerin payındaki artış da, dönemin başında yüksek faizli ipoteklilerin zaten yoğunlukta olduğu muhitlerde güçlü oldu. Bütün bunlar, söz konusu muhitlerdeki gelir büyümesi durgun olduğu halde gerçekleşiyordu.¹

Bu menkulleştirme sürecinin bekçileri olduğu varsayılan kredi derecelendirme kuruluşları ise, borç verenlere TBY'lerin AAA notu alması için nasıl yapılandırılmaları gerektiği konusunda verdikleri tavsiyeler karşılığında cömert ücretler aldı. Bunun bir sonucu olarak da kendi onay verdikleri bir menkul değere düşük not vermekte tereddüt ettiler. Kredi verenler, birbiriyle yarış halindeki kredi derecelendirme kuruluşları arasında en ucuz tarifname verenleri araştırıyor ve sadece kendi ihraç etiketleri menkule en uygun notu verenlerin tarifnamesini yayınlıyorlardı.²

Çok sonraları, 2013'te, Adalet Bakanlığı, Standart & Poor's aleyhine, konut ipoteği destekli menkul kıymetler ve TBY'lere verdiği notu şişirdiği için 5 milyar dolarlık bir hukuk davası açtı. Atfedilen iddiaya göre ajans daha 2007'nin başında konut piyasasındaki bir gerilemenin konut ipoteği destekli menkul kıymetlerin altını oyduğundan haberdardı ama işi rakip firmalara kaptırma korkusuyla notlarını düşürmekten kaçınmıştı. Adalet Bakanlığı, bir S&P analisti tarafından e-postayla gönderilen ve Talking Heads'in şarkısı 'Burning Down a House' (Bir Evi Kül Etmek) şarkısının gülünç bir taklidini yapan bir iç iletiyi, şirket besin zincirinin daha aşağıdaki halkalarının bile olup bitenleri gayet iyi anladığına dair bir kanıt olarak gösterdi.³

İddianame, yaşanan düşüşün arkasında kredi derecelendirme kuruluşlarının olup olmadığını sorgulayan bir makalenin Fortune dergisinde yayınlanması üzerine, S&P'nin kendi iç modellerini gözden geçirmek yerine bir halkla ilişkiler firmasıyla çalışmayı düşünmesine de değiniyordu.⁴

Yatırımcıların böyle saibeli güdülemeleri olan bekçilere güvenmekten daha iyisini bilmiş olmaları gerekirdi belki. Ama söz konusu menkul değerlerin karmaşıklığı, bağımsız bir risk değerlendirmesi yapmayı güçleştiriyordu. Her yükseliş döneminde olduğu gibi, Almanya'daki mıymıntı bölgesel bankalar da dahil olmak üzere piyasada toy yatırımcıların sayısının artması, kredi derecelendirme ajanslarının suçüstü yakalanma ihtimalini daha da azaltıyordu.⁵

Ya da, kredi verenlerin itibarlarına zarar verme riski taşıyan şüpheli uygulamalara girişme konusunda çekingen davranacakları düşünülebilirdi. Ama ipotek kredisi işine yeni girenler, yani tipik olarak federal hükümetin değil eyalet denetimi altındaki banka olmayan kredi kuruluşlarının koruyacak bir itibarları falan yoktu zaten.⁶ 2007'nin önünü açan yıllarda yüksek faizli borç verme ve menkulleştirme alanlarında yaşanan patlama, bu nedenle, 1920'li yılların yabancı borçlanmasıyla aynı 'itibar açığı'ndan muzdaripti. Ve koruyacak bir acentelik verme değerinin olduğu yerde de yönetimin başka teşvikleri olmuştu. Angelo Mozilo, Countrywide Credit'teki hisse satışından kendi tazminat paketinin bir kısmı olan 400 milyon doları aşkın bir hasat toplamıştı.⁷

Borsa aracıları da, bu arada, 'getiri farkı primi' olarak bilinen bir düzenlemeyle müşterilerini yüksek faiz oranı taşıyan kredilere yönlendirmeye teşvik edildiler. Aracı, müşterisine daha pahalı bir kredi sattığı için şirkete kazandırdığı gelirin bir kısmını prim olarak alıyordu. Bu düzenleme en çok piyasanın müşterilerin en az bilgilendirildiği yüksek faizli diliminde geçerliydi. 2008'de Center for Responsible Lending tarafından yapılan bir çalışma, yüksek faizle borç alanların bir kredinin ilk dört senesi içinde bir borsa aracısına, doğrudan bir banka ya da diğer finans kuruluşlarından borç alsa ödeyeceğinden ortalama 5.222 dolar daha fazla faiz ödediğini ortaya koydu.⁸

Bu, bankaların daha az kabahatli olduğu anlamına gelmiyor. Baltimore'daki Wells Fargo'da çalışan Elizabeth Jacobson, verdiği yeminli ifadesinde, yoksul, ağırlıkla siyah insanların yaşadığı semtlerdeki kredi yetkililerinin müşterilerini, daha yüksek bir kredi notuna sahip olsalar bile, düşük gelir grubuna verilen yüksek faizli konut kredisine yönlendirdiklerini detaylarıyla anlattı.⁹ Müşteriler, daha pahalı bir kredi kullansınlar diye gelir belgesi göstermek ya da ön ödeme yapmaktan caydırılıyordu. Endüstrinin lideri ve otomatik aracılık yükleniminin öncüsü Countrywide Credit, sistemini yüksek faizle borçlananların nakit rezervlerini listelemeyecek şekilde programlamıştı ve bu da sonuçta onların daha az maliyetli kredilerden uzak tutulmasını sağlıyordu.¹⁰ Countrywide'ın geleneksel konut kredilerindeki kârı, kredi değerinin ortalama yüzde 1 ya da 2'siyken, yüksek faizli kredilerde marjların yüzde 15'e yaklaştığı söyleniyordu.¹¹ Bu daha pahalı kredilerin büyük bir bölümü, kredinin ilk verilisinde teklif edilen cazip bir oranla sunuluyor, sonra da yeniden finansmanı imkansız kılacak derecede yüksek fahiş ön ödeme cezalarıyla birlikte yeniden ayarlanıyordu. Bu durum yüksek bir ödeyememe ihtimali demekse de, bu başkalarının sorunuymuş çünkü konut kredisi, menkulleştirilmiş, dilimlere ayrılmış ve diğer yatırımcılara transfer edilmiş bir havuzun parçasıydı.

2009'da, atların tıknamasından sonra ahırın kapısının kapatılmasının ardından, Fed yönetimi, konut kredisi araçları ve kredi yetkililerinin borçluya yüklenmiş faiz oranları üzerinden prim almasını yasaklayan bir kararname yayınladı.¹² 2012'de Wells Fargo'nun, Adalat Bakanlığı tarafından açılan bir davada, otuz bin azınlık müşterisini şişirilmiş faturalarla kazıkladığı karara bağlandı. Banka, kredi müşterilerine 125 milyon dolar tazminat ödemeyi ve ihtiyaç sahiplerine ön ödemelerini yapmaları ve evlerinin imarı için yardım eden bir programa 50 milyon dolar bağışlamayı kabul etti.

Krizin hiçbir boyutu, devlet destekli konut kredisi şirketleri Freddie Mac ve Fannie Mae'nin rolünden daha fazla tartışılmamıştır. Resmi adı Federal National Mortgage Association olan Fannie, bankalardan konut kredisi satın alarak onlara yeni krediler vermelerini sağlayacak özkaynak yaratmak amacıyla 1938'de kurulmuştu. Resmi adı Federal Home Loan Mortgage Corporation olan Freddie ise, Fannie'yle rekabet sağlamak ve Fannie konut kredisi bankalarıyla çalışırken, S&L'lerle daha yakın çalışmak üzere 1970'de kurulmuştu.¹³

1980'li yılların başında, aşağı yukarı S&L endüstrisinin krize girmesiyle aynı zamanlarda, bu iki devlet destekli kuruluş faaliyetlerini genişletti. Bilgisayar ortamında Countrywide tarzı bir konut kredisi onay ve satın alım sistemi kurdular. Konut kredilerini menkulleştirdiler, ortaya çıkan yeni enstrümanlara kefil oldular ve diğer yatırımcılara aktardılar. Diğer finans kurumlarından ipotek destekli menkul değerler satın alarak bunları kendi konut kredisiyle ilgili yatırım portföyüne eklediler.

Fannie ve Freddie tarafından menkulleştirilen ya da bilançolarında tutulan konut kredilerinin toplam içindeki oranı, 1970'li yıllar süresince kabaca yüzde 10 gibi bir seviyede sabit kalmıştı. Ama 1980'lerde, sözü edilen girişimler sonucunda bu oran bir roket gibi yükseldi. 1990'lı yılların ortalarında düz uçuşa geçtiğinde, Fannie ve Freddie'nin konut kredisi piyasasındaki payı yaklaşık yüzde 40 olmuştı.

Bu büyüme, kendi başına, hiçbir şeyin kanıtı değildir. Fannie ve Freddie'nin konut kredisi satın alımı ve aktif menkulleştirme faaliyetlerinin genişlemesi 1981-1994 arasında yoğunlaştı. Başka bir deyişle, konut balonundan çok önce. Ama bu iki hükümet destekli kurum (HDK), eleştirmenlerinin de ileri sürdüğü gibi, konut piyasasının artık demir atacak bir yer bulamadığı 1990'lı yılların sonunda da hâlâ oradaydı ve gamsız bir biçimde ilave konut kredileri vermeye devam ediyordu. HDK'lar resmi olarak özel kurumlar olsa bile –Freddie baştan beri özel bir şirketti, Fannie ise federal hükümetin hisse sahibi olduğu karma mülkiyetli bir şirketten tümüyle özel bir şirkete 1968'de dönüştü– hükümetin arkalarında durduğu biliniyordu. Fannie ve Freddie sıkıntıya düşmüş olsa Kongre'nin onları kurtarması beklenebilirdi çünkü bu iki kurum da kamusal bir misyon üstlenmişlerdi.

Hükümet yardım eli uzatmak üzere yanında beklediği için Freddie ve Fannie'nin geleneksel finans kurumlarına göre daha az sermaye tutmasına izin verildi. Borç senetlerini SEC'e kaydetmek zorunda değillerdi. Bu da devlet desteği algısını güçlendirdi; böyle bir yaklaşım normalde kamu kurumlarına gösterilirdi, özel bir şirkete değil. Bir kamu desteği algısı, Fannie ve Freddie'ye kendi faaliyetlerini daha ucuza finanse etme imkanı da tanıyordu. Bu da dolayısıyla, konut kredisini daha ucuza sunma imkanı demekti.

Başkan George H. W. Bush tarafından hararetle bir seçim yarışının arefesinde imzalanan 1992 tarihli The Housing and Community Development Act (Toplu Konut ve Toplumsal Kalkınma Yasası), çok geçmeden Fannie ve Freddie'nin bu ayrıcalıklarında düzenlemeye giderek, onları 'makul fiyata konut finansmanını kolaylaştırmak' zorunda bıraktı. HDK'lar tarafından elde edilmiş ya da teminat verilmiş konut kredilerinin yüzde otuzu şimdi artık 'düşük ve orta gelirli' semtlerde oturanlara dağıtılacaktı. 1999'da bir başka başkanlık dönemimin sona ermesiyle, bu kez Clinton yönetimi Fannie'nin şehrin merkezindeki yoksul mahallelerinde oturan düşük ve orta gelirli ev sahipleri için kredi satın alımlarını artırması yönünde teşvik etti. 2000'de, Kasım seçimlerinden sadece bir hafta önce, düşük ve orta gelirli konut kredileri için verilen yüzde 30 ilkesi yüzde 50'ye çıkarıldı.

Hükümetin 'makul fiyata konut' hedefi, Fannie'nin hırslı CEO'su Franklin Delano Raines'in özlemleriyle uyuşuyordu. Mütevazı koşullarda, babasının kendi elleriyle inşa ettiği bir evde büyümüş olan Raines, Harvard College'den me-

zun olmuş, ardından Harvard Hukuk Fakültesini bitirmiş ve Rhodes Bursu'yla Oxford'da lisans üstü eğitim almıştı. Raines, hem Nixon, hem de Carter dönemlerinde Beyaz Saray'da (bu da büyük bir başarı), ve Yönetim ve Bütçe Dairesi'n de çalıştıktan sonra, Lazard Frères yatırım firmasına sınırsız sorumlu ortak olmuştu. Fannie Mae'nin CEO'su olarak, Fortuna 500'e giren bir şirketin ilk Afrika kökenli Amerikalı yöneticisiydi. Raines iz bırakma isteğiyle yanıp tutuşarak Fannie'nin gelirini beş yılda iki katına çıkarma hedefi koydu. Bunu başarmak için tasarladığı başlıca yolsa, aracılık yüklenimi işinin bıçak sırtı koşullarında, Fannie'nin konut kredisi portföyünü genişletme finansmanı için ucuz fon kullanmaktı.

1995'ten 2003 sonuna kadar, Fannie ve Freddie'nin toplam ödenmemiş borçlar içinde konut ipoteğinin payı daha da artarak yüzde 40'ın altından yüzde 50'ye çıktı. Countrywide gibi açığöz firmalar, bu DDK'lere konut ipoteği satmak gibi apaçık bir amaçla sırf bu işe özel şubeler açtı. 2003 itibarıyla Fannie Mae, Countrywide tarafından sürülen toplam konut ipoteklerinin yüzde 70'ini satın almış bulunuyordu. Wall Street çok geçmeden Countrywide'in uygun olmayan (DDK'ların aracılık yüklenimi standartlarına uygun olmayan yüksek faizli ve diğer ipotek kredileri) ipotek kredilerini satın alıp menkulleştirme teklifinde bulununca, Fannie ve Freddie Pazar kaybetme korkusuyla standartlarını düşürdü. Financial Crisis Inquiry Commission (Finansal Kriz Soruşturma Komisyonu) başkanı Phil Angelides'in daha sonra belirttiği gibi, Fannie ve Freddie, Wall Street'e yol göstereceğine onun peşine takılmıştı.¹⁴ Ama icraatları hiç de azımsanmayacak bir öneme sahipti. Bu iki devlet destekli kurum, bu bakış açısından, konut ipoteği patlamasını mümkün kılan kilit önemdeki faktörler oldular.

Diğer iddiasa söz konusu suçlamayı daha az kanıtlar niteliktedir. 2003 ile 2006 arasında, Freddie Mac ile Fannie Mae tarafından satın alınan konut ipoteğinin payı yüzde 50'den yüzde 30'a düştü.¹⁵ 2003'te, Freddie Mac, kazançlarında yaklaşık 5 milyar dolarlık bir hesaplama hatası yaptığını ifşa etti. Benzer bir hesaplama problemi çok geçmeden Fannie Mae için de gün ışığına çıktı. Skandal, 2004 Aralığı'nda Raines'i istifaya mecbur bıraktı.¹⁶ Denetçiler bu skandallar karşısında DDK'ların kredi verme faaliyetlerine daha sıkı sınırlamalar getirdi. Diğer finansal kurumlar görevi devralırken, Fannie ve Freddie dışında kalan kurumların elinde tuttuğu varlığa dayalı menkul kıymetler biçimindeki konut ipoteği borçlarının oranı böylece 2003'ü izleyen üç yıl içinde iç misli arttı. Yükselişin son evrelerinde, sürece yön verenler artık DDK'lar değil, diğer finans kurumlarıydı.

Piyasanın geneli için doğru olan, özelde yüksek faiz segmenti için de doğrudu. Fannie Mae ve Freddie Mac dışında kalan finans kurumları tarafından düzenlenen veya menkulleştirilen yüksek ve az-yüksek faizli (Alternatif A, ya da Alt-A) konut ipotek borçlarının payı bu dönem içinde dört misli arttı. Fannie

ve Freddie, 2004 ve 2006 arasında, menkulleştirilip pazara sunulmuş yüksek faizli ipotek kredilerinin neredeyse yarısını elinde tutan kurumlar olmaktan çıkıp, dörtte birinden daha azına sahip kurumlara dönüşmüşlerdi. Bir başka deyişle, konut patlamasının zirveye çıktığı dönemde, ipotekli konut kredilerinin hem genelde hem de özel olarak yüksek faiz segmentinde giderek artan bir bölümü, diğer kaynaklar tarafından –yani serbest yatırım fonları, yatırım bankaları ve konut ipotegi bağlantılı teminatlı borç yükümlülüklerini yüklenmiş yabancı bankalarca çekilmişti.

Yani Fannie ve Freddie konut piyasasındaki patlamadan ötürü suçlanacaksa, daha karmaşık bir mantık gereklidir. Bu, örneğin, DDK’lar tarafından sıkıştırılıp geleneksel konut ipotegi piyasasının dışına atılan özel sektörün bu duruma daha riskli ipoteklere yönelerek karşılık vermiş olması olabilirdi. Ya da alternatif olarak, Fannie ve Freddie portföylerinin, çökmeleri halinde konut piyasasını ve ekonomiyi, George W. Bush yönetiminin serbest piyasacı cılarına rağmen kaçınmak için can atıkları bir istikrarsızlığa sürükleyecek denli genişlemiş olmasını iddia etmek de mümkündü. Dolayısıyla devleti temsil eden bir kurum olarak Fed’den de, konut fiyatlarındaki önemli bir düşüşü önlemek için ne gerekiyorsa yapması beklenenecekti. Bu, durumdan haberdar olan yatırımcıları konut ipotegi menkulleştirme havuzunun derinliklerine balıklama dalmaya teşvik etmişti.

Ama fikir, ‘Greenspan-Bernanke hamlesi’nin sadece borsanın değil ama aynı zamanda konut fiyatlarının da altına bir taban yerleştireceği idiyse, bu beklentinin ölümcül bir hata olacağı çok geçmeden ortaya çıkacaktı.

Kredi verme standartlarını gevşetmeye yönelik sapkınca teşvikler çok fazla olabilirdi ama yine de kredi piyasası finanse edilmek zorundaydı. ABD Merkez Bankası politikalarının devreye girdiği yer de tam burasıydı.

Fed’in katkısını, geriye doğru, 2000 yılında teknoloji sektöründe yaşanan şişmenin sonu ve El Kaide’nin İkiz Kuleler’e düzenlediği saldırıya kadar izlemek mümkündür. Bu güven şoklarının zayıf bir ekonomi anlamına geleceğinden korkan Federal Açık Piyasa Komisyonu (Federal Open Market Committee: FOMC), federal fon faiz oranlarını (Bankaların birbirlerine uyguladığı ve Fed’in faiz oranı hedefi olarak esas aldığı oran) yüzde 6’nın üzerinden yüzde 2’nin altına kadar çekti.¹⁷

FOMC üyeleri ayrıca, enflasyon zaten düşüken bir de ekonomi daha da zayıflarsa, ABD’nin kaçınılması mümkün olmayacak bir Japon tarzı deflasyona sürüklenebileceğinden korkuyorlardı. ABD Merkez Bankası Yönetim Kurulu, Haziran 2002’de, Japonya’nın nasıl deflasyon tuzağına düştüğünü, Bank of Japan’ın (Japonya Merkez Bankası) bunun karşısındaki isteksiz politikalarının da altını çizerek çözümleyen bir analiz yayınladı. Başkanlar kuruluna yeni atanmış olan

Ben Bernanke, deflasyonun tehlikeleri konusunda sıkça alıntılanan bir konuşma yaptı. Bernanke, Princeton'da profesör olarak sürdürdüğü ikinci yaşamında, Bank of Japan'ı bu problemin önünü kesmek için daha fazlasını yapmamış olması nedeniyle eleştirdiği bir dizi rapor da yazmıştı.¹⁸ Bernanke, şimdiyse, kurulun yukarıda sözü edilen analizine de atıfta bulunarak, "enflasyonun zaten düşük ve temel ekonomik göstergelerin de beklenmedik şekilde bozuk olduğu bir zamanda, merkez bankasının faizleri indirme konusunda her zamankinden daha erken ve saldırgan bir biçimde harekete geçmesi gerektiği"ni ileri sürüyordu.¹⁹ FOMC toplantılarında bu önceden harekete geçme konusunda kulisler yaptı ve komiteyi, 'örtük deflasyonist tarzda bir ekonomi'yle karşı karşıya bulundukları konusunda uyararak Başkan Greenspan'ın desteğini kazandı. Greenspan meslektaşlarını bunun 'oldukça vahim bir ihtimal' olduğu konusunda uyarıyordu, 'hem de kesinlikle kaçınmamız gereken türden bir ihtimal.'²⁰

Ama Merkez Bankası'nın uyguladığı faiz oranı zaten yüzde iki gibi düşük bir rakamdı. Dolayısıyla da Bernanke Doktrini'nin dikte ettiği gibi, 'daha erken ve saldırgan bir biçimde' karşılık vermek, faizleri varılabilecek en düşük düzeye indirmeyi ve deflasyon tehlikesi geçinceye kadar orada tutmayı gerektiriyordu. Bu yapıldı ve Fed fon oranları Mayıs 2004'e kadar aylık ortalama bazda yüzde 1 seviyesinde tutuldu.

Sonunda, bu tür meselelerin resmi hakemi, National Bureau of Economic Research, konjonktürel dalgalanmaların dip noktasına on çeyrek yıl önce, Kasım 2001'de ulaşılmış olduğunu belirledi.²¹ Adil olmak adına, National Bureau'ya bağlı Business Cycle Dating Committee'nin (Konjonktür Dalgalanmaları Tarihleme Komitesi) bir konjonktür dalgalanmasının dip ve zirve noktalarını tarihlemeyi önce kesin verilerin gelmesini beklediği not edilmelidir. Bu, gerçek zamanlı kararlar alan FOMC'un durumuyla bir karşıtlık oluşturur. Geriye doğru bakıyor olmanın verdiği bilgi ve deneyimin avantajıyla, Fed'in deflasyon risklerini biraz gözünde büyüttüğü ve gereğinden fazla erken ve saldırgan bir karşılık verdiğini söyleyebiliriz. Bernanke'nin, bir Japonya ve Büyük Bunalım öğrencisi olarak, o anda deflasyon tehlikesine karşı aşırı duyarlı olmuş olması mümkündür. Bir başka deyişle tarih, karar alıcıların belli risklere nasıl karşılık verileceği konusundaki düşüncelerini belirleyebilir ama aynı zamanda da bakış açılarını başka riskleri abartacak şekilde biçimlendirip belirler (ABD Merkez Bankası tarihçilerinin, geriye dönüp merkez bankasının 1930'lu yıllardaki reel para doktrini deneyimine bakarken çok çok iyi bilmesi gereken bir şeydir bu).

Fed'in deflasyona ilişkin bu abartılı yaklaşımına çarpıtılmış verilerin de bir katkısı olmuş olabilir. Eşzamanlı veri, oynak yiyecek ve yakıt fiyatlarından arındırılmış, 2003'te yüzde 1'in altına, negatif bölgeye çok yakın seviyelere düşmüş, kişisel tüketim harcamaları deflatorünü gösteriyordu. Daha sonraki revizyonlarsa, enflasyonun aslında zaten yüzde 1,5 seviyelerinde dibe vurmuş

olduğunu ve artık güvenli bir biçimde yükselmekte olduğunu ortaya çıkardı.²² Aslına bakılırsa gerçek deflasyon tehlikesi daha sonra, 2009'da, konut piyasası köpüğünün patlamasından sonra kendini gösterecekti. O noktada Bernanke'nin abartılı deflasyon nefretinin kullanışlı olacağı ileri sürülebilir.

2004'ün ikinci yarısıyla birlikte, deflasyon endişeleri de şiddetini yitirdi. FOMC, faiz oranlarını normalleştirmek için harekete geçti. Ama harekete geçme hızı, canlanmayı dizginlemekten kaçınma isteğiyle sınırlıydı. 2004 ne de olsa bir başka başkanlık seçimi yılıydı. Söz konusu oranın canlanma için hafif bir tehdit olarak bile görülebilecek tempodaki bir yükselişi, haklı ya da haksız, seçim sonuçlarını etkilerdi.

Sonuç olarak, 2004 boyunca ve 2005'e girerken faiz oranları Fed'in hedeflediği normal seviyenin bir hayli altında kaldı. Özellikle de, Stanford Üniversitesi ekonomistlerinden John Taylor tarafından geliştirildiği için Taylor Kuralı adı verilen seviyenin altındaydı. Taylor'un parmak hesabı kuralı, Fed'in hedef politikası olan federal fon oranlarıyla, bir yandan enflasyon, öte yandan potansiyele göre üretim açığı arasındaki tarihsel ilişkiyi yakalıyordu. Geçmişte makul derecede iyi gitmiş olan süreçler için kullanılan bu temel kural, hızlı bir biçimde ileriye dönük politikalar için de bir işaret direği haline gelmişti. Taylor'ın hesaplamalarına göre, federal fon oranları 2004 başlarında normalin tam üç puan kadar altında kalmış ve bu farkı gidermek Fed'e fazladan iki yılı aşkın bir süreye mal olmuştu.²³

ABD faiz oranlarının normal dışı bir biçimde düşük olduğu bir başka dönem olan 1925-1927'den farklı olarak, harekete geçiren nedenler bu kez uluslararası olmaktan çok yurtiçi kaynaklıydı. Ödemeler dengesi sorunu yaşayan başka ülkelere yardım etmek değil, deflasyondan kaçınmaktı neden. Ama harekete geçiren nedenler farklı olsa da, olası finansal sonuçları aynıydı. Hazine bonoları ve diğer kısa vadeli yatırımların düşük getirileriyle karşı karşıya kalan yatırımcılar, getiriye zorladı. Daha uzun vadeli menkul kıymetler satın aldılar; sadece hazine bonoları değil ama aynı zamanda, ipotek senedi de dahil olmak üzere uzun vadeli oranları aşağı iten, konut ipotek kredileri destekli enstrümanlar. Faiz oranlarının konut fiyatları ve başlayan yeni konutlara duyarlılığı dile düşmüştü, dolayısıyla Fed'in inşaat patlaması ve konut piyasasındaki şişmede ağır sorumluluğu olduğuna ilişkin, her şey olup bittikten sonra sonra popüler olan iddia da öyle.²⁴

Söz konusu politikanın mimarları, konut piyasasındaki aşırılıklara sadece marjinal bir katkıda bulunarak yıkıcı bir deflasyonu savuşturdıklarına ikna olmuştu. ABD Merkez Bankası kadrolarının analizi, düşük faiz oranlarının konut piyasası üzerinde sınırlı bir etkisi olacağını varsayıyordu. Daha da önemlisi, mer-

kez bankası araştırmacılarının konut fiyatlarında başka türlü izah edilemeyen hareketliliklere verdiği kod ad, ‘konut piyasasına özgü şoklar’dı.²⁵ Görünen oydu ki aileler, tek başına faiz oranlarının, büyüme oranlarının ve enflasyon oranlarının tarihsel davranışlarıyla izah edilemeyecek bir derecede, otuz yıllık konut ipotekleri biçimindeki uzun vadeli yükümlülüklerin altına giriyor ve yatırımcılar da ipotek teminatlı menkul değerler biçimindeki riskli yatırımlara kalkışıyordu.

Bernanke döneminin başkan yardımcısı Donald Kohn gibi yetkililerin olay olup bittikten sonra vardığı sonuca göre, olayın izahının, ekonomi daha istikrarlı, gelirler daha öngörülebilir bir hale gelmişken, faiz oranlarının düşük olmasıyla fazla bir ilgisi yoktu.²⁶ Gerçek, ya da en azından inanç, üretim ve istihdamın daha istikrarlı bir hal alarak risk almayı teşvik etmiş olmasıydı. Aileler artık gelirlerinin istikrar kazanmış olduğunu düşünerek borç altına girme konusunda daha rahat davrandılar. Yatırımcılar ise getiriye zorlama konusunda daha rahat davranır hale gelmişti. İnsanların benzer şekilde konjonktürel dalgalanmaların ehlileştirildiği sanısına kapıldığı 1920’li yıllarla paralellikler, görmek isteyen herkes için apaçık ortadaydı aslında.

İstatistikçiler, konjonktürel dalgalanmaların ele avuca sığmazlığındaki nispi azalma olarak bilinen Büyük Yatışma’yı 1980’li yılların sonuna tarihlerler. Fed’de düşük ve istikrarlı enflasyon hedefini öncelikli kılan yeni bir faaliyet çerçevesinin benimsenmesini izleyen bu geçiş dönemi, istikrar artışını para politikasının sevk ve idaresindeki ilerlemelerin sağladığı inancını besledi. 1920’li yılların sahte istikrarı ve ortada bunu izah etmeye müsait bir merkez bankası yeniliğinin varlığıyla benzerlikler bir kez daha apaçıktı.

Merkez Bankası’nın faaliyet prosedürlerindeki değişimin gerçekten de Büyük Yatışma’nın ana nedenlerinden biri olup olmadığı, tartışma konusu olmaya devam ediyor. Bir görüşe göre öyle ama bir başka görüş, konjonktürel dalgalanmaların salınımındaki düşüşün daha çok şansa, özellikle de petrol şoklarının yokluğuna bağlar.²⁷ Büyük Yatışma’nın problemin bir parçası olarak görülmeye başlamasıyla birlikte, ekonomi-politik politika yapıcılar de övgüleri geri çevirmenin mutluluğunu yaşadı.

Buna karşılık düşük uzun vadeli faiz oranları problemin bir parçası olsa bile, bu oranlar tek başına Fed politikalarıyla izah edilebilecek olandan daha düşüktü. Bu, Başkan Greenspan’ın Şubat 2005’te Kongre’deki tanıklığı sırasında sözünü ettiği ve daha sonra da tekrar tekrar geri döndüğü bono-piyasası ‘açmazı’yı. 10 yıllık hazine getirisi, Fed’in kısa vadeli oranları yükseltiyor olması gerçeğine rağmen, 2004 ortalarından 2005 ortalarına kadarki süre boyunca hiçbir yükselme

eğilimi göstermemişti. Tam tersine on yıllık hazine getiri oranı aslında yüzde 4.7'den 4.0'a düşmüştü.²⁸ Ve geleneksel konut kredi faiz oranları da onunla birlikte düşmüştü.²⁹

Greenspan'ın iddiasına göre, olayın izahı, Çin'deki ve merkezi planlamadan piyasa güdümlü büyümeye doğru gelişmekte olan dünyanın diğer bölgelerindeki 'tektonik kayma'da yatıyordu.³⁰ Bu hızlı büyüyen ekonomiler, şimdi işçileri tasarruf edebilecekleri daha yüksek gelire sahip oldukları için yüksek tasarruf oranına sahip ülkelerdi. Çin'in durumunda, problemin tek kaynağı bu değildi (tasarruf fazlasının bir problem yaratacağı söylenebildiği ölçüde). İlave olarak, sahibi devlet olan girişimler de işçilerin kazançlarının biriktirerek, yüksek yurtiçi tasarruflara katkıda bulunuyordu. Bu girişimler yurtiçi piyasalara ayrıcalıklı erişimden yararlanıyordu. Devlet yetkilileri onlara kârlarının dağıtması ya da genel devlet bütçesine aktarmaları için hemen hiç baskı yapmıyordu. Yöneticilerse esas olarak kazancın yeniden yatırımını kovalayabilecek imparatorluğun inşasıyla ilgiliydi. Çin ulusal gelirinin ailelerce tasarruf edilen çeyreği, firmalar tarafından elde tutulan diğer çeyrekle birleşti ve Çin 2006'da tasarruf ve yatırımlarda GSMH'nin yüzde elli gibi olağanüstü bir zirveye ulaştı.

Bu gereğinden fazla seçenekle makul bir yatırım yapmak kolay değildi. Tayland ve Güney Kore gibi 'ekonomik mucize' yaşayan diğer ülkeler de aynısını yapmaya çalıştı ama üretken olmayan yatırım tehlikesinden acı dolu dersler öğrenmekle yetindiler. Bu ülkelerin 1990'lı yılların ortalarında, ticari konut yapsatçılarıyla firma topluluklarının şüpheli yatırım projelerini finanse eden bankalarca yüklenilen yükselişleri, 1997-98'de yaşanan Asya finansal krizinde çökmüştü. Çıkarılan ders, yüksek kaliteli projelere mütevazı ve somut yatırımlar yapmanın daha güvenli olduğuydu. Böyle yapmak daha yavaş büyüme hızı anlamına geliyorsa da, bu ödenmeye değer bir bedeldi; özellikle de yardım için Uluslararası Para Fonu önünde diz çökmek zorunda kalınmayacaksa.

Ama daha az yatırım, Asya'da çok bol bulunan tasarrufa başka çıkış noktaları bulma zorunluluğu anlamına geliyordu. Akla uygun çıkış noktalarından biri devlet tahvilleri piyasasıydı ama Asya'da çok az devlet tahvili bulunuyordu. Asya'da hükümetler bütçe açığından çok bütçe fazlası verirdi. Sınırlı tahvil arzını da, Asya tahvil piyasalarının görelî olarak likitsiz var olmak durumunda bırakarak bu tahvilleri vade için ellerinde tutan emekli fonları ve sigorta şirketleri kapmıştı.

Bunun tersi de hiç kuşkusuz ABD için doğrudu. ABD hazine bonoları piyasası, tek başına, dünyanın likidi en bol ve en büyük finans piyasasıydı. Federal hükümet, 2001'deki durgunluk, Bush'un vergi indirimi ve Irak ve Afganistan

savaşları sırasında kabaran açıkları finanse etmek için piyasaya hazine bonoları pompalıyordu. Ve bu da talebi karşılamazsa, Fannie Mae ve Freddie Mac'in yüksek getirili menkulleri her zaman el altındaydı.

Böylece Asya ülkeleri, ABD hazine bonoları ile Fannie ve Freddie'nin menkul değerleri önünde kuyruk oldu. ABD devlet tahvilleri alımı doları yukarı itip yerel para birimlerini aşağı çektiği sürece, bu durum Asyalı ihracat makinelerini harıl harıl çalışır vaziyette tutuyordu. Özellikle Çin açısından bu uygulama büyümenin motoru olan ihracat endüstrisinin ayakta kalmasına yardımcı oldu.³¹

Başkan Bernanke'nin verdiği isimle bu 'küresel tasarrufa doyma'nın uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisine dair tahminler, dolu dolu bir yüzde iki puan yükselttiği yönündeydi.³² Ve uzun vadeli oranlarda yüzde iki puan, konut piyasası üzerinde birinci dereceden bir etki bırakmaya yeter de artardı bile. Greenspan ve Bernanke'nin savunması buydu. Onlar değil ama Çin çözmüştü konut piyasasına akan kredi tsunamisinin dizginlerini. Çin ve diğer yeni doğan piyasalar tasarruf ettiklerinden daha az yatırım yaparsa, başka birileri de daha fazla yatırım yapmak zorundaydı. Bu örnekte o başka birileri, fazladan yatırımları konut inşaatı biçimini alan ABD oluyordu.

Fed, faizleri yükselterek bu etkileri dengeleme girişiminde bulunabilirdi ama ekonomik canlanmanın sürdürülebilirliği tehlikedeydi. Çin'in hazine bonusu alımlarının ABD merkez bankası yöneticileri ve diğerlerinin dikkatini çekmeye başladığı 2003'te, GSYH'deki büyüme, bir ekonomik gerilemeden sonraki tipik bir canlanma için dikkat çekici derecede yavaş bir seviyede, yüzde 3'ün altında seyrediyordu. Bu arkaplana karşı güçlü bir inşaat faaliyeti hoş karşılandı. Konut fiyatlarındaki yükseliş risk teşkil etse de, para politikası gibi özellikle işsizliğe katkıda bulunma ve deflasyon tehlikesini güçlendirme tehdidi içeren körelmiş bir araçla bu risklerin üzerine gidilemezdi. Fed'in bir aktif varlık balonunu söndürmek için, faiz oranlarını kullandığı 1929'daki son olayın anıları, ibretlik bir öykü olarak işlev gördü.

Her şey bir yana, piyasanın ne yapacağını kestirme konusunda, derin bir biçimde ideoloji üzerine temellenmiş, bir isteksizlik vardı ortada. Tersine, bunun her açıdan sevindirici bir sonuç olduğu bile ileri sürülebilirdi. ABD, bu bol yabancı tasarruftan yararlanarak, bütçe açıklarını ve inşaat faaliyetlerini daha ucuza finanse edebiliyordu. Kendi düşük yurtiçi tasarrufları, bir yandan hükümet harcamalarını kısıtlarken bir yandan konut yapımının sürdürebilmesine yetmezdi. Şayet ABD hane halkı harcamalarını yükseltiyorsa, bu üretkenlik artışındaki bir hızlanma ve ülkenin bilişim teknolojilerini uygulama konusundaki müstesna be-

cerisinin vadettiği, gelecekte daha yüksek gelir beklentisini yansıtır, diye varsayıldı. Bütün bunlar, elektrifikasyon ve montaj hatının verimlilik ve gelir artışında kesintisiz bir hızlanmanın alameti olduğu iddialarının rağbet gördüğü 1920'li yılları rahatsız edici derecede anımsatıyordu, ama ne gam. Çin ise, kendi adına, üretim hacmini daha yüksek bir seviyeye çıkartacak şekilde ihracat yapıyor ve kendi tasarrufunu da likit biçimde muhafaza ediyordu. ABD, Çin'den mamul mallar ithal edip güvenli ve likit aktifler ihraç ediyor, Çin de bunun tersini yapıyordu. Bundan daha iyisi olmazdı..

Az sayıda gözlemci bu sürecin sürdürülebilirliği üzerine sorular sordu. Pekin'in ABD'ye Çin malları satın alma olanağı sağlayan bu kredisinin bir sınırı var, diye uyardılar. Er ya da geç, Çin üretimdeki bu maharetini daha fazla tüketime dönüştürmek isteyecek, bir noktada ABD piyasalarına bu finans akışı kesilecekti.

Ama bunun ne zaman olacağı konusunda bir fikir birliği yoktu. Şüpheli mi-zaçta olanlar, ABD'nin güvenilir aktifler emme kapasitesinin sınırlı olduğu gözleminde bulundular, gereğinden fazla emdiğinde güvenilir olmaktan çıkacaktı bu varlıklar ve Çin'in fişi çekmesine yol açacaktı. Bu da, Chuck Prince'ın Citigroup başkanlığı ve genel müdürlüğü yaptığı günlerde söylediği gibi, müzik durduğunda ne olacak endişesine zemin sağladı.

Ne yazık ki, Çin tasarrufu ile ABD faiz oranları arasında bağlantı kuranların neredeyse tümü de, Çin'in ABD cari işlem açığını finanse etme istekliliği, tıpkı ABD'nin Alman açıklarını finanse etme arzusunun 1928'de buharlaşması gibi, aniden buharlaşıp uçtuğunda ne olacak sorusuna yoğunlaştı. ABD faiz oranları hızla yükselecekti. Ucuz yabancı finans artık bulunmayacağından, ABD cari işlem açığının bir hamlede bertaraf edilmesi zorunlu olacaktı. Artık yabancı destekten yoksun kalmış olan dolar, yabancı döviz piyasalarında çökecekti.

İzleyen olaylardan eleştirmenlerin endişelenmekte haklı olduğunu biliyoruz. Ama döviz kurları ve ödemeler dengesi üzerindeki risklere odaklanmakta hatalıydılar. Kritik dengesizliklerin oluşacağı yer yabancı döviz piyasaları değil, konut ve menkulleştirme piyasasıydı. Ne yazık ki sürdürülebilirlik konusunda soru sora-
nların pek azı dikkatini bu alanlara yöneltmişti.

NOTLAR

1. Bu paragraftaki detaylar Mian ve Sufi'den (2009).
2. Moody's Investor Service'in iki operasyon direktöründen biri olan ve küresel yapısal finans ve ABD kamu finansmanından sorumlu olan Brian Clarkson, 2004 tarihli bir dahili e-postada bu kadarını kabulleniyordu: "Açık açık belirtmek gerekirse, kredi derecelendirme kuruluşu daha yüksek bir not vermezse, ihraççı kuruluş işini başka bir yere taşıyabiliyordu." Alıntı, Tabbi'den (2013). Becker ve Milbourn (2011), bir 'doğal deney' fikrindedir: Moody's ve Standart & Poors'a rakip olarak üçüncü bir derecelendirme kuruluşu Ficht'in devreye girmesi. Bu durumun derecelendirme ticaretinin kapsamını büyüttüğünü ve daha az bilgi verici, daha şişirilmiş notlarla sonuçlandığını gösterirler.
3. "Dikkat et / Konut piyasası yumuşuyor / Sakinleş / Güçlü piyasa artık çok daha zayıflıyor / Yüksek riskli kaynadı, taşıyor / Konutu çökertiyor." George Merrick (Bölüm 1) bile bundan daha iyisini yazabilirdi.
4. ABD Adalet Bakanlığı (2013), sf. 73-74, 78.
5. Konuyla ilgili diğer tartışmalar için bkz. Bolton, Freixas ve Shapiro (2012).
6. O banka-dışı kreditorler, daha sonra temerrüde düşen yüksek risk faizli kredilerin en büyük kaynağıydı. Bu durum, Dagher ve Fu (2012) tarafından belgelenir.
7. Countrywide'in sonuçta batık yüksek risk faizli krediler nedeniyle sıkıntı yaşaması ve Bank of America için ele geçirilecek bir hedef haline gelmesi, daha önceki faaliyetlerini Mozilo için şahsi olarak daha az kârlı hale getirmiş değildi. Ama yasal soruşturma getirdi. Mozilo 2009'da SEC tarafından içeriden bilgi ticareti ve ve hisse satışı sırasında borsayı yanıltarak -şirkette ilgili önemli sorunları gizleyerek- menkul kıymet dolandırıcılığı yapmakla itham edildi. 2010'da, 67,5 milyon dolar ceza ödemeyi kabul ederek SEC'le anlaştı; bu paranın yirmi milyon dolarını iş sözleşmesine dayanarak Countrywide ödedi.
8. Rapor merkez tarafından Şubat'ta yayınlandı (Center for Responsible Lending, 2008).
9. Bkz. Jacobson (2009). Jacobson 2012'de, kredi taksit ödemelerini geri çevirip evini elinden alarak intikam peşinde koştuğu iddiasıyla Wells Fargo aleyhine dava açtı.
10. Jacobson verdiği yeminli ifadede Wells Fargo çalışanlarını da aynı şeyi yapmakla suçladı. Bu uygulama, konut ve ipotekli kredi endüstrisinin daha yakın bir denetime tutulduğu 2006 sonlarında açık bir biçimde değişti.
11. Bu marjlar, Morgenson (2007) tarafından raporlanan firma içi belgelerde tarif edilir. Yüksek risk faizli kredi işinin bir başka lideri Washington Mutual, benzer şekilde, yüksek risk faizli kredi ve ARM opsiyonunun, geleneksel ipotekli konut kredisi ürünlerine göre altı ile on kat daha kârlı olduğunu hesaplamıştır (Bair 2012, sf. 76).
12. Bkz. Merkez Bankası Kurulu (2009).
13. Freddie'nin başlangıçtaki görevi, ikincil bir ipotekli konut kredi piyasası yaratmaktı. Bunun anlamı, California'da ipotekli konut kredilerini satın almak, sigortalamak ve eyalet aşırı bankacılığı kısıtlayan mevcut yasaları aşmanın bir yöntemi olarak diğer eyaletlerdeki bankalara yeniden satarak Altın Eyalet'in hızlı büyümesine yardımcı olmaktı.
14. Angelides (2011).
15. Fannie ve Freddie, menkulleştirilmiş kağıtlar satın almaya ilaveten, doğrudan ipotekli konut kredilerini de satın alabiliyordu. Bunu yapmaya da devam ettiler ama 2003'ten sonra ipotek piyasasındaki azalan önemlerini gösteren tabloyu değiştirmekten uzak oranlarda.

16. 2006'da Federal Konut Teşebbüsleri Denetim Bürosu (Office of Federal Housing Enterprise Oversight), fazla gösterilmiş kurum geliri üzerinden almış olduğu ikramiyelerin bir kısmını yeniden aldığı için Raines'i mahkemeye verdi. Raines ve iki eski Fannie yöneticisi hakkında kamu davası açıldı. 2008'de Raines ve diğer iki yöneticinin almış oldukları ödemeleri iade etmeyi kabul etmeleri üzerine anlaşma sağlandı.
17. Fed fon oranları Aralık 2000'de aylık ortalama bazında yüzde 6,4'ten Aralık 2001'de yüzde 1,8'e düştü.
18. Bkz. örneğin, Bernanke (2000).
19. Metindeki alıntı Bernanke'den (2002a).
20. FOMC toplantı tutanakları (Kasım 2002), sf. 83. <http://www.federalreserve.gov/moneypolicy/files/FOMC20021106meeting.pdf>
21. 2000 ortalarından başkanlar kuruluna atandığı 2002'ye kadar NBER's Business Cycle Dating Committee'de çalışmış biri olarak bu, Bernanke'nin bizzat çok iyi bildiği bir şeydi.
22. Dokko ve diğerleri (2011), tablo 3.
23. Bkz. Taylor (2007). Taylor Kuralı'nı işlevselleştirmenin, enflasyonlar ve üretim hacmi arasındaki uçurumun ölçümü kadar çok yolu var. Taylor'ın kendi geriye dönük hesaplamaları, gerçekleşen ve garanti edilen politika oranları arasında bir çok diğer alternatiften daha büyük bir uçurum gösterdi. Bernanke'nin o an mevcut verileri kullanarak 2010'da yaptığı kendi hesaplamaları ise daha küçük bir farka işaret eder.
24. Bir önceki notta atıfta bulunulan Taylor makalesinin vardığı sonuç bu.
25. 'Konut piyasasına özgü şoklar' anıştırmasında bulunan söz konusu araştırma, Dokko ve diğerleri'ydi (2011).
26. Bu yaklaşımın iyi bir açıklaması için, bkz. Kohn (2009).
27. Bu sorunun görgül analizinin vardığı genel sonuç, iyi politikanın esas olarak enflasyonun ılımlı seviyelere inmesinden sorumlu olduğı, iyi talihinse daha çok üretim hacmi dalgalanmalarının hafiflemesiyle ilgili olduğıdu. Bkz. Stock ve Watson (2003).
28. Buradaki rakamlar St. Louis Merkez Bankası'ndan alındı. (Federal Reserve Economic Data web sitesi).
29. Geleneksel ipotekli konut kredisi faiz oranları 6,3'ten 5,6'ya düştü; <http://research.stlouisfed.org/fed2/data/GS10.txt>.
30. Bu alıntı, Taylor'ın konut piyasası balonundan 2003-05'deki gevşek Fed politikasının sorumlu olduğı suçlamasına Greenspan'ın itirazından alındı.
31. Küresel dengesizliklerin sorumluluğunu bütünüyle Asya'ya yıkmak doğru olmaz. Yukarıda da dikkat çekildiğı gibi, Çin'in güçlü büyümesinden ve yüksek petrol fiyatlarından faydalanan Suudi Arabistan gibi petrol ihracatçıları da büyük dış fazlalar verdi ve ABD hazine piyasasındaki tasarruflarını yeniden çevrime soktu. Almanya da benzer şekilde söz konusu dönem ilerledikçe büyük çaplı cari fazlalar verdi.
32. Ekonomist Nouriel Roubini ve Brad Setser'in 2004 sonbaharında dolaşıma giren raporlarına göre böyle. Daha sonraki hesaplamalar da daha küçük rakamlara varsalar da aynı yöne işaret ediyorlardı. 'Küresel tasarrufa doyma' ibaresine şöhret kazandıran konuşma için bkz. Bernanke 2005.

Yüzyıl dönümünde bir konut patlaması yaşayan tek ülke ABD değildi. Konu konut piyasası aşırılıkları olduğunda kimse İrlanda ve İspanya'nın eline su dökemezdi. ABD'de konut gayrimenkul fiyatları 1997 ile 2006 yılları arasında yüzde 125 oranında artmıştı ama bu rakam aynı oranın yüzde 175'e çıktığı İspanya ve yüzde 260 gibi olağanüstü bir yükselişin yaşandığı İrlanda'ya kıyasla, çocuk oyuncağı gibiydi.¹ 2005'de sonlanan on yıl içinde, pastoral kırlarının silinmez izleri William Butler Yeats tarafından son derece güçlü ve etkileyici bir biçimde yüceltilmiş, sadece 4.5 milyon kişinin yaşadığı bir ülke, İrlanda'da 550.000 ev inşa edildi.

Yol açtığı sonuçlar aynı olsa bile, nedenler farklıydı. Ne İspanya ne de İrlanda'da kayda değer ölçüde konut ipoteği menkulleştirmesine tanık olundu.² Her ikisinde de Freddie Mac ve Fannie Mae gibi devlet destekli ipotek aracılığı yüklenici kurumlar yoktu. İrlanda'da konut patlaması, bunun yerine, ekonomik başarının planlanmamış üvey evladı olarak doğdu. İrlanda Cumhuriyeti daha 1980'li yılların ortalarına kadar Avrupa'nın düşük üretkenlik ve anemik büyümeden muzdarip, ekonomik açıdan hasta adamı sayılırdı. Ama 1986'dan başlayarak İrlanda hükümeti bütçesini çok geçmeden dengeledi, vergileri indirdi ve döviz kurunu devalüe ederek ihracattaki rekabet gücünü geliştirdi. Şirket kârlarına uygulanan cazip vergi mevzuatı bir yana, nüfusunu ana dili İngilizce olan insanların oluşturduğu düşük ücretli bir ekonomide sınır ötesi teknik imalat ve servis fırsatı, yabancı şirketleri cezbettiler. Ülkeye akan bu yabancı yatırım dalgasına karşılık olarak gelir ve ekonomik büyüme 1990'lı yıllarda ivme kazandı. Bu hızlı büyüme ve gelir artışının, konut talebinde daha sonra gözlemlenen ölçekte bir artışa gerekçe gösterilip gösterilmeyeceği ayrı bir sorundur.

İspanya’da ise konut inşaatındaki patlamayı, kısmen, daha güneşli iklimlerde tatil evi satın alan ve 1920’li yıllarda Florida’yı cazip bulan New Englandlılardan pek bir farkı olmayan, Kuzey Avrupalılar harekete geçirdi. Ne var ki, ülkenin büyük şehirlerinin banliyölerindeki yerli aileleri hedefleyen ve Madrid’in hemen kuzeyindeki Ciudad Valdez gibi, bazıları balonun patlamasından sonra hayalet şehir haline gelen çok ürünlü inşaat projeleri, bununla açıklanamaz. Bu konuda her türlü övgü, İspanya bankaları, özellikle de bölgesel tasarruf bankaları, caja’ların açtığı cömert kredilere aitti.

Banka kredilerinin rolü, İspanya ve İrlanda’nın ABD ile paylaştığı ana unsuru işaret eder, yani büyük miktarlarda ucuz finansmanı emlak sektörüne pompalayan muazzam bir kredi patlamasını. Fark, bu kredinin kaynağıydı. ABD’de söz konusu kredi patlaması, gevşek para politikalarıyla küresel dengesizliklerin yardım ve yataklık ettiği serbestleşme ve menkulleştirme süreçlerinin bir sonucuydu. İrlanda’da, İspanya’da ve Güney Avrupa’nın büyük bir bölümünde ise bunun yerine Euro yönlendirdi süreci.

Euro etkisinin en güçlü biçimde emlak piyasaları ve Avrupa ekonomisinin periferisinde hissedileceği, bu para biriminin kurucuları tarafından öngörülmüş bir şey değildi. Euro projesi, tıpkı daha kapsamlı bir süreç olan Avrupa bütünleşmesi gibi, her zaman Almanya ve Fransa üzerinde odaklanmıştı. Fransa açısından birleşik Avrupa’nın ulusal ekonomileri, Almanya’nın ekonomik kudretine köstek olmanın bir yoluydu. Fransız liderlerin II. Dünya Savaşı’nın ardından öncelik verdikleri bir şeydi bu. Almanya’nın yeniden birleşmesinden sonra bir kez daha önem verdikleri bir şey oldu çünkü Federal Cumhuriyet, Fransız ve Alman ekonomileri arasında eşitlik görüntüsü veren her şeyi çökertme tehdidini genişletiyordu.

Fransız liderler, Avrupa içi ticareti teşvik edecek herhangi bir şeyin Alman firmalarını barış içinde bir arada var olmaya bağlayacak bir destek direği sağlayacağını anlamıştı. Avrupa düzeyinde ekonomik yönetim kurumları inşaa etmenin, Alman politikalarını uluslararası bir gözetime tabi tutacağını ileri sürdüler.³ Ekonomik bütünleşmeyi karşı konulamaz bir noktaya kadar derinleştirecek düzeneğin kilit parçası olarak derhal bir para birimi belirlediler. Son yıllarında Charles de Gaulle’e danışmanlık yapan maliye uzmanı Jacques Rueff’in söylediği gibi, “Avrupa paradan oluşacak, ya da oluşmayacak”tı. Ya da 1992-93’de Fransa Cumhurbaşkanı François Mitterand’in para birliğine gitme kararını aldığı sırada sarf ettiği çarpıcı derecede benzer sözlerle, “Ortak bir para sistemi olmaksızın, Avrupa da olmaz”dı.⁴

Zaman geçtikçe bu açıklamalar da ironik bir renk kazandı. Parasal bütünleşme o kadar da karşı konulmaz değil gibi görünmeye başlamıştı. Avrupa’yı ve özel olarak Almanya’yı, daha derin bir bütünleşmeye doğru zorlamak için

tasarlanmış bir süreç, daha sonraları kıtayı parçalama tehdidine dönüştü. Ama o zamanın manzarası bu değildi. Fransız liderler ekonomik ve parasal bütünleşmeye bağlılıklarında samimiydi. Yüzyılı aşkın bir süre öncesinin Fransız-Alman çatışmasına dair son derece canlı anılarda yer etmişti bu.

Alman politikacılar, kendi adlarına, Avrupa'yı, II. Dünya Savaşı sonrasının hükümlerlik ayrıcalıkları elinden alınmış, komşuları için bir tehdit oluşturmaktan dış politika ihtiraslarının peşinden koşabilecek Bundesrepublik'ine geçmenin bir vasıtası olarak gördü. Bir Avrupa dış politikası, dışişleri bakanı, ordusu, bu ülkenin arkasına gizlenip kendi dış politika hedefleri doğrultusunda ilerleyebileceği bir örtü sağladı. Bu yaklaşım, ülkenin II. Dünya Savaşı sonrasındaki kurucu başkanı Konrad Adenauer tarafından formüle edildiği günden beri Almanya'nın önce hükümlerlik haklarını ardından da küresel sahnedeki yerini yeniden kazanma stratejisi olmuştu. 1960'lı yıllarda Almanya'nın aynı derecede kurnaz lideri Willy Brandt, çok geçmeden, Almanya'nın dış politika ihtiraslarının Fransa tarafından kabul edilmesi karşılığında Paris'e sunulmak üzere bütünleşmeci önlemler paketinin bir parçası olarak para birliğine dikkat çekti. Bu da, Almanya'nın savaş sonrası en uzun süre koltukta kalan başbakanı ve Adenauer'in öğrencisi Helmut Kohl için, Almanya'nın yeniden birleşmesine Fransa'nın onayını almaya çalışırken, para birliğini mantıklı bir taviz haline getirdi.

Avrupa bütünleşmesi kadar karmaşık bir sürecin her türlü kısa tarifi zorunlu olarak fazla basite indirgenir. Burada söz konusu basite indirgeme, Fransa'nın ekonomik bütünleşme, Almanya'nın politik bütünleşme peşinde koşması ve bu öğelerin de birlikte bir anlaşmanın temelini oluşturmasıdır. Hiç kuşkusuz, Almanya'da, özellikle de merkez bankası, Deutsche Bundesbank yetkilileri arasında, politik bütünleşmenin avansı olarak para birliğine itiraz edenler ve Fransa'da, önde gelen teknokratların da arasında olduğu, ekonomik bütünleşme kadar politik bütünleşmeye de sarılan insanlar da vardı. Yine de anlaşmanın özü buydu. Fransızlar, 1957'de Avrupa Ekonomik Topluluğu, 1992'de ticari ürün, sermaye ve işgücünün dolaşımı önündeki bariyerleri kaldıran Ortak Pazar ve 1999'da Euro'nun ortaya çıkışıyla istediği sonuçlara çabuk ulaştı. Almanlar daha yavaş bir ilerleme kaydetti ama hedeflerinden asla vazgeçmedi.

Alman politikacılar hiç kuşkusuz birazcık ekonomi mühendisliği ile uğraşmanın bir politik birlik oluşturmaktan daha kolay olduğunu anlamıştı. Bir serbest ticaret bölgesi, bir ortak Pazar ve hatta bir ortak para birimi tasarlama görevi teknokratlara devredilebilirdi. Ulusal hassasiyetler olursa yeni önlemler eklenebilirdi. Avrupa kendi serbest ticaret bölgesini oluşturduğunda, güçlü özel çıkarların uzlaşmaz karşıtlıklara dönüşmesini önlemek için Fransız ve Alman çiftçilerine özel uygulamalar ayarlanabilirdi. Tek bir pazar, ortak bir rekabet politikası uygulayacak güçlü bir Avrupa komisyonu gerektirecek olsa da, banka mevzuatı gibi hassas alanlar ulusal yetkililere bırakılabilirdi. Euro'nun bir enflasyon

makinesi olmayacağı konusunda Almanya'ya güvence vermek için üye ülkeler, Kohl'un ısrarla talep ettiği gibi, kendi merkez bankalarını Bundesbank tarzında bağımsız kılabilirdi.

Politik birlikse, öngörüldüğü üzere, daha çetin cevizdi. Hükümrânlığını Avrupa Birliği'ne devretmek, art arda gelen liderleriyle bu fikrin şampiyonluğunu yapmasına rağmen, Almanya için bile hassas bir konuydu. Yirminci yüzyılın ikinci yarısında milliyetçilik her ne kadar saygın bir Alman içgüdüğü olmaktan çıkmışsa da, tümüyle ortadan kalkmış da değildi. Fransız liderler, yalnızca yüksek pozisyonlara el koyup kuralları belirleyecekleri varsayımıyla politik bütünleşmenin peşinde koşmaya hazırlanıyordu. Dolayısıyla herkes, Maastricht Anlaşması'nın 1992'de imzalanmasından Euro'nun ortaya çıktığı 1999'a kadar sadece yedi yıl alan parasal birliğe geçişe kıyasla, politik birliğe geçişin daha uzun bir zaman alacağını anlamıştı.

Problem, Almanya'nın politik birlik olmadan ekonomik ve parasal birliğin altına imzasını atmamış olmasıydı. Ve politik açıdan sorunsal olan, ekonomik açıdan da sorunsaldı. Düzgün işleyen bir parasal birlik, ABD'de olduğu gibi eyaletler arası bir vergi ve transferler sistemi gerektiriyordu. Tek bir para birimi ve tek bir finans piyasası, tek bir mevzuat, ortak bir mevduat sigorta düzeni ve daha sonralar banka birliği olarak bilinecek olan bir sorunlu bankalar çözüm fonu gerektirirdi.⁵ Ama şayet bütçe politikası kararları Avrupa düzeyinde alınacaksa, bu da ancak sözü ve yetkesi politika yapıcılarını kendi icraatlarından sorumlu tutmaya yeterli bir Avrupa Parlamentosu da varsa tolere edilebilirdi. Sıkıntısındaki üye ülkelere mali transferler yapılacaksa, o zaman ulusal mali politikalara da daha güçlü kurallar, yanı sıra onları bu kurallara uymaya zorlayacak uygun denetim mekanizmaları gerekirdi. Banka birliğine gidilecekse, kıtanın uluslar üstü banka kurullarını icraatlarından sorumlu tutmaya muktedir politik kurumların da olması bir zorunluluktu.

Avrupalı liderler Euro'yu yaratarak tempoyu zorlayacaklarını sanmıştı. Parasal birlik bir kere gerçekleşirse, milliyetçi politikacılar bile bunun işlemesi için politik birliğin şart olduğunu kabul etmek zorunda kalacaktı. Almanya'da başbakan yardımcısı ve dışişleri bakanı olarak görev alan karizmatik Yeşil Partili politikacı Joschka Fischer'in 1999'da Avrupa Parlamentosu'ndaki konuşmasında işaret ettiği gibi, "Euro'nun devreye girmesiyle birlikte...ulusal hükümrânlığın önemli bir parçası, yani parasal hükümrânlık, bir Avrupa kurumuna geçmiş bulunuyor...Ortak bir para biriminin devreye girmesi esasen ekonomik değil ama

daha çok hükümrانlıkla ilgili ve dolayısıyla önemli ölçüde politik bir edimdir... politik birlik bundan böyle bizim kutup yıldızımız olmak zorundadır; Ekonomik ve Parasal Birliğin mantıksal devamı budur.”⁶

Bu hiçbir şekilde bir Alman’a özgü görüş değildi. Euro tesis edildiğinde Avrupa Komisyonu’na başkanlık etmiş olan İtalyan politikacı Romano Prodi, 1999’da Financial Times’a verdiği bir röportajda hiç lafının esirgemenen şunları söylüyordu: “Gerçek hedef[im], tek para biriminin sonuçları ve [bundan yararlanarak] bir Avrupa devleti yaratmaktır.” Ya da, Belçika’nın Fransa doğumlu başbakanı Jean-Luc Dehaene’nin daha da sözünü esirgemeyen diliyle, “Parasal birlik, politik birliğin motoru”ydu.

Bir motor, yakıtı erken ateşlendiğinde geri tepmeye eğilimlidir. Avrupalı politik politika yapıcılarının Euro’ya olan kör inancı, 1920’li yıllarda altın standartına yönelik inançtan farklı değildi: Parasal kurumları devreye sok ve bunun düzgün işleyişi için gerekli politik adaptasyonlar peşinden gelsin. Bunlar, ekonomistlerin yeni düşüncelere açık devlet yetkililerine sunduğu işlevselci tezlerdi.

Gerçekliğe belki de daha iyi ayak uyduran Avrupa politikası uzmanları, bu işlevselci mantığa kuşkuyla yaklaştı. Sırf belli bir dizi ekonomik düzenlemeyi desteklemek için belli bir dizi politik kurumun gerekmesi, bunların yaratacağını hiç bir şekilde garantisi etmez.⁷ Politika, ekonominin mantığına cevap vermekten çok, kendi hayatı olan bir kurumdur.

Euro’nun kurucuları, Avrupa’nın bankacılık, maliye ve politik birliğini tamamlamasının birkaç on yıl alacağını varsaymıştı. Ne yazık ki Euro bölgesi, inşasının hâlâ tamamlanmamış doğasını gözler önüne seren bir mali kriz ve Büyük Durgunluğun darbesini yedi. Parasal birliğin politik birlik olmadan da yürüyebileceği fikrinin ise ölümcül bir hata olduğu ortaya çıktı.

İspanya, İrlanda ve Avrupa Birliği çevresindeki diğer ülkelerinin Euro’nun kurucu üyeleri arasında yer alması, tek para birimi mimarları için bir diğer sürpriz oldu. Araştırma üzerine araştırma göstermişti ki, güçlü ve istikrarlı Kuzey Avrupa ülkelerinden oluşan bir çekirdek –Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, Lüksemburg ve belki de Danimarka- herkese uygun kalıpta bir para politikasına ayak uydurmakta hiç zorlanmayacaktı. Koşulların farklı olduğu İrlanda, İspanya, Portekiz, İtalya ve Yunanistan ise ortak bir para politikasının sonuçlarını daha az rahatlatıcı bulacaktı. Bundan dolayı da parasal birliğin Kuzey Avrupa ülkelerinden oluşan bu güçlü ve istikrarlı çekirdekle sınırlı olacağı varsayılmıştı.

Ama İrlanda zaten çevreden Avrupa'nın merkezine doğru yönelme sürecindeydi. 1990-1998 arasında yakaladığı yüzde 6,5'u aşan ortalama büyüme oranıyla kıtanın en yüksek kişi başı milli gelirine sahip ülkelerinden biri olmuştu bile. İspanya ise, bunun tersine, ancak bunun yarısı kadar, ülkenin Euro'yu benimsemeye aynı şekilde hazır olduğu iddiasını daha problematik kılan bir hızla büyüyordu.⁸

Ama burada prosedür sağduyuya baskın çıktı. Parasal birlikle ilerleme kararı, AB'nin çoğu kararı gibi, oybirliğiyle alınmış bir karardı. Ve oybirliğinin gerekli olduğu durumlarda, İspanya gibi ülkeler, eğer üyelikleri reddedilirse süreci bloke edebiliyorlardı. Prosedür gereği, onların katılımı olmadan adım atmak mümkün değildi.⁹

Bütçe açığı Maastricht Anlaşması'nın cömert yasal boşluklarından geçemeyecek derecede büyük olan Yunanistan bile, mali yapısında hiç değilse kozmetik ilerlemeler kaydetmesi halinde birkaç yıl içinde birliğe katılmasına izin verileceği sözü kopartabiliyordu. Yunan hükümetine borcunun yönetilebilir olduğu görüntüsü yaratma imkanı veren, Goldman Sachs ile sayesinde acil nakit elde ederek yeni tahviller çıkarma zorunluğundan kurtulduğu bir anlaşma yapmak oldu; kendisine yönelik algıların değişmesine büyük katkısı olan bu anlaşma karşılığında, önce gelecekte elde edeceği milli piyango gelirlerini sonra da havaalanlarından iniş ücretlerini rehin bıraktı. Söz konusu anlaşmalar krediden çok döviz ticareti anlaşması olarak kayda geçti; böylece borçları göz önünden, en azından Avrupa Komisyonu'nun gözünün önünden kaldırdı.¹⁰

Ve bu şekilde Euro periferiye ulaştı. Faiz oranlarının düşürerek konut piyasalarını kamçıladı; bu da ailelerin, inşaat firmalarının ve yapsatçıların gayrimenkul spekülasyonu için borç alma maliyetlerini düşürdü. 1990'lı yıllarda İspanya, Portekiz ve İtalya, on yıl vadeli devlet tahvillerine Almanya ve diğer Kuzey Avrupa ülkelerinin talep ettiği oranlardan iki misli daha fazla faiz ödemek zorunda kalmıştı.¹¹ Bu iki rakamlı faiz oranları artık para birliğinin devreye girmesiyle birlikte inmişti. Yatırımcılar, Euro bölgesi üyelerinin şimdi artık bir Alman merkez bankası tarafından belirlenen miktarlarda Alman nakit parasına sahip olduklarına göre, bundan böyle ekonomik darboğazlardan çıkmak için para basamayacakları sonucuna varmıştı. Bütçe açıklarının finansmanı için para sağlayacak ulusal düzeyde bir merkez bankasının artık olmayışı bir yana, Avrupa yasaları hükümetleri disipline edilmiş mali politikalar izlemeye mecbur bırakıyordu. İstikrar sağlanmıştı, büyüme hızlanacaktı. Kişi başı gelir bir noktada Avrupa normlarını yakalayacaktı. Daha hızlı büyüme ve daha güçlü bütçeler kamu borçlarının sürdürülebilirliğini güvence altına alacaktı.¹² Bu varsayımlar, Güney Avrupa ülkelerinin getirileri düşerken fiyatlarının yükseleceği beklentisiyle izledikleri popüler tahvil alım stratejisinin temelini oluşturdu. Bu strateji de bütün moda yatırım stratejileri gibi kendi ismini buldu. 'Bir noktada yakalama oyunu'ydu bu.¹³

Sonuç, Avrupa'nın ve dünyanın diğer ülkelerinden İspanya, Portekiz, Yunanistan ve İrlanda tahvil piyasaları ve bankacılık sistemlerine doğru muazzam bir sermaye akışı oldu.¹⁴ 2004 ile 2007 arasındaki bu içeriye sermaye akışı, Uluslararası Para Fonu'nun istikrar için risk uyarı ışığı olarak kullandığı GSMH'nin yüzde 4'ü seviyesindeki kılavuz çizgilerini aştı. IMF'in bu tarihsel normların ihlal edilmiş olmasına rağmen sonuç verecek herhangi bir uyarıda bulunmamış olması, Avrupa'da durumların artık farklı olduğuna dair kendi başına bir göstergedir. Para birliği bir olguydu. Tersine çevrilemezdi. Artık cari işlem dengesizlikleri için daha fazla endişelenmeye gerek yoktu; Euro bölgesinde üye ülkeler arasındaki sermaye akışının ABD'deki elli eyalet arasındaki sermaye akışından daha riskli bir yanı yoktu. Güney Avrupa ülkeleri tarafından ithal edilen yabancı sermayenin ana kütlesi, Yunanistan istisna olmak üzere, hükümetin bütçe açıklarını değil, özel yatırımları finanse etmek için kullanılıyordu. Bu özel yatırımlarsa alıcı ekonomileri, aldıkları borcu geri ödeme imkanı sağlayarak, daha üretken kılma vaadi taşıyordu.

Dolayısıyla, sermayenin Almanya gibi yüksek gelirli ülkelere İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi düşük gelirli ülkelere akıyor olması iyi bir şey olarak meşrulaştırılabilirdi. Hızlı büyüme kapasitesine sahip düşük gelirli ülkeler, ilave bir sermayeyi işe koşmak için büyük bir imkan bulmuştu. Ve Euro'nun da gelişile, tahminler Güney Avrupa'nın eskiden ekonomik olarak geri kalmış ülkelerinin şimdi bu kapasiteye fazla fazla sahip olacağı yönündeydi. Çin'den ABD'ye sermaye akışından çok da farklı bir durum yoktu ortada. Bu da, daha iyisi olamaz diyerek haklılaştırıldı.

Federal Alman Cumhuriyeti ise, tersine, düşük bir performansla girdi Euro'ya. Halen eski Doğu Almanya'yı hazmetmekle meşguldü. İşsizlik oranı, özellikle doğu Länder'de yüksekti. İş gücü piyasaları esnek değildi. Bütün bunların, can çekişen devasa Alman ekonomisine yatırım yapmaktansa Avrupa periferisinin küçük ülkelerine yatırım yapmanın gerekçeleri olduğu öne sürüldü.

Almanya bundan kısa bir süre sonra, Gerhard Schröder'in Sosyal Demokratlar'ıyla Yeşiller koalisyonunun 'Agenda 2010' reformlarını benimseyecekti. Schröder'in, Alman işgücü piyasasına radikal reformlar dayatmaya aday olması beklenmedik bir şeydi. Babası II. Dünya Savaşı sırasında doğu cephesinde savaşarak ölmüş, kendisi on dört yaşından itibaren bir inşaat işçisi olarak ailesinin geçimini tek başına sağlamış, çalışma arkadaşlarının sendika yanlısı militan politik görüşlerini benimsemişti. Schröder daha sonra hukuk fakültesini başarıyla bitirdi, ardından Genç Sosyalistler'in aktif bir üyesi oldu ve radikal anti-kapitalist öğrenci-terör grubu Baader-Meinhof örgütünün ünlü kurucusu Horst Mahler'in savunma avukatlığını üstlendi. Bundestag'a seçildiğinde, geleneksel takım elbise yerine süveter giyerek kendi halk adamı kimliğini sergiledi.

Schröder, ulusal ihtirasları olan politikacıların sık sık yaptığı gibi, zaman içinde merkeze kaydı. 1998'de başbakanlık koltuğuna oturmayı başardığında, senelerdir yüksek işsizlikten muzdarip olan Alman halkı farklı bir şeylere hazırды. Sınıf savaşına uzak duran, artık alışılmış takım elbiseler giyen başbakan, Bill Clinton ve Tony Blair tarzı toplumsal adalet-ekonomik verimlilik bileşimi bir stratejiye sarılarak, kendisine modernize edici bir rol biçti. Tıpkı sadece Nixon'ın Çin'e gidebilmiş olması gibi, sadece Schröder Almanya'nın güçlü sendikalarını çıkarlarının ılımlı ücret, merkezi olmayan toplu sözleşme ve reform yapmış bir refah devletinde olduğuna ikna edebilmişti. Merkeze kaymanın politik bir anlamı da vardı: Schröder'in Sosyal Demokratları kendi sollarından gelen politik rekabete görece olarak daha az maruz kaldı; bu da onları daha muhafazakar Hristiyan Demokratlar ve liberal Serbest Demokratlarla seçim rekabetine girmek amacıyla politik yelpazenin ortasına doğru yürümeye sevk etti.

Ama Euro'nun ilk yıllarında Schröder'in reformları, hayata geçmek için zamanı olmak şöyle dursun, henüz benimsenmemişti.¹⁵ Üretkenlik Güney Avrupa'da, hâlâ can çekismekte olan Almanya'dan daha hızlı büyüyordu. Bütün bunlar, Avrupa'nın kuzeyi ile güneyinin bir noktada buluşacağı beklentilerini besledi ve bu da güneyi başıboş finansın apaçık varış noktası haline getirdi.

Bununla birlikte bu güven verici ortamla yan yana gelişen üç rahatsız edici olgu vardı.¹⁶ İlki, bu güçlü sermaye akışının yaşandığı dönemde Avrupa'da tasarruf oranları düştü. Besbelli ki bölge, giderek artan ölçülerde yabancı finansmana bağımlı hale geliyordu. Tasarruf oranlarının sadece yüksek olmakla kalmayıp yükselmeye devam ettiği Çin ve diğer hızlı büyüyen Asya ekonomilerindeki yapının tersine bir durumdu bu. Sermaye akışının ve bununla finanse olan yatırımların her an durabilir olması ölçüsünde tedirgin edici bir durum.

İkinci bir rahatsız edici eğilim de, Avrupa'nın güneydeki katmanları boyunca rekabet gücündeki bozulmaydı. Almanya'da, Schröder'in 2003 yılındaki reformlarının ardından imalat sanayindeki birim işgücü maliyetlerinde artış, üretkenlikteki güçlü büyüme ve sendikaların yeni kabul ettiği ücret ılımlılaştırma politikalarının bir yansıması olarak, durdu. İspanya benzeri ülkelerdeyse, tersine, ücret artışları üretkenliği çok geride bırakmıştı. İspanyol sendikacılara Euro'nun daha hızlı büyüme vadettiği söylenmişti. Onlar da, gelecekteki ücretleri daha da yükseleceğine göre bunun nimetlerinden şimdi de kısmen faydalanabilecekleri sonucunu çıkardılar. Gerçeklikse, hiç kuşkusuz, hızlı büyümenin garanti olmadığıydı. İspanya'da imalat sektöründeki birim işgücü maliyetleri 1999 ile 2008 arasında Almanya'ya göre yüzde 40 gibi ürkütücü bir artış gösterdi. İspanyol firmalarının rekabet etme ihtimalleri yoktu.

Yunanistan, Portekiz ve İtalya'da da durum bundan daha iyi değildi. Oralarda da üretim maliyetleri, Agenda 2010 reformlarını yürürlüğe koyan Almanya'da düşerken, net bir biçimde arttı. Bir zamanların Almanya'sı olsa, nispeten dü-

şük işgücü ve diğer uygun maliyetlerin sağladığı rekabet gücü, güçlü bir Alman markıyla dengelenmiş olacaktı. Ama Euro'ya geçmiş bir Almanya'da artık söz konusu değildi bu.

Üstelik problem sadece Almanya'nın bu rekabet gücünden de ibaret değildi. Buna ilaveten, Çin vardı. Zaman, Çinli giysi, ayakkabı ve diğer mamul mal ihracatçıların pazarda yükselip, Yunan, Portekiz ve İtalyan firmalarının üretim alanlarını işgal ettiği bir zamandı.¹⁷ Avrupalı liderlerden Euro planlarını yaparlarken Çin rekabetinin yoğunlaşacağını öngörmelerini beklemek çok fazla şey istemek olurdu. Bu olay da, Çin'in Avrupa'ya hücumu yani, bir çuval inciri berbat eden bir başka sürpriz oldu.

Üçüncü rahatsız edici eğilim, Avrupa'nın çevre ülkelerine sermaye akışının, sabit yatırımları değil konut inşaatlarını teşvik etmiş oluşuydu.¹⁸ Konut inşaatlarının üretkenliği geliştirici etkisi çok azdı. İnşaat faaliyetlerindeki kabarma bir uyarı işareti olmalıydı.

Bu sermaye akışının aracı kuruluşları, ABD'de olduğundan bile daha fazla, bankalar oldu. ABD bankaları fazlasıyla borçlanmış olsa da, Avrupa bankaları daha da fazla borçlanmıştı. ABD bankaları, banka aktiflerinin sermayeye oranını ölçen geleneksel kritere göre on iki faktörlü bir borçlanmaya girmişlerdi.¹⁹ Avrupa bankaları ise, aynı kritere göre 20 faktörlü bir borçlan yükünün altındaydı.²⁰ Sonuçta, Avrupa bankaları kayıplara karşı bir koruma olarak sadece yüzde 5'lik bir sermaye tamponu seviyesini korudular. Bu yirmi katlık borçlanma, üstelik, sadece endüstri ortalamasıydı. Alman devi Deutsche Bank gibi büyük bankalardan bazıları borçlanmalarını 40:1 gibi bir orana yükselterek kendilerini aşmıştı.

Perakende mevduat toplayarak öyle kolay kolay finanse edilemeyecek kadar fazla bir borçlanma, kredi ve yatırım defterlerinde hızlı bir genişlemeydi bu. Avrupa bankaları, ABD'de olduğundan bile daha fazla toptan para piyasalarını kullanarak mevduat yükümlülüklerini tamamladılar. Kısa vadeli kredi ihraç ettiler. Diğer banka ve banka olmayan finans kuruluşlarından borç alıp, her gece bu borçları temdit ettiler. 2007'nin ilk çeyreğinde Avrupa bankalarının kredi-mevduat oranı, ABD'dekinden de aşırı bir noktaya ulaşmış, yüzde 175'e yaklaşmıştı. Bu olgunun bir bütün olarak Avrupa için geçerli olması, Kuzey Avrupa bankalarından borç alan Güney Avrupa bankalarıyla sınırlı olmadığı anlamına geliyordu. Avrupa bankaları bir grup olarak, ABD de dahil olmak üzere dünyanın diğer bölgelerinden de borç alıyor ve nakit girişini spekülatif yatırımların finansmanında kullanıyorlardı.

Bu sürecin birkaç önemli içerimi oldu. Bunlardan ilki, hemen paraya çevrilemeyen emlak yatırımlarını finanse eden bankaları likidite krizlerine karşı kıvrılma stratejisiydi. Her ne kadar vadesiz mevduatlar anında paraya çevrilebilir (likit) olsa da, -isminden de anlaşılacağı gibi istendiğinde çekilebilirler- bu

mevduatların sahipleri gelişmelere tepki vermekte yavaş davranabilirdi. Ama bankalarını birbirine açtığı ve mevduat sigortası kapsamında olmayan toptan para kredileri öyle değildi. Bir bankanın kredi ve yatırımlarının sorunlu olduğu haberi aldığı borçları çevirmesini bir anda imkansız kılabilirdi. Haberler abartılı olsa bile, yani banka borçlarını ödeyebilir durumda olsa bile- yine de onu aktiflerini haraç mezat satmaya ya da devletten yardım istemeye mecbur bırakan bir likidite krizi yaşayabilirdi.

İkinci içerim, bankacılık sisteminin ve aslında bireysel bankaların çok fazla büyümesine izin verilmiş olmasıydı. 2007’de krizin ilk dalgaları Avrupa sahillerine vurmaya başladığında, BNP Baribas ve Deutsche Bank’ın bilançolarının pasifindeki borçlar sırasıyla Fransa ve Almanya gayri safi yurtiçi hasıllarının yüzde 80’ini aşmıştı. Belçika-Lüksemburg bankası Dexia ve Hollanda bankası Fortis ise kendi ülkelerinin GSYH’lerini daha büyük bir marjla aşmıştı. Hiç de şaşırtıcı olmayan bir biçimde bunlar izleyen krizde baş rolü oynayacak bankalardı.

Üçüncüsü, banka bilançolarındaki bu dramatik genişlemenin, Euro Bölgesi çevre ülkelerinde patlayan konut piyasasına daha da fazla kredi akışını olanaklı kılmasıydı. Bu kredi konut fiyatları ve inşaat patlamasındaki artış için daha da kuvvetli bir itici güç işlevi gördü. Bu da, İspanya’daki bölgesel tasarruf bankalarını konut piyasasının etkilerine daha ağır bir biçimde maruz bıraktı. Üstelik özellikle böyle bir maruz kalmanın bile yetersiz kaldığı doymak bilmez bankalar için, ABD bankalarının ipotek destekli menkul kıymetlerine yüklenme yoluyla daha da fazlası elde edilebilirdi. Sonuçta, Avrupa bankalarının ABD finans kuruluşlarınca bilanço dışı ihraç edilen türev menkul kıymetleri satın almak için aynı ABD finans kuruluşlarına dolarla borçlandığı tuhaf bir durum çıktı ortaya. Bu alabildiğine bir satıcı finansmanıydı.²¹

Gelişmeler krize doğru tırmanırken, Başkan Bernanke gibi ABD yetkilileri ri ülkenin ticaret ve bütçe açıkları arasındaki bağlantıya odaklanmıştı. Tek bir faktörün, yani Asya ve Orta Doğu’nun ‘tasarrufa doymuş ülkeleri’nden gelen net sermaye akışının ABD’nin hem ticaret hem de bütçe açığını finanse etmesinin, önemine işaret ediyorlar ve şayet herhangi bir nedenle bu tasarrufa doymuş ülkeler aniden bu açıkları finanse etmekten vazgeçerlerse ne olacağına ilişkin can sıkıcı sorular soruyorlardı. Ancak ticaret ve bütçe açıklarına ve net sermaye akışına odaklanırken, daha önemli olduğu ortaya çıkan bir şeyi, yani Avrupa’dan ABD konut piyasasına ~~yatırımın~~ finansmanını üstlenerek giderek riskli bir hale gelen menkul kıymetlere yönelik devasa sermaye akışını gözden kaçırdılar. Bu iki bölge arasındaki ticaret kapsamlı bir biçimde dengeliydi. Ama Avrupalı fonların

ABD ipotek destekli menkul kıymetler ve türevlerine doğru, banka kredilerinin ABD'den Avrupa'ya buna denk ve dengeleyici bir akışıyla boy ölçüşen yoğun bir akışı söz konusuydu.

Bay Bernanke'nin 'tasarruf doygunluğu' değil ama işte bu 'banka doygunluğu' ve konut piyasası açısından içerimleridir ki, izleyen olaylar üzerinde belirleyici oldu.²² Ama ABD'nin, bütçe açıkları ve dış ticaret açıkları konusunda engin bir yakın tarihi vardı; dolayısıyla bu dengesizlikler konusunda bir dikkat açığı olmadı. Ama bunun aksine, yüzyıl dönümünden sonra gelişmiş bu türden bir konut piyasası patlamasının -tarihsel ya da başka türden- bir örneği daha yoktu, bunu körükleyen bir satıcı finansmanı daha önce hiç yaşanmamıştı. Bu nedenle de söz konusu kişilerin tarihsel bakış açıları, politik politika yapıcılarının aldığı ve aynı derecede almadığı risklerin habercisi oldu.

Bu olağanüstü finansal koşulların ortaya çıkmasına nasıl izin verildi? Neden onca sözüm ona dirayetli gözlemci bu aşırı büyümüş finansal sistemin taşıdığı risklerin önemini değerlendirmekte başarısız oldu?

Bu soruların yanıtı, Avrupa finans sisteminin, ABD'dekine oranla her zaman daha fazla banka tabanlı oluşunu gözlemlemekten geçiyor. ABD'de bankalar konut ipotegi kredilerinin sadece yüzde 30'unu ve şirket fonlamanın da yüzde 30'unu karşılar. Avrupa'da ise bankalar konut kredilerini yüzde 80'ini, şirket kredilerininse yaklaşık yüzde 90'ını karşıladılar. Avrupa'nın finansal faaliyetlerinde bir genişleme olacaksa, bu işin öncüsü finansal sistemi domine eden bankalar olmak zorundaydı.

Buna ilave olarak, büyük Avrupa bankaları evrenseldi. Glass-Steagall muadili kısıtlamalara maruz kalmaksızın müşterilerine eksiksiz bir finansal hizmet yelpazesi, ya da 'evreni' sundular. Denetçiler, geleneksel olarak, banka sermayesinin yeterliliğini yatırımları risklerine göre ayrılmış kovalara koyarak ölçüyor ve her birine basit bir borç (leverage: kaldıraç) oranı ilaştııyorlardı. Denetçi bunun ardından her bir kovadaki banka aktiflerinin payını hesaplar ve bir bütün olarak portföy için izin verilen maksimum borç miktarını belirlerdi. 1988'deki Basel Committee on Banking Supervision'da (Basel Bankacılık Denetim Komitesi) görüşülerek üzerinde anlaşmaya varılan sermaye yeterliliği yaklaşımı buydu.

Ama büyük Avrupa bankaları, bu parmak hesabı kurallarının kendi alanlarının farklı boyutlarını hesaba katmakta başarısız olmasından yakındılar. Eğer aynı anda bir kovadaki aktif zararları yükselirken, bir diğer kovadaki aktif zararları düşerse, bu durumdan bir bütün olarak portföy çok az etkilenecekti.

Faiz oranları ve şirket kârlarının her ikisinin birlikte düştüğü bir durgunluk döneminde, bankalar bir yandan ellerinde tuttıkları hükümet bonolarından gelen sermaye kazançlarının (faiz oranları düşerken yükselen fiyatların) keyfini sürerken, aynı anda şirket kredilerindeki zararlardan muzdarip olabiliyorlardı. Avrupa'nın büyük, geniş bir hizmet çeşitliliğine sahip bankaları, bundan dolayı kayıplara karşı tampon olarak ellerinde daha az sermaye tutabileceklerini ileri sürdüler. Portföyün riskini kendi iç modellerini kullanarak ölçebilirler ve denetçiler de sermaye yeterliliğini buna uygun olarak ayarlamak için bu sonuçları kullanabiliyordu.

Basel Bankacılık Denetim Komitesi, bu zararları dikkate alarak 2004'de revize edilmiş sermaye uzlaşısı, Basel II'yi yayınladı. 2005'te Avrupa Parlamentosu, Basel II'nin benimsendiğini hükme bağlayan bir sermaye yeterliliği talimatı imzaladı ve AB denetçileri de 2007'de bunu uygulamak üzere harekete geçti. ABD'deki mevzuat ise, şimdi geriye dönüp bakıldığında istisnai bir ihtiyatlılık krizi gibi görünen bir tutum takınarak, Basel II'yi benimsemekte daha yavaş davrandı.

Daha genel anlamda, Avrupalı yetkililer büyük bir gururla gezegenin en sofistike denetçileri olduklarını iddia ettiler. İspanyol denetçiler, bankaları kötü zamanlardaki zararlarını karşılamak için iyi zamanlarda bir kenara rezerv koymak zorunda bırakan dinamik önlem sistemlerinin erdemlerini borazan çalarak ilan etti.²³ Gerçekte ise, bu sistemin patlamayı dizginlemekte çok az işe yaradığı ve sonradan karşılaşılabilecek zararlar için yetersiz bir tampon sağladığı ortaya çıktı. Resmi yetkililere ve bankacılara sahte bir güvenlik duygusu vermişti. Banka düzenlemesinde, ortaya çıkacaktı ki, sofistikasyon bir erdem değildir.

Ama problemin kökeninde Euro yatıyordu. Döviz kuru riskinden kurtulmuş olan bankalar yurtdışına borçlanıp kredi vermekte rahat davrandılar. Sınır aşırı rekabet yoğunlaştı. Eskinin uyuşuk bölgesel bankaları, kârları sıkışınca, ayakta kalma oyununda daha fazla risk alır oldular. Alman bankası IKB gibi, endüstriyel ve altyapı kredilerinde yeterince fırsat kokusu almayan sözde kamu kurumları, Amerika'daki getirisi yüksek, teminatlı borç senetlerine yüklendiler. Kendi hükümetlerinin, bir ortak pazar ve oyun alanını eşit seviyeye getirme retoriğine sarılmış olsa bile, ulusal şampiyonlarının ayakta kalmasına yatırım yaptığını anlamışlardı. Riskli bahisleri kaybetmeleri halinde devlet sektörünün yardıma koşacağından emin bir halde zararlarını yuvarladılar.

2007-2008 krizi ABD'de gölge bankacılık sisteminden - büyük ölçüde denetim ağının dışında iş gören serbest yatırım fonları, özel amaçlı enstrümanlar ve

türev piyasaları- kaynaklandı, sonra ticari bankalara sıçradı. Avrupa’da ise kriz, tersine, katı bir şekilde denetim çerçevesinin içinde kalan finans kurumlarından kaynaklandı. Avrupa’nın krizi, başından itibaren bir bankacılık kriziydi.

Bu çoğalan kırılganlıklar, 1920’li yıllarla tesadüfi bir benzerlikten daha fazlasını taşıyorlardı. Denetim kısıtlamalarından kurtulmuş bir Amerikan finansal sisteminde hızlı bir kredi genişlemesi vardı. ABD’deki kredi patlaması Avrupa’daki eşit derecede dramatik bir kredi genişlemesinde yansımaları buldu. Banka ve banka olmayan finansal kuruluşlar arasında büyüyen bir rekabet ve ayakta kalma kumarı oynayan finans firmalarının risk alışları vardı. Konut ipoteği araçları ve bankaları, menkul değer ihraççıları ve yabancı bankalara bağlayan uzun kredi zinciri, her türlü fırsatçılığı teşvik etti.

Kredi patlaması, ABD’deki savsak para politikaları tarafından körüklendi; 1920’lerdeki durumla bir başka benzerlikti bu. ABD ile Çin arasındaki kronik dengesizliklerin doğurduğu sınır ötesi sermaye akışıyla pekişti. Avrupa büyük miktarlarda finansı kıtanın kuzeyinden güneyine aktararak bu dengesizlikleri bölgesel düzeyde tekrarladı. Altın standartının 1920’li yıllarda yeniden tesisi saf yatırımcıyı döviz kuru riskinin artık geçmişte kalan bir şey olduğuna inandırarak pervasızca borç vermeyi nasıl teşvik ettiyse, Euro’nun ortaya çıkması da mali politika belirleyenleri, mantığa aykırı olarak, yalnızca döviz riskinin değil ama aynı zamanda kredi riskinin de ortadan kalktığını iddia etmeye sevk etti. Yatırımcılar oltadaki yemi, misinayı ve olta kurşununu yuttu.

1920’li yıllarda olduğu gibi kredi patlamasından asıl yararlanan yine konut piyasası oldu. Ama 1920’li yılların konut patlaması seyrek nüfuslu Florida eyaletinde merkezileşmişken, bu seferki sadece ABD’ye değil ama İspanya’ya da, İrlanda ve diğer Avrupa ülkelerinde de bulaştı. Sonuç olarak, bu ani yükseliş ve düşüş, sadece tek tek bankaları ve banka olmayan finansal kuruluşları değil ama seksen yıl öncesine göre çok daha yüksek derecede borçlanmış ve yetersiz sermaye kullanan finansal kurumlar daha fazla etkilense de, bir bütün olarak sistemim istikrarını tehdit etti.

1920’lerin dikkatli öğrencileri bu paralelliklerin farkına varmış olmalıydılar. Ama onlar bile bir sonraki adımda kendilerini bekleyen şeye hazır değildi.

NOTLAR

1. Rakamlar, nasıl oluşturulduklarına bağlı olarak değişiyor. Burada verilenler S&P/Case Shiller National Composite Index (ABD) ve Avrupa Merkez Bankası indeksinin yıllık ortalamaları (hem İrlanda hem de İspanya'daki mevcut konutlar) üzerine kuruludur.
2. İspanya, her ne kadar çok geriden başladıysa da, 2005'ten itibaren yakalamak için kayda değer bir çaba sarf etti.
3. Bu sonuncusuna geçmişten bir örnek, Almanya kömür ve çelik endüstrisine çok uluslu bir gözetim uygulayan ve daha sonraları Avrupa Ekonomik Topluluğu'na dönüşmüş olan Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'ydu.
4. Her iki alıntı da Szaz'dan (1999), sf. 216.
5. Pürüzsüz bir para birliği için mali transferlerin önemine yapılan vurgunun tarihi, Peter Kenen'in (1969) çalışmasına kadar gider. Para birliğine eşlik eden banka birliğine olan ihtiyaç, Avrupa bankalarının sınır ötesine nüfuz etme sürecinin hâlâ ilk aşamalarında olması hesaba katılırsa, 1990'lı yıllarda bile belki de daha az yaygın bir biçimde hissediliyordu. Ama daha az yaygın bir biçimde hissedilmesi de bu olgunun değerinin anlaşılmamış olması demek değildir; bkz. diğerlerinin yanı sıra, Eichengreen (1993).
6. Guardian'dan alıntı (Ocak 12), <http://www.theguardian.com/world/1999/jan/13/martin-walker>
7. Siyaset biliminden bu tür tezlere örnek olarak bkz. McKay (1996) ve Jones (2002).
8. Kurucu üyelik kararının alındığı 1994 ile 1998 tarihleri arasında.
9. AB kararlarının oybirliğiyle alınması olgusuna ilaveten, para birliği konusundaki anahtar ülke, Almanya, kararın alındığı 1997 ve 1998 yıllarında borcu GSYİH'nin yüzde 60'ıyla sınırlayan Maastricht kriterlerini az da olsa ihlal etti. Bu kriterden Almanya için hafif de olsa feragat edilecekse, diğer ülkeleri buna zorlamak da doğal olarak güçleşecekti.
10. Ayrıntılar için bkz. Story, Thomas ve Schwartz (2010).
11. İrlanda devlet tahvillerinin getirisi de, ülkenin Celtic Tiger (Kelt Kaplanı) olma konumu sayesinde, gerçi o kadar yüksek olmasa da, Alman bund'larından daha yüksekti.
12. Bu inançlara parayı yönetenlerce ne denli yaygın bir biçimde kucak açıldığı ve faiz oranlarının Euro Bölgesi'nin tümünde ne denli hızlı bir biçimde birbirine yaklaştığı hesaba katılırsa, ekonomistlerin piyasa katılımcılarının bu şekilde karşılık vereceği konusundaki kuşkuları hatırlanmaya değer. Bishop (1992), piyasa katılımcılarının potansiyel borçlular arasında borç yüklerine ve bunun sonucu olarak da güvenilirliklerine göre güçlü bir biçimde ayırım yapacaklarını öngörmüştü. Buitier, Corsetti ve Roubini de (1993), benzer şekilde, büyük çaplı temerrüt risk primlerinin Avrupa'nın yüksek borçlu ülkelerini bir kenara ayırmaya devam edeceğini öngördüler.
13. Avrupa Merkez Bankası, Euro-Bölgesi ülkelerindeki hükümet menkullerinin 'repo'larına aynı saç kesimi ya da iskontoyu uygulayarak, faiz oranlarının birbirine yaklaşması için daha öte bir teşvikte bulundu. Yani, ticari bankalarla yürütülen yeniden alım operasyonlarında teminat olarak kabul ettiği hükümet menkullerine aynı iskontoyu uyguladı. Bu da dolayısıyla bankaları diyelim ki Yunan ve Alman menkullerine eşit derecede yatırım yapmaya sevk etti çünkü her ikisi de Avrupa Merkez Bankası'nda aynı fiyata 'repo edilebiliyor', başlangıçta daha ucuz olan Yunan bonosunun fiyatını Almanya seviyesine çıkarıyordu. Buna bağlı tehlikelere daha en baştan itibaren Buitier ve Sibert (2005) tarafından işaret edildi. ECB uygulamada esas olarak çok kısa vadeli borçları (vadesi yakın on yıllık bonolar da dahil olmak üzere) repo etti. Bu nedenle de söz konusu mekanizma, bütün bir hükümet bonoları spektrumu üzerindeki faiz oranlarının bu denli güçlü bir biçimde birbirine yakınlaşmasını tümüyle izah edemez.
14. Olgu niteliksel olarak aynı olsa da, İrlanda niceliksel olarak daha az etkilendi.

15. Bu reformlar, işsizlik yardımıyla sosyal güvenlik ödeneklerini birleştirip bu bileşime bir de üst sınır getirerek çalışma isteğini artırdı ve dolayısıyla da sendikaları ücretlerde daha ılımlı bir artış talep etmeye sevk etti.
16. Lane ve Pels'de (2012) belgelendi.
17. Öyle bile olsa, bu baskılar tümüyle o aynı sürecin parçasıydı. Almanya, tüketici malları üretiminde uzmanlaşmış Güney Avrupa ülkeleriyle doğrudan bir rekabete girmeyip Çin'e yönelik sermaye malları ihracatını artırmış olabilir, Çinli üreticiler de bunu Avrupa'da yaptıkları tüketici malları ihracatının kapasitesini artırmakta kullanabilirdi. Sıkıntısındaki Güney Avrupa üreticileri için sonuç aynı olurdu.
18. Obstfeld ve Rogoff'un da (2010) belgelediği gibi, içeriye doğru sermaye akışı ne denli büyüksé, gerçek gayrimenkul fiyatlarındaki kümülatif artış da o kadar büyük olur ve inşaat faaliyetleri de o kadar artar.
19. Burada sermaye'den kastedilen, 1.tabaka sermaye (hissedarların özkaynakları) ve 2. tabaka sermayedir (bilançoda gösterilmeyen yedekler, ihtiyatlar, melez enstrümanlar ve ikinci dereceden borçlar gibi diğer 'özkaynak benzeri' sermaye).
20. Kriz arefesinde oldu bu.
21. Satıcı finansmanı, bir firmanın borçluya o satıcının ürün ya da malını satın alabilsin diye kredi açması anlamında.
22. 'Banka doygunluğu' fikri Shin (2012) tarafından geliştirildi.
23. Bkz. örneğin, Saurina (2009).

KISIM II

En Kötü Zamanlar

1929 ilkbaharına gelindiğinde, Fed'in doğrudan baskı politikasıyla güçlendirilmiş faiz artırımını borsada hissedilmeye başlıyordu. Borsa aracılarının kredileri, hâlâ mevcut olmalarına rağmen giderek pahalıyordu. Wall Street için ucuz kredinin önemini bir çoğundan daha iyi kavramış olan Billy Durant alarına geçti ve dikkatini en üst seviyeye çıkarttı. Durant, Nisan başlarında bir akşam yemeğinden sonra Beyaz Saray'a gitti; dikkat çekmemek için şoförlü bir limuzin yerine taksi kullanmıştı. Başkan Hoover'ın huzuruna çıktı ve "Merkez Bankası, menkul kıymet kredilerini daraltarak altın yumurtlayan tavuğu kesiyor," iddiasında bulundu.¹ Fed'in daha önceki düşük faiz politikasını spekülasyonu körüklüyor diye eleştiren Hoover, hiç istifini bozmadı.

Başkan'ı kendi saflarına çekmeyi başaramayan Durant, bunun üzerine kamuoyunu harekete geçirerek Beyaz Saray liderinin bir kez daha düşünmesini sağlamaya çalıştı. CBS radyosundan on beş dakikalık bir süre satın aldı ve Merkez Bankası Kurulu'ndaki 'otokrat'ların ellerini iş dünyasından çekmesi talebini vurguladığı bir konuşma yaptı.² Yayın sükse yapmasına rağmen, Fed politikası üzerinde bir etkisi olmadı.

Durant merkez bankasını etkilemeyi başaramayınca sessizce piyasadan çekilmeye başladı. Soru, daha kaç yatırımcının onu izleyeceğiydi. Yazın ardından bu sorunun yanıtının 'çok değil' olduğu ortaya çıktı. Haziran ve Ağustos ayları arasında Dow Jones endüstri endeksleri ilave bir yüzde 16 daha ilerlemişti. Borsa çılgınlığı Wall Street'den Ana Cade'ye yayıldı. Piyasalarda olup bitenler işyerlerinden gazetelerin birinci sayfasına taşınmıştı.

5 Eylül günü, keçi sakallı yatırım gurusu, amatör konjonktür dalgalanmaları kuramcısı ve içki yasağının önde gelen savunucularından Roger Babson, National Business Conference'ta, can alıcı noktası, "Er ya da geç çöküş geliyor

ve korkunç olabilir” fikri olan yıllık konuşmasını yaptı. Babson, bir Sir Isaac Newton fanatığıydı. Karısı Grace, bir Londra yolculuğu sırasında, işi Newton’un evinden kurtarılan bir salon takımını satın alıp gemiye yüklediği gibi Roger’in Massachusetts, Wellesley’de yeni oluşmaya başlayan İşletme fakültesine yollamaya kadar götürmüştü. Babson, Newton’un üçüncü fizik yasasının finans piyasalarına uygulanabileceğine inanıyordu: Her etki bir tepki yaratır, dolayısıyla yükselen inmek zorundadır. Babson, piyasanın yükselişe geçtiği 1927’den beri bir borsa değerlerinde bir düşüş kehanetinde bulunuyordu. Kötümserliğinin pek de bir haber değeri kalmadığını ilk kendisi teslim etmişti. 5 Eylül’deki açıklamalarının girişinde de bunu belirtti: “Geçen sene ve önceki sene bu saatlerde söylediklerimi bugün tekrarlayacağım.” Durmuş bir saat bile günde iki kez zamanı doğru gösterirdi. Babson’un zamanı gelmek üzereydi.

Yale Üniversitesi ekonomisti Irving Fisher, Babson gibi, hem bir yasak yanlısı hem de kısmen keçi sakallıydı. Ama Babson bir fizik öğrencisiyken, Fisher İsviçre’ye yaptığı bir yaz seyahati sırasında dağ göllerine çağlayarak dökülen su manzaralarından esinlenmişti ve şimdi de hidrolik yasalarını ekonomiye uygulama arayışındaydı. Likiditenin hâlâ bol olması gerçeği, Durant’ın geleceği dair uyarılarına rağmen, Fisher’ın 17 Ekim’de yaptığı ve pek yakında ünlü olacak duyurusunun temelini oluşturdu: “Borsa fiyatları sürekli gibi görünen yüksek bir düzlüğe ulaşmış bulunuyor.” Fisher 21 Ekim Pazartesi günü, herhangi bir düzeltmenin “sadece aşırı fanatikleri silkeleyip atacağı”nda ısrar ederek bahsi iki katına çıkardı.

Dow Jones ortalaması 3 Eylül Salı günü, yirmi beş yıldır eşi görülmemiş bir seviyeye çıkarak zirve yaptı. Hisse fiyatları 4 Eylülde önce ılımlı bir düşüş gösterdi ardından 5 Eylülde keskin bir şekilde indi. 5 Eylül Çarşamba, Babson’un Wall Street’i Florida gayrimenkul piyasasıyla karşılaştırıp en kötü kehanette bulunduğ u konuşmasını yaptığı gündü. Yüzde beşlik düşüşün yaşandığı ve ‘Babson Kırılması’ olarak biline gelen o gün, Babson’un kahramanı Newton’un da belirttiği gibi, yükselenin inişe geçebileceğine dair bir uyarı olarak kaldı hatıralarda.

Fiyatlar altı hafta boyunca aşağı sürüklendi. Arada, periyodik yükselme günleri ve ardından Dow’un yüzde 4,5 oranında düştüğü 3 Ekim Çarşamba günü olduğu gibi, şiddetli satış günleri oldu. Sınırda hisse alımı yapan borsa tacirleri vuruldu. ‘Spekülatif Borsa hesapları arasında ölüm oranı muazzam,’ diye yazdı *New York Times* izleyen hafta. ‘Haftanın ilk günü altılı rakamlara ulaşan sayısız hesap, Cuma akşamı itibarıyla tümüyle sıfırlandı.’³

Yatırımcılar, buna rağmen, bir sonrâ olacıklara hazırlıksızdı. 24 Ekim ‘Kara Perşembe’ günü Dow Jones Endüstri Ortalamaları daha açılış ziliyle birlikte yüzde 11 düştü. İlk otuz dakika içinde 1,6 milyon hisse koca bir işlem gününün tipik işlem hacmini aştı ve el değiştirdi. Kotasyon mekanizması ve kıta-aşırı telgraf sistemi bozguna uğradı.

Panik halindeki bir piyasa kendi donanımlarına terkedilemezdi. Önde gelen Morgan ortaklarından Thomas Lamont, yaşlı J. P. Morgan'ın izinden giderek, National City Bank'ın başkanı Charles Mitchell, Chase National Bank'ın başkanı Albert Wiggin, Guarantee Trust Company'nin genel müdürü William Potter ve Bankers Trust'ın başkanı Seward Prosser'i toplantıya davet etti. (Jack Morgan'ın kendisi Avrupa'daydı ve olayları yakından izliyordu.)

Sadece yirmi dakika süren bir öğle toplantısının ardından, Lamont orada toplanmış ekonomi muhabirlerine demeç vermek üzere ortaya çıktı. Ekonomik ve mali durumun 'temelde sağlam' olduğunu bildirdi; bankacı ve politikacıların piyasalar ne zaman sıkıntı işaretleri verse sığındığı o standart mecaza başvurarak. Uçakla bir iş seyahatine çıkmak üzere olduğunu gündeme getiren bir ifade kullanarak, piyasanın bir hava boşluğuna çarpıp ani irtifa kaybına uğradığı sabahki düşüşle ilgili tartışmaya da son verdi.

Artık Lamont'un açıklamaları sayesinde mi, yoksa bankacıların onun sözlerini eylemleriyle desteklemeye hazır olduğuna dair umutlar sayesinde mi bilinmez, fiyatlar o öğleden sonra istikrarı yakaladı. Ama piyasayı hemen ardından bu kez de, sabahki kıyım haberlerini ancak şimdi sindirmiş olan West Coast'tan gelen satış emirleri dalgası vurdu. Yaklaşık 13 milyon hisse seviyesindeki işlem hacmi, bir önceki günü iki mislinden fazla aşmıştı. Borsa fiyatlarını kağıt şeride kaydeden cihazın o günlük işlemlerin kaydını çıkarmayı tamamlaması, kapanışı izleyen üç saati aldı.

Fiyatlar, Lamont tarafından organize edilen bir bankacılar havuzunun destek vereceği söylentilerinin de etkisiyle, Cuma günü ve Cumartesi'nin kısa işlem gününde de yine sıkıntılı bir biçimde dalgalanmayı sürdürdü. Pazar günü normalde bomboş olan Wall Street, hasar tespiti yapan memurlar ve haber bildirmek için itişip kakışan muhabirlerle bir arı kovanı gibiydi. "Turistler, savaş alanındaki boş kovanları hatıra olarak alan ziyaretçiler gibi, sokakta sağa sola dağılmış borsa kayıt şeritlerini topluyordu."⁴

Dow Jones endüstri endeksi 28 Ekim 'Kara Pazartesi' günü bir yüzde 12 daha ve ertesi 'Kara Salı' günü de 'umutla beklenen bankerler' desteği gelmeyince, yüzde 9 değer kaybetti. Salı günü el değiştiren 16 milyon hisse senedi son kırk yılın rekorunu kırdı. Borsa tacirleri ve muhasebeciler bir kez daha işe boğuldu. Wall Street Bowling Ligi, birçok üyesinin olmayışı nedeniyle ilerideki maçların ertelendiğini duyurdu.

Her şeyini kaybetmiş olan kredili borsa oyuncuları için Yeni Dönem sona ermişti. "Wall Street, tükenmiş umutların, tuhaf bir biçimde sessiz endişelerin ve bir tür felce uğramış hipnozun caddesi olmuştu," diye yazdı New York Times, 30 Ekimdeki manşet haberinde. 24 Ekimde New York'tan batıya uçan Will Rogers içinse, buna karşılık, sapasağlam ve anlamsız bir öfkeyle doluydu.

Sadece aşğıdaki güzel arazilere ve refah içindeki şehirlere bakarak geçen koca bir günden sonra Wall Street'e dair bütün bu sansasyonel çöküş haberlerini okuyorsunuz. Bu ne anlama gelir? Hiç. Bu ülkenin inekleri çıkıp bir gece süt vermeyi kesse, Morgan ve Lamont'un hiç toplanmamış olmasından daha büyük bir paniğe neden olurlardı. Yaşlı bir domuz ve yavruları bu ülkede çelik ve General Motors'un toplam hisselerinden daha fazla insanın geçimini sağlıyor. Biz, 120 milyon insan bir tavuğun gıdaklamasına borsanın bir gece kulübüne dönüşmesinden daha fazla bağımlıyız.⁵

Tabii herkes manzaraya bu kadar sükunetle bakamıyordu. Yine de, Rogers'la aynı fikirde olan hatırı sayılır miktarda insan vardı. Mağazalar güçlü bir Noel alışveriş sezonu için plan yapmayı sürdürdü. Olacaklara dair tek ipucu, kendisini bir barda sütçüsünün yanında otururken bulan bir Wall Street finansörünün aktardıklarıydı. Söz konusu banker süt işinin Çöküş'ten zarar etmeden çıkacak birkaç faaliyetten biri olması gerektiğı konusundaki düşüncesini söyleyince sütçü sert bir karşılık vermiş: "Zarar etmeden mi? şu son üç haftada krema siparişlerinde aldığım iptal ve azaltmaların, işimi ayda 400 dolardan daha fazla küçültecek kadar çok olduğunu biliyor musun? İnsanlar hâlâ aynı miktar süt sipariş etmeye devam ediyor ama belli ki krema olmadan da hayatlarını sürdürebileceklerine karar vermişler."⁶

Çöküş'teki bir faktör olarak kaldıraçtan çok söz edilmiştir. Fiyatlar düştüğünde, yatırımcılara kredi açmış olan borsa bankerleri, ilave marjlar isteyerek müşterilerini düşen bir piyasaya satış yapmaya zorladı. Sonuçta ortaya çıkan zararına satışlar kendi kendini besledi. Günümüzdeki açıklamalar, 'tepeden tırnağa yırtılmış' komisyon hesapları (Margin account: Borsa bankerlerinin yatırımcılara menkul değer satın alması için açtıkları kredi hesabı) ve silinip gitmiş yatırımcı masallarından geçilmez. Bu, piyasaların kaldıraç ve fiyat dalgalanmalarının bu yakıcı karışımıyla mahvedildikleri ne ilk olaydı, ne de son olay olacaktır.

Bilgi eksikliği de bir rol oynadı. Bu basit bir Doğı Sahili-Batı Sahili olgusu ya da borsa kayıt şeridi basan makinenin geç kalması meselesi değildi. En kötü günlerde, kesin fiyat kotasyonları işlem odasında bile yoktu. Maury Klein, klasikleşmiş Kara Perşembe raporunda, kendisine fiyat kotasyonu soran bir bankerine çaresizlik içinde bağırdığını anlatır: "Ben alamam onları. Ben hiçbir bilgiye erişemem. Her yer dağılmış durumda."⁷ Bu türden kaotik ortamlar panik üreten verimli bir kuluçka makinesidir. Fiyatlar spekülasyon konusu olursa, ki oldu, yatırımcılar bunu diğer yatırımcıların davranışlarından anlamaya çalışma eğiliminde olacaktır. Yatırımcıların 'sat' diye bağırdıklarını duydukları zaman, bundan, tek akıllı davranışın aynı şeyi yapmak olduğı sonucunu çıkarırlar. O noktada da sürü harekete geçmiş olur.

Yatırımcının ruh halindeki değişimler kendi kendini pekiştiriyor olabilir ama bazı maddi temellere sahip olduklarında daha mantıklıdır. Dolayısıyla, yumuşayan bir ekonominin koşulları yatırımcının tepkilerini anlamının daha sistematik bir yolunu sunar. National Bureau of Economic Research'ün daha sonraki hesaplamalarına göre Ağustos, konjonktürel dalgalanmanın zirve noktasına damgasını vurmuştu. Ticaret ve Hazine bakanlıkları yetkilileri haberdar olmamış olabilirlerdi ama yöneticiler firmaların, hiç olmazsa kendi firmalarının kısıntıya gittiklerini biliyordu. Otomobil üretimi Nisan ve Mayıs aylarındaki 600 binin üzerindeki seviyesinden Ağustos'ta 500 bin birime düşmüştü.⁸ Arthur Burns ve Wesley Mitchell, kendi klasik konjonktür dalgalanmaları kronolojilerinde, o zaman geçerli olan istatistik hesaplamalara dayanarak demir, kereste ve makine endüstrisindeki istihdam zirvelerini Ağustos'a yerleştirirler.⁹ Yapı izinleri ve inşaat sözleşmeleri aniden kesilmişti. Bunun bir kısmı yaz sonu rehabetinden kaynaklanmış olsa bile, düşüş önceki yıllara göre daha belirgindi.

Bu tür gözlemler, ekonomik durgunluğun artık kârlılık için bir tehdit, ya da borsa piyasası değerlemelerinde bir faktör olmayacağına dair Yeni Dönem varsayımı hakkında kuşku yaratmış olacaktır. Merkez Bankası'nın yaklaşımı konusunda da öyle. Fed'in mütedavil para sağlama göreviyle ortaya çıkışı, bu türden bir ekonomik durgunluğun çözüm ona tarihin çöp sepetine gönderilmiş olması demekti. Ama gerçekte, kredi bulma imkanlarını sınırlayan bizzat Merkez Bankası ve onun Manhattan'daki alt birimi oldu. 9 Ağustos'ta New York Fed, hisse senedi fiyatlarındaki artışa yanıt olarak reeskont oranlarını yüzde 5'ten 6'ya çıkardı. Fed kurulunun bu icraatı onaylaması, sonuçta, daha önceki doğrudan baskı politikasının yeterli olmadığının örtük bir kabulüydü. Her ne kadar bu yüzde 6 bile vadesiz kredi oranlarının altındaysa da, bankalara çok az hata yapma alanı bırakıyordu. Harvard Hukuk mezunu, uzun süre Fed kadrolarında yer almış ve Benjamin Strong'un 1928'deki ölümünün ardından New York Merkez Bankası başkanlığını devralmış olan George Harrison bu artışın 'aşırı kredi kullanımına karşı bir uyarı' olarak görüleceğini iddia etmişti.¹⁰ Ekonomik ve finansal bir fırtınanın demlenmekte olduğundan benzer şekilde bihaber olan Avrupa Merkez Bankası'nın Nisan 2008'deki faiz oranı yükseltme politikasını akla getiriyor.

New York'ta kredinin daralması, yurtdışında kredinin daralması demekti. Kendi vatandaşları Wall Street şenliklerine katıldıkça para birimlerinin zayıfladığını ve altın stoklarının eridiğini gören Avrupa merkez bankaları Fed'e misliyle mukabele etti. İtalya, Hollanda, Almanya, Avusturya ve Macaristan merkez bankaları 1929'un ilk yarısında kendi faiz oranlarını yükselttiler, kendi ekonomilerinin yavaşlıyor ya da kimi örneklerde çoktan durgunluğa girmiş olduğu gerçeğine rağmen yapmışlardı bunu. Danimarka, İsveç ve Norveç de çok geçmeden New York Fed'in faiz oranı yükseltmesine yanıt olarak Ağustos'ta aynı yola girdi. Bank of England ise reeskont oranını Şubat'ta yükselterek sona kaldı. Oldukça

şaşırtıcı bir biçimde 1929 yazının sonuna kadar beklemede kalmıştı. Haziran ile Eylül ortası arasında Bank of England'ın altın rezervi bir 133 milyon dolar daha düştü ama Norman yine harekete geçmedi. Britanya ekonomisi zayıftı ve faiz oranlarındaki bir artış zaten zor olan ekonomik koşulları daha fena bir hale getirmekten başka bir sonuç vermezdi.¹¹ Norman ayrıca böyle bir artışın Britanya'nın yeni seçilmiş İşçi Partisi hükümetince de pek sıcak karşılanmayacağını anlamıştı. Norman, Alman savaş tazminatını yeniden yapılandıran Young Planı'na yol açan Hague Konferansı halen çalışma halindeyken, Paris'ten altın çekerek Fransızları düşman edecek bir adım atmakta isteksizdi.

Ama çok geçmeden patlayan Hatry Skandalı'yla Norman'ın eli mecbur oldu. Clarence Hatry, İngiliz maliye politikasının seyrini dikte edecek kadar tuhaf birisiydi. Silindir şapkalarda kullanılan ipek ve kadife ticaretiyle uğraşan bir babanın oğlu olarak, tıpkı kendisine belli belirsiz benzediği çağdaşı Charles Ponzi gibi, ufak tefek bir adamdı. Ponzi'yle belli bir doğal girişimcilik yeteneğini ve şaibeli projeler üzerinden para yapma hünerini de paylaşıyordu. Ve yine Ponzi gibi, bir önceki iş girişimleri iflas eder etmez, mucizevi bir kendi kendini rehabilite etme kapasitesine sahipti.

Yirmi iki yaşındaki Hatry, 1910 yılında ailesine ait ipek şirketinin kontrolünü annesinden miras aldı. Birkaç ay içinde firma battı ve 8 bin poundluk malzeme alabilecek kişisel kredisi kaldırılarak Hatry'nin iflas ettiği ilan edildi. Öyle kolay kolay cesareti kırılmayan Hatry bunun hemen ardından, Liverpool'dan ABD'e gemiyle gitmek için İngiltere'den transit geçen Avusturyalı göçmenlere sigorta satma işine döndü. Austrian Immigrants Insurance Association şirketini kurdu ve poliçe sahibinin Vaat Edilmiş Topraklar'a girmesine izin verilmemesi halinde geçerli olmak üzere geri dönüş parası ve yeniden iskan harcı sağlayan poliçeler sattı. Poliçeleri yerleşik bir taşıyıcıya yeniden satıp, göçmenin ödediği para ile reasürans maliyeti arasındaki farkı kendi komisyonu olarak aldı ve riski transfer etmiş oldu.

I. Dünya Savaşı Orta Avrupalıların ABD'ye göçünü kesintiye uğratarak bu iş fırsatına da bir son verdi ama diğerlerini yarattı. Hatry 1914'te Avusturyalı göç poliçelerinden elde ettiği mütevazı kârı 30 bin poundluk borç sermaye ile birleştirip bir reasürans şirketi olan City Equitable'ı satın aldı. Reasürans işi, şimdi olduğu gibi o zaman da Alman ve Avusturya firmalarının elindeydi, yani savaş yeni bir kapı aralamıştı. Hatry bu fırsattan yararlanmak için City Equitable'ı yeniden organize etti ve altı ay içinde çoğunluk hissesini 250 bin pound karşılığında havalı bir İngiliz finansörü Gerard Lee Bevan ile onun bir dostu Peter Haig-Thomas'a sattı.¹² Bevan'ın ataları Barclays'ın kurucularıydı; Jerry adıyla bilinen torunlarıysa lüks içinde yaşayan, kadınlara ve Çin porselenine düşkün bir borsa taciriydi. City Equitable 1922'de çöktü; Bevan'ın diğer bağlı şirketlerine olan borçları az gösteren, spekülatif yatırımları gizleyen ve borç alınmış fonlara karşı

teminat gösterilmiş bazı aktifleri kayıt dışı bırakan düzmece bir bilanço gösterdiği ortaya çıkarılmıştı. Bütün bu entrikaları özenle seçilmiş yönetim kurulunun haberi olmaksızın yapan Bevan kişisel olarak sorumlu tutuldu. Fransa'ya, ardından sahte kimlikle yaşadığı Viyana'ya kaçtı, orada yakalandı ve tutuklandı. Britanya'ya iade edildi, sahtekarlıktan mahkum oldu ve Wormwood Scrubs'da yedi yıl ağır hapse çaptırıldı.¹³

Hatry ise City Equitable'ın satışından elde ettiği kârla, bu kez de ileriki yatırımlarını finanse etmek için kullandığı Commercial Bank of London'ı satın aldı. Sonuçta, gemi yapımı, pamuk iplikçiliği, kömür, demir ve domuz yetiştiriciliği alanlarını kapsayan bir iş imparatorluğu, Amalgamated Industrials çıktı ortaya. Hatry'nin firmaları sermayeleri yüksek gösterilmiş işletmelerdi; ilave yatırımları finanse etmenin bir yolu olarak işleyişleri için gerekli olandan daha fazla hisse senedi ihraç etti. Ama böyle yapınca da ne yazık ki, önceki firmaların yatırımcılarına hatırı sayılır bir getiri sağlamak daha zor oldu. Domuz yetiştiriciliği, her durumda, bütün bu faaliyetler içindeki en kârlı yatırımdı; gemi yapımcılığı, pamuk iplikçiliği, kömür ve çelik endüstrilerinin tümü de aşırı kapasite ve 1920'li yılların düşük fiyatlarına katlanmak zorunda kaldı. Hatry daha da kötüsünden kaçınmak için savaşın üzerinden fazla bir zaman geçmeden Amalgamated Industrials'ın büyük bir bölümünü elden çıkardı.

Hatry bunun ardından Commercial Bank'ı mevzilendirdi; bankacılık ötesi tutkuları adına isimin Commercial Corporation yaptı, cam ve jüt endüstrilerinden firmalar kapatıp, konsolide etti. Her iki ürüne olan talep de I. Dünya Savaşı sırasında güçlenmişti; camın savaş zamanında çok sayıda kullanım alanı vardı, jüt elyafı ise siper savaşında büyük önem kazanan kum torbalarının yapımında kullanılıyordu. Jüt endüstrisi, Britanya'daki üretiminin yaklaşık yüzde 90'ının yapıldığı İskoçya, Dundee'deki yedi aile şirketinin elindeydi; jüt imalatında dokumadan önce elyafı yumuşatmak için balina yağı kullanılıyordu ve Dundee, balina avcılığının önde gelen merkezlerinden biriydi. Endüstri, savaş zamanında çuval bezine olan talebin düşmesiyle birlikte çoktandır aşırı kapasite sorunundan muzdaripti. Hatry bu yedi şirketi birleştirdi, aşırı kapasitelerini bertaraf etti ve kurucu ailelere sermayelerini çıkarabilme olanağı sağlamak için de halka açtı. Ama ne yazık ki jüt ve cama olan talep 1920'li yıllarda, I. Dünya Savaşı sırasındakine nazaran zayıfladı. Hatry ve müdürleri, 'Mütareke sonrası talep yükselişinin yapaylığını değerlendirmekte başarısız oldu' diye yazdı, Commercial Bank'ın 1923'teki tasfiyesine atanan tasfiye memuru, 'ardından gelen reaksiyonun şiddetini de' hesaplayamamışlardı.¹⁴

Kolay kolay cesareti kırılmayan Hatry, 1926'da Corporation and General Securities'i kurmuş olarak yeniden iş dünyasına döndü. Yatırımcıların güvenini yeniden kazanmayı nasıl başardığı tam bir gizemdir. Önceki alacaklılarının hesabını kapatmak için bir miktar çaba sarf etmiş gibi görünüyordu. Zihinsel

yetileri ve cazibesıyla tanındı ve bir yarış atı ahır, Britanya sularındaki en büyük yatı ve mükemmel bir ev edinerek başarılı bir girişimcinin müsrif hayat tarzını sürdürdü. İki evdi, aslında. İlki, bir zamanlar İngiliz ekonomi-politikacı David Ricardo'nun ikametgahı olan ve çatısında Hatry'nin müsrif partiler verdiği bir yüzme havuzu olan ev.¹⁵ Hatry'nin zemin katına bir kokteyl bar ve bu kez ikinci kata bir yüzme havuzu yaptırdığı bir sonraki ev ise prestijli Mayfair bölgesindeydi.

Corporation and General Securities, piyasaya hükmeden yerleşik firmalarla fiyat rekabetine girerek orta ölçekli işletmelere ve belediyelere sigorta aracılığı hizmeti sunuyordu. Müşterilerini cezbetmek için, Angelo Mozilo ve Countrywide tarzı, doğrudan pazarlama yöntemlerini kullandı. Hatry, çok geçmeden sürümlerine aracılık yaptığı firmaların hisselerini satın almaya başladı. Holdingleri, Corporation and General Securities'in ötesine yayıldı; Şimdi artık on altıncı Winchester Markisi Lord Henry Paulet'i de sözde müdür olarak yanına almış ve büyük mağazaları birleştirme işinde uzmanlaşmış olan Drapery Trust ile tren istasyonlarına ve eğlence parklarına parayla çalışan fotoğraf makineleri kuran Photomaton Corporation'ı da firmalarına dahil etmişti.

Hatry 1929'da gözünü daha da yükseklerle dikerek 7 milyon poundluk bir girişim olan United Steel Company'nin peşine düştü. United Steel, 1917 yılında şirkete ismini veren Harry Steel liderliğinde bir araya gelen birkaç çelik firmasının birleşmesiyle oluşmuştu. Holding ağır bir borç yükü altındaydı ve bundan dolayı da talep azalmasına karşı hassastı. 1920'li yıllarda talep azaldı ve Hatry'den United Steel ve iştiraklerini borç fonlar kullanarak, gereksiz aktiflerini satıp sonuçta ortaya çıkan şirketi Londra Borsa'sında piyasa sürmek kaydıyla satın alma teklifi geldiğinde, Steel de yeni fikirlere açık bir hale gelmişti. Bu stratejinin Jute Industries'i kurarken kullandığı stratejiden pek bir farkı yoktu. Bain Capital gibi modern özel sermaye şirketlerinin stratejisinden de bir farkı yoktu aslında.

Asıl güçlük, 8 milyon pound borçlanmaktaydı. Ne yazık ki, Norman'ın Şubat'ta aldığı Bank of England'ın reeskont oranlarını yükseltme kararı, satış işlemleri başladığında para toplama işini Hatry'nin beklediğinden daha zor bir hale getirmişti. Bankalar karşı teminat istedi; sürdürdüğü müsrif hayatına rağmen Hatry'de bol bulunan bir şey değildi bu.

Satış işlemlerinin tamamlanması için son gün yaklaşırken kendisini 900 bin pound açıkla bulan Hatry, umutsuz önlemlere bel bağladı. Corporate and General Securities bir dizi belediye kredisinin sigortasını yapmıştı ve Hatry söz konusu kentlerin bonolarının kopyalarını hâlâ elinde tutuyordu. İlave kredilerin teminatı olarak Gloucester, Swindon ve Wakefield için izinsiz rehin senetleri bastı. Corporate and General'in aracılık yüklenimi servisi sağlamış olduğu belediyelere bonolarının sadece bir kısmının satışının başarılı olduğunu haber verdi oysa bü-

t n satışlar gerçekleşmişti ve aradaki iştirak taahhüdü farkını kendi cebine attı. Hatry bununla da yetinmeyip, kendi firmalarından biri, Associated Automatic Machines tarafından ihraç edilip, bir diğ r firması Austin Friars Trust'ın elinde tuttuğ  menkullerin kopyasını çıkardı. Barclays Bank'tan aynı hisse senetleri için alınmış teminat avansları, Parsons and Co.'dan ve ardından da Llyods Bank'tan alınan kredinin teminatı olarak kullanıldı.¹⁶

Çaresizlik dikkatsizliğı doğurdu ve Hatry aynı bankanın farklı şubelerine farklı teminatlar göstermekte bile bir sakınca görmedi. Lloyds'un genel merkezi Associated Automatic Machines'in 100 bin hissesini karşı teminat olarak alırken, St. James şubesine bir başka kredinin teminatı olarak kopyaları sunuldu. Memurlardan birinin sorunu fark etmesi ve Lloyds'un da işin boyutunu soruşturması için bir uzman muhasebeci, Sir Gilbert Garnsey'i tutması fazla zaman almadı. Garnsey'in uğraştığı konuyla ilgili söylentilerin yayılması için de fazla zaman gerekmedi ve Hatry'nin şirketlerinin hisseleri çakıldı.

Bu arada Hatry de, iflası savuşturmak ve kurtarılma kumarı için zaman kazanmak üzere kendi şirketlerinin hisse senetlerini satın almak üzere daha fazla borç para aldı ama bu yaptığı kendisine daha derin bir çukur kazmaktan başka bir şey değıldi. Kriz daha kötü bir hal aldıa bu yöntem de bir klişe haline geldi; finansal sıkıntı yaşayan kişi ya da kuruluşlar, gevfek düzenlemelerin hakim olduğı bir ortamda, iflaslarının açığa çıkmasının engellemek ve kurtarılma kumarı için zaman kazanmak için kendi şirketlerinin hisselerini satın aldılar ama bunu yaparak sadece kendilerini ve toplumu daha fazla zararlılara uğratmış oldular. 1929'da Bank of United States'in, diğ r yatırımcılar iflas endişesiyle bankanın hisselerini satmaya başlayınca yaptığı da bunun aynısıydı, Albert Oustric'in sahibi olduğı Banque Adam'ın 1930'daki iflasını savuşturmak için yaptığı da. 2008'de büyük  zlanda bankalarını yönetenlerin yeni zirvelere taşıyacağı bir uygulamaydı bu.¹⁷

20 Eylül 1929'da, Winchester Markisi, Hatry'nin işlerine dair bir soruşturmanın sürmekte olduğunu itiraf eden bir açıklama yaptı. Bu havalı finans rden uzun süredir kuşkulanmakta olan Norman, Londra Borsası'nı haberdar etti ve Hatry Group'un işlemleri aynı sabah askıya alındı.  şyerleri kapanırken Hatry de tutuklanıp cezaevine gönderildi. Hakkında derhal dava açıldı ve yılbaşından kısa bir süre sonra mahkemeye çıkarıldı. Avukat müvekkiline yüklenen dalaverenin Hatry tarafından değıl onun sulanmayı asıl hak eden enebaz  talyan mesai arkadaşı John Gialdini tarafından gerçekleştirildiğini ileri sürdü. Gialdini, United Steel satın alımının ters gitmesi halinde onun beynini uuracağı tehdidinde bulunmuş ve sonra da münasip yollardan yurtdışına kaçmıştı. Bunların bir faydası olmadı, Hatry suçlu bulundu ve nitelikli dolandırıcılıktan maksimum cezaı alarak on dört yıla mahkum oldu.¹⁸ Nihayetinde Gialdini de tutuklandı, Milan'daki mahkemenin sonunda suçlu bulundu ve beş yıl on ay hapse mahkum edildi. 2008-09 krizinden sonra beyaz yakalı suçlulara gösterilen muameleyle bunlar arasındaki karşıtlık, yoruma gerek bırakmayacak kadar açıktır.

Kaçınılmaz bir biçimde Hatry'nin hissedarları da silinip gitti. Buna ilaveten yaklaşık 12,5 milyon poundluk teminatsız borç da, Hatry'nin şirketlerinin borsa-
sada askıya alınmasının sonucu olarak donduruldu.¹⁹ Bir dizi Londra borsa
bankeri iflas etti ve içlerinde Barclays'ın de bulunduğu birkaç banka kârlarının
darbe alabileceğini ilan etti.²⁰ Olaydan yararlanan birkaç kurumdan biri de ironik
biçimde United Steel oldu; daha sonraki iflasının sonucu olarak finansal borçla-
rının nominal değerini azaltabildi ve daha güçlü bir finansal pozisyonda yeniden
örgütlenerek ortaya çıktı.²¹

Ama kısa vadede bu olaylar Londra Borsası'ndaki daha keskin bir düşüşe
ve Bank of England'ın altın yitirmesine zemin hazırladı. 26 Eylül'de Norman,
kaçınılmaz olana boyun eğdi ve reeskont faizlerinde bir puanlık artış açıkladı.

Sonucun, yani daha yüksek bir kredi maliyetinin, mücadele halindeki Britan-
ya ekonomisine pek de bir faydası olmadı. Ama poundun altın standartı paritesi-
nin korunması üstün geldi. Altın kayıpları, Hatry de dahil olmak üzere nedenleri
ne olursa olsun bir reaksiyonu zorladı. Durum, artık savunulacak bir altın stan-
dartının kalmadığı Eylül 1931'den sonra farklı olacaktı. Durum, bir döviz kuru
yükümlülüğüyle köşeye sıkışmamış olan Bank of England'ın tıpkı Fed gibi faiz
oranlarını taban seviyesine indirdiği 2008-09 küresel krizinde de farklı olacaktı.
Ama söz konusu dönemde, merkez bankasının önceliği sterlinin döviz kurunun
korumak olarak kaldı. Ve bu da Norman'ın vidaları sıkıştırmasını gerektiriyordu.

ABD Merkez Bankası, Bank of England'dan farklı olarak, hâlâ bol miktarda al-
tın rezervine sahipti. Ama harekete geçmekte serbest olmasına rağmen bir irade
sergilemek zorunda kaldı. Fırtınalı geçen 28 Ekim Kara Pazartesi'nin ardından,
New York Fed hızlı bir şekilde inisiyatif aldı. Harrison istisnai bir gece 3:00 top-
lantısında yönetim kurulunu topladı. Ertesi sabah piyasalar açılmadan ve önce
Washington D.C.'deki başkanlar kurulundan onay almadan, New York merkez
bankasının 100 milyon dolar tutarında kısa vadeli hazine kağıdı satın alacağını
ilan etti. Yeni alımlar New York merkez bankasının, Open Market Investment
Committee'ninkinden ayrı olan, kendi hesabından yapıldı.

New York Fed 150 milyon dolarlık daha devlet tahvili olarak yoluna devam
etti. Bankalara ticari senet karşılığında nakit vererek, Harrison'un dediği gibi,
'reeskont penceresini ardına kadar açık' tuttu.²² (Ticari senet, hatırlayalım, ban-
kaların en sonunda şirket müşterilerinden alacağı ödemeleri belgeleyen adi se-
netler anlamına gelir.) Bu adımlar, faiz oranlarında daha önceki krizlerdeki gibi
bir sivri yükselişi önledi –bu tür sivri yükselişlerin önlenmesi, Merkez Bankası
Sistemi'nin 1914'teki kuruluşunun ana gerekçelerindendi. Borsa aracılığı ve sa-
tıcılarının sıkıntısını azaltan New York Fed, daha ciddi bir erimeyi engellemiştir.
New York Times bu müdahaleyi, 'spekülatif piyasalar sallantıdayken iş dünya-
sının sağlamlığını sigorta etmek' olarak yorumladı.²³

Ben Bernanke'nin ölçütlerine göre bile etkileyici derecede hızlı bir müdahaleydi bu. New York Merkez Bankası'nın nasıl daha fazlasının yapabildiği olduğunu anlamak güçtür. Milton Friedman ve Anna Schwartz, ABD'in mali tarihini anlattıkları eserlerinde, Büyük Bunalım'ın derinliği ve sürekliliği nedeniyle Fed'i suçlarlar. Fed'in ataletini, sistemin baskın şahsiyeti ve bir krize nasıl yanıt verileceğini en iyi bilen kişi olan Benjamin Strong'un ölümüne bağlarlar. Ekim olayları ise daha detaylı bir yorum gerektirir. New York Fed, kredi koşullarını sıkılamaya yönelik daha önceki hamlelerin yol açabileceği kargaşadan habersiz de olabilirdi. Ama kargaşa patlak verir vermez, Harrison ve mesai arkadaşları harekete geçmekte hızlı davrandılar. İcraatları gerçek para doktrini tarafından şekillendirildi, kredi darlığı ve sıkıntısının işaretlerine nasıl yanıt vereceklerini biliyorlardı. Özellikle Harrison işin aciliyetinin bilincindeydi. Vereceği karşılığı formüle etmek ve kurulunun desteğini garanti altına almak, kapasitesini aşan bir şey değildi. Kararlı bir şekilde harekete geçmeye muktedirdi ve geçti.

Gerçek para doktrinine yönelik endişelerin giderilmiş olmasına başkanlar kurulunun da aynı şekilde minnettar kalmış olabileceği sanılabilir. Oysa gerçekte, kurulun politika belirlemekten çok yönetme ayrıcalıklarıyla ilgilenen üyeleri kendilerine danışılmamış olması nedeniyle öfkeden kudurmuşlardı. Adolph Miller'ın liderliğindeki kurul derhal Harrison'ın bu şekilde karşılık verme ehliyetini kısıtlamaya yönelik adımlar attı. 1927'de kurulun Chicago Fed'in müdürlerini ezip geçerek bankayı reeskont oranlarını değiştirmeye zorladığı olay, örnek oluşturan durum olarak belirlenmişti. Kurul şimdi de New York Fed'in oranlarını rehin alarak, Harrison'ın sıkıntıdaki banka ve aracı kurumlara yardım etmek üzere indirim talebini, New York'un müdürleri bir sonraki hükümet tahvili alımlarının ancak önce kurul onayı alındıktan sonra gerçekleştirileceğini kabul edinceye kadar, reddettiler. Friedman ve Schwartz, problemin Harrison'la ilgili olduğunu —onun yerinde Strong olsaydı, kurulu sindirmiş olabileceğini ileri sürerler. Kurulla merkez bankaları arasındaki sözleşme şartlarının 1927 olaylarıyla birlikte zaten değişmiş olduğu gerçeği ise başka türlü süni akla getiriyor. Problem yapıysaldı, şahıslarla ilgili değil.

Ama Harrison ve mesai arkadaşları, borsa piyasasındaki çöküşün neden olduğu finansal sıkıntıya derhal yanıt verme zorunluluğunu biliyorlarsa da, izleyen olaylara nasıl yanıt vereceklerini o kadar iyi bilmiyorlardı. Problem bir finansal sıkıntı olduğu sürece acil likidite, çağdaş dille mütedavil para (elastic currency: tedavüldeki para) sağlama sorumluluğunun kendilerinde olduğunu biliyorlardı. Borsadaki çöküşün New York bankalarını tehlikeye atması, New York Fed müdürlerinin rahatlıkla kavrayacağı bir şeydi.

Ama problem deflasyon ve bunalım halini alınca, ne yapılacağı konusunda bir fikir birliğine gitmek de zorlaştı. Merkez Bankası Sistemi faiz oranlarındaki sivri çıkışları önlemek üzere oluşturulmuştu. Onun yöneticileri de finansal alt

üst oluŖun bir sonucu olarak kredinin iŖ dñnyasının ihtiyaçlarına gñre geçici olarak azalmasına nasıl yanıt verileceğini bilirlerdi. Buna karşılık fiyat seviyesinin belli bir zaman periyodunda dñŖme eēilimi gñstermesi halinde ne yapılacaēı konusunda bir fikir birliēi yoktu. ABD’de fiyat seviyeleri tam olgunlaşmış bir finansal kriz üretmeden daha önce de dñŖme eēilimine girmişti; 1870’lerde, 1880’lerde ve I. Dñnya Savaşı’nın sona ermesinden sonra bir kez daha. Görüşleri bu tarihsel deneyimce şekillendirilmiş olan Merkez Bankası başkanları açısından, fiyatlardaki o anki dñŖüş hareketinin bir problem olup olmadıēı belirsizdi.

Dolayısıyla da para piyasasındaki darlık azalır ve faiz oranları normalleşirken, harekete geçmenin aciliyeti daha az farkedildi. Harrison ve müdürlerinin görüşleri şimdi başkanlar kurulunun görüşleriyle aynı hizaya gelmişti. New York merkez bankası bir daha Washington D.C.’nin talimatlarına karşı koymadı. Tersine, şimdi açık piyasa alımlarına son vermeye ve çekilmeye çok istekliydiler.²⁴ Ekonomi kısa süre sonra bunun bedelini ödeyecekti.

NOTLAR

1. Curcio (2000), sf. 452.
2. Klein (2001), sf. 181.
3. New York Times (6 Ekim 1929, sf. N11).
4. New York Times (28 Ekim 1929, sf. 1).
5. New York Times'da 26 Ekim'de yayınlanan bir mektupta.
6. Wall Street Journal (23 Kasım 1929, sf. 2).
7. Klein (2001), sf. 209
8. Hem 1926 hem de 1928'de, Ağustos motorlu taşıtlar için zirve ayı oldu; 1927 ise Henry Ford'un Model A'yı revize etmek için üretimi askıya alması nedeniyle farklı oldu (bkz. Bölüm 1).
9. Temmuz'da dokuma, Eylül'de ise kağıtta zirveyi yakaladılar. Hesaplamalarına göre otomobil ve ulaşım ekipmanlarındaki zirve ise daha önce, Şubat'ta geldi. Burns ve Mitchell (1946), sf. 69.
10. Alıntı, Friedman ve Schwartz'dan (1963) sf. 264.
11. Norman, örneğin Macmillan Komisyonu önünde verdiği ifadede, Mart 1930'daki ifadesi kadar isteksizdi itiraf etme konusunda ama satır aralarındaki motivasyonu apaçıktı. Norman'ın söyledikleri, büyük ölçüde kısaltılmış şekliyle 1931'de yayınlandı (Committee on Finance and Industry 1931).
12. Lee Bevan ve Haig-Thomas'ın ortak yanları Cambridge Üniversitesi'ydi. Haig-Thomas varlıklı bir aileden geliyordu ve 1902'de Cambridge kürek takımında büyük ün yapmıştı. Önce Cambridge'te sonra da Oxford'da çalışan tartışmalı kürek takımı hocasına rağmen başarısını sürdürdü.
13. Bevan 1928'de cezaevinden çıktı ve peşini bırakmayan Britanya basınının ulaşamayacağı bir yerde olmak amacıyla Havana'ya taşındı. George Merrick'le ortak yanları arasında, başka şeylerin yanı sıra, şiir sevgisi de vardı; 1929'da bir şiir kitabı yayınlandı ('siparişli', yani parasını kendi cebinden ödeyerek). Yakın zamanlarda Bevan'ın hikayesini anlatan biyografilerinden biri de, Vander Weyer'dir (2011).
14. Alıntı, Economist'ten (5 Nisan 1924, sf. 733). Jute Industries kâr payı dağıtmayı sürdürmedi ve hisse senetleri kötü bir performans sergiledi. Buna karşılık II. Dünya Savaşı sonrası yıllara kadar da ayakta kaldı. Ama British Glass Industries kalamadı. Hatry bu firmayı yaratmak için, ampul, bilimsel ve endüstriyel amaçlarla kullanılan fanuslar ve kristal sofraya gereçleri üreten çok sayıda firmayı birleştirmişti. Küçük firmaları bu karışıma katılmaya mecbur bırakmanın bir yolu olarak, iki büyük cam fabrikasının inşaatını finanse etti. Firma iki yıl içinde finansal sıkıntı içine düştü. 1926'da iflas etti ve varlıkları bir üçüncü partiye satılarak elden çıkarıldı. 1929 skandalından sonra Economist'in de (28 Eylül 1929, sf. 576) belirttiği gibi, Hatry "bunun en akıl dışı biçiminin akla uygun hale getirilmesinin bir öncüsü"ydü.
15. 'Ricardo'cu Eşdeğerlik'in şöhreti hakkında- bkz. Giriş, not 5
16. Manley (1976), sf. 56.

17. Bank of United States vakası Bölüm 8’de, Banque Adam’ın iflası Bölüm 9’da ve İzlanda krizi de Bölüm 14’te anlatılıyor.
18. Hatry, iki yıl ağır hapisten sonra, cezaevi kütüphaneciliği yaptığı (başkalarının yanı sıra, Bevan’ı izleyerek) Kent’teki Maidstone Cezaevi’ne gönderildi. 1929’da salıverildi, Fleet Street yakınlarında bir büro kiraladı ve kitap satıcılarına danışmanlık veren sağlam bir iş kurdu. II. Dünya Savaşı sürerken bir kitabevi, bir matbaa firması, bir yayınevi ve iki dergi sahibi oldu ve hemen ardından Britanya’nın en büyük kitabevi zincirlerinden Wyman & Sons’a teklif verdi. Hatry, bütün bu serüvenin sonunda da başarısız olunca, 1950’li yılları tanınmış bir Londra kitapçısı olan Hatchards’ı ve West End kafeteryalar zincirini işleterek geçirdi. Winchester Marki’si ise, iflasını ilan etti ve hayatının geri kalanını Monte Carlo’da geçirdi.
19. Toplam finans ‘açığı’ ise Hatry’nin çeşitli firmalarının grup içi borçlarını da yansıtacak şekilde, bir kaç kat daha büyüktü.
20. Wall Street Journal (15 Ocak 1930), sf. 15.
21. Chandler (1990), sf. 329.
22. Alıntı, Friedman ve Schwartz’tan (1963), sf. 339. Menkul alımlarına dair veriler Federal Reserve Bulletinden.
23. New York Times (26 Ekim 1920), sf. 16.
24. Meltzer (2003), sf. 288.

Cöküşün ardından daralma ivme kazandı. Petrol, pik demir ve çelik üretimi 1929'un dördüncü çeyreğinde tümüyle düştü. Motorlu taşıt üretimi daha da fazla düşmüştü. Endüstriyel üretim Ekim başıyla yıl sonu arasında yüzde 9 oranında azaldı –bir başka deyişle yıllık yüzde 30 oranında.¹ Buna karşılık 2008'de, ABD sanayi üretimi, Lehman Brothers'ın iflasını izleyen üç ay içinde bunun sadece üçte ikisi oranında bir hızla düştü.

Daha da kötüsü bunun henüz Büyük Bunalım olmayışydı. Tıpkı 2007'de patlayan Yüksek Faiz Krizi gibi en kötü ihtimal ABD'yle sınırlıydı ve halâ en kötüsünün yakında biteceğini ileri sürmek mümkündü. Yabancı borsa piyasalarındaki düşüş o kadar çok değildi. Aynı devasa güven şokuyla sarsılmamış olan ülkeler 1929'un dördüncü çeyreğinde çok az bir sanayi üretimi düşüşü yaşadı. Kanada, ABD'ye sıkı sıkıya bağlı olmasına rağmen, sanayi üretiminde Aralık ayına kadar herhangi bir düşme yaşamadı. İstikrar ve ardından canlanmanın geç başladığı Fransa da ekonomik büyümesini sürdürüyordu.

Latin Amerika ve ekonomileri meta ihracatına dayanan diğer ülkeler ABD'deki yavaşlamanın etkisini en güçlü hisseden yerler oldu. ABD firmaları kahve, kakao, kauçuk ve ipek alımını kestiler. Endüstriyel ve bireysel tüketici talebinin zayıflamasıyla, arzda da bir ihtiyaç azalmasına tanık oldular. Finansal sıkıntılar ticari kredi bulmayı da zorlaştırdı.² Nedenleri ne olursa olsun, sonuç ABD ithalatındaki düşüştü.

Ama ekim ve hasat kararlarının çok daha önceden verildiği bir ortamda meta üretimi de kendi ritmini izler. Düşüş şimdi üretimde değil fiyatlarda yaşanıyordu. Kahve fiyatları 1929'un son çeyreğinde yüzde 30, mısır fiyatlarıysa yüzde 15 oranında düştü.³ Meta fiyatları ise on yılın büyük bölümünde zaten zayıftı ama bu

seferki, ‘aynı hastalığın kronik formu üzerine geliveren bir akut ataktı.’⁴ Henüz 1920’li yıllarda bol bol borç almış ve şimdi de ağır bir borç yönetimi sorunuyla karşı karşıya bulunan Latin Amerika ülkeleri arasında yaygın bir borç ödeyeme durumuna yol açmış değildi gerçi. Ama o da gelecekti.

1929’un son aylarında hâlâ Çöküş’ün yol açtığı hasarın sınırlı kalacağını iddia etmek mümkündü -2007’de devlet yetkililerinin pek sevdiği dille, sonuçlar ‘kontrol altına alınacak’tı. Fed, piyasaya yönelik sert düzenlemelerin bankacılık sektörüne bulaşmasını önlemiş, hiç değilse çok sayıda ciddi banka iflasına engel olmuştu. Borsa çöküşünün ardından bir dizi ufak banka iflas etti tabii ki ama 1920’li yıllarda iflas eden küçük bankaların tümü onlarla sınırlı kaldı.

Ama 1930 yılının başlamasıyla birlikte ekonominin zayıflıyor olduğu tartışmasız bir biçimde ortaya çıktı. 1929 Noel alışveriş sezonu düş kırıklığı yarattı ve mağaza satışları 1930’un ilk yarısı boyunca yıllık yüzde 10 oranında düşmeye devam etti. Şimdi artık bunun bir ekonomik durgunluk olduğuna dair şüphe yoktu.

Merkez bankaları da buna uygun bir karşılık verdi. Open Market Investment Committee, New York Fed’e kendi reeskont faizini Şubat ve Mart’ta kademeli olarak yarım puan indirme yetkisi verdi.⁵ Bank of England ve Alman Reichsbank da kendi faiz oranlarını bir iyi niyet göstergesi olarak indirdiler. Son derece büyük bir rezerv seviyesini koruyan ve nadiren politika ayarlayan Bank of France bile, Ocak sonunda kendi reeskont faizini yarım puan düşürdü; bu tür bir değişiklik iki senedir ilk kez yapıyordu.

Başlangıçta finans piyasaları olumlu bir karşılık verdi buna. New York’ta hisse senedi fiyatları 1930’un ilk dört ayında yüzde 16’lık bir artış kaydetti. Ocak ve Mart arasında ABD’de 100 milyon dolarlık yabancı hükümet bonusu piyasaya sürüldü. Bu 1927-28 seviyesinin küçük bir parçasıydı sadece ama yine de 1929’un dört çeyreğinden de daha yüksekti. ABD, Kanada ve başlıca Avrupa ülkelerinde sanayi üretimi 1930’un ilk üç ayı boyunca istikrarlı bir seyir izledi.

Ama firmalar üretimlerini sürdürseler de fiyatlar, talebin buna ayak uydurmadığına işaret ederek düşmeye devam etti. Mayısla birlikte, işsizliğin Britanya, ABD ve Almanya’da harcamalar üzerindeki ağırlığını hissettirdiği netleşti. Fransız endüstrisinin ürünlerine olan talep ‘perişan’dı. Belçika da ekonomik koşullar, ‘tatmin edici olmaktan uzak’tı. Japon işletmeler ‘atıl’ durumdaydı.⁶

Bu noktada sanayi üretimindeki düşüş de dramatik bir biçimde hızlandı. ABD’de Aralık 1929 ile Aralık 1930 arasındaki düşüş yüzde 21 oldu. Almanya’da bu oran yüzde 23’tü.⁷ Diğer ülkelerdeki koşullar da bunlardan daha iyi değildi.

Bu, besbelli ki, sıradan bir ekonomik durgunluğun daha fazlasına dönüştüğü bir dönüm noktasıydı. Charles Kindleberger, o klasikleşmiş yorumunda, bu kırılmanın dört izahatını verir: ABD'nin yetersiz kalan parasal desteği, ticaret kısıtlamaları, zayıf meta fiyatları ve yurtdışındaki olaylar.⁸ Bunlar sırası geldiğinde üzerinde durulmaya değer düşüncelerdir.

Para cephesinde ise, bir kez daha, ABD Merkez Bankası'nın hiçbir şey yapmadığını söylemek isabetli olmaz. Başkanlar kurulu, iki kez, Mayıs ve Haziran 1930'da, New York Merkez Bankası'nın reeskont faiz indirimini onayladı. Yıl ortasında New York'un uyguladığı oran, bir önceki Ağustos ayının yüzde 6'larındaki seviyesinin yarısından bile azdı. Bu en azından doğru yönde atılmış bir adımdı. Ama tam bu noktada kurul kendi işinin sona erdiği sonucuna vardı. Kredi maliyeti düştüğü için kurul üyeleri kredi bulunurluğunun artık istikrar ve canlanma için bir engel oluşturmayaacağı konusunda uzlaşmıştı.

Gerçeklikse, hiç kuşkusuz, kredi maliyetinin o kadar da düşük olmadığıydı. Her ne kadar faiz oranları düşmüşse de, fiyatlar da düşüyor ve (ekonomistlerin gerçek faiz oranı olarak atıfta bulunduğu) geri ödeme maliyetlerini yükseltiyordu. Haziran'la birlikte toptan eşya fiyatları da 1929 sonlarındaki düzeyinden tam olarak yüzde yedi oranında daha aşağıdaydı.⁹

Belki de fiyatlardaki bu düşüş henüz yaygın olarak beklenen bir şey değildi; öyle olsa, borçlanmada bir tereddüt yaratmamış olabilirdi. Gelecekte beklenen fiyat seviyesinin bir göstergesi olan gelecekte teslim mal fiyatları, tam anlamıyla bir fiyat düşüşünün beklenmediği görüşüne uygun olarak, 1930'un ilk yarısında gerçekleşen fiyatların üzerindeydi. Ama gerçekleşen fiyatların üzerinde kalsa bile, gelecekteki fiyatlar da düşüyordu. James Hamilton, gelecekte teslim mal fiyatlarıyla genel olarak fiyat seviyesi arasındaki bağlantıyı analiz etmiş ve piyasa aktörlerinin 1930'un ilk ve ikinci üç aylık dönemlerinde, gerçekleşenin biraz daha altında çıksa da bir fiyat düşmesi bekledikleri sonucuna varmıştı.¹⁰

Ve her ne kadar üç ve altı aylık hazine bono ve sertifikalarının getirisi sene ortasında yüzde ikinin de altına düşmüş olsa bile, sabit yatırım kararlarını ilgilendiren uzun vadeli oranlar inatçı biri biçimde yüksek kaldı.¹¹ Peki Fed daha ne yapabilirdi? Öncelikle kredi faiz oranlarını daha da indirebilirdi. Reeskont oranları yüzde 2.5 iken, böyle bir indirimin şartları vardı. Fed'in on yılın sonunda reeskont oranlarını yüzde 1'in altına indirmiş olduğu düşünülecek olursa, 1930'lu yılların standartlarına göre doğrudu bu. Benzer şekilde, Bernanke Fed'inin 2008-09 krizinin ardından oranları 0.25'in altına çektiği düşünülecek olursa, 2000'li yılların standartlarına göre de doğrudu.

Ama zamanın maliye doktrini, finansal kuruluşların ancak son çare olarak Fed'den borç alması gerektiğini ve Fed'in de ancak ceza faiziyle kredi açması gerektiğini savunuyordu. Aksi halde bankalar bu ucuz krediyi spekülâtif yatırımlarda kullanırdı. Firmalar aşırı üretime yeltenirdi. Ya da geleceğe geçmişin gözlükleriyle bakan Merkez Bankası başkanları buna inanıyordu. Aslında, ihtiyatsız davranışlar geçmişte bir sorun yaratmışsa da, balonun bu kadar yakın bir geçmişte patladığı 1930'da kesinlikle bir problem değildi bu. Öyle bile olsa, Merkez Bankası Kurulu üyeleri koşulların değişmiş olduğunu teslim etmekte yavaş kaldı.

Kurulun bazı üyeleri, Adolph Miller bunlar arasında öne çıkanlardan biriydi, faizleri indirmenin boşuna bir çaba olduğuna zaten ikna olmuş durumdaydı. Miller, hatırlayalım, gerçek para doktrinine inanıyordu. Merkez bankası kredisi, bu görüşe göre, firmaların meşru gereksinimlerini finanse etmekte faydalıydı ama firmalar kısıntıya giderken bunu teşvik edecek bir şey yapamazdı. Mali operasyonlar iş dünyası gelişme halindeyken 'para akışının kullanıma girmesini teşvik edebilir'di ama firmalar masrafları kısarken borçlanma ve faaliyetleri teşvik etmek için yapabileceği çok az şey vardı.¹² Bu koşullar altında, piyasanın kendi kendini dengelemesi eğilimlerine bel bağlamaktan başka seçenek yoktu. Philadelphia Şehri, Rıhtım, Dok ve Feribot Departmanı eski müdürü, o zamanlar şehrin Merkez Bankası başkanlığını yapan George Norris'in sözleriyle, İş dünyasında koşulların istikrarına, 'düşürülmüş üretim, düşürülmüş stoklar, tüketici kredilerinin aşamalı olarak düşürülmesi, menkul kıymet borçlarının tasfiyesi ve tutumlu davranarak tasarruf birikimi' yoluyla ulaşılması gerekiyordu.

Open Market Investment Committee, Mart 1930'da 50 milyon dolarlık mütevazı bir menkul alımına yetki verdi ama çok geçmeden de daha fazlasını yapma konusundaki isteksizliğini belli etti.¹³ Haziranda, Open Market Policy Conference (yakın tarihte yeniden organize olan Open Market Investment Committee'nin yeni ismi) yürütme kurulu, New York Merkez Bankası'nın iki haftalığına ilave bir 25 milyon dolarlık hazine kağıdı alımı yapmasına izin verdi. Ama bu karar da esasen teknik nedenlerle alınmıştı ve ve onda bile oy dağılımı daha fazla bir yetkilendirmenin muhtemel olmadığını gösterircesine, birbirine çok yakındı. İki hafta sonra Harrison bu programı uzatmayı önerdi ama yürütme kurulu dörde karşı bir oyla (Harrison'ın kendisi de aleyhte oy kullanmıştı) bu talebi geri çevirdi. Harrison daha iddialı bir programda ısrar etmiş olabilir, New York bankasının bu alımları daha önce olduğu gibi kendi hesabına üstleneceği tehdidini savurmuş olabilirdi. Benjamin Strong daha gözü pek davranmış olabilirdi, gibi çıkanmlar yapılabilir. Gerçeği ise asla öğrenemeyeceğiz.

Ders kitapları bize 1930'un diğer manşet ekonomik olayının Smoot-Hawley gümrük tarifesi yasası olduğunu söyler. Sözü edilen ders kitapları o tarifenin ekonomi üzerinde çok şiddetli bir olumsuz etki bıraktığını da anlatır. O ders kitapları, ne yazık ki, yanılıyor.

Gümrük tarifesi 1928 başkanlık seçimlerine de konu olmuştu. Cumhuriyetçiler korumacı politikalardan yanaydı ve Hoover, ithal mallara vergi vaadiyle Ortabatı çiftliklerinin oylarına göz kırpmıştı. The House Ways and Means Committee (ABD'de işi devlet gelirlerini, dolayısıyla esasen vergileri artırmak olan devlet organı) 7 Ocak 1929'da, yani seçimlerden iki ay bir gün sonra, oturumunu açtı. Komisyona, uzun süreler Oregon vekili olarak hizmet vermiş Willis Hawley başkanlık ediyordu. Hawley, bir çiftçi çocuğuyken çalışıp didinip özel okul müdürlüğüne, oradan tarih ve ekonomi profesörlüğüne ve politikaya girmeden önce de Willamette Üniversitesi rektörlüğüne kadar yükselmışti ama tarifeyi desteklemekte bu kadar başarılı değildi. On üç dönem Kongre üyeliği yaptıktan sonra, 1932'de kendi partisinden adaylığını garanti etmeyi başaramayacaktı.¹⁴ Reed Smoot'sa, beş dönem Senato üyeliğinde sonra, 1932 seçimlerinde Demokrat Elbert Thomas'a benzer şekilde yenilerek yeniden seçilemedi.

Smoot ve Hawley'in adıyla anılacak olan gümrük tarifesi yasasının Kongre'nin önüne kadarki yolu kat etmesi neredeyse bir buçuk yıl aldı. 17 Haziran 1930'da, Başkan Hoover tarafından, tören gereği altı adet som altın kalem kullanılarak, imzalanıp yasalaştı. Smoot-Hawley yasası, gümrüğe tabi ithal malların tarifesini yüzde 38'den 45'e çıkardı.¹⁵ Kongrede bir koalisyon oluşturmak için, doğulu imalatçıların da dahil olduğu ek destek gruplarına ulaşmak gerekmişti. Bunun sonucu ortaya çıkan gümrük tarife cetveli sanayiye tarımdan da cömert bir koruma sağlayan tam bir karmaşaydı.

Mesele bu etkinin ne olduğudur. Gümrüğe tabi ithal malların fiyatlarının yükselmesi, bir kısım harcamaları Amerika'da üretilen muadillerine yöneltirdi ki, mevcut koşullar altında yerli üreticilerin sıcak karşılayacağı bir şeydi bu. Diğer tarafta ise, daha yüksek bir gümrük vergisinin aynı zamanda tüketici açısından daha az alım gücü anlamına geleceği gerçeği yatıyordu. Sözü edilen etki önemsizdi çünkü ithalatın 1929'da ABD gayri safi milli hasıla içindeki payı sadece yüzde beşti ve ithal ürünlerin de üçte ikisi hiç bir gümrüğe tabi değildi. Douglas Irwin, bütün bunları bir araya getirerek, Smoot-Hawley yasasının ABD gelirlerini olsa olsa 116 milyon dolar, ya da 1929 GSYH'sinin yüzde 0.1'i oranında azalttığını hesapladı. Bu rakam, Büyük Bunalım ölçeklerinde lafi bile edilemeyecek kadar küçüktü.¹⁶

Tarife, yatırımların cesaretini kıran bir belirsizlik yaratmakla da suçlanmıştır. Bunun da, Obama'nın 2009'daki sağlık hizmetleri reformunun iş dünyasında yatırımların cesaretini kıran bir belirsizlik yarattığı iddiasından bir farkı yoktur. National Association of Manufacturer (Ulusal İmalatçılar Birliği) başkanı Robert Edgerton, Kasım 1929'da sanayi ve ticaretin 'parti politikaları, grup politikaları, kişisel politikalar ve bölgesel politikalar şu ya da bu çıkar için veya şu ya da bu ihmalin intikamını almak için veya şu ya da bu politik şahsiyeti mahcup etmek için olmadık dolaplar çevirirken, çoğu durumda, bekleyen ya da vazgeçme tehlikesi altındaki planlarını ve birçok gelişim programını sonuçlandıramadığı'ndan yakınıyordu.¹⁷

Ama bu doğru olsa bile, Edgerton'ın uyardığı belirsizlik 1930'un ortalarında çözüldü. Robert Archibald ve David Feldman, on beş endüstrideki yatırımın dış ticarete maruz kalmaları açısından ilişkisini kurarak bu belirsizlik hipotezini çözümlədiler.¹⁸ Bulguları, kongre müzakerelerinin neticesinin en belirsiz olduğu 1929'da yatırımların beklenenden daha zayıf olduğu yönündeydi. Buna karşılık, ilk yarısında yasanın ana hatlarıyla açıklığa kavuştuğu ve ortaları itibarıyla tarife konusundaki belirsizliklerin ortadan kalkmış olduğu 1930'da buna benzer bir belirti yoktu. Bir kez daha, herhangi bir olumsuz etkinin önemsiz ve geçici olduğu sonucuna varmak gerekiyor.

Ve şayet Smoot-Hawley'nin ABD ekonomisi üzerinden büyük bir etkisi olmadıysa, dünyanın geri kalanı üzerinde de büyük bir etki bırakmış olması mümkün değildi. Bu, özel yordamlar üzerinde bir negatif etkinin varlığını inkar etmek anlamına gelmez. İtalya kendi hasır şapka ve zeytin yağ ihracatına uygulanan daha yüksek gümrük vergisine itiraz etti. İsviçreli saat yapımcıları çok öfkeliydi. İspanyol üzüm, portakal ve soğan ihracatçıları Amerika'nın bu önlemiyle darbe yedi. Latin Amerika'nın bir ucundan diğerine ihracatçıları Amerikalı çiftçilere sağlanan bu korumaya karşı çıktı. Tarife, şurada ya da burada düşük meta fiyatları sorununu pekiştirdi. Smoot-Hawley yasası bu şekilde meta üreticilerinin dolar kazanmasını, dolayısıyla da borçlarının ödemelerini zorlaştırdı.

Mesele ne kadar zorlaştırdığıdır. Kevin Carey, 1930 Haziranında, yani gümrük tarifesini yasa tasarısının imzalandığı ayda devlet tahvilleri fiyatlarının verdiği tepkide bu etkiyi aradı.¹⁹ Eğer tarife, borçlarını ödeyememe durumunda kalma ihtimallerini yükselterek meta ihracatçıları için gerçekten de büyük bir sorun yaratmış olsaydı, bu durumda tahvillerinin fiyatlarının da düşmüş olması gerekirdi. Bunun bazı belirtileri görülse de, etki yine önemsizdir.

Smoot-Hawley'in önem arz ettiği yer, umursanmayan uluslararası nezaketti. Otuz yabancı ülkenin protestosuna neden oldu. Morgan'ın ortağı Thomas Lamont'un sözleriyle, "bütün dünyadaki milliyetçi eğilimleri pekiştirdi."²⁰ Misil-

lemeleri kışkırttı ve Milletler Cemiyeti'nin gümrük tarifelerinde eşgüdümlü bir indirime gitme müzakerelerinin hedefleyerek düzenlediği bir konferansın suya düşmesine yol açtı. Bunalım küresel bir olguydu, kontrol altına alınması da küresel bir yanıtı gerektirirdi. Bir karşılık vermeyi koordine etmeye yönelik her türlü çaba, ister eş zamanlı faiz oranı indirimleri, bir borç erteleme biçiminde olsun, isterse acil bir kredi biçiminde, devletler Smoot-Hawley nedeniyle boğaz boğaza gelmişken çok daha zordu.

Dolayısıyla, ders kitaplarının Smoot-Hawley'nin ABD'deki Bunalımı daha da kötü hale getirdiği iddiası, iyi politikanın hizmetindeki kötü tarihtir. Her ne kadar söz konusu gümrük tarifesinin Amerikan ekonomisi üzerinde kayda değer bir olumsuz etkisi olduğuna dair hiç bir kanıt yoksa da, bunun sürekli zikredilmesinin adet haline gelmiş olması, ekonomi politika yapımcılarının 2009'daki korumacı ayartıya direnmesine yardım etti. Bu da sırası geldiğinde, uluslararası düzeyde eşgüdümlü bir karşılık vermeyi kolaylaştırdı.

Herbert Hoover, Bunalım'ın her açıdan üzerinde tartışılan bir figürüydü. Sözü edilen döneme, 1928'deki başarılı seçim kampanyasının zaferini omuzlarında taşıyarak, dürüstlük, çalışkanlık, özgüven gibi çok beğenilen kişisel hasletleri ve mütevazı bir sosyal çevreden çıkıp gelmiş olma, adım adım ilerleme kat edip Stanford Üniversitesi'ne kadar yükselme, bir maden mühendisi ve girişimci olarak becerilerini kullanıp kimseden yardım almaksızın varlıklı bir insan haline gelme ve Committee for Relief of Belgium'u (Belçika'ya Yardım Komitesi) ardından I. Dünya Savaşı'nda US Food Administration'ı (ABD Gıda Dairesi) yöneterek insancıl bir kişi olarak isim yapma başarılarıyla girdi. Başkan seçilmeden önce, son derece başarılı bir ticaret bakanıydı.

Dört yıl sonraysa bozguna uğramış bir adamdı –ya da daha kesin söylemek gerekirse, yenilmiş bir başkan adayı ve küskün bir adamdı. Küskünlüğü, kökleri selefi Calvin Coolidge'in görev süresine kadar giden ve Hoover'ın kendisinin de Benjamin Strong gibi başkalarını suçladığı bir Bunalım'dan dolayı suçlanmasından ileri geliyordu. Krizin güçlüklerine göğüs germe konusundaki başarısızlığıyla hayal kırıklığına uğramıştı. Bu başarısızlık bir tarafta başkanın dünya görüşü, diğer tarafta 1930'un olağanüstü koşullarında yapılması gerekenler arasındaki uyumsuzluğu yansıtıyordu. Hoover, ekonomi politikalar önündeki zorlukların hiçbir şekilde ortodoks olmadığı bir dönemde, parasal ve mali ortodoksiye sarılmıyacak bir inanç besleyen biriydi. Kendi kendine yetme, birlikçilik (Associationalism) ve devletin sınırlı rolüne bir Quaker'in (Bir protestan tarikatının üyesi) inancıyla bağlıydı ama doğası gereği kendi kendine yetmenin sınırlarına ve devlet müdahalesinin gereğine vurgu yapan bir krizle karşı karşıya kalmıştı. Esin veren bir lider olmaktan uzak, soğuk ve eleştiriye duyarlı biriydi –Franklin Delano Roosevelt'in mizaç olarak tam zıddı yani.

Hoover'ın piyasaya güveni destekleme stratejisi, mevcut ücret düzeyini korumaktı. *New York Times*'in da özetlediği gibi başkanın tezi, mevcut ücret oranlarını korumanın iş barışını güvence altına alacağı yönündeydi. Bunu yapmak, insancıl bir zeminde de arzu edilir bir şeydi. Ayrıca ücret indiriminden kaçınmak, 'ülkenin tüketim gücünü' de korumak anlamına gelecekti.²¹ Hoover, Henry Ford ve General Electric'in yönetim kurulu başkanı sıfatıyla Owen D. Young'un da aralarında bulunduğu önde gelen işadamlarıyla bir dizi toplantı düzenledi. İşçi liderleri, karşılık olarak, grev çağrısı yapmak ve ücret artışı için karışıklık yaratmaktan kaçınmayı kabul etti.

Üretimi ne pahasına olursa olsun sürdürme mecburiyetinin olduğu I. Dünya Savaşı sırasında, Başkan Wilson bu türden bir korporatist ön sözleşmeye bel bağlamıştı. Wilson sendikaların iş barışı sözü vermeleri karşılığında işverenlere yüksek ücret vermeleri konusunda baskı yapmıştı. Hoover'sa, hatırlayalım, özveri ve işbirliğinin sesi olduğu bir dönemde, Wilson'ın Gıda Dairesi'nde müdür olarak çalışmıştı. Şimdi de içgüdüsel olarak krize Wilson'cu bir yanıt veriyordu.

Ama I. Dünya Savaşı sırasındaki koşullara uygun olan korporatist sözleşme türü, belli ki o an mevcut ekonomik gerileme koşullarına pek o kadar uygun değildi. Grev ve iş bırakma tehditleri, güçsüz ekonomik koşullarda, daha azdı. Buna karşın uygulanan politikanın harcamalar üzerindeki etkisi de belirsizdi. Ücret kesintilerinden korunmuş işçiler harcamalarını yükselteceklerse de, daha yüksek ücret vermeye zorlanan firmalar kârlarının azaldığını gördüler ve bu da onları işçi çıkararak ve çalışma saatlerini indirerek maliyetleri kısma yoluna sevk etti. Belirlenen politika talepteki hızlı düşüşü önlemek açısından önemliydi ama zorunlu maliyet ayarlamalarına bir engel oluşturdu ve arz üzerinde caydırıcı bir etkisi oldu. Arz ve talebin yan etkileri karşıt yönlere çekerken, toplam etki de sınırlı oldu.

Sanayi üretimindeki çöküşse, uygulanan politikanın bu konuda hemen hiçbir azaltıcı etkisi olmayınca, derinleşti. İflas etmiş finansal olmayan işletmelerin borçları Aralık 1930'da 84 milyon dolara ulaşarak bir rekor kırdı. Benzer bir iflastan kaçınan diğer işletmeler ise aldıkları borçları ödemekte zorlanıyordu. Küçük ziraat bankaları 1920'li yıllar boyunca iflas etmişti zaten. Şimdi 1930'da, Orta Atlantik'ten Ohio ve Mississippi Nehri Vadilerine kadarki on beş eyalete normal yağışların sadece yüzde 57'sinin düştüğü bir kuraklık hüküm sürüyordu.²² Tarımsal gelirler yarı yarıya düştü. İflas etmiş bankalardaki mevduatlar daha önceki aylık 20 milyon dolar düzeyinden Kasım'da 180 milyon dolara, Aralık'ta 370 milyon dolara yükseldi.

Fed'in finansal krizi bertaraf etmekte başarısız kaldığı birkaç örnekten ilki buydu. En azından olayın Friedman ve Schwartz tarafından nitelenişi bu şekilde oldu. Diğer analistler, tersine, 1930'un sonlarındaki bu olayları bir kriz seviyesine yükseltmeyi reddettiler. İflas etmiş bankalardaki mevduatların yarısının sadece iki örnekten kaynaklandığına dikkat çektiler: Bank of United States ve Caldwell and Company tarafından kontrol edilen Güneydeki banka zincirleri.²³

Rogers Caldwell, ağırbaşlı bir Nashville'li bankerin havalı oğluydu. (Daha sonra açığa çıkacağı gibi, burada bir şablon vardır.) Genç Caldwell 1910 yılında babasının sigorta işini çekip çevirmek için Vanderbit Üniversitesi'ni bıraktı. Clarence Hatry'nin de aynı yıl anne babasının işiyle başladıktan sonra sigorta işine terfi etmesi herhalde bir tesadüftür. Her ikisinin de yarış atı ahırları edinmesi ise, kişilik tarzına dair bir şeyler anlatsa da, yine tesadüf olmalıdır.

Caldwell genel sigorta satışından, inşaat projeleri için kefalet senetleri satma işine geçti. Kefalet senetleri, günümüzdeki kredi borcu takas sözleşmelerinden bir farkı olmayan, geri ödeme garantileriydi. Caldwell oradan da, bu senetlerin kendilerine aracılık taahhüdü verme işine atladı. Hatry olayında olduğu gibi, bunlar da, aracı yüklenicinin sayesinde kişisel ve politik bağlantılar kurduğu belediye ve yerel hükümet senetleri olmaya doğru gitti. Caldwell, hendekler kazıp, istımlak yapan, ve bu işi finanse etmek için borçlanan, senetlerini de vergiyle ödeyen drenaj bölgeleri işinde uzmanlaştı. 1920'li yılların sonuna gelindiğinde Caldwell artık otellerin, hastanelerin ve iş hanlarının finansmanı için koşulsuz gayrimenkul senetlerinin de aracı yüklenimini yapıyordu. Bunların çoğu, beklenileceği üzere, ticari gayri menkul patlamasının 1929'daki çöküşüyle temerrüde düştü.

1919'da, Hatry'nin Commercial Bank'ı elde etmesinden dört yıl sonra, Caldwell de bono satışlarıyla kaba fonları depolamak için kullandığı Bank of Tennessee'yi faaliyete geçirdi. Bu fonları doğrudan drenaj bölgesine ya da borçlanma talebindeki otelciye aktarmak yerine kişisel kullanımına ayırdı.²⁴ Sigorta şirketleri, tekstil imalathaneleri, bir asfalt tedarik şirketi, mandıralar, çamaşırhaneler, bir mağazalar zinciri, bir ikinci lig beyzbol takımı, Hatry'nin standartlarını bile aşan çeşitlilikte bir iş koleksiyonu edindi. Bazen, satın almış olduğu işletmeler, kendisinin tahvil ihracı aracılık yüklenimi için sözleşme yapmış olduklarıyla aynı oluyordu. Eğer yüklenici aynı zamanda borçlu şirketin de sahibi olursa, besbelli ki, aracılık yüklenimi işinin düzenli akışını güvence altına almak daha kolay olurdu. Sigorta şirketlerine sahip olmaksızın diğer yatırımcılara bir bono satmak zorlaşırsa, bundan da öte bir avantaj sağlıyordu çünkü bu durumda firma sigortacısına bir ilgili taraf işlemiyle satılabiliyordu. Caldwell'in bu şirketler takımı içinde değerli olanlardan birisi de, genellikle aracılık yüklenimi işini kendisinin üstlendiği otoban inşaat projelerine asfalt tedarik eden Kentuck Road and Concrete'di.

Bu işletmeler grubunun merkezinde, bir bankalar zinciri bulunuyordu. Aynı ayrı lisanslanmış bankalar topluluğunun şayet tek bir mülkiyet grubu tarafından kontrol ediliyorlarsa, bir bankalar zinciri oluşturduğu söylenir (Zincir bankacılığın aynı zamanda, Florida'daki arazi balonu 1926'da patlayınca iflas eden Manley-Anthony banka gruplarının da temelini oluşturduğunu hatırlayalım).²⁵ Zincir bankacılığın avantajı, mülkiyet sahibine, eyalet aşırı şube açma yasakları olduğu zaman bile, birden fazla eyalette iş yapma imkanı sağlamasıydı. Buna eşlik eden sorunsal, denetçilerin bir bankanın diğerine olan borçlarını hesaplara geçirme şansını azaltmasıydı. Bir dizi eyalete yayılmış bankalar, bilgi paylaşımına alışkın olmayan denetçiler tarafından denetlenilebilirdi.

Caldwell de işte şimdi bunun avantajından yararlandı. Sahip olduğu banka zinciri Tennessee'den Kentucky'ye, Arkansas'a ve Kuzey Carolina'ya uzanıyordu. 1930'da Louisville merkezli BancoKentuck Company'de (resmî olarak National Bank of Kentucky) nüfuz kazandığında, imparatorluğu 225 milyon dolar mevduatı olan bankaları ve 216 milyon dolarlık bir raporlu aktif olan sigorta şirketlerini kapsıyordu. Geçici bir süre için holdingi bölgenin en büyük yatırım bankası oldu. Caldwell kendisine, kahramanı Andrew Jackson'un evi Hermitage'ı model alan bir malikane inşa ettirdi ve Avrupa'dan getirttiği aynalar ve şöminelerle döşedi. Daha doğrusu, Bank of Tennessee onun için inşa etti: İnşaat masrafları 350 bin dolar tutarındaki banka fonlarıyla ödenmiş, malikane ise bilançonun aktiflerinde gösterilmiş ve 1 Haziran 1930'da gizemli bir biçimde Caldwell'in kişisel hesabına aktarılmıştı.

O güne kadar da Caldwell imparatorluğuna dahil yatırımların büyük bir bölümünde işler kötüye gitti. Caldwell and Company'nin gayrimenkul senetleri portföyünün performansı son derece kötüydü ve endüstriyel yatırımları da ekonomik çöküş nedeniyle kâr etmez bir hale gelmişti. Şirket, batmamak için drenaj bölgeleri ve belediyeler adına geçici olarak Bank of Tennessee'ye yatırılmış bonoların satışından elde edilen gelire ve Caldwell bankalarının masum vatandaşlardan, firmalardan ve en az onlar kadar Tennessee Eyaleti'nden toplayacağı mevduata bel bağladı. Buna ilave olarak BancoKentucky'nin 1930 yılının ortalarında ele geçirilmesi de, holdinge bu yeni katılan bankadan 2,4 milyon dolar borç alan Caldwell'e geçici bir para takviyesi olanağı sağladı.

Bina cephesindeki çatlakları açığa çıkaran olay, Bank of Tennessee'nin 7 Kasım 1930'da kapatılması oldu. Eyalet müfettişleri bankanın sermaye yetersizliği içinde olduğuna zaten hükmetmiş ve mevduat sahiplerinin korunması için 4 milyon dolarlık bir ilave menkul temin etmesi için talimat vermişlerdi. Daha sonra daha az değerli menkullerin ikame edilmiş olduğunu keşfedince de, Kasım operasyonuna gittiler.

Zamanlama, Caldwell operasyonunun politik bağlantılarının önemine işaret ediyordu. 7 Kasım 1930, seçmenlerin ikinci bir iki yıllık dönem için Vali Hanry Hollis Horton'ı tekrar göreve getirdiği Tennessee valilik seçimlerini izleyen ilk Cumaydı. Daha önce Tennessee Senato'sunun sözcülüğünü yapmış olan Horton, kendisinden önceki vali Austin Paey'in 1920'de ofisinde ölümünden sonra valilik koltuğuna oturmuştu. Daha Horton'un 1928'de vali olarak görev aldığı iki yıllık ilk döneminde, Horton yönetimiyle, Caldwell'in ihalesiz eyalet işleri alan Kentucky Road and Concrete şirketi arasındaki yakın ilişkiler tartışma konusu olmuştu. Caldwell bu şansını Tennessee'nin bir diğer güçlü simsarı, gazete sahibi ve gayrimenkul yapsatçısı Albay Luke Lea'ya da yorabilirdi.²⁶ Lea, Vali Horton'a danışmanlık yapıyor, gazeteleri *Nashville Tennessean* ve *Knoxville Journal* de vali adayına coşkulu bir destek veriyordu. Ama albay aynı zamanda Caldwell'in da iş ortağıydı; ikisi birlikte Knoxville'deki Holston National Bank'ın çoğunluk hisse-lerini satın almışlardı. Lea, işe çok yarayacak bir biçimde, aynı zamanda Atlanta Federal Merkez Bankası'nın da müdürüydü.

Şimdi, 1930'a gelindiğindeyse, Lea'nın, adaylığını destekleme vaadi karşılığında Horton'u eyalet inşaat projelerinin asfalt tedarikini Caldwell'in karşılaması için daha çok sözleşme yapmaya teşvik ettiği iddia ediliyordu. Bu ithamın doğruluk payı ne olursa olsun, Lea ve Caldwell'in yakın bağlantıları olduğu ve bu bağlantılarının doğrudan doğruya valinin ofisine çıktığı açıktı.

Dolayısıyla, Caldwell'in sahibi olduğu Bank of Tennessee'nin kapatılmasının 1930 valilik seçimlerinden sonraki Cuma gününe kadar geciktirilmesi hiç de tesadüf değildi. (Denetçiler paniği dizginlemek ve mevduat sahiplerinin serinkanlı davranmalarını sağlamak için banka kapatma tarihlerini hafta sonuna getirmek gerektiğini öğrenmiş bulunuyorlardı.)

Bank of Tennessee iflası, hafta sonunun bitmesiyle birlikte bunu Holston Natioanal Bank'ın izleyebileceği yönünde anlaşılabilir endişeler yarattı. Holston National'ın, Caldwell and Company'ye diğer bankalardan borç alınarak sağlanmış büyük miktarda ödenmemiş borçları olduğu söylentileri yayıldı. Ertesi Pazartesi, parasının çekmek isteyen mevduat sahipleri bankanın önünde uzun kuyruklar oluşturdu.

Bank of Tennessee ve Holston National'ın Caldwell'le bağlantılı kötü yönetim belirtileri veri alındığında, yatırımcıların Knoxville bankalarının iflasından endişelenmeleri için de haklı nedenleri vardı. Bunun da ötesinde, bu işin başka hangi bankaları kapsayacağı da belirsizdi. Korkulu rüya görmektense uyanık yatmak iyidir hesabı yapan mevduat sahipleri Knoxville ve çevresindeki diğer bankalardan da paralarını çekmek için hücum etti. Bu noktada olaylar artık tam olgunlaşmış bir krize doğru yozlaşmanın tüm belirtilerini sergiliyordu.

Böylece sorumluluk alma sırası, Fed'in yerel şubesi, Atlanta Merkez Bankası'na geldi. Banka yetkilileri, bir merkez bankasının son çare kredi verme sorumluluğundan tümüyle haberdar olmuş gibi görünüyordu. (Lea, toplantılara katılma ehliyetinin olmamasını gerekçe göstererek, Kasım 15'te müdürlükten istifa etti.) Atlanta Fed, uzun bir süredir Merkez Bankası'nın daha faal şubeleri arasında yer alıyordu.²⁷ I. Dünya Savaşı'nın hemen ardından yetki bölgesini etkileyen pamuk piyasası dalgalanmalarının bir sonucu olarak, finansal sıkıntılar konusunda önceden gelen bir deneyime sahipti. Florida, Jacksonville'deki şubesi aracılığıyla, İspanyol-Amerikan Savaşı'nın ardından ABD dolarını benimsemiş olan Küba'ya para tedavülünden de sorumluydu. Nisan 1926'da adada faaliyet gösteren Kanada bankasının iflas edeceği söylentileri bir panik ve likidite krizi kıvılcımları saçınca, Atlanta Fed kırk iki torba parayı Havana'ya indirmişti. Bu hamle diğer bankalara da mudilerine nakit ödeme yapma olanağı sağlayarak, mevduat kaçıışını başarılı bir şekilde önleme imkanı sağlamıştı.²⁸

Bu deneyimlerin ışığında Atlanta Merkez Bankası, tıpkı New York Merkez bankası gibi, dolu kasa çekmecelerinin güven sağlamadaki öneminin farkındaydı. Bu nedenle de verdiği yanıt, Knoxville'e birkaç milyon dolar nakit göndermek üzere düzenlemeler yapmak oldu. Ateşkes Günü'ne denk gelen 11 Kasım Salı günü, yoldaki nakdin ulaşması için zaman sağlamak üzere bankalar kapatıldı.

Holston-Union Çarşamba günü kapılarını açamayınca, Knoxville merkezli iki rakibi, East Tennessee National Bank ve National City Bank, panik halindeki mevduat kaçışlarına maruz kaldı. Bu bankaların Caldwell-Lea zinciriyle hiçbir iş bağlantısı yoktu ama sonuç değişmedi. Saat 14:00 itibarıyla mevduat sahipleri 1 milyon doları aşkın bir parayı çekmişti. Neyse ki, 'en ürkek olanlara bile güven veren' bir haber gelmiş, Atlanta Fed'in 'devasa para tomarları' artık ulaşmıştı ve mevduat sahiplerine nakit ödeme yapma imkanı vardı. Perşembe günü mesai bitiminde, bir gün önce paralarını çekmiş olan mevduat sahiplerinin çoğu getirip paralarının geri yatırmış bulunuyordu.²⁹ Yerel bankaların birbirlerinden aldıkları çek ve diğer ödemeleri takas ettikleri Knoxville Takas Odaları Birliği (Knoxville Clearing House Association) başkanı A.P. Frierson, bariz bir ferahlamayla, "mevduat sahipleri tarafındaki heyecanın...hafiflemiş" olduğuna hükmedebiliyordu artık.³⁰

Bu tabii ki, sorunun Tennessee'den komşu eyaletlere ve Caldwell'e bağlı olmayan bankalara sıçramasına engel olmadı. Ama en mühim iflaslar Caldwell bağlantılı kuruluşlarda yaşandı. Sadece Tennessee'de bu dönemde batan on banka da Caldwell bağlı şirketleriydi ve aynı şey Arkansas'ta iflas eden kırk beş, Kentucky'de on beş ve Kuzey Carolina'daki on beş banka için de geçerliydi.

Kazazedeler arasında Arkansas'ın en büyük bankası, American Exchange Trust Company de vardı. American Exchange Trust, sadece Caldwell and Company'ye değil ama hisselerinin yüzde 70'ini kontrol eden ortağı A.B. Banks&Co. ile birlikte Caldwell&Company'ye de yatırım yapmıştı. Borçlarının üçte birinin bankanın kendi personel ve müdürlerine açılmış olması da, bunun hiç de normal olmayan bir finans kuruluşu olduğunun göstergesiydi. American Exchange Trust, panik halindeki mudilerinin 16 Kasım'da 4 milyon dolarlık bir mevduatı çekmesi üzerine, borçlarını askıya aldı.³¹ Ertesi gün Maliye Müfettişleri National Bank of Kentucky'yi kapattı.

Bank of Tennessee ve Holston Union Bank'da Tennessee Eyaleti'ne ait 5 milyon dolarlık otoban parası vardı ve Caldwell bu eyalet mevduatına şahsen kefil olmuştu. Yetkililer bu nedenle onun altmış dört safkan atla bir damızlık aygırın bulunduğu yarış atı ahırına el koymak üzere harekete geçti. Bunların satışlarından yetkilileri hayal kırıklığına uğratan sadece 85 bin dolarlık, Caldwell'in garanti verdiği bonolarının değerinin çok küçük bir parçasına denk gelen bir getiri elde edildi. Eyaletin bir sonraki hamlesi onun malikanesine, Brentwood Hall'a el koymak oldu ama kişisel hesabına aktarılmış olan bu mülk için de Caldwell konut muafiyetine başvurma imkanı buldu.

Vali Horton da bu skandalın ardından ayakta kalamadı. 1932'de üçüncü bir dönem için aday olmamayı tercih etti ve bundan kısa süre sonra da hayatını kaybetti. Caldwell, Lea ve Holston-Union National Bank ile Holston Trust Company'nin genel müdürü J. Basil Ramsey hakkında, eyalet otoyol fonlarını diğer borçların ödemesinde kullanma suçlamasıyla soruşturma açıldı. Lea suçlu bulundu ve 1934 yılında hapse atılıp 1936'da şartlı tahliye edildi. Caldwell'se daha da ucuz atlattı. Hakkında verilen mahkumiyet kararı Tennessee Eyalet Yüksek Mahkemesi tarafından temyiz edildi ve bir daha da hiç yeniden yargılanmadı. Eyalet yetkilileri 1954 yılına kadar onu Brentwood Hall'dan attırmayı da başaramadı.

Tennessee, Arkansas, Kentucky ve Kuzey Carolina'da yoğunlaşan 1930 bankacılık krizi, bir avuç renkli şahsiyetin eseri olarak kayda değer bulunmayabilir. Kriz, Güney bölgeler ve tümüyle değilse bile, geniş ölçüde Caldwell zinciriyle sınırlı kalmıştı. Ama neredeyse hiçbir finans tarihçisi 1930 olaylarını bu şekilde bir indirgeme peşinde olmamıştır.

Ama aslında bu krizin daha fazla yayılmasını, hem Güney'deki Caldwell'e ait olmayan diğer bankalara hem de bölge dışına yayılmasını önleyen, Atlanta Fed'in verdiği hızlı yanıtı. 1930 krizinin sınırlı boyutlarda kalması onun kendine özgü doğasından daha çok, Atlanta merkez bankasının verdiği hızlı reaksiyonu yansıtır. Sınırlı sayıda banka iflasının bütün bir bankacılık sistemini girdaba çekecek bir

paniğe ve likidite krizine yol açmasını önleyen buydu. 1930 olaylarının genellikle kelimenin gerçek anlamında bir bankacılık krizi seviyesine çıkmış bir gelişme olarak görülmemesi, büyük bir krizi ateşleme kapasitesine sahip ciddi sorunların göstergesi olmadığı değil, daha çok, merkez bankasının güçlü bir karşılık verme yetisinin daha kötüsünü önlediği anlamına gelir.

Bütün bunlar, Merkez Bankası yetkililerinin, hiç değilse bazılarının, bir paniğe nasıl karşılık verileceğini anladığına kanıttır. Mesele, bir kez daha fırsatını bulduklarında aynı tutumu bir daha sergileyip sergilemeyecekleriydi.

O fırsat daha sonra, Bank of United States'in batışıyla bir kez daha karşılına çıktı. Bu, ABD'nin Bankası değildi, hani şu 1791'den 1836'ya kadar bir tür ön-merkez bankası olarak işlev gören banka. Ama isim de bir tesadüf değildi. Bankanın merkez şubesini süsleyen Capitol resmi gibi, isim de bir güven ilham etmesi için tasarlanmıştı. 1926'da çıkarılan bir yasa bankaların 'Federal,' 'ABD,' ve 'Reserve' kelimelerini isimlerinde kullanmasını yasaklıyordu ama geriye doğru işlemiyordu. Bank of United States 1913'te elbise imalatçısı Joseph Marcus tarafından kurulmuştu, isim de müktesap haktı.

Marcus'un 1928'de ölümü üzerine banka, bir anda ülkenin en genç banka başkanlarından biri haline gelen oğlu Bernard'ın üzerine geçti. Her iki Marcus de, ama özellikle oğul Marcus, saldırgan bir yayılma politikası izledi. Banka sermayesini 25 milyon dolara, şube sayısını altmış bire ve müşteri sayısını da 400 bine çıkararak ülkedeki bütün bankaları geride bıraktılar. Menkul kıymet ticareti ve aracılık yüklenimi için yan kuruluşlar açtılar. Mevduat sahiplerine menkul kıymet satmak üzere yatırım ortaklığı firması kurdular. Bu menkul kıymetlerin ağırlıkla kendi bankalarının hisselerinden oluştuğu daha sonra ortaya çıkacaktı.

Ayrıca, Manhattan'daki birkaç büyük apartman projesi de dahil olmak üzere, ticari gayrimenkul projelerine de kredi açtılar. New York City bankalarının sadece yüzde 12'lik ortalamasına karşılık, onların banka kredilerinin yüzde 40'ı emlakla ilgiliydi. Bank of United States, ikinci ve üçüncü dereceden konut ipotekleri sunarak, Florida modeli uygulamaları benimsemişti. Konut yapsatçılarına ve Caldwell & Company gibi, koşulsuz konut ipoteğine yatırım yapanlara kredi açtılar. Arazi satın alıp apartman kompleksleri projelerini bizzat geliştirmek üzere yan şirketler kurdular.

Diğer yatırımcılar ticari gayrimenkul piyasasına para bağlamanın ideal zamanı olmadığını fark ettiler. Bank of United States hisseleri Nisan 1929'da düşmeye başladı; diğer banka hisselerinin hâlâ yükselmeye devam etmesine ve hisse senedi piyasasının genel olarak yükselişte olmasına rağmen böyleydi bu. Marcus ve şirketlerinin başkan yardımcısı, daha önce Cloak, Suit and Shift Manufacturer's

Protective Association'un başkanlığını yapmış olan Saul Singer, tıpkı kendi şirketlerinin hisselerini satın almak için borç alan Clarence Hatry'nin yaptığı gibi, bağlı şirketler üzerinden yaptıkları bir operasyonla kendi hisse senetlerini satın alarak zaman kazandı. Şube müdürleri şaibeli mevduat sahiplerine hisse satmak üzere eğitildi.³²

Ve tabii ki, bilinçli yatırımcıların gayet iyi bildiği şeyi, denetçiler de biliyordu. 1929 yazında, Merkez Bankası ve eyalet şubelerinden müfettişler, Marcus ve Singer'ın 'uyduruk bir banka' işlettiğinden söz ettiler.³³ Risk yönetimi uygulamaları gevşekti ve bankanın aktifler portföyü hemen paraya çevrilemeyen gayrimenkul yatırımlarında toplanıyordu. Hızlı bir düzeltme operasyonu gerekiyordu.

New York Eyaleti Bankacılık Müfettişi Joseph A. Broderick, 1929 yazı boyunca Bank of United States'i güçlü bir ortakla birleştirmek için çalıştı.³⁴ National City Bank'ın başkan yardımcısı S. Sloan Colt'un şahsında uygun bir yönetim kurulu başkanının yanı sıra J. And W. Seligman özel bankası da muhtemel bir ortak olarak bulundu. Görüşmeler Ekimin ikinci yarısında başarılı bir biçimde sonuçlanacak gibi görünüyordu. Ama çok geçmeden piyasanın çöküşü bu birleşme planını da, birçok başka iyi tasarlanmış plan gibi suya düşürdü.

Broderick bundan sonra diğer bankaların ilgisini Bank of United States'in alımı üzerine çekmeye çalıştı. 1930'un başlarında Irving Trust tarafından satın alınabileceği umutları belirdi ama Bank of United States hisselerinin bu satış söylentileriyle birlikte yükselmesi üzerine, bankanın şaibeli gayrimenkul kredilerinden oluşan portföyü etrafındaki belirsizlikler de düşünüldüğünde, satış işleminin maliyeti birden yükseldi.

Broderick de bundan dolayı, New York'un en büyük bankalarından biri olan Manufacturers Trust Company'ye döndü yüzünü. Ama ne yazık ki, Bank of United States'in içinde bulunduğu zaafıların çoğu, ağır bir biçimde gayrimenkul piyasasının risklerine açık olmak başta olmak üzere, Manufacturers Trust için de geçerliydi. Singer'ın, oğlu için, Marcus'un oğlu için olduğu gibi, Manufacturers Trust'ta bir pozisyon talep etmesi de işleri kolaylaştırmadı. Görüşmeler uzadı. Ekim'de müzakerelerden kamuoyunun da bilgisi oldu.

8 Aralık 1930'da birleşme görüşmelerinin kesildiğinin ilan edilmesi, bankadan mevduat kaçışlarını ateşleyen bir kıvılcım oldu. İki gün içinde paniğe uğramış iki bin beş yüz mevduat sahibi, Bank of United States'ten 2 milyon dolardan fazla para çekti. Müşteriler hesaplarını boşaltmak için saatlerce sıra beklediler. Kalabalığı yatıştırmak için atlı polisler yardıma çağırıldı.

ABD şimdi tarihindeki en büyük banka iflasıyla karşı karşıya kalma tehdidi altındaydı. New York Merkez Bankası'nın öncülüğünde acil bir toplantı düzenlendi. Bu toplantı da, 12 Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın kurtarılmasını görüşmek için yapılan acil toplantıyla birinci kattaki aynı toplantı salonunda mı

yapıldı, bilinmez ama bina o aynı binaydı, yani Fed'in Liberty Caddesi No:15'teki o heybetli kalesi. 10 Aralık'ta bütün bir gece süren toplantıda tanınmış karakterler rol aldı: Başkan Harrison, J. P. Morgan'ın ortağı Thomas Lamont, New York Fed müdürü sıfatıyla Owen Young ve New York Eyaleti Vali Yardımcısı Herbert Lehman.

Manufacturers Trust birleşmesini yeniden canlandırmaya yönelik başarısız bir girişimin ardından, çabalar bir başka uygun evlilik ortağı belirleme üzerinde yoğunlaştı. (Bank of America ile Lehman Brothers arasındaki birleşme görüşmelerinin sonuçsuz kalması üzerine, yetkililerin çaresizlik içinde Barclays'in kişiliğinde bir başka partner arama çabalarını hatırlamadan edemiyor insan.³⁵) Ama bir evliliğin tamamına erdirilmesi, özellikle de flört aşaması en baştan başlamak zorundaysa zaman alırdı. Bu arada, takas ve tasfiye işlemlerine nezaret eden bankalar birliği Clearing Banks'ın da, sorunlu kuruluşun mevduat ve diğer yükümlülüklerini garanti altına alması ihtiyacı doğdu.

11 Aralık gecesi sabaha karşı saat 4:00'te, bütün gece süren toplantının sonunda, Clearing Banks bunu geri çevirdi. Bank of United States'in Yahudi sahiplerine yönelik antipatinin bu kararda rolü olduğu tahminleri yapıldı.³⁶ Clearing Banks, buna ilaveten, kendilerinin üstlenmesi istenen yükümlülüklerin hacmi konusunda da kuşkuluydu. Bankanın karmaşık grup yapısı bunun hesaplanmasını güçleştiriyordu. Lehman Brothers olayı ve Bank of America ile Barclays'in Lehman defterlerine bir anlam verme konusunda karşılaştıkları güçlüklerle bir başka doğrudan benzerliktir bu.³⁷ Toplantıya katılanlar bir anlaşmaya ulaşamadı, banka Perşembe sabahı açılmadı.

New York Merkez Bankası'nın Bank of United States'e destek olmayı reddetmesi büyük bir ihtimalle bankanın iflas etmiş olduğuna dair hükmünü yansıtıyordu (Lehman Brothers'la bir başka benzerlik). Ama New York Fed, krizin daha da yaygınlaşabileceği, belki gayrimenkul kredileriyle dolu portföyünden dolayı Manufacturers Trust ve diğer bankalara da sıçrayabileceği tehlikesinden de haberdardı. Mevduat sahipleri ise kendi bankalarının durumunun paralarını çekmeyi gerektirip gerektirmediği konusunda kararsızdı ve banka onlara nakit para sunmakta başarısız olursa haberler bir panik kıvılcımına yol açabilirdi. New York Fed bunun önüne geçmek için, diğer bankalara ilave nakit ve likit aktifler sağlamak üzere derhal adım atarak izleyen üç gün içinde bu bankalardan yaklaşık 40 milyon dolarlık devlet tahvili satın aldı. Bir sonraki hafta, bir 100 milyon dolarlık ilave bonoyu kırdı ya da satın aldı. Bu müdahalesiyle de önde gelen bir kurumun iflasının bankalardan mevduat kaçıışı furyasına ve bir likidite krizine yol açmasını önledi.

Bank of United States de bu arada New York Bankacılık Dairesi'ne devredildi. New York Clearing House Association'ın diğer üyeleri, Bank of United States'in müşterilerine hesap cüzdanlarını göstermeleri karşılığında, oradaki mevduatlarını karşı teminat olarak kabul ederek bankadaki paralarının yüzde 50'sine kadar kredi açmayı kabul etti. Manufacturers Trust'ın takas odasına üyeliğini onayladılar; Goldman Sachs ve Morgan Stanley'nin 2008'de bir hafta içinde banka holding şirketine dönüştürülmesi kararını önceden haber veren bir normal prosedüre kısa devre yaptırma adımıydı bu.³⁸

Merkez Bankası'nın şimdi geriye dönüp bakarak Büyük Bunalım'ın başlangıcı olduğunu bildiğimiz bu kritik dönemeçteki rolünün, bazılarının varsaydığından daha karmaşık olduğu apaçıktı. Ortak iddiaların tersine, Merkez Bankası yetkilileri, son çare olarak kredi ve likidite sağlama sorumluluğunun merkez bankasında olduğunun bilincindeydi. 1929'daki borsa çöküşü sırasında piyasaları nasıl bir nakit ve likidite seline boğmuş, makbul teminatlar karşısında nasıl rahat rahat kredi açmışlarsa, şimdi de o dev nakit ve döviz tomarlarını Caldwell & Company'nin yaşadığı sorunların yayılmasını engellemek ve Bank of United States'in iflasının diğer bankalara bulaşmasının neden olabileceği likidite sorunlarını önlemek üzere uygun teminat karşılığında bol bol kredi vermek için seferber etmişlerdi. Verdikleri bu hızlı reaksiyon, Büyük Çöküş'ün neden daha büyük finansal altüst oluşlara yol açmadığını ve 1930 bankacılık krizinin de neden daha şiddetli olmadığını izah eder.

Ama 1930 krizinin Nashville, Knoxville ve New York'la sınırlı kalmasında şansın da rolü oldu. ABD finansal sisteminin merkez üssüne yerleşmiş olana New York Fed, ve coğrafi konumundan dolayı Küba finansal sisteminin vekil harçlığına tayin edilmiş olan Atlanta Fed, bir krize nasıl karşılık verileceğini öğrenmişti. Diğer merkez bankalarının aynı derece deneyimli ve bilgili olup olmadıkları ya da zamanı geldiğinde eşit derecede uygun bir karşılık verip veremeyecekleriyse, hiç belli değildi.

Buna ilave olarak, 1930'da merkez bankalarının durumu da iyiydi. Altın konvertibilitesini sürdürme yükümlülükleriyle acil likidite sağlama arasında çıkabilecek muhtemel bir çelişkinin önüne geçmelerine rahat rahat yetecek kadar yüklü bir altın rezervine hâlâ sahiptiler. İş dünyasının sadece birkaç aydır düşüşte olması nedeniyle, merkez bankalarının elinde ayrıca iskonto edebilecekleri kaliteli finansman bonolarından da bol miktarda vardı. İşler 1931 ve özellikle 1933'te değişecekti.

Üstelik Atlanta ve New York'taki yetkililer bu tür bir finansal sıkıntıya yanıt vermeyi öğrenmiş olsa bile, nominal ve gerçek faiz oranları (bu ikincisinin, hatırlayalım, enflasyona dayalı faiz oranları olduğu belirtilmişti) arasındaki farkı belli ki bilmiyorlardı. Düşük faiz oranlarının kredi talebine işaret edebileceğini ve bu krediye bol miktarda sahip olmayan zayıflamış bir ekonomide, bu işi merkez bankasının yapmış olduğunu anlamadılar. Reel para doktrinine bağlı olduklarından, ücret seviyeleri, harcamalar ve ekonomik faaliyetteki feci düşüşü önleyecek kadar para ve kredi arzı ayarlama sorumluluğunun kendilerine ait olduğunu değerlendirmediler. Harcama ve faaliyetlerdeki bu düşüşün sonuçları arasında, yatırımcıların dolara yönelik gelecek beklentilerinde soru işaretleri oluşmaya başlarken, Fed'in altın kaybı ve merkez bankasında iskonto edilen finansman bonolarında ise daha öte bir düşüş de vardı.

Dolayısıyla finansal sıkıntılar geri döndüğünde, merkez bankası çok daha elverişsiz bir pozisyonda yakalanacaktı.

1. Başkanlar Kurulu'nun sezona ayarlanmış çalışma raporlarına göre böyle. Ulusal gelir hesaplamalarını çeyrek dönem bazında yeniden düzenleyen daha sonraki girişimler (Balke ve Gordon 1986), gerçek GSYH'nin yılın son üç ayında yüzde 20'lik bir endişe verici oranda düştüğünü gösterdi.
2. 2008-09 krizi, benzer şekilde küresel ticarete sert bir düşüşü öne çıkardı ve ana nedeninin zayıf nihai talep beklentileri mi yoksa finansal aksaklıklar mı olduğu konusunda tartışmalara tanık oldu.
3. Bu son durumda sadece zayıf talepten ötürü değil ama aynı zamanda rekor bir hasattan dolayı da böyleydi.
4. Economist'in klinik hekimlerinin teşhisi buydu (31 Mayıs 1930, sf. 1205).
5. Başkanlar kurulu, New York merkez bankasına 50 milyon dolarlık bir hükümet menkulu satın alma yetkisi de verdi.
6. "The State of Trade at Home and Abroad," Economist Monthly Supplement (31 Mayıs 1930, sf. 33).
7. Diğer ülkelerde düşüş daha sınırlı bir seviyede kaldı ama hareket aynı yöneydi. Aralık'tan Aralık'a sanayi üretimindeki düşüş Kanada'da yüzde 11, İsveç'te yüzde 8 ve Fransa'da yüzde 7 oldu. Ticaret Kurulu'nun sanayi üretimi rakamlarını çeyrek dönem bazında oluşturduğu Birleşik Krallık'ta ise 1924Ç4-1930Ç4 düşüşü yüzde 13'tü.
8. "Yurtdışındaki olaylar'dan kasıt, aşağıda anlatılan Almanya'daki gelişmelerdir.
9. Bir başka ifadeyle, yüzde 14'lük bir yıllık kırpılmayla düşüyorlardı. Sıkıntıdaki emtia piyasalarının içinde bulunduğu koşullardan ağır bir biçimde etkilenen toptan eşya fiyatlarının, ille de altta yatan fiyat seviyesi eğilimlerinin en iyi ölçüsü olması gerektiği ileri sürülebilirdi. Ama mamul mal fiyatları da, yıllık yüzde 10 oranında, düşüyordu.
10. 10. Hamilton (1992) Tablo 7. Cecchetti (1992), bir öngörü model oluşturmak için fiyatlar ve faiz oranları üzerinde zaman serileri kullanarak, benzer şekilde, üç ila altı ayı ipe çeken yatırımcıların 1930 sonları itibarıyla deflasyon beklentisi içine girmiş olacakları ve 1929 sonlarında da zaten öyle olmalarının kuvvetle muhtemel olduğu sonucuna vardılar. Öyle olsa bile, başkanlar kurulu üyeleri gerçek ve nominal faiz oranları arasına bir ayırım çizgisi çekmeye alışkın değildi. Gelecekteki piyasalar fiyat düşüşlerine işaret ediyor olsa bile, bu durum onların kredilerin ucuz olduğu konusundaki vargularını değiştirmede. Başkanlar uygulamada sadece nominal faiz oranları dışında bir şeyle ilgilenmedi. Meltzer (2003), sf. 295.
11. Birinci sınıf bonoların getirisi yüzde 4,5'in üzerinde kaldı. AAA ve Baa tahviller arasındaki yayılım, daha da genişledi; bu da marjinal kredili firmaların finans piyasalarındaki payının daha da azaldığına dair bir işaretti.
12. Miller'ın sözleri, ABD Temsilciler Meclisi Bankacılık ve Para Komisyonu önünde verdiği ifadeden alındı. (US House of Representatives Committee on banking and Currency, 1928, <http://www.scribd.com/doc/175280593/housta28>)
13. Friedman ve Schwartz (1963), sf. 368.
14. Gümrük vergilerinin tarım problemlerini çözmeye pek bir katkıda bulunmamasına ilave-ten, Hawley bir de ayrıca, bu sondan bir önceki içki yasağı yılında birincil muhalifi 'ıslak' kalırken, kendisi 'kuru' kalmanın yükünü omuzladı. ('dry' ve 'wet', sırasıyla alkollü içki satış ve tüketimini yasaklamak ya da serbest bırakmak anlamında kullanılıyor. ÇN).
15. 1922 tarihli Fournedney-McCumber Gümrük Vergisi, buna kıyasla, oranları on üç puan yu-karı çekmişti. Irwin (2011), sf. 105-7.
16. Aynı eser, sf. 140.

17. New York Times (11 Kasım 1929, sf.2).
18. Bkz. Archibald ve Feldman (1998).
19. Carey'de (1999) anlatıldığı gibi.
20. Alıntı, Burney'de (2005), sf. 298.
21. New York Times (22 Kasım 1929, sf.1).
22. Bütün bunlar Hamilton'da (1985) anlatılır.
23. Örneğin Temin (1976) ve Wicker'ın (1996) vardığı sonuç budur.
24. McFerrin'de (1996) anlatıldığı gibi, Caldwell yaptığı bu tahvil işlemlerine bir de mevduat sözleşmesi ekliyor; tahvil satışlarının hasılatını inşaat maliyetlerinin karşılanması için la-zım oluncaya kadar Bank of Tennessee'de muhafaza edilmesini sağlıyordu.
25. Bkz. Bölüm 1.
26. Lea'nın büyük dedesi, 1911'den 1917'ye kadar iki dönem kongre üyeliği ve senatörlük yap-mıştı. Horton daha önce Senato'daki bir boş koltuk için genç Lea'yı aday göstermiş ancak Lea emlak işinde kalmayı daha kârlı bularak bu teklifi geri çevirmişti.
27. Bu konunun ayrıntılı belgeleri Richardson ve Troost (2009) ve Jalil'dedir (2012).
28. Bu olay, Merkez Bankası Başkanlar Kurulu'nun bir soruşturmasına yol açmış ve soruşturma aralarında başkan yardımcısının da bulunduğu dört Atlanta merkez bankası yönetici-sinin gemide sarhoş olduğu sonucuna varmıştı. Atlanta Fed'in kendi yaptığı soruşturma ise, bunun tersine, bütün üyelerin hayranlık verici bir performans sergilediği sonucuna vardı. Sonuçta kurulun görüşü ağır bastı ve başkan yardımcısı istifasını sundu. Bkz. Gamb-le (1989), Richardson ve Toorst (2009) ve Jalil (2012).
29. New York Times (14 kasım 1930, sf. 19).
30. Washington Post (14 kasım 1930, sf. 2).
31. Bu durum, Friedman ve Schwartz'ın Merkez Bankası Sistemi'nin oluşturulmasıyla birlikte finansal krizlerin kontrol altına alınmanın bir yolu olarak daha önce başvurulmuş peşin öde-me uygulamasının ortadan kalktığı yolundaki gözlemlerine ilginç bir istisna oluşturur. As-lında bu Arkansas bankasının hiçbir seçme şansı yoktu; şanssızlığı Merkez Bankası'nın St. Louis bölgesinde olmasından kaynaklanıyordu ve St. Louis merkez bankası da hiç yardım etme eğiliminde değildi. Bkz. Richardson ve Troost (2009).
32. New York Times (20 Aralık 1930, sf. 1).
33. Bank of United States'i 1929 yazında teftiş eden eyalet banka müfettişi Joseph H. Zweeres'e göre böyle. New York Times (5 Haziran, 1932, sf. 3).
34. Trescott (1992), sf. 391-92. Erken müdahale ya da değil, New York Eyalet Bankacılık Mü-fettişi Joseph A. Broderick hakkında, daha sonra büyük jüri tarafından Bank of United States'in iflasının önüne geçmek için gerekli adımları atmadığından dolayı görevi ihmal-den soruşturma açıldı. Sonuçta aklandı.
35. Bkz. Bölüm 12.
36. Friedman ve Schwartz'ın (1963) iddiası bu yönde. Ama sundukları kanıtların sınırlılığı ile ilgili olarak bkz. O'Brien (1992).
37. Bank of United States'in durumu korkulduğu kadar kötü çıkmadı. Kayyım, kreditorlere dolar başına 84 sent gibi finansal iflas standartlarına göre hiç de fena olmayan bir ödeme yapılmasına karar verdi. Bu, bankanın daha sonra kurtarılan ve nihayet 1944'te tasfiye edilen son gayrimenkul mevcutlarına da böyle yansdı. Lehman Brothers'ın kayyımı da bunu yapmalıydı.
38. Bkz. Bölüm 14.

Eşik altı kredi (Subprime: Kredi notu iyi olmayan müşterilerin birincil piyasaya yerine faiz oranları diğerlerine göre daha yüksek bir imkandan ipotekli konut kredisi edinmesiyle ortaya çıkan kredi türü) krizi, ABD’de patlamasından bir yılı biraz aşkın bir süre sonra Avrupa kıyılarına ulaştı. Benzer şekilde, 1929’daki Wall Street krizinin odağı da, bir seneyi çok az aşan bir süre sonra Avrupa’ya kaymıştı. Kıtanın büyük bir bölümü, ABD’den akan sermayenin aniden kesilmesi ve ABD mamul mal ithalatının düşmesi nedeniyle zaten sersemlemiş durumdaydı. Bu çifte namlulu şok, merkez bankaları için faiz oranlarını yüksek tutarak sınırlama arayışında oldukları bir altın kaybı anlamına geliyordu. Ancak yüksek faizler Avrupalılara fonlarını kendi ülkelerinde tutmaları için bir teşvik sunsa da, firmaları yatırıma ya da bireyleri harcamalarını yükseltmeye teşvik etmek açısından bir işe yaramadı. New York Fed’in Aralık 1930’da Bank of United States’in iflasının ardından reeskont faizlerini yüzde 2’ye kadar indirdiği sırada, Bank of England kendi reeskont faizini yüzde 3’te, Reichsbank ise daha da can sıkıcı bir seviyede kalarak yüzde 5’te tutmak zorunda kaldı.

Bank of France, New York Fed’in düşük faiz politikasıyla rekabet etme pozisyonundaki tek Avrupa bankası oldu ve 1931 yılının başlarında reeskont faizlerini yüzde 2’ye indirdi. Daha yeni istikrar kazanmış bir ülke olarak Fransa büyük yabancı borç alanlardan biri değildi ve sermaye ithallerine de çok az bel bağlamıştı. Ülkenin ihracat fiyatlarının rekabet gücü ise, Frank’ın 1920’li yıllarda uğradığı değer yitimi sayesinde yüksekti. Sonuçta sanayi üretimi, 1930’un büyük bir bölümünde, borsadaki çöküşün sadece lüks mallar ticaretini vurması (bankerlerin daha az bordo şarabı tüketmesi) bir yana bırakılırsa, sabit kaldı. Üstelik Fransa sadece bir önemli banka iflası yaşamıştı, o da büyük hisse sahibi

Albert Oustric'in şaibeli yatırımları nedeniyle yıkılan Calais merkezli Banque of Adam'dı. Oustric de, 1920'li yılların Clarence Hatry ve Rogers Caldwell tarzı büyük beden giyen karakterlerinden bir başkasıydı. Carcassone Café'de garson olarak iş hayatına atıldı. Çok geçmeden I. Dünya Savaşı sırasında basamak basamak tırmanarak yükseldiği bir Fransız silah imalathanesinde çalışmaya başladı ve politik bağlantıları olan İtalyan sermayedar Riccardo Gualino'ya sahibi olduğu tekstil imalat firması Snia Viscosa'nın hisselerini Paris Bourse'da (Paris Borsası) satmasında yardım ederek servet sahibi oldu. Snia, bir ticari şirket olarak kurulmuş, sonra 1922'de, 1920'li yılların, radyo gibi, büyüyen endüstrilerinden bir diğeri, suni ipek üretimi için yeniden organize edilmişti. (Jüt olacağına suni ipek olsun.) Snia Viscosa, 1925 itibarıyla İtalya'nın toplam suni ipek üretiminin yüzde 60'ını üstlenmişti ve küresel düzeyde de ikinci büyük firmaydı. Gualino, hiç değilse başbakana liranın 1926'da istikrar kazandığı yüksek seviyeyi protesto eden bir mektup yazıncaya kadar, Mussolini ve Bank of Italy'den yardım alarak büyümüşü işlerini. Gualino, Mussolini'nin mektubuna verdiği tepkiye değilse bile, söz konusu meseleye anlaşılabilir nedenlerle duyarlıydı çünkü firması üretiminin yüzde 80'inin ihraç ediyordu. Ama Mussolini açısından yüksek değerli ve istikrarlı bir lira, İtalya'nın ulusal prestiji ve liderinin başarısı için bir ölçüydü. Gualino'nun ağır borç yükü altındaki sanayi imparatorluğu Bunalım'da çökünce, kendisi de tutuklandı ve 'ulusal ekonomiye ciddi zarar verme' suçundan beş yıl hapse mahkum edildi.

Bu süre zarfında Oustric ise, hazır su akarken küpünü doldurup, Snia'den elde ettiği kârları başka firmalar satın almakta kullandı. Tıpkı Hatry'nin Drapery Trust'ı (Drapery: Kumaş) gibi, çizme ve ayakkabı, ipek, yünlü kumaş, deri ürünleri ve dikiş makinesi üreten firmalar da Oustric'in uzmanlık alanına giriyordu. Sözü edilen firmaları yeniden organize etti ve yine Hatry gibi, piyasaya gereğinden fazla hisse senedi sürdü. Bu durum sonuçta ortaya çıkan firmaları bir finans darboğazına sokuyor ama Oustric'e de daha öte yatırımlar peşinde koşmak zorunda kalmadan nakit sağlıyordu.

Ve yine Hatry gibi, Oustric de rehindeki bir finans kuruluşunu ele geçirerek planlarını büyüttü. Oustric Bank'ı kurdu ve hisselerinin dörtte biri Guilano'da olmak üzere, sermayesinin 60 milyon franktan 100 milyon franka çıkardı. Oustric çok geçmeden, geçmiş 1784'e kadar geri giden saygın bir Pas-de Calais bankası, Banque Adam'ın da kontrolünü ele geçirdi.

Montagu Norman'ın Hatry'den şüphelenmesinin tersine, Bank Of France yetkilileri Oustric'a karşı destekleyici bir yaklaşım içinde görünmüşlerdir. Ama Guliano'nun Mussolini'yle arasının açılmasıyla birlikte, Oustric'in elindeki Snia Viscosa hisselerinin düşmesi ve ardından da 1929'daki borsa düşüşleri, sürdürdüğü iş modelinin altını oydu. Oustric, bir başka Hatry taktiğiyle, firmalarının

hisselerini satın alıp fiyatlarını desteklemek için Banque Adam'dan para çekti ama hiçbir faydası olmadı. Oustric, dolandırıcılık, zimmetine para geçirme ve Banque Adam'la ilgili mali düzensizliklerle suçlanarak tutuklandı. Suçlu bulundu ve yirmi sekiz ay hapis, 31 bin frank para cezasına çarptırıldı.¹

Hem Sol hem de Sağ kanat politikacılar bu olaydan yararlanma yoluna gitti. Sağ kanat, Fransa'nın eski İtalya büyükelçisi René Besnard'ın Snia Viscosa işine bulaştığına dikkat çekti; Sol kanatsa, bir dizi eski ve halen görevdeki bakanın Oustric'ten maaş aldığı olgusunun altını çizdi. Özellikle de maliye bakanlığı yaptığı 1926 yılında Snia Viscosa'nın borsada işlem görmesine yetki veren, ardından bir ücret karşılığı Oustric'in yasal danışmanlığını kabul eden, Raoul Péret'nin. Bunun ifşa olması, André Tardieu liderliğindeki Orta-Sağ hükümeti istifa etmek zorunda kalacak derecede utandırmıştı.

Olayın politik yansımaları dramatik oldu ama bu Calais bankasının iflasının ekonomi üzerindeki tek doğrudan etkisi, Boulogne balıkçı filosunun denize açılmak için gerekli avansları elde etmesini önlemek oldu. Ama balıkçılar açısından ne büyük bir talihsizlik olursa olsun, bu etki diğer ülkeleri sarsan çalkantılı denizlerle karşılaştırılamayacak kadar önemsizdi. Bank of France'ın elinde hâlâ hatırı sayılır miktarda altın rezervi bulunuyordu ve Poincaré istikrar tedbirlerinin ardından birikmiş sterlin bakiyelerini likidite ederek daha fazlasını da elde edebilirdi. L'affaire Oustric'den (Oustric skandalı) sonraki asıl mesele, ekonomik ve mali koşullar bozulduğunda hükümetin bu soruna eğilmesi için gerekli özkaynaklara sahip olup olmayacağı değil, o iradeye sahip olup olmayacağıydı.

Bu süre zarfında Fransa'ya altın akışı, diğer merkez bankaları için faiz oranlarını yüksek tutarak durdurmaya çalıştıkları bir kayıp anlamına geliyordu. İlaveten, Bank of France'ın sterlini altına çevirmeyi sürdürmesi de Bank of England üzerinde bir baskı oluşturunuyordu. Bank of France, İngiliz ekonomistler tarafından uyguladığı politikanın diğer ülkeler üzerindeki etkisini umursamamakla eleştirildi ama Fransız yetkililer buna kulak asma eğiliminde değillerdi.² Fransız ekonomisinde her şey yolunda giderken, dönemin İngiliz eleştirilerine şekil veren aciliyeti hissetmediler. Bu noktada, Euro krizinin patladığı ve Alman ekonomisinin yine iyi gittiği dönemdeki Alman *Sorglosigkeit* (umursamazlık) bir benzerlik kurmamak elde değil. Britanya ödemeler dengesi zayıfken, Fransız ödemeler dengesi güçlüyse, bu sadece Fransız halkının kendi ekonomilerini güçlendirmek üzere yüklendikleri sıkı çalışmanın ve Britanya'nın ekonomik ve mali yapısını bir düzene sokamamış olmasının bir yansımasıydı. Fransa bir ödemeler dengesi fazlasının keyfini çıkarıyorsa, bu da harcama yerine tasarrufu tercih eden Fransızların tanrı vergisi tutumluluğunu yansıttı. Gelmiş geçmiş en keskin gözlem-

cilerden biri, Will Rogers, Fransa'nın bu görünüşteki refahını ulusal hasletlerine, 'sıkı çalışma ve kuruşun hesabını yapma' eğilimlerine bağlıyordu.³ Sterlini altına çevirme taleplerine saygı göstermek İngilizlerin ağına gidiyorsa, bu da onların kendi yarattığı bir sorundu. Burada bir kez daha Euro krizi sırasında Almanların Güney Avrupalı müsrif komşularını hor gören tutumlarıyla paralellik kurmak kaçınılmaz görünüyor. Almanya'nın bir ülkenin fazlasının kaçınılmaz olarak bir diğerinin açığı demek olduğunu görme konusundaki aymazlığını hatırlamamak elde değil.

Bank of France yetkilileri yapmadılar ama bir şeyler yapmak istemiş olsalardı bile, seçenekleri sınırlıydı. Fransa kaotik bir enflasyona göğüs germiş, şimdiyse en katı türden bir altın standartı politikasını yürütüyordu. Bank of France'ın, 1920'lerdeki o ünlü icraatıyla doğrudan hükümeti finanse etmesini önlemek için, yurt içinden menkul kıymet satın alması yasaklanmıştı. Finans piyasasının içinde bulunduğu koşulları şekillendirmenin ve dolayısıyla da altının akış yönünü değiştirmenin bir aracı olarak menkul kıymet alım ve satımı (açık piyasa işlemleri) mümkün değildi. Bu kısıtlamanın, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank, ECB) mevzuatının hükümetler tarafından yeni ihraç edilen tahvillerin alımını yasaklayarak ECB'nin 2011-12'de tahvil piyasasına istikrar kazandırmaya yönelik müdahalesini güçleştiren o kısıtlayıcı 123. Bent'iyle bariz bir benzerliği vardı. Zeki bir ECB sonunda bu kısıtlamaların etrafından dolaşmanın bir yolunu bulmuştu ve Bank of France da istese aynısını yapmış olabilirdi.⁴ Yasal boşluklardan faydalanarak hükümete bağlı borç yönetimi dairesi, Caisse d'Amortissement'in tahvillerini satın alabilirdi. Yabancı döviz piyasasındaki bu işlemlerin sonunda piyasaya frank enjekte ederek, dolar ve sterlin almış olabilirdi.

Ama kurum yöneticileri bu eğilimde değillerdi ve yabancıların iddialarından da o kadar etkilenmemişlerdi. Bank of France, diğer ülkeler üzerindeki baskıyı yoğunlaştırarak altın biriktirmeye devam etti. O diğer ülkelerin, ve bizzat Fransa'nın, bunun bedelini ödemesi fazla zaman almayacaktı.

Almanya'daki gelişmeler bardağı taşıran son damla oldu. Diğer bütün ülkelerden daha fazla sermaye ithalatına bel başlamış olan Almanya, bu ithalatın durmasıyla en sert darbeyi yemişti. Enflasyon anıları halen tazeyken, hem vatandaşlar hem de resmi yetkililer altın standartını fevkalade bir şey olarak görüyordu. Şimdiyse sorun, konvertibilitenin başarılı bir biçimde sürdürülüp sürdürülemeyeceği, şayet sürdürülemezse, bunu ne tür sonuçların izleyecekti.

1930'da Hjalmar Schacht, sıkı çalışmalarıyla, hırslı Hans Luther'in ardından Reichsbank'ın başına getirildi. Luther, Magdeburg'daki belediye meclis üyesi,

Essen valiliği ve ardından da 1925-26'da kısa süreliğine başbakanlık yapmış bir ömür boyu politikacıydı. Hiperenflasyon yıllarında yaptığı gıda ve tarım bakanlığı sırasında, fiyat artışlarının sınırlamanın bir yolu olarak restoranları porsiyonlarını küçültmeye zorlamıştı. Şimdi, fiyatlar ve enflasyon düşmeye başlamışken, tavsiyeleri ikna edici özelliklerini enikonu yitirmişti.

Luther en azından bir şeyi anlamıştı: Bankacılık sistemini desteklemek üzere müdahale etmek zorunluluk haline gelirse, Reichsbank'ın çok az hareket serbestisi kalırdı. Bu ihtimal çok da uzak değildi. Büyük Alman bankaları endüstriye geniş kapsamlı bir kredi açmış, onları ekonomik durgunluğun etkilerine açık bırakmıştı. 1922-23 enflasyonu banka sermayesini silip süpürdü ve bunu izleyen yeniden sermayelendirme çabaları da eksik kaldı. Banka aktiflerinin bir payı olarak sermaye ve ihtiyatlar, şu anda daha önceki seviyenin ancak üçte biri, sadece yüzde 7 oranındaydı.⁵ Bu rakam, 2009-10'da sermaye oranları yüzde 2.5'lara kadar inmiş olan büyük Alman bankalarının borçlanma seviyesi düşünüldüğünde o kadar da yüksek değildi ama iki savaş arası standartlarına göre olağanüstü düzeyde bir borçlanma oranına işaret ediyordu.

Enflasyonun yakıp kül ettiği Alman küçük tasarruf sahipleri ise geri dönmekte yavaş kalmıştı. Bundan dolayı da bankalar faaliyetlerini finanse edebilmek için yüksek faiz oranlarıyla cezbetmeye çalıştıkları yabancı mevduatlara çevirdi yüzünü. Uluslararası düzeyde isim yapmış büyük bankalar bunu en iyi yapabilecek konumdaydı; 1929 itibarıyla yabancı hesaplar bu bankaların mevduat borçlarının tam yüzde 40'ını kapsıyordu. Durum, üç büyük İzlanda bankasının 2008'deki durumuna benzemiyor değildi. Ama, 2008'de İzlanda'da olduğu gibi, yabancı mevduat sahipleri paralarını yeniden kendi ülkelerinde değerlendirmeyi tercih ederlerse, bu strateji söz konusu bankaları likidite krizine maruz bırakırdı. Daha da kötüsü, bu büyük bankalar zayıf kârlarıyla, fazladan bir likiditeyi elde tutmanın maliyetini göze alamazlardı.⁶

Finansal sistemin kırılganlığı göz önünde tutulduğunda, bütçede kemer sıkma politikaları da, en ılımlı terimle, sorunluydu. Harcamaları kısacak bir bütçe konsolidasyonu, bankaları ekonomiyi bir daha canlanmasının imkansız olduğu helezonik bir inişe zorlayacak denli zayıflatma tehdidi anlamına geliyordu.

Buna rağmen bütçe dengesini sağlamanın yetkililer için şart olduğu öne sürüldü. Devlet ve yerel yönetimler ucuz kredinin suyunu çıkarmıştı ve tam da Parker Gilbert'in uyarılmış olduğu gibi, altına girdikleri ağır borç yükü şimdi onların ve Reich hükümetinin borçlanmasını imkansız hale getirmişti.⁷ Almanya'ya borç verenler ve özellikle de Fransız kreditorleri, hiç de öyle bir tazminat ertelemesi falan düşünecek halde değildi. Altın paritesiyle oynamaksa, yakın enflasyonist tarih düşünüldüğünde, kabul edilemezdi. Bu seçenek yokluğunda, geriye kalan tek alternatif bütçeyi dengelemektir.

Bu dengenin nasıl sağlanacağına uzlaşmaksa ayrı bir meseleydi. Reichstag'daki Sosyal Demokratlar işsizlik ödeneklerinin kesilmesine karşı çıktı; Bav-yera Halk Partisi ise hükümetin biraya vergi koyma önerisi üzerine ayaklandı. Almanya'nın son demokratik soluğu olan Büyük Koalisyon, imkansız başarıma konusunda sergilediği bu acizlik üzerine 1930'da çöktü.

Koalisyonun çöküşü, Heinrich Brüning liderliğindeki bir teknokrat hükümetin oluşumuna yol açtı. Brüning, Katolik Kilisesi'yle Protestan Prusya arasındaki mücadelenin, Kulturkampf'ın merkezinde yer alan bir şehir, Münster'den geliyordu. Bu çatışmanın sona ermesiyle birlikte Münster'in Katolik sakinlerinin 'senden benden daha Lutheryen (daha sofu) oldukları söylenir. 1924'den beri bir Reichstag üyesi olan Brüning, Paul Ryan tarzı bir finans uzmanlığıyla isim yapmıştı ve şimdi de bütün gerekli araçları kullanarak bütçeyi dengelemeye hazırlanıyordu. Reichstag'da uyumlu bir çoğunluktan yoksun olduğu için, çareyi Weimer anayasası Madde 48'in sağladığı olağanüstü hal yetkilerinde buldu. Bu kararnamenin sağladığı yetkiler başbakana denetimsiz bir hareket özgürlüğü vermiyordu –çıkardığı kararnameleri hâlâ nihai onay için Reichstag'a sunmak zorundaydı- ama bütçe gündemini oluşturma imkanı sağladı.

İşsizlik sigorta fonundaki açığı büyük bir problem olarak gören Brüning, statüye uygunluk şartlarını sıkılaştırarak ödemeleri düşürdü. Devlet memurlarının maaşlarını indirdi ve devlet ve yerel yönetim arasındaki transferleri kısıtladı. Bir dizi yeni vergi koydu; bunlar arasında, biraya vergi koyma zorunluluğundan kurtulmak için getirdiği içme suyu vergisi de vardı.

Ama kişisel harcamaların dibe vurduğu bir dönemde kamu harcamalarına getirilen bu kesintilerin çöküşü daha da derinleştirici öngörülebilir etkileri oldu. Bir diğer öngörülebilir etkisi ise, hükümete verilen desteğin zayıflamasıydı. Sosyal Demokratlar'la Naziler arasındaki garip ittifak, şimdi başbakanın kararnamelerine onay vermeyi reddediyordu.

Ama Brüning fikirlerinden dönecek birisi değildi. Reichstag'ı feshedip yeni seçim çağrısında bulunarak yanıt verdi. Ama seçmen onu şaşırttı ve politikalarını reddetti. Hükümet yeni mecliste koltukların sadece üçte birine sahip olurken, Komünistler, Nasyonal Sosyalistler ve diğer sistem karşıtı partilerin tümü kazandı. Naziler tek başına temsil güçlerini dokuz misli artırdı. Kemer sıkma politikaları ve ekonomik bunalımın politik uçları beslediği ilk örnek değildi bu. Son örnek de olmayacaktı.

Thomas Ferguson ve Peter Temin'e göre bu politik geri tepme, Alman krizine zemin hazırlayan şeydi.⁸ Brüning'in acımasız kemer sıkma politikaları, ekonomiyi daha derin bir durgunluk içine sokarak politik kutuplaşmayı artırmıştı. Gelecekte haklı nedenlerle endişeli, giderek artan sayıda tedirgin yatırımcı, kaçtı.

Reichsbank'ın rezervleri seçimlerin yaklaştığı Eylülde ve seçimleri izleyen Ekimde iki sert düşüşe maruz kaldı. Reichsbank altın paritesini korumak için reeskont faizlerini kocaman bir yüzde bir puan yükseltmeye mecbur kaldı. Bunun politik krizi çözme noktasında hiçbir yararı olmadı, yatırımcıların güveni de kazanılamadı. Para ülkeden gizlice kaçarken banka mevduatları da düşmeye devam etti. Bu koşullar altında tek şaşırtıcı olan, bunun tam bir kaçış olmaktan çok, hâlâ sadece bir banka sektörü sarsıntısı olmasıydı.

Güney Avrupa ülkelerinin de 2010'dan başlayarak sordukları soru, elde başka bir seçeneğin bulunup bulunmadığı ve özellikle de daha gevşek bir kemer sıkma politikasının daha iyi olup olmayacağıydı. Alman tarihçi Knut Borchardt, pervasızca borçlanmanın Almanya'ya sermaye piyasasının kapılarını kapattığını ve kemer sıkma dışında bir seçenek bırakmadığını ileri sürdü.⁹ Ferguson ve Temin ise, Almanya'nın böylesine katı bir kemer sıkma politikasına katlanmak zorunda bırakılmamış olması halinde siyasette merkezci eğilimlerin tutunabilmiş olacaklarını söyleyerek farklı bir sonuca vardılar. Ekonomik durgunluk hafiflemiş olabilir ve reformlar ilerleyebilirdi. Hükümet piyasaya erişim imkanlarını yeniden kazanabilir ve açıklarını finanse edebilirdi.

Bu, naif bir bakış açısı gibi görünüyor. Aslında, politik çekişmelerle yarılmış, ezici borçlar altında beli bükülmüş ve düşman bir Fransa'yla karşı karşıya bulunan bir Almanya için piyasaya erişim asla bir seçenek değildi. Bütçe açıklarını finanse etmenin yegane yolu, Hitler'in 1933'te yaptığı gibi, kambiyo kontrolleri koymak ve bankaları fazladan devlet tahvili satın almaya zorlamaktı.

Ekonomik bunalım, politik kutuplaşma, zayıf finansal yapı ve felce uğramış bir merkez bankasından oluşan bu patlayıcı karışımın infilak etmeye hazır olduğu apaçıktı. Kıvılcımı, Avusturya'nın en büyük bankası Creditanstalt'ın iflası çaktı.

Resmi adı, Oesterreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe ya da Avusturya Ticaret ve Sanayi Kredi Kurumu (Austrian Credit Institution for Trade and Industry) olan Creditanstalt, 1860 yıllarda Rothschild ailesi tarafından kurulmuştu. Avusturya'daki limited şirketlerin büyük bölümü bankalarla iş yapardı. Bu kurum da ülkedeki tüm banka aktiflerinin yüzde 50'sinden fazlasını hesabında tutuyordu ve GSYH'nin yaklaşık yüzde onu kadar bir bilançoya sahipti.¹⁰ Creditanstalt, 1929'da tek önemli rakibi, Bodencreditanstalt'ı da tekstil endüstrisine geniş çaplı taahhütleriyle birlikte ele geçirdi. Bu sıkıntılı ekonomik koşullarda iyi performans sergileme ihtimali olan bir varlık portföyü değildi. Üstelik, Creditanstalt'ın bu borçları emme kapasitesi de çok düşüktü. Yönetim tesis harcamalarında müsrifti. Büyük Alman bankaları gibi, onun da sermaye ihtiyatları I. Dünya Savaşını izleyen enflasyonda erimişti.

Ve yine büyük Alman bankaları gibi Creditanstalt da yabancıları fonlamaya bel bağladı. Bankanın maddi gücünü aşabilecek yüksek faiz oranlarıyla cezbedilmiş kişi ve kurumlar mevduat ve diğer kredilerin yüzde 35-40'ını sağladı. Apaçık tehlike, bu mali yapının ilk sıkıntı alametiyle birlikte bankadan ve ülkeden kaçacağıydı.¹¹

Avusturya hükümeti tekstil endüstrisinin içinde bulunduğu durum konusunda olduğu kadar Bodencreditanstalt'ın kendisinin istikrarı konusundaki endişeleri nedeniyle, Bodencreditanstalt birleşmesi için baskı yaptı. Devletten gelen teklifi yerine getirmiş olan Creditanstalt üst yönetimi şimdi apaçık bir biçimde devlet desteğini arkalarına alabileceklerine inanıyordu.¹² Bu nedenle de bankanın bilançosu bozulurken, stratejileri yeniden dirilme kurnası oynamak oldu. Mevcut koşullar altında bunun anlamı, para kaybeden ve ayakta kalmak için borçlanmak dışında çareleri kalmamış tekstil firmalarına daha fazla kredi açmaktı. Sermaye yetersizliği ve riskli finansman kaynaklarından tutun da, bankanın çaresiz getiri arayışlarına ve işler kötü giderse devletin kurtaracağı inancına kadar, 2008'deki Lehman Brothers'la benzerlikler görmek, fazla abartı sayılmaz.

Creditanstalt'ın içinde bulunduğu sıkıntılar 11 Mayıs 1931'de kamuya mal olduğunda, bankanın 1930 bilançolarını yayınlaması sonucu olup bitenlerle de benzerlikler görmek abartılı olmaz. İzleyen iki gün içinde banka mevduatının yüzde 16'sını ve daha sonraki iki hafta içinde de tam yüzde 30'unu kaybetti.¹³

Avusturya hükümeti Creditanstalt'ın iflas edemeyecek kadar büyük olduğunu anladı. Ama ne yazık ki kurtarılamayacak kadar da büyüktü; yabancılara olan borçları merkez bankasının elindeki altın ve döviz rezervinden sadece biraz daha azdı. Creditanstalt'ın yabancı mudileri eğer şimdi paralarını kendi ülkelere taşımaya kalkarlarsa, National Bank talepleri karşılamak için altınla ödeme yapmak zorunda kalacaktı. Bu durumda da, neredeyse Creditanstalt'ın kayıpları duyurulur duyurulmaz başlayan panik halindeki mevduat çekişlerine sahne olan diğer bankaların yabancı borçlarını ödemenin bir yolu kalmayacaktı.

Bu likidite sorunu ancak bol miktarda altın rezervine sahip bir ülkeden gelecek yardımla çözülebilirdi. Bu da Fransa demekti. Ama Avusturya, Versay Anlaşması'na aykırı olarak, Almanya ile bir gümrük birliği anlaşmasına girme niyetini daha yeni belli etmişti. Bu parlak fikrin sahibi, Alman kamuoyunun dikkatini biriken ekonomik sorunlardan çekmek için alenen saldırgan bir politika izleyen Alman Dışişleri Bakanlığı'ydı. Almanya'nın böğründeki küçük bir ülke olarak Avusturya'nın da öyle kolayca elinin tersiyle itebileceği bir teklif değildi bu.¹⁴

Aslında, Creditanstalt krizi, Avusturyalı yetkililer öyle nitelemeyi tercih etse-ler de, bir likidite krizi olmanın ötesindeydi. Merkez bankasının yabancı mevduat sahiplerine ödeme yapacak kadar altın ve dövizden yoksun olmasından daha

fazla şeyi yansıtıyordu. Endüstriye açtığı kredilerde büyük kayıplar vermiş olan Creditanstalt aynı zamanda ödeme güçlüğü sorunu da yaşıyordu. Resmi yalanlamaların tersine, bankanın şimdi sadece geçici bir likidite erişimine değil ama hisse sermayesi enjeksiyonuna da ihtiyacı olduğu kısa sürede netleşti.

Başbakan Otto Ender liderliğindeki hükümetse bankanın Avusturya ekonomisi için öneminin farkındaydı ve yüzde 33'lük mülkiyet payı karşılığında 100 milyon şiling (kabaca 14 milyon dolar) enjekte etmeyi kabul etti.¹⁵ Sorun, paranın nereden bulunacağını net olmayıştı. Bunalım daha şimdiden vergi gelirlerini düşürmüş, işsizlik yardımı giderlerini ise artırmıştı. Hükümetin elinde hiçbir finansal yedek ve borçlanma imkanı yoktu. Sermaye enjeksiyonunun duyurulmasından hemen sonra devlet tahvillerinin fiyatı çakılmıştı. Yunanistan, İspanya ve İrlanda'da da 2010'da belirgin bir biçimde başlayan o 'şeytani döngü'ydü bu; bankalarda yaşanan sorun kamu finansmanında sorun yaratıp, sonra geri dönerek bankalarla ilgili endişeleri derinleştiriyordu.

Mayıs ayının büyük bölümüne yayılan üç haftalık sıkıntılı müzakerelerin ardından, Avusturya hükümeti 100 milyon şiling tutarındaki krediyi on bir ayı devletten toparlamayı başardı. Söz konusu fon, tazminat transferlerini yönetmek üzere kusursuz bir zamanlamayla henüz kurulmuş olan Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements) aracılığıyla kanalize edildi. Ama kredi, Avusturya hükümetince talep edilmiş olan miktarın sadece yarısı kadardı. Creditanstalt'a sermaye enjeksiyonunu finanse etmek için yeterdi ama bunun ötesindeki zararlara hiç marj bırakmıyordu.

Bu arada, endişeli yatırımcılar paralarını şilingden ve ülkeden çıkarma peşinde koşunca, National Bank'tan rezerv boşalmaya devam etti. Dolayısıyla da söz konusu kredinin aslı etkisi kaçan sermayeyi finanse etmek oldu çünkü Creditanstalt'a enjekte edilen ilave özkaynak önce yabancı finans kurumları tarafından sonra da çok geçmeden merkez bankasından ellerindeki şilingi altına çevirmesini talep eden Avusturyalı mevduat sahiplerince çekildi.¹⁶

Avusturya yetkilileri ise buna bildikleri tek yolla karşılık verdi, bir yabancı kredi daha talep ederek. Dersini almış olan kreditorler, Avusturya'ya enjekte edilen resmi paranın geri dışarı sızmaması için, bu kez bir koşul olarak, önce Creditanstalt'ın Berlin, Paris, Londra ve New York'taki kreditorlerinin kendi bakiyelerini Viyana'da muhafaza etmeyi kabul etmelerini talep etti. Bir diğer koşul olaraksa, Avusturya hükümetinin krediyi garanti etmesini talep ettiler, önceki kredi teknik olarak merkez bankasına verilmişti, devlete değil. Fransa hükümeti ise, Avusturya açısından daha da anlaşılabilir bir şekilde, Avusturya'nın gümrük birliği anlaşması teklifini geri çevirmesini, mali durumunu Milletler Cemiyeti'nin denetimine teslim etmesini ve 'Avusturya'nın mevcut ekonomik ve politik ilişkiler üzerinde değişiklik yapacak her türlü adımdan' feragat etmesini talep etti.

Aslına bakılırsa, talep edilen, ülkenin hükümlerlik haklarından vazgeçme-
siydi. National Bank'ın 17 Haziran Çarşamba günü elindeki dövizle ilgili yeni
rakamları açıklaması planlandı. Fransız yetkililer, bir önceki gün taleplerini ma-
saya yatırdıklarında, besbelli ki Avusturya hükümetini köşeye sıkıştırdıklarına
inanıyorlardı.

Ancak söz konusu Fransız talepleri, Ender hükümetinin katlanamayacağı
kadar ağırdı. Hükümet, 16 Haziranda Fransız hükümetinden aldığı bu nota üze-
rine istifa etti. Bank of England geçici bir krediyle devreye girdi ama artık çok
geçti. Bu noktada bankayı kapatmanın tek alternatifi, şimdi Avusturya Ulusla-
rarası Kredi Kurumu Komitesi (Austrian Credit-Anstalt International Commit-
tee) adı altında organize olmuş olan Londra merkezli kreditorlerle, daha fazla
para çekişi olmayacağı taahhüdüyle bir anlaşma imzalamaktı. Bedelse fahişti.
Para çekişlerin iki yıl boyunca durması karşılığında, Ender hükümetinin Karl
Buresch liderliğindeki halefi, banka borçlarını tümüyle garanti etmek zorunda
kaldı. Sadece 1.800 milyon şilling (250 milyon dolar) bütçesi olan bir federal hü-
kümet, 1.200 milyon şilling tutarındaki bir banka borcunu başına bela almıştı.¹⁷
2008 İrlanda'sı gibi.

Bu garantinin finansal sisteme güveni yeniden tesis etmeye bir faydası olma-
dı; yeni baştan bir şeytani döngüye girmekti bu. Üstelik durdurma anlaşması da
aktifleri Avusturya'da dondurulmuş olan diğer ülkelerdeki finans kuruluşlarının
konumuna daha da gölge düşürmüştü. Politika belirleyenler krizi diğer ülkelere
yayma peşinde olsalar, bundan daha iyisini yapamazlardı.

Avusturya'daki bakiyeleri dondurulmuş olan Alman yatırımcılar, diğer banka-
lardaki mevduatlarını aşağı çekip, diğer yatırımlarını da paraya çevirerek, liki-
dite mücadelesi verdiler. Finans muhabiri Harry Hodson, kelimesi kelimesine
Lehman Brothers krizine uygulanabilecek terimlerle, bu sürece doğru yorumu
getirdi: "Bir bireysel banka, ya da bir ülkenin veya bir bütün olarak dünyanın
bankacılık sistemi, likitte kalmak zorundadır yoksa mahvolur. Şayet aktif varlık-
ları arasında, likit olarak sayılmış bir başlık, o an için paraya çevrilemez hale gel-
mişse, diğer aktifler paraya çevrilerek o başlığın likidite konumunun düzeltilmesi
şarttır."¹⁸ İşte bu şekilde kriz Almanya'ya yayıldı.

Üstelik Creditanstalt ile üçüncü büyük Alman bankası Danatbank (resmi adı
Darmstädter und Nationalbank) arasında yakın akraba benzerlikleri vardı. Da-
natbank da, tıpkı Creditanstalt gibi, endüstriye açtığı büyük kredilerle biliniyor-
du. Bankanın sınırsız sorumlu ortağı Jakob Goldschmidt, herkes tarafından bir
risk alıcı olarak görülüyordu. Hjalmar Schacht, etnik kalıpyargılardan kendisini
pek de kurtarmış anılarından bir pasajda, Goldschmidt'i 'insafsızlık sınırında'
hırslı biri olarak tanımlar.¹⁹ Schacht'ın da belirttiği gibi, Goldschmidt'in saldır-
gan iş takibi, meslektaşları arasında pek sevilmemesine yol açmıştı.

Goldschmidt'in favori taktiklerinden biri, Charles Hatry gibi, aşırı kapasiteyle çalışan sektörlerdeki firmaları birleşmeye teşvik edip bunu uygulamaktı. Sahibi olduğu Danatbank, tekstil sektörüne yönelik yaygın taahhütlere girmişti. Şimdiyse, Danatbank'ın tekstil endüstrisindeki müşterilerinden biri, Bremen merkezli Nordwalle'nin (resmi adı Norddeutsche Wollkammerei und Kammgarnspinnerei) izahı mümkün olmayan bir biçimde yün fiyatlarının yükseleceği üzerine kumar oynadığı ve durumunun vahim olduğuna dair söylentiler dolaşıyordu.

Goldschmidt, Nordwalle'nin sorunlarından, Creditanstalt'ın güç durumunda olduğunun ilan edildiği gün, 11 Mayıs'ta haberdar oldu. Ve Goldschmidt'in öğrendikleri de derhal kamuoyuna mal oldu. Nordwalle'nin söz konusu yün spekülasyonunun, varlığı Nordwalle yönetim kurulunun, iyi ya da kötü, banka temsilcilerinden oluşan dışarıdaki üyelerinin bile bilmediği Hollandalı bir alt kuruluş, Ultra Mare, tarafından yürütülmüş olduğunun öğrenilmesiyle hassasiyet daha da büyüdü. Nordwalle'nin eş-CEO'ları, Karl ve Heinz Lahusen kardeşler, bu ölüm kalım kumarlarını finanse etmek için Danatbank ve diğer kaynaklardan ilave borçlar alarak bu feci bahislerini tekrar tekrar ikiye katlamışlardı. Gözlemciler, Danatbank'ın defterikebirinde saklı bu sorunların endüstriye geniş krediler açmış diğer bankaların defterlerinde de gizlenmiş olup olmayabileceğini sormaya başladılar anında.

Sadece bankacılık sisteminin başına bela olan bir zafiyet de değildi bu üstelik. Şayet problem endüstriye batık kredi açmaktan ibaret olsaydı, önce yerli yatırımcılar paralarını çekmek için hücum ederdi. Endüstrinin ve dolayısıyla bankaların durumundan en iyi haberdar olan, olasılıkla ülke vatandaşlarıydı. Oysa gerçekte, parasını çekmek için ilk koşanlar yabancı yatırımcılar oldu. Dolaşımdaki parada dikkat çekici bir artış- vatandaşların mevduatlarını nakde çevirdiklerine dair bir belirti yoktu. Buna karşılık, Reichsbank'ın altın ve döviz rezervlerinde Mayısın son haftasında belirgin bir düşüş oldu. Bu düşüş çok geçmeden, Haziranın ilk haftasında, yabancıların etkin bir biçimde fonlarını kendi ülkelerine aktardıklarını aklı getirecek bir şekilde, hızlandı.

Sözü edilen yabancılar, Başbakan Brüning'in savaş tazminatı ödemelerinin durdurulmasına yönelik üstü pek de kapalı olmayan tehditlerinden tedirgin olmuşlardı.²⁰ Bunalımın ilk saldırısı, savaş tazminatlarını daha fazla katlanılamaz hale getirmişti. Brüning'in bu meydan okuması, uyguladığı ekonomi politikalarının rağbet görmemesini telafi etmek üzere tasarlanmıştı. Bu tutumunu, cep kruvazörleri inşa edip Versailles Anlaşması'nı ihlal ederek yeniden silahlanma yolunda sürdürdü. Mart 1931'de Dışişleri Bakanlığı'nın Avusturya'yla gümrük birliğine gidilmesi yönündeki o talihsiz önerisini sahiplendi. 6 Haziranda, devlet memuru maaşları ve işsizlik ödeneklerinde kesinti öngören kararnamelerin

ikinci raunduyla bağlantılı olarak, ekonominin çöküş eşiğinde olduğu uyarısını yaptı. Bunun içerimi, şayet ekonomik koşullar daha da kötüye gidecek olursa savaş tazminatı moratoryumundan başka seçenek kalmayabileceğiydi.

Bir savaş tazminatı moratoryumu, neredeyse kesin olarak daha geniş çaplı, özel sektör borçlarına kadar uzanan bir moratoryumun habercisi olurdu. Bunu farkedenden yabancı yatırımcılar kalan fonlarını çekmek için hücum etti. 13 haziranda Reichsbank'ın buna yanıtı reeskont faiz oranlarını rokeatar gibi yükselterek iki puan artırmak oldu. Ama bu da, Almanya'daki mevduatlarına olan tüm erişimlerini yitirebilecekleri endişesi içinde olan yabancı yatırımcıların güvenini yeniden kazanmaya yetmedi. Alman ekonomisinin içinde bulunduğu vahim durumdan haberdar olan hiç kimseyi de ikna edemedi.

Brüning, bir savaş tazminatı moratoryumunu uzun süredir kafasında tasarlayan tek kişi değildi. Almanya'nın içinde bulunduğu koşulları ABD ekonomisi için bir tehdit olarak gören ve ikinci bir dönem için seçilip seçilmeyeceğini belirleyecek olan seçimlere sadece 18 ay kaldığının farkında olan Başkan Hoover, Ma-yıstan beri bu fikri tartıyordu kafasında.²¹ Haziranda, Dışişleri Bakanı Mellon, Vali Harrison ve Merkez Bankası Direktörler Kuruluna başkanlık eden Eugene Meyer'in desteklerini arkasına alarak seçim kampanyasını başlattı. Hırslı, lafının esirgemeyen bir Californialı olan Meyer, California, Berkley ve Yale üniversite-lerinde okumuştur. Babasının on sekiz yaşına kadar sigara içmemeyi kabul etmesi halinde teklif ettiği 100 dolar ve ardından yirmi bir yaşına kadar içmemeyi kabul etmesi halinde fazladan bir 500 dolar 'sigara içmeme fonu'nu kullanarak demir-yolu hisse senetleri üzerinde spekülasyon yapıp servet kazanmıştı. I. Dünya Savaşı sırasında, bankalar ve demiryolları da dahil olmak üzere savaş dönemi alt üst oluşların tehlikeye attığı kritik endüstrileri finanse etmek için kurulmuş olan Savaş Finans Kurumu'nu (War Finance Corporation: WFC) yönetti. Çok geçmeden Yeniden İnşa Finans Kurumu'nun (Reconstruction Finance Corporation: Esas olarak WFC'nin baş başka amaca uygun hale getirilmiş versiyonu) başına geçti ve sonunda Washington Post'u satın aldı ve Dünya Bankası'nın ilk başkanı olarak hizmet verdi.²² Meyer, daha sonraları, savaş tazminatı morator-yumu fikrinin başkana değil kendisine ait olduğunu iddia etti ama Hoover da otobiyografisinde, daha sonraları başkanın anılarının 'Washington'da Tek Başına' başlığını taşıması gerektiğini belirten Meyer'in canını sıkamak pahasına, fikrin kendisine ait olduğunu iddia edecekti.²³

Hoover, bir senelik moratoryum önerisini 20 Haziranda ilan etti. Bu girişim Paris'te pek de hoş karşılanmadı, Dışişleri Bakanlığı Fransızları önceden uyarmayı ihmal etmişti. Başbakanlık koltuğuna yeni oturmuş olan Pierre Laval,

Amerikan büyükelçisini huzuruna çağırarak başkanın ‘şok taktikleri’ konusundaki şikayetlerini ilettiler. Hoover bundan hoşnut kalmadı, ona göre Fransızlar biraz fazla kayıtsızdı. “Fransız dostlarımızın Bunalım’ı daha güçlü tatmaya ihtiyaçları var,” dediği yazıldı. Bununla birlikte, 1923’ün tersine, Fransızlar haklarını zorla elde etmek için askeri birliklerini gönderecek konumda değildiler.²⁴

Paris’teki politikacıların aksine yatırımcıların tepkisi olumlu oldu. Hisse senedi ve mal piyasaları moratoryum önerisi duyurusunu destekledi. Ne yazık ki anlaşmayı tamamlama noktasındaki üç haftalık bir gecikme bu güven tazeleyici sonuçları büyük ölçüde etkisiz hale getirdi. Yatırımcılar, savaş tazminatı ödemelerindeki bir moratoryumun, altın rezervleri çoktan yasal minimumların altına düşmüş olan Reichsbank üzerindeki baskıların kalkmasına tek başına yeterli olmayacağını fark etmişti. Luther ve merkez bankası kurulu kredileri kısıtlayarak altın standartını koruyabilir, ya da bol bol iskontoya giderek bankaları destekleyebilirdi. Ama ikisini birden yapamazdı, en azından bir yabancı kredinin yardımı olmadan.

Aynı gün Hoover moratoryumunu ilan etti; Luther, Bank of England, Bank of France, ABD Merkez Bankası ve Uluslararası Tasfiye Bankası’ndan gelen mütevazı bir 100 milyon dolarlık krediyi kabul etti. Kredi, sadece Reichsbank’ın defterlerini dengelemeye ve sanki altın rezervi hâlâ yeterliymiş görüntüsü yaratmaya yeterliydi. Ama güveni yeniden tesis etmek için gerekli olan şok ve huşu duygusu bu değildi. Altın kayıpları günler içinde kaldığı yerden yeniden başladı. 22 Haziranda, bir kez daha Reichsbank’ın elindeki altın rezervinin yasal asgarielerin altına düşmesini önlemek için, Luther özel sektör kağıtlarının iskontosu üzerindeki yeni kısıtlamaları ilan etmek zorunda kaldı. Merkez bankasının kredi bulma şartlarına getirdiği sınırlamalarla birlikte sanayi üretimi daha da düştü.

2 Temmuzda Nordwalle ve Danatbank’daki kriz haberleri iş yerlerini vurdu. Reichsbank, Danatbank’ı destekleme niyetini duyurdu ama sınırlı rezervleri işin sonunu getirmesine engeldi. 5 Haziranda, merkez bankası altın karşılama oranı asgari yüzde 40 olan yasal seviyenin altına düşünce, desteğini çekti. Luther bu icraatı, merkez bankası yöneticilerinin yetmiş beş yıl sonra Lehman Brothers için kullanacakları dili öngörmüşcesine, Danatbank’ın yetersiz teminatlarına atıfta bulunarak gerekçelendirdi.

9 Temmuz Çarşamba günü, umutsuz bir Luther, Londra, Paris ve Basel’e uçuyordu; Basel, Bank for International Settlements’in de merkeziydi. Luther birçok şeyden dolayı, özellikle de hiperenflasyon ve Hitler’e verdiği destekten dolayı eleştirilebilirdi ama mekik diplomasisinin de öncüsüydü. Ama bir uçak bile bu savaşı kazanamazdı. Luther’in Norman’la, İngiliz merkez bankası yöneticisinin Dover’a gitmek üzere trene binmeye hazırlandığı Victoria

İstasyonu'ndaki buluşması gergin geçti. Norman'ın Luther'e yaklaşımı, Schacht'a bir zamanlar göstermiş olduğu tavrın aksine, hiç de dostça değildi. Şahsiyetler bir tarafa bırakılırsa, Norman, Reichsbank'ın aldığı borçları geri ödeyemeyecek durumda olmasından endişeliydi. Alman hükümetinin garantisi ve Fransa'nın katılımı olmadan harekete geçmeye hazır değildi.

Ama cep kruvazörleri ve Avusturya Alman gümrük birliği meselesi Fransızların meseleye soğuk bakmasına yol açmıştı. Yardımın ön koşulu olarak, Almanların gümrük birliği önerisini geri çekmelerini, savaş tazminatı ödemelerinin kaldığı yerden başlamasını koşulsuz taahhüt etmelerini ve yeniden silahlanma harcamalarından vazgeçmelerini talep ettiler. Ama kendisini saldırgan bir dış politikayla bağlamış olan Brüning için, bu imkansızdı.²⁵ Başbakan, şimdi Luther'in gezisini de bir 'fiyasko' olarak reddediyordu. Tükenmiş merkez bankası yöneticisi eli boş döndü ülkesine.

Luther'in yokluğunda, önde gelen Alman finans kuruluşlarının temsilcileri ülkenin en büyük bankası Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft'ın bürolarında toplanmaya devam etti. Hükümet, diğer bankalar kalan aktiflerin bir kısmı karşılığında Danatbank'a fon enjekte etmeye kandırılabilir umuduyla bir tür bileşik bahis düzenlemişti. Ama bankalar ağıla girmeyi reddetti. Danatbank defterlerinin şeffaf olmaması da durumu güçleştirdi. Bank of United States'inkiler gibi öyle bir haftada tasnif edilebilecek gibi değillerdi. Üstelik, Danatbank'ın zararının daha önce kabul edilmiş olandan daha fazla çıkma ihtimalinden korkmak için de yeteri kadar neden vardı. Danatbank'ın meslektaşları tarafından pek de sempatiyle bakılmayan bir Yahudi büyük ortak tarafından işletilmesi de, durumu daha güç bir hale getirdi.

Luther, New York'daki George Harrison'a bir telgraf çekerek kredi rica-sında bulundu. Anlayışlı yaklaşımına rağmen Harrison da Bank of England ve Bank of France'ın katılımı olmaksızın harekete geçmeye hazır değildi. 2008'de, ABD Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve İsviçre Ulusal Bankası'na dolar kredisi sağlamayı teklif etmişti. ABD Merkez Bankası'nın yaptığı, teknik olarak, bu merkez bankalarının denk düşen miktarda kendi para birimleri karşılığında, dolar takası yapmaktı; böylece onlara kendi banka ve firmalarına borçlarını geri ödeyebilmeleri için dolar sunma imkanı sağlamıştı. Bernanke Fed'i de, Meksika, Brezilya, Güney Kore ve Singapur merkez bankalarına 30 milyar dolarlık bir kredi dörtlemesi sağladı. 1931 mali krizi de, şayet New York Fed, Luther'in talebi üzerine hareket geçmiş olsa oldukça farklı bir seyir izlemiş olabilirdi. Ama Reichsbank'ın aldığı borcu geri ödeme kapasitesi belirsizdi. Strong, 1924 ve 1927'de yurtdışının ihtiyaçlarına göre bir politika belirlediğinde, Harrison New York Fed'e yönelen eleştiri oklarına hedef oldu. Öte yandan Merkez Bankası Kurulu'nun tam desteğine sahip olsa Harrison'un o an ne yapacağı da

açık değildir. O koşullar altında yükü Bank of England ve Bank of France'la paylaşmak daha iyiydi. Ne yazık ki, yük paylaşımını hayal etmek düzenlemekten daha kolaydı.

Reichsbank'taki acil durum toplantıları bir sonuç vermeden hafta sonu boyunca sürdü. 13 Temmuz Pazartesi sabaha karşı saat üçte, uykusuz Luther bir kez daha havaalanına gitmek ve o sırada Basel'de bulunan Norman ve Bank of France'dan Clement Moret ile bir kahvaltı toplantısı yapmak için ayrıldı. Üç merkez bankası yetkilisi sabah saat 9:00 itibarıyla bir anlaşmaya varamamıştı, Danatbank kapılarını açmadı.

Diğer Alman bankaları bunun hemen ardından yoğun bir mevduat çekişiyle karşı karşıya kaldı. Pazartesi akşamı başka bir seçenek göremeyen Reich hükümeti bankaları iki günlüğüne tatil etti. Yetkililer bir kez daha diğer bankalardan Danatbank'ın borçlarına teminat vermelerini istedi ve bir kez daha reddedildiler. Bu da yetkilileri hükümetin mali yapısına ilişkin endişeleri daha derinleştirmekten başka bir işe yaramayan bir devlet garantisi sunmaya mecbur bıraktı. Bir kez daha o şeytani döngüye girilmişti; hükümetlerin banka borçlarına teminat verme mecburiyetinde kalması, devlet sektörünün kendi bilançosuna olan güveni zedeliyor, bu da dönüp verilen teminatın sağlamlığına kuşku düşürüyordu.²⁶

Çarşamba günü bankalar yeniden açıldığında mevduat çekişleri hesap sahibi bakiyesinin yarısıyla, ya da başka bir deyişle 10 bin markla (2350 dolara eş) sınırlı kaldı ki, her durumda azdı. Fonlar Alman bankaları arasında transfer edilebiliyor ama yurtdışına transfer edilemiyordu. Reichsbank piyasadaki döviz miktarını 'hayati önemi haiz durumlarla' sınırladı ve bu durumları tanımlama hakkını da kendisinde saklı tuttu.²⁷ Yatırımcının en çok korktuğu, Almanya'daki eski likit fonlarına hükümet icraatının sonucu olarak ulaşamayacağı, başına gelmişti. Ne diğer bankaların kolektif desteğini organize etmeyi ne de yabancı meslektaşlarından yeterli desteği elde etmeyi başarabilen Reichsbank'a başka seçenek kalmamıştı. Karşılıklı güvensizlikle zehirlenmiş bir atmosferde, bankalar ve hükümetler el ele uykuda gezerek faciaya doğru ilerlediler.

NOTLAR

1. Ayrıntılar, Bonin'den (1996).
2. İngilizlerin bu açıklamasının temsili bir özeti, Royal Institute of International Affairs'dedir. (1931)
3. New York Times (10 Haziran 1931, sf. 21).
4. Avrupa Merkez Bankası, mevzuatı gereği yeni birincil ihraçları satın alması yasak olduğundan sadece ikincil piyasadan tahvil satın almayı ve sadece AB acil kurtarma fonunca öngörülen bir programı daha önceden kabul etmiş ülkelerin bonolarını satın alarak bunu yaptı.
5. 1929 itibarıyla Adalet (2009) sf. 8'de verilen sermaye ve rezervler bu şekilde. Bu paragraftaki diğer veriler de benzer şekilde aynı rapordan alınmıştır. Sermaye oranlarının enflasyon öncesi seviyeleri yakalayamamış olması bankaların neden sermaye yükseltmekte daha hızlı davranmadığı sorularını akla getirir. Bunu yapmanın maliyetli olması kısmen açıklayıcıdır; tasarruf bankaları, ipotekli kredi bankaları ve evrensel bankalar arasındaki rekabet, bunların tümünü, sermaye maliyetleri de dahil olmak üzere, maliyetler konusunda ihtiyatlı davranmak zorunda bırakmıştı.
6. 1929'da zirveye vardığında, merkez bankasındaki nakit ve bakiye ihtiyatların mevduatlara oranı sadece yüzde 3,8'di; I. Dünya Savaşı seviyelerinin zar zor yarısına ulaşan bir rakam.
7. 1930'da Boston merkezli yatırım bankası Lee, Higginson & Co'nun dostane arabuluculuğu ve pek yakında dillere düşecek olan kibrit patronu İvar Kreuger'in yardımıyla bir acil kredi toplandı ama bunun arkası gelmedi. Kreuger, iş hayatına bir inşaat mühendisi ve yenilikçi yapı teknikleriyle bilinen inşaat firması, Kreuger & Toll Byggnads AB'nin eş yöneticisi olarak başladı. İnşaattan finansa ve sonra da İsveç'in kereste kaynaklarından hareketle kibrit üretimine atladı. Hükümetlerden, gelecek imtiyazlardan beklenen kazançları menkul değere çevirerek finanse ettiği kibrit üretimi ve satışında kendisine ülke içi tekel hakkı sağlayan imtiyazlar satın aldı. Kreuger'in bu finansal piramidi Büyük Bunalım'ın şok dalgalarına karşı koyamadı. Mart 1932'de Paris'teki dairesinde ölü bulundu ve bu olay Skandinaviska Kreditaktiebolaget krizini tetikledi. Kreuger'in son zamanlarda yazılan bir biyografisi Partnoy'a (2009) aittir. Kreuger İmparatorluğu 1932'de çökünce, faturayı Lee, Higginson ödedi ve bir daha da asla toparlanamadı.
8. Bkz. Ferguson ve Temin (2003).
9. Bu, Borchardt'ın (1991) tezidir.
10. Tam olarak belirtmek gerekirse ticari banka aktiflerinin yarısından fazlası. Aktifleri bu hesaba dahil edilmeyen bir dizi daha küçük özel banka da vardı.
11. Hatta Almanya'da olduğundan da fazla; Teichova'nın (1994) hesaplamalarına göre, Creditanstalt'ın 1925'teki kendi sermayesi 1913 seviyesinin beşte birine zar zor ulaşıyordu.

12. Bu beklenti temelsiz değildi; 1931 ilkbaharında, daha kriz ortada yokken, Austrian National Bank, Londra'daki Rotschilts ve bir avuç başka yabancı bankayla birlikte, Creditanstalt'a Bodencreditanstalt yükünü yönetmesine yardım etmek için el altından düşük maliyetle fon akıtan bir sistem kurmuştu (Aguado 2001).
13. Schubert (1991), sf. 12
14. Alman bankaları, Creditanstalt ve diğer Avusturya ticari bankalarının önemli kreditorleri arasındaydı. Ayrıca, Avusturyalı yetkililer de İmparatorluğun I. Dünya Savaşı'ndan sonraki parçalanmasından bu yana küçük ülkelerinin ekonomik açıdan hayatta kalabilme kapasitesine dair kuşku taşıyordu ve Almanya'yla gümrük birliğini bu sorunun potansiyel çözümü olarak gördüler. Gümrük birliği anlaşmasının tamamlanmasıyla birlikte daha güçlü bir Almanya'nın kendilerine dış yardım sağlama eğilimine girebileceğini umuyorlardı. Almanlarsa kendi adlarına, şayet Berlin daha iyi bir teklif sunmazsa, Avusturya'nın bu durumda daha önceden kendi İmparatorluğuna bağlı güneydoğu Avrupa ülkeleriyle bir gümrük birliği anlaşması yapma ihtimalinden endişeliydi. Bu ve diğer saikler için bkz. Mommsen ve Forster (1998) ve Orde (1980).
15. Bunlar arasında, hükümet, Austrian National Bank, Postal Savings Bank ve diğer başka kamu organları şimdi bankanın tam yüzde 50'sinin sahibi olmuştu (Schubert 1991, sf. 10).
16. Merkez bankası üzerindeki etkisi gün ışığına çıkandan da kötüydü çünkü Austrian National Bank, Fransız muadilinden kopya çekerek defterlerini, Creditanstalt'dan yabancı mevduat kaçışlarını finanse etmiş olduğunu gizleme derecesinde tahrif etmişti. Aguado (2001), sf. 212.
17. Schubert (1991), sf. 15.
18. Hodson (1932), sf. 211
19. Schacht (1955), sf. 173. Schacht, Danatbank yönetim kurulunda ve daha önce de I. Dünya Savaşı sırası ve sonrasında Nationalbank für Deutschland'da Goldschmidt ile birlikte çalışmıştı.
20. Ferguson ve Temin (2003) ve Pontzen'in (2009) tezleri böyle.
21. Brüning, ABD elçisi Frederic Sackett'le toplantılarından bu fikri bizzat teşvik etmişti. Buna ilaveten, savaş tazminatlarına Young Planı'nın bir sonucu olarak, özel borçlar karşısında fiili öncelik verilmiş olması durumu da vardı (özel borçlara öncelik statüsü veren Dawes Planı'nın tersine). J. P. Morgan'dan Thomas Lamont gibi bankerlerin örneğin, savaş tazminatı moratoryumu için Hoover üzerinde çoktandır bir lobi faaliyeti sürdürmelerinin nedeni de buydu.
22. Meyer'in Yeniden İnşa Finans Kurumu'na (Reconstruction Finance Corporation) dahil oluşu konusunda bkz. Bölüm 10.

23. Pusey (1974), sf. 209.
24. Laval'ın şikayeti için Warner (1068), sf. 32; Hoover'ın yanıtı için Burner (2005), sf.302. Üç haftalık pek de o kadar sessiz olmayan protestolardan sonra Fransız hükümeti istemeye istemeye moratoryum önerisini kabul etti.
25. Başbakanın teklif etmeyi en çok arzu ettiği konu, üçüncü bir zırhlı kruvazör için fon peşinde koşamayacağına dair özel güvenceydi.
26. Banka çok geçmeden aktif varlıklarının usulüne uygun tasfiyesini sağlayacak bir vekaletin emrine verildi. Eski ortak Schacht'tan bu vekalet komitesine başkanlık etmesi istendi ama o reddetti.
27. Lahusen kardeşler bankanın yeniden açılmasından sonra çok geçmeden, 17 Temmuz'da tutuklandı ve Nordwalle derhal iflasını ilan etti. Almanya'nın dış kreditorlerine yapacağı ödemelerin bu şekilde fiilen dondurulması, yetkililerin 20 Temmuz'da Londra'da yaptıkları toplantıda karara bağladıkları ve Eylül'de imzalanan Standstill Anlaşması'nca da resmen tanındı.

Mayıs ve Haziran boyunca Almanya kendisinin Avusturya olmadığına ısrar etti. Britanya ve ABD ise şimdi Almanya olmadıklarında ısrar ediyorlardı. Ama bu krizin önce kanaldan sonra da Atlantik'ten sıçrayıp öbür yana atlamasını engellemedi. Almanya'da krizin gelişmesi neredeyse iki yıl gibi bir süre almıştı, Londra'ya ulaşması için bir hafta yetti ve bundan sadece günler sonra da New York'a bulaştı.

Bank of United States'in iflasını yaşamış olan Harrison, krizin yayılmasını engellemek için Almanya'ya yardım etmenin aciliyetini kavramıştı. Norman'sa bunun aksine, kendi döneminde büyük bir banka iflası yaşamamış birisi olarak, daha sert bir çizgi benimsedi. Şimdi geriye dönüp baktığımızda, Norman'ın Alman ihracatçılarına kredi açmış İngiliz bankalarının durumuna ve kendi rezervlerin erimesine daha fazla hassasiyet göstermiş olması gerektiğini biliyoruz. Ama aylardır süren bir baskı altında kalmış olması nedeniyle o da tükenmenin eşiğindeydi. 28 Temmuzda iyice güçten düştü ve bir hafta yataktan kalkamadı. Ağustos 15'te, kız kardeşi Mrs. Agnes Chalmers'ın eşliğinde, Kanada'ya giden bir yolcu gemisinin güvertesindeydi. Eylül ayının büyük bir bölümü boyunca Londra'yla ancak sınırlı bir telgraf ve telsiz bağlantısı olan o bölgede kaldı.¹

Norman'ın içinde bulunduğu durum, Bank of England'ın rezervleri boşalırken neden kararlı bir biçimde harekete geçmediğini izah etmeye yardımcı olabilir.² Onun yokluğunda kararlar bir komisyon tarafından alındı ve komisyonların görüş birliğine varması zaman alır. Bir başka faktör de, Bank of England'ın Reichsbank'la aynı ikilemle karşı karşıya kalmış olmasıydı; yani ya döviz kurunu koruyacak ya da ekonomiyi destekleyecekti ama aynı güçten düşürücü enflasyona maruz kalmamış olduğundan diğer seçeneği benimsedi. İşsizlik, işsizlik

sigortası programındaki kişilerin yüzde 22'sinin boşta olmasıyla endişe verici bir hal almıştı. Tam istihdamın tesis edilmesini taahhüt etmiş bir İşçi Partisi hükümeti 1929'dan beri iktidardaydı. Bu koşullar altında faizleri yükseltmek bu hükümeti kendine düşman etme ve merkez bankasına olan kamuoyu desteğini dinamitleme tehlikesi demektir. Ralph Hawtrey, Ekonomi ve Maliye Bakanlığı'ndaki muhtemelen en derin akla sahip ekonomist, durumun farkındaydı. "Sigortalı çalışanlar arasında işsizliğin yüzde 22'ye yükselmiş olduğu bir dönemde faizleri yükseltmek, kesinlikle nafile bir çabaydı," diye izah etti durumu daha sonraları. "Eğer, 1848'in söylemiyle, paranın konvertibl olmasının bedeli daha fazla işsizlik oluyorsa, pozisyon savunulamaz hale gelmiş demektir. Ve nitekim, o hale gelmişti."³

Ayrıca bankaların zayıflığı meselesi de vardı. Londra'nın birer özel şirket olan yatırım bankaları, ya da deniz aşırı ticaretle iştigal eden tüccarlara kredi verme uygulamaları nedeniyle ticari banka olarak bilinegelen diğerleri, ihracat geliri beklentisi içindeki Alman firmalarınca piyasaya sürülen senetlere teminat vermişti. Bu senetler bir kez bu şekilde sigorta edilince, diğer yatırımcılara satılabiliyordu. Normal koşullarda bir kolay paraydı bu; banka bir komisyon alıyordu ve teminatı yerine getirmenin gerekli olduğu durumlar da nadirdi. Seksen yıl sonra bankaların sigorta olarak piyasaya kredi borcu takas sözleşmeleri sürmeleleriyle arada yüzeysel olmanın ötesine geçen bir benzerlik olduğu kesin.

Ama 1931 yılındaki koşullara normal denemezdi. Tedirgin bir döviz piyasası Alman senetlerinin diğer yatırımcılara satılmasını güçleştiriyor ve bankaları onları kendi bilançolarında depolamaya mecbur bırakıyordu. Ve yaz aylarında, Creditanstalt ve Danatbank krizlerinin hemen ardından, Avusturya ve Alman firmalarının yabancı kreditorlerine yaptıkları ödemeler donduruldu. Bankaların elinde ihtiyat olarak çok az likidite bulunduğu gerçeği, ticaret ve sanayi arasındaki bağlantıları araştırmak üzere 1929'da kurulmuş olan ve aralarında Keynes'in de bulunduğu bir grup ekonomist, banker ve diğer uzmanın oluşturduğu Macmillan Komisyonu tarafından henüz ortaya çıkarılmıştı.⁴ Üstelik, kimi durumlarda sorun sadece bir likidite meselesinden de ibaret değildi. Londra'daki üç en büyük yatırım bankası Kleinworts, Schroeders ve Hambors'un ithalat ve ihracat alım satımıyla iştigal eden Alman bankalarına açtıkları kredi, zararlarını karşılamının biricik yolu olan ödenmiş sermayelerini ya da özsermayelerini aşıyordu. Avusturya ve Alman firmalarına açılan krediler geri ödenmediği takdirde, bu bankalar fiilen iflas etmiş durumdaydı.⁵

Norman'ın kendisi de bir zamanların tüccar bankeriydi ve anne tarafından büyükbabasının ortağı olduğu Brown Shipley'nin yönetimine yardım etmişti. Bank of England'ın bir dizi diğer müdürü de öyleydi. Bu insanlar banka problemlerinden anlıyordu. Ticari bankaların (joint-stock banks), -Amerikalılar için

ticari banka (commercial banks), İngiliz jargonunda takas bankaları (clearing banks)- likidite için yanıp tutuşan ticaret bankalarına (merchant banks) büyük miktarlarda kısa vadeli kredi açmış olduklarını bilirlerdi. Sorunun, bütün bir İngiliz finans sistemini etkileyeceğini fark ettiler.

Bankaların içinde bulunduğu bu durum, Bank of England'ın reeskont faizlerinde Temmuzdan sonra, altın boşalıp gitmeye devam ettiği halde, neden daha başka bir değişime gitmediğini izah etmeyi kolaylaştırır. Bunun yerine, dondurulmuş Alman borçlarınca desteklenen iskonto senetlerini kabul ederek, ancak iyi teminat karşılığı kredi açma uygulamasında bir istisnaya gitti.⁶

ABD ve Avrupa merkez bankalarının 2008'de finansal sisteme destek olmak için teminat yükümlülükleri gevsettiklerinde yaptıklarından farklı bir uygulama değildi bu. Ama kendini altın kayıplarını durdurmaya adanmış bir merkez bankasının yapmış olması gerekenin de tam tersiydi.

Döviz spekülörleri açısından, bu bilgiler ışığında, neyin üzerine bahis oynandığına dair bir sorun yoktu. Borç sterlin alınacak ve altına çevrilmesi için Bank of England'a sunulacaktı. Merkez bankası borçlanmayı daha maliyetli hale getirmek için faiz oranlarını yükseltebilirdi. Ama tereddüt edecek olursa, daha da fazla spekülör kuyruğa girerdi. Sonuçta konvertibiliyeti askıya almak ve pondun altın ve yabancı para birimleri karşısında değer yitirmesine izin vermek zorunda kalırdı. Spekülörler de o zaman daha önce satmış oldukları sterlini düşük fiyattan geri alabilirdi.⁷

Ekonomi ve bankaların bu zaafı veriyken reeskont faizlerini yükseltme konusunda isteksiz olan Bank of England'ın başvurabileceği tek yol, frank ve dolar satarak, bunun tersini yapmış olan tacirleri kayba uğratmaktır. Şayet, frank ve dolar satın almak için sterlinle borçlanmış bu tacirler, merkez bankası şimdi sterlini yukarı itip frank ve doları aşağı çekmek için uğraşırken kayba uğrarsa, borç verenleri marj tamamlama ya da erken ödeme talepleriyle onları vurabilirdi. Merkez bankası ayları (spekülörler) bu şekilde 'kısıtırarak', piyasanın dışına sürmeyi umuyordu.

Bank of France da, Frank'ın saldırı altında olduğu 1920'li yıllarda, aynı taktiği uygulamış ve kısmen başarılı olmuştu. Ama o zaman faiz oranları görece olarak yüksekti. Borçlanmak pahalıydı ve döviz spekülasyonu için para borçlananlar sonuçlarını çok çabuk görüyordu. Şimdiyse, tersine, faiz oranları düşüktü ve spekülörler pozisyonlarını finanse edebilecek maddi güce sahipti. Eğer borç verenleri daha fazla nakit talep edecek olursa, bulabiliyorlardı. Sonuç olarak, merkez bankasını sonuna kadar bekleyecek güçleri vardı.

Bu arada frank ve dolar satışı, merkez bankasının rezervlerindeki azalışı hızlandırmaktan başka bir işe yaramadı. Bank of England ilk kez Temmuz 13'te,

Danatbank'ın iflas ettiği gün altın kayıplarını bildirdi. İzleyen iki buçuk hafta içinde yaklaşık 30 milyon poundluk, kabaca hâlâ elinde olanın yüzde yirmi beşine denk gelen bir tutarda rezerv kaybına uğramıştı.

Britanya krize bir bütçe açığıyla yakalanmadı (2007'deki İspanya gibi). İşçi Partisi hükümeti, ihtiyatlı bir bütçenin prensiplerinden ayrılmayarak sorumlu bir bütçe vekilharcı olduğunu kabul ettirme peşindeydi. Ancak, çöküş derinleştikçe gelirler düşüyor, bu arada işsizlik ödeneği harcamaları büyüyordu. Borç ödeme maliyeti zaten çok ağırdı: Borcun GSYH'ye oranı, I. Dünya Savaşı'ndan kaynaklanan yükümlülükler ve ardından 1920'li yılların deflasyonu nedeniyle 1931'de yüzde 200'e yaklaştı.

Hükümetin borç yükü ağır olsa bile yönetilemez değildi. Durum, yirmi birinci yüzyıl başlarındaki Japonya'ninkinden farklı değildi. Şayet borç ödeme maliyetleri daha düşük küresel faiz oranlarıyla uyumlu bir çizgiye indirilebilse ve millî gelirin büyüme oranı da yukarı itilebilse, borcun GSYH'ye oranı sürdürülebilir bir seviyede tutulabilirdi. Ama yüksek döviz kuru ve kısıtlayıcı mali politikalarla GSYH'nin görünümü de bulanıktı.

Geriye, bu zor işi başarmanın ve hükümetin mali yapısına ve ekonomiye olan güvenin yeniden tesisinin tek yolu olarak kemer sıkma kalıyordu. Bu sorunu araştırmak üzere, Prudential Assurance Company'den daha yeni emekli olmuş ve Britanya'nın önde gelen sigorta hesap uzmanı olarak şöhreti belli ki kendisini bu role ehil klmış olan Sir George May başkanlığında, altı kişilik bir 'süper komisyon' kuruldu. Komisyonun Muhafazakar Parti'den gelen iki üyesiyle Liberal Parti'den gelen iki yesi, bütçeyi dengelemenin güveni yeniden tesis etmek için son derece önemli olduğunda hemfikir di. Bunu yapmanın tek uygulanabilir yolunun ise, 'gereğinden fazla büyük' vergi yükü veriyken, kamu harcamalarını azaltmak olduğ sonucuna vardılar.

Vardıkları bu sonuç pek de beklenmedik bir şey değildi. Muhafazakar Parti tarafından Avam Kamarası'na sunulan ve bu komisyonun kurulması çağrısında bulunan önerge, 'ulusal harcamalarda çabuk sonuç verecek her türlü uygulanabilir ve yasal kesintilere' dair tavsiyelerde bulunması görevini de atfetmişti komisyona. Çğunluğun tavsiyeleri böylece işsizlik ödenekleriyle, polis, ğretmen ve silahlı kuvvetler mensuplarının maaşlarının düşürülmesinde odaklandı. Komisyonun İşçi Partili iki yesi buna itiraz etti ama somut bir alternatif de sunmadı.

İşçi Partisi kabinesi, bu çğunluk raporunu onaylayamadı ve komisyonun işsizlik ödeneklerinden kesinti nerisi de gme gitti. Ama kabine başka önlemler üzerinde de anlaşılamadı. Dolayısıyla 24 Ağustos'ta hükümet feshedildi ve yerini

Muhafazarkarların baskın olduğu ama tuhaf bir biçimde İşçi Partisi'nin başbakanı Ramsay MacDonald'ın liderlik ettiği bir ulusal birlik hükümetine bıraktı. (Bu konudaki çabalarından dolayı MacDonald İşçi Partisi'nden kovuldu.) Yeni hükümet bütçe ekonomisinde anlaştı ve bunu yaparak da, J. P. Morgan tarafından yönetilen bir yabancı bankalar kartelinden 80 milyon poundluk bir krediyi garantileyebildi.

Ancak 10 Eylülde yürürlüğe giren bu önlemlerin güven tesis etmede ve Bank of England'ın altın kayıplarını durdurmadaki başarısızlığı, bütçenin temel bir sorun olmadığını gösterir. Bütçe açığı, krizin nedeni olduğu kadar sonucuydu da. Sorun daha çok, ekonomi ve bankaların, Bank of England'ın sterlin paritesini korumaya öncelik vermesini önleyen güçsüzlüğüydü. Bu ise bütçe dengesinin, tek başına ve özünde, çözebileceği bir sorun değildi.

May komisyonunun silahlı kuvvetler mensuplarının maaşlarında kesintiye gidilmesi önerisi erat arasında bir huzursuzluğa neden olunca, çelişkiler de su yüzüne çıktı. 15 Eylülde, Invergordon İskoç limanı yakınlarındaki Cromarty Firth'e demir atan Kraliyet Donanması Atlantik Filosu'ndaki denizciler emre itaati reddetti ve dört gemi limandan ayrılmadı. Bu açık denizde isyandan çok bir pasif direnişti ama gazetelere manşet atanlar bu türden dikkatli ayrımlara yüz vermezdi. Yatırımcılar kafalarında daha kapsamlı bir sivil itaatsizlik canlandırmakta geç kalmadı. Bakanlar çok geçmeden, parlamentodaki soru önergesi sırasında 'asiler'le uzlaşma konusundaki istekliliklerini belli etseler de, yatırımcılara bütçe rotasına olan bağlılıkları konusunda güven veremediler.

Bütün bunların pound üzerinde öngörülebilir bir kaçışı hızlandırıcı etkisi oldu. Eşi benzeri görülmemiş bir çöküşte kemer sıkmaya vurgu yapan Britanya ekonomi politikasındaki çelişkiler, bu sonucu kaçınılmaz kılmıştı.

Bu yaz dramasının ardından gelen son bölüm umut kırıcı oldu. 20 Eylül akşamı, rezervleri yasal asgariye yaklaşan Bank of England, sterlinin altın konvertibilitesini askıya aldığını ilan etti. Pazartesi günü, Parlamento Altın Standartı (Değişiklik) Yasası'nı [Gold Standart (Amendment) Act] kabul ederek bu fait accompli'ye (emrivaki) geçerlilik kazandırdı. Ama eli kulağındaki facia kimsenin umurunda değildi. Yatırımcılar ve daha geniş anlamda İngiliz toplumu, hep birlikte derin bir rahat nefes aldı. Dolar karşısında döviz kuru yüzde yirmi düştü ve orada stabilize oldu. Dolaysız yansımaları açısından hepsi buydu. Londra'nın bakış açısından, netice şaşırtıcı derecede iyiydi.

Ama New York'un bakış açısından hiç de öyle değildi. Britanya'nın altın konvertibilitesini askıya alması, sığınacak liman diye bir şey olduğu inancına meydan

okuyordu. Şayet dünyanın iki finansal gücünden biri altın standartından vazgeçebiliyorsa, o zaman diğerinin de aynısını yapmasında anlaşılmayacak bir şey yoktu. “İnsanlar her yerde soruyordu,” Lawrence Sullivan’ın çağdaş kriz değerlendirmesinde dediği gibi, “Amerika da sendeleyecek mi?”⁸

Bu sorunun yanıtından emin olmayan döviz spekülâtörleri gözlerini dolara dikti. New York’ta tuttukları mevduatları paraya çevirme yarışında merkez bankalarına katıldılar. Bank of England, emsali merkez bankalarına sterlinin değer kaybetmesine izin verilmeyeceği güvencesi vermişti. Nedherlands Bank’ın başkanı Gérard Vissering, bu askıya alma ve sonucundaki değer kaybından iki gün önce İngiliz meslektaşlarının ağızını aramak için, 18 Eylül Cuma günü Bank of England’a telefon açmıştı. Elindeki sterlinlerin güvende olduğu konusunda kendilerine güvence verilen Hollanda merkez bankası pozisyonunu korumuştur. Devalüasyon Netherlands Bank’a çok pahalıya mal oldu ve Dr. Viisering’i işinden etti.

Bir kere aptal yerine konmuş olan merkez bankalarının bir daha kandırılmaya niyeti yoktu. New York Merkez Bankası bunu izleyen çıkış telaşını, “bu ülkenin ve muhtemelen herhangi bir ülkenin yaşadığı en hızlı dışarıya doğru altın akışı” olarak tarif etti.⁹ Özellikle de Avrupa’nın en büyük döviz rezervine sahip bankası olan Bank of France’in elindeki doları altına çevirisi korkunçtu. Fransızların savaş tazminatı moratoryumunun intikamını aldığından şüphelenen Hoover küplere binmişti. Fransız başbakanı Laval’a Ekimde Beyaz Saray’daki bir akşam yemeğinde ev sahipliği yaparken öfkesinin dizginlemekte büyük güçlük çekti. Hoover’ın dışişleri bakanı Henry Srimson’a göre, Hoover Fransız başbakanını olaydan şahsen sorumlu tutmuştu. Daha önce başkanın savaş tazminatı planının üzerine tükürmüş olduğu düşünülecek olursa, Laval’ın ruh hali de bundan çok daha iyi değildi.

ABD, İngiltere’den farklı olarak, altın standartını I. Dünya Savaşı sırasında ya da sonrasında askıya almamıştı ve şimdi de almaya hazırlanmıyordu. 8 Ekimde, New York Merkez Bankası müdürleri reeskont faizlerini yüzde 1.5’tan 2.5’a çıkarma kararı aldı ve kurul da bunu onayladı. Bir hafta sonra New York oranı bir kez daha yükselterek bu kez yüzde 3.5 yaptı. Diğer merkez bankaları da derhal izledi.¹⁰ Böylece dolar karşılığı spekülasyon için borçlanma da daha pahalı bir hale geldi. Ama krediyi daha pahalı hale getirerek aynı zamanda bankacılık sektörünün sorunlarını da büyüttümlerdi.

En acil sorunlar şimdi Chicago’da yoğunlaşıyordu.¹¹ Geride kalan on yılda, şehrin kenar mahallelerinde Bungalow Belt adıyla bilinen muazzam bir büyüme gerçekleşmişti. Geniş parseller üzerindeki birkaç katlı ama garajlı evlerden oluşan bu yeni mahallelerdeki büyüme, Florida’daki gayrimenkul patlamasını besle-

yen aynı faktörleri, yani ucuz kredi ve otomobili yansıtıyordu. Ama Florida'nın tersine, Illinois yasalarında şube bankacılığına hiç bir atfı yoktu. Çok önceleri, 1843'te, Illinois Eyalet Bankası ve yarım düzine şubesinin iflasıyla eyalet yıkıcı bir krize maruz kalmıştı. Yasanın sözü edilen konudaki sessizliği de, daha sonraları, şubeleşmeyi yasaklama olarak yorumlandı. Yeni banliyöler bu nedenle finansman servisi için yeni bankalara bel bağlamıştı. Bu yeni bankaların hiç de azımsanmayacak bir bölümü ise, şimdi kredi açtıkları bu banliyöleri inşa eden aynı gayrimenkul imparatorları tarafından kiralanmıştı. Gayrimenkul inşaatlarına saldırganca kredi verdiler ve 1920'lerde moda olduğu üzere, bu kredileri yeniden paketleyip ipotekli tahviller olarak sattılar.

Chicago'nun daha yerleşik bankaları ise, rekabete mecbur kaldı ve ticari gayrimenkul projelerine kredi açarak koşulsuz gayrimenkul tahvilleri ihraç ettiler. Bunlar üstelik, Bank of United States gibi, bu tahvilleri memnun kalmayan yatırımcılardan geri satın alma taahhüdünde de bulundular. İpotek temerrüdləri birikince, tahvil sahipleri de bu vaadin peşine düştü. Haziran 1931'de birkaç banka, öngörülemeyen zorunluluklardan dolayı, bu vaatlerini yerine getiremeyeceklerini ilan etti. Bu duyurular var olan endişeleri daha da artırdı ve bu bankalarda mevduatları olanlar paralarını çekmeye başladı. 8 Haziran'da Foreman bankalar grubu büyük mevduat kaçışları yaşadı. (Illinois yasalarının şube bankacılığını yasakladığı yorumları yapılmışsa da, bu, Tennessee tarzı bir grup ya da zincir bankacılığını önlememişti.) Mevduat kaçışları hızlı bir biçimde şehir merkezi ve banliyölerdeki diğer bankaları da sardı. Gazeteler Toledo ve başka yerlerde aynı duyuguyu paylaşan panikleri haber yaptı.

Böyle bir arkaplanda, Britanya'nın altın standartından vazgeçmesi ve Fed'in reeskont faizlerini yükseltmesi zararlı oldu. Sadece Chicago'da değil ama Philadelphia, Pittsburgh, Youngstown ve diğer şehirlerde de bu gelişmeleri izleyen banka kapanmaları yaşandı. Philadelphia, Chicago ve Cleveland merkez bankaları ise şartlara uygun kağıtları iskonto etmek için hazırda beklemek dışında, sıkıntıdaki kuruluşlara yardım etmek için çok az şey yaptı. Bunun yerine altın standartını koruma mecburiyeti ağır bastı. Merkez Bankası içinde bankalara yardım etmek için daha fazla şey yapılmasını zorlayan tek figür, fiilen, New York Merkez Bankası müdürü sıfatıyla Owen D. Young oldu.¹²

Bu finansal sorunlar, su üzerinde kalmak için boğuşan Amerikan firmaları için bir başka darbe oldu. Tanınmış firmaların kendilerini finanse etmek için bel bağladıkları birincil ticari senetlere ödenen faiz oranları şimdi fazladan bir yüzde iki puan daha artmıştı. AAA ve Baa tahvilleri arasında, daha riskli firmaların borçlanmak için ödemeleri gereken primi ölçen aralık daha da açıldı. Toptan eşya fiyatları Temmuz ile Aralık arasında fazladan bir yüzde 5 daha düştü. Borç-

lanamayan firma ve kişiler harcamaları kesti. Sanayi üretimi yılın ikinci yarısında yüzde 10 oranında azaldı. 1930 yılının ikinci yarısında yaşanan facianın şimdi onu daha az taşıyabilecek bir ekonominin üzerine yüklenen tekrarıydı bu.

Üstelik, 1930'un ağır sıkıntıları ABD ve Almanya ile sınırlı kalmışken, bu seferki 1931'in son aylarında fiilen her yerde hissedildi. Bütün her yerde fiyatlar düştü. Şimdi sadece ABD'de değil ama Orta ve Doğu Avrupa boyunca her yerde ve daha da önemlisi, Avrupa'nın en güçlü ekonomisi Fransa'da da, sistem açısından önemli banka iflasları yaşanıyordu.

Hükümetler bir şeyler, her ne olursa, yapma baskısı altında kaldı. Britanya Milletler Topluluğu üyeleri ve Birleşik Krallık'a sıkı ekonomik bağlarla bağlı İskandinav ülkeleri için bu, Britanya'yı izleyip altın standartından vazgeçmek anlamına geldi. Artık belirli bir döviz kuru seviyesini koruma zorunluluğundan kurtulmuş olan bu ülke merkez bankaları, zor durumdaki ekonomilerine destek olmak için faiz oranlarında indirimde gidebildiler.

Bu yeni bulunan esneklik, bankalarını daha iyi destekleme olanağı da sağlamıştı onlara. 1931'de altın standartını bırakan iki düzine ülkeden sadece İsveç daha sonra bir banka krizi yaşadı. İsveç istisnası da renkli bir kişiliği olan sanayici Ivar Kreuger'in ölümünü, anlaşıldığı kadarıyla intiharını, ve sahibi olduğu finansa imparatorluğunun da çöküşünü gösteriyordu. O zaman bile, Kreuger'in kreditorü Skandinaviska Kreditaktiebolaget'in iflası, İsveç devleti artık karışıklığı halledecek kaynaklara sahip olduğundan, genel bir paniği tetiklemedi.¹³

Doğu Avrupa, borç ertelemesi ilan edip kambyo denetimi uygulayarak Almanya ve Avusturya'nın peşinden gitti. Önünde taklit edebileceği bir örnek olmayan Latin Amerika ise, eş zamanlı olarak hem altın standartından vazgeçti hem de borç ödemelerini askıya aldı.

Birleşik Amerika'da ise tersine dengeli bütçe doktrini ve altın standartı ideolojisi hâlâ ağır basıyordu. Bankerler nizamı üzerine herkes kadar bağlılıkla yemin etmiş olan Andrew Mellon şimdi artık Başkan Hoover'ın en uzun süre hizmet eden kabine üyesiydi. Mellon, bütçe ve mali dürüstlüğü benimsenmesi ve hükümet müdahalesinin sınırlanması halinde güvenin yeniden tesis edileceğinde ısrar etmeyi sürdürdü. Ama başkan tarafından da benimsenen bu yaklaşım düşen harcamalar ve bankacılık sorunları arasındaki o şeytani döngüyü kırmakta bir işe yaramadı. Hoover'ın görev dönemi, en az diğer şeyler kadar bu ihmalden dolayı da başarısız bir başkanlık dönemi olarak görülmüştür.

Kendisine daha sonraları yöneltilen bu hor görüye rağmen, Hoover sözü edilen sorunu hiç anlamamış da değildi. Bankalar kredi vermezse, çiftçilerin ekim, firmaların yatırım, bireylerin harcama yapamayacağını biliyordu. Bir başka

deyişle, bankalara olan güveni yeniden tesis edecek önlemler alınmadan, ekonomin canlanma ihtimali yoktu.

Ama ne yazık ki 1931 yılının ikinci yarısında yaşanan bankacılık krizi, bu tür önlemler almanın merkez bankalarının elinde olmadığını göstermiştir. Sorunlu bankaların büyük bir bölümü Merkez Bankaları Sistemi'ne üye değildi, üye bankaların büyük bir bölümü ise Fed'e ipotek gösterebilecekleri gerekli şartlara uygun ticari senetlerden yoksundu. Bu durumda da on iki merkez bankasının çoğu müdürü bankacılık sorununun çözümünü kendi sorumlulukları olarak görmedi.

Hoover'sa, öte yandan, ne yapılması gerektiğini anlamış olabilirdi ama bu, hükümetten bunu yapmasını istediği anlamına gelmiyordu. Merkez Bankası ya da herhangi bir başka devlet organının müdahalesi yerine kendi kendine yetme ilkesini tercih etti. Bir Ouaker olarak yetiştirilmiş biri olarak, komşu yardımlaşmasıyla kendi kaynaklarına dayanma öğretisini paylaşıyordu. Onu yaklaşımına göre bir krizin üzerine en iyi Ulusal İmalatçılar Birliği ve Amerikan Bankerler Birliği gibi kuruluşlarla gidilirdi. Başkanın borsadaki çöküşe verdiği yanıt da bu olmuş, sermaye örgütlerine ücret seviyesini korumalarını ve sendikalara grevden uzak durmalarını öğütlemişti. Şimdiki yanıtı da bunun bir benzeriydi.

Hoover'ın bankacılık krizinin üstesinden gelme planı da, dolayısıyla, Ulusal Kredi Kurumu (National Credit Corporation, NCC) olarak bilinen bir gönüllü havuza katkıda bulunulması için yardım istemek oldu. Katılımcı bankalar mevduatlarının yüzde ikisine denk gelen bir oranda katkıda bulunacaklar ve karşılığında yardıma hak kazanacaklardı. Kurumun kredi kararlarıysa hükümet tarafından değil yerel bankacılardan oluşan bir komisyon tarafından verilecekti. Daha fazla likide sahip bankalar daha az likidi olan kardeşlerine yardım ettikçe, bu ikinciler de kredi verme kapasitelerini yeniden kazanacaktı.

Bunun 1907 krizi sırasında J. Pierpont Morgan liderliğinde ve Benjamin Strong'un yardımıyla organize edilen bankalar arası işbirliğinden bir farkı yoktu. O olayda, Knickerbocker Trust Company'nin iflası diğer New York City bankalarına olan güvenin de altını oymuş, kendi mevduatlarını New York'ta tutmayı adet edinmiş ülkenin geri kalan bölgelerindeki bankaların da bu fonları çekmesine neden olmuştu. Müflis Knickerbocker Turst'un batmasına izin verilirken, güçlü New York bankaları da kendi kaynaklarının bir havuzda toplayarak, daha zayıf ama muteber bankalara oradan kredi vermişlerdi. Aynı zamanda bu muteber bankaların yeterli likiditeye sahip olacağını garantilemek için, takas kurumu sertifikaları da –özünde, birbirlerinden ödeme olarak almayı kabul ettikleri emre yazılı senetler- çıkartmışlardı.¹⁴ 1907 krizi bu şekilde atlatılmıştı. Aslında bir banka paniğini durdurmaya yönelik bu yaklaşımın ilk denenişi değildi bu. Gerçekte bu tür bir işbirliği, Başkan Hoover'ın da şimdi bizzat keskin bir biçimde gözlemlediği gibi, 1913'ten önce olağan bir uygulamaydı.¹⁵

9 Ekim Pazar günü Hoover'ın bu planı sunduğu toplantı, bankaların içinde bulunduğu duruma dair daha büyük bir telaşa yol açmamak için gizli yapıldı. Beyaz Saray'da değil, Bakan Mellon'un evinde yapıldı. Tanıdık simalardan oluşan katılımcılar arasında J. P. Morgan'dan Thomas Lamont, Chase National Bank'tan Albert Wiggin ve National City Bank'tan Charles Mitchell'in yanı sıra Hoover, Mellon ve Hazine Bakan Yardımcısı Ogden Mills bulunuyordu.

Bankacılar çok da heyecanlanmadı. Gözlemlerine göre, zayıf bankalar aktiflerinin yüzde ikisini ortak bir havuza verebilecek konumda değillerdi hiçbir şekilde. Bu durumda da zayıf kardeşlerini destekleyecek olanlar, güçlü bankalar olacaktı. Bir başka deyişle, bankacılar sorunun sadece bir likidite sorunu olmadığını, sıkıntıdaki bir çok bankanın borcunu ödeyemeyecek durumda olduğunu anlamıştı. Borcunun ödeyebilen banka için ödeyemeyen kardeşine kredi açmak, parayı sokağa atmak olurdu. Katkıda bulunabilecek konumdaki bankerler havuzdan verilecek kredilerin teminata bağlanmasını isteyecek ama sıkıntıdaki bankaların muteber bir teminattan yoksun olduğunu farkedeceklerdi.¹⁶ Sonuçta, muteber bir teminat sadece devletin sahip olduğu bir şeydi. George Harrison 7 Ekim Cuma günü bu sorunları Hoover'ın önüne zaten getirmişti, ama Hoover'ın kendi kendine yetmenin gücüne olan inancı, planı üzerinde değişiklik yapmayacak kadar güçlüydü.

Friedman ve Schwartz, bankalar arası bu karşılıklı destek yokluğunu, Merkez Bankası'nın varlığına bağlarlar. Bankerler 1914'ten önce yapmış oldukları gibi birbirlerine karşılık destek sağlamak yerine, artık kurtarma görevini merkez bankasından bekliyorlardı. Bu analiz ise aksini ileri sürer. 1931'de yaşanan olaylar, 1914 öncesinde yaşanan likidite krizinden hem daha farklı hem de daha ciddiydi. 1931, dışarıdan gelecek yardımın son derece önemli olduğu bir ödeme kriziydi. Gönüllü yardımseverliğin üstün geleceği koşullar değildi bunlar.

Sonuçta, Hoover'ın Ulusal Kredi Kurumu, yılın sonuna kadar sadece 10 milyon dolarlık bir kredi verebildi ve hem muteber teminat yokluğunu hem de büyük bankaların daha küçük, daha sorunlu muadillerine gösterdiği empati yokluğunu yansıttı. İnsanın aklına, 2009'da hükümetin özel yatırımcılara banka bilançolarındaki zehirli atık senetlerini (toxic paper: Mevcut şartlarda fiyatlanamayan ve banka bilançolarında zehirli atık olarak görülen kredi) satın aldirmek için kurduğu ve yine ondan da bir şey çıkmayan, Miras Aktifler Kamu-Özel Ortak Yatırım Programı (Public-Private Partnership Investment Program for Legacy Assets) geliyor.¹⁷

Bu noktada Hoover bile, devlet müdahalesinin gerekli olduğunu inkar edemezdi. Bir sonraki seçimlere bir yıldan da az bir zaman kalmıştı ve gönüllü yardımseverliğe kendini adamaya yükümlü birisini bile ilkelerde ısrar etmenin zamanı olmadığına ikna etmeye yeterdi bu.

Neyse ki, buna uygun bir model vardı el atlında: 1918'da Kongre tarafından savaş döneminde kredi bulma güçlüğüne düşmüş sanayi kuruluşları ve bankalara kredi vermek üzere oluşturulmuş Savaş Finans Kurumu (War Finance Corporation: WFC). Bu kurum 1920-21 ekonomik durgunluk döneminde bankalara, sanayi kuruluşlarına ve yerel kredi ajanlarına, daha sonra da düşük mısır fiyatlarıyla uğraşan çiftçilere kredi veren bir acil finans kurumu olarak farklı amaçlarla yeniden organize edilmişti. 1929'da feshedilmiş olsa da, işte şimdi onu diriltmek için güçlü bir argüman vardı ortada.

Tasarı, daha önce WFC'yi yönetmiş olan aynı bankacı tarafından, Hoover'ın borç moratoryumunda da görev almış ve şimdi de Merkez Bankası Başkanlar Kuruluna başkanlık eden Eugene Meyer tarafından savunuldu. Bir bankacı için hiç de alışık olunmayan bir biçimde, Meyer gerekli mevzuat taslağını bizzat yazdı. Onun tasarladığı biçimiyle ajans, sadece bankalara değil ama tahvilleri banka portföylerine yük olan demir yollarına da, talepleri Capitol Hill'de yeniden yankılanan çiftçilere de kredi verecekti. Meyer, demiryolu menkul kıymet alım satımıyla servet yapmıştı ve bu durum taslağın bu sektör lehine yaklaşımına tesadüfi olmaktan daha öte anlamlar yükler gibiydi.

Yeniden İnşa Finans Kurumu (Reconstruction Finance Corporation, RFC) olarak bilinegelen oluşumu düzenleyen tasarı 7 Aralıkta Kongre'ye sunuldu ve 2 Ocak 1932'de imzalanarak yasalastı. 2 Şubat'ta, ana omurgasını eski WFC çalışanlarının oluşturduğu RFC faaliyete geçmişti. Hazine, 500 milyon dolarlık bir sermaye sağladı ve ilaveten kurum adına 1.5 milyon dolarlık tahvil çıkarmaya hazırlandı.¹⁸

Hoover, RFC'nin iki partiden oluşan yönetim kurulunun başına Meyer'i ve başkanlığına da Dawes Planı'yla tanınan, Charles Dawes'i getirdi. Dawes döner kapısının son dönüşü değildi bu. Washington'ı şaşırtmak pahasına Court of St. James (Birleşik Krallık Büyükelçiliği) büyükelçiliğinden daha yeni istifa etmişti. (Yerini, bu şekilde zarif bir biçimde emekliye ayrılmaya zorlanmış olan Andrew Mellon'a bıraktı.) Dawes'in Cumhuriyetçi Parti'nin başkan adayı olarak Hoover'a rakip olacağı yönünde yaygın spekülasyonlar yapıyordu. Hoover açısından bu tayin, sadece RFC'nin dümenine önde gelen bir banker ve halka mal olmuş bir devlet adamını getirmenin ötesinde, potansiyel bir rakibi meşgul etmek anlamını da taşıyordu. Ama işin aslı, Dawes'in yapacak daha önemli işlerinin olmasıydı. Ailesine ait Chicago'daki banka imparatorluğunun ayakta kalıp kalmayacağı konusunda endişelenmek için haklı sebepleri vardı ve bu Hoover'ın haberdar değilmiş gibi görüldüğü bir meseleydi. Dawes içinse RFC, bankacılık sisteminin içinde bulunduğu durum hakkında bilgi toplayabileceği ve politik bağlantılar kurabileceği ideal bir tünekte.

Akıbeti pek de iyi olmayan NCC'nin aksine RCF, büyük ve küçük bankacılar arasındaki çatışmalara kulak asmadan, kapsamlı krediler dağıttı. Ama NCC gibi, RFC de makbul teminatlar istedi. Sonuçta, sadece bunlara sahip olan bankalar borçlanabildi. Bu nedenle de RCF'nin ödeme sorunlarını açma noktasındaki etkisi sınırlı kaldı.

Şayet bankalar ve ekonomi önemli ölçüde bir yardım alacaksa, bu başka bir yerden, yani Merkez Bankası'ndan gelmek zorundaydı. Kongre, merkez bankasına daha büyük bir manevra alanı sağlayarak yardımcı oldu. Fed ise kredi karşılığı istediği yasal şartları haiz menkul kıymet -makbul teminat- yetersizliğinden muzdaripti. Merkez Bankası Yasası, reel para doktrinine uygun olarak, elinde teminat tutmasını, ya da altın veya ticari işlemler esnasında oluşmuş ticari senetlerle banknot ihracını desteklemesini şart koşuyordu. Ekonomik faaliyet, kısmen de Fed'in daha fazlasını yapma noktasındaki önceki isteksizliği nedeniyle, iki seneyi aşkın bir süredir düşüş halinde olduğu için, şimdi Merkez Bankası'nın piyasaya sürdüğü banknotları desteklemek için elinde tutacağı makbul ticari senetleri üretecek ticari işlem yetersizliği sorunu çıkmıştı ortaya. Bu durum merkez bankasını ya banknot sürümünü daraltmak ya da devlet yetkilileri nezdinde daha da beter bir seçeneğe mecbur kalarak, altın standartından vazgeçmek gibi bir ikilem karşısında bırakıyordu.

Fed şimdi, daha kolay kredi kullanarak ileriye dönük adımlar atma serbestisine sahipti. Dahası, bunu yapmaya mecbur bırakıldı. Oklahoma Demokrat Parti temsilcisi Senatör Elmer Thomas, Fed'in 2.4 milyar dolarlık banknot basması için gerekli yasal mevzuatı hazırlıyordu. Thomas Planı'na göre Hükümet merkez bankalarına bu tutarda tahvil satacak, merkez bankaları da buna tekabül eden miktarda yeni para basıp piyasaya sürecekti. Thomas, 1896'da seçim kampanyasını yürüttüğü William Jennings Bryan'ın öğrencisiydi. Modern zamanların altın çarımına gerildiklerini düşündüğü çiftçi ve çiftlik sahipleri için endişelenen Thomas, 'istikrarlı' ya da 'güvenilir' dolar için baskı yapıyordu. I. Dünya Savaşı gazilerine daha önce ödeneceği sözü verilen ikramiyelerin derhal ödenmesi peşinde koşan ve yeni banknotların bu ikramiyelerin ödenmesinde kullanılacağı hesabını yapan bir başka kongre üyesi grubun desteğini de arkasına almayı başarmıştı.¹⁹ Bir kez daha politika, maliye politikalarına şekil veriyordu.

Merkez Bankası yetkilileri ise, bunlar her ne kadar yurt içi oylara yönelik politikalarsa da, bu tür enflasyonist önlemlerin yurtdışından yeterli kabulü görmeyeceğinden endişeliydi. Fransızlar, özellikle, enflasyon ile dolar-frank kambiyo kuru arasında, kendilerini ellerindeki dolar bakiyesini likidite etmeye sevk edecek bir bağdaşmazlığı derhal kavrardı. Harrison meslektaşlarını bu tehlikeye karşı uyardı. Buna davetiye çıkarmaktansa, onun önerisi, Glass-Steagall'ın sağladığı

manevra alanını kullanarak ılımlı bir parasal genişleme programı başlatmak ve bu suretle de kongrenin daha fazla şey yapılması doğrultusundaki ısrarını baştan savmaktı. Alınacak sınırlı önlemler, bir yandan Fransızları heyecanlandırmadan, Senatör Thomas gibilerinin uyguladığı baskıyı hafifletebilirdi.

İşte şimdi Fed'in de, New York'un liderliğinde, yapmaya hazırlandığı buydu: Hazinesin açık piyasaya sunduğu menkul değerleri, önce bir haftada 25 milyon dolarlık mütevazı bir miktarda ve Nisan ayından başlayarak da haftada 100 milyon dolar gibi yüklü bir miktarda satın alıp, piyasalara buna eşdeğer miktarda nakit sağlamak. New York Fed, altın sorunu yaşamasa bundan daha fazlasını yapmış olabilirdi. Her bir merkez bankası kendi altın rezervini kendi elinde tutuyordu. Her biri, şimdi Kurul'un onayına sunulmuş olan kendi açık piyasa alımlarını yaptı. Ama New York Fed, yabancıların altın talepleri olduğunda yüzlerini çevirdikleri şubeydi. Dolayısıyla da New York Merkez Bankası, kendi altın karşılama oranının (esas olarak, kasasındaki altının dolaşıma sürdüğü para ve diğer borçlara oranı) Haziranda yüzde elliden fazla düştüğünü gördü. Harrison ve meslektaşları nezdinde bu rakam Merkez Bankası Yasası'nın izin verdiği asgari yüzde 40 oranına daha şimdiden tehlikeli biçimde yakındı. New York merkez bankası yöneticileri bundan dolayı satın alım oranını sınırlamak zorunda kaldı.

Menkul değer alımları yazın ilk yarısı boyunca bu ılımlı tempoda devam etti. Ağustosta ise Meclis ve Senato yaz tatili ve sonbahardaki seçimler için çok geçmeden çalışmalarına ara verdi. Fed üzerindeki baskı kalkmıştı. Açık piyasa alımları durduruldu. Ama bu arada etkileri olmuştu. Fiyatlar istikrar kazandı ve belli üretim hatlarında, motorlu taşıtlar sektöründe örneğin, fiilen yükseldi. Ama kısa sürede geri düştü. Ve bankacılık problemleri intikam için geri döndü.

Chicago Merkez Bankası, New York Merkez Bankası'nın tersine, hâlâ bol miktarda altın rezervine sahipti. Bu fazlanın bir kısmını New York'a transfer ederek, New York şubesine ve genel olarak sisteme menkul kıymet satın alımını artırma olanağı sağlayabilirdi. Ama James McDougal yönetimindeki Chicago merkez bankası, New York'un müdahaleci yaklaşımını uzun süredir eleştiriyordu. McDougal, hatırlayalım, Benjamin Strong'un 1927'de uluslararası saiklerle faiz oranı indirimine de itiraz etmişti. Şimdi de elindeki fazla altını New York'a transfer etme talebini şiddetle reddetti. Kurul bunu yapmak zorunda bırakabilirdi onu ama McDougal'ın başka sorunları olduğundan haberdardı. Haziran'da Greater Chicago'daki yaklaşık üç düzine bankadan mevduat kaçışları gözlemlenmişti. Bunlar esas olarak, 1931'de olduğu gibi Bungalow Belt'deki komşu bankalardı. Ama önemli bir istisna: Chicago'nun büyük bankası Central Republic Trust'ın başındaki kişi, Charles Dawes'ten başkası değildi.

Dawes, RFC başkanlığından istifasını, Central Republic'teki sorunların açığa çıkmasından sadece bir gün önce sunmuştu. Aile bankasının sıkıntıda olduğundan ve neredeyse kesinlikle yardıma ihtiyacı olduğundan haberdardı. Dawes'in kendisinin, eski bir devlet görevlisi olarak, bankada az bir hissesi vardı ama aile firması Dawes Brothers, Inc., bankanın tek büyük hissedarıydı ve Central Republic Trust, 'Dawes Bank' olarak bilinirdi. Gayrimenkul yatırımlarının yanı sıra Central Republic, evlere, imalat firmalarına ve Greater Chicago'nun kent demiryollarına elektrik ve havagazı tedarikinde tekelleşmiş olan Samuel Insull'ın kontrolündeki bir şirketler grubuna da büyük miktarlarda kredi vermişti. Insull, Thomas Edison'un Londra'daki acentasında sekreter olarak işe başlamış, ardından Edison'ın New York'taki özel sekreteri olarak görev yapmıştı. 1880'li yıllarda daha yirmili yaşlarındayken, Edison'un öncü elektrik hizmeti acentelerine finansman ayarlanmasına yardım etti. 1889'da Edison General Electric Company kurulduğunda başkan yardımcısı, 1892'de ise General Electric Company'nin ikinci başkanı ve ardından da kısa bir süre sonra Chicago Edison Company'nin başkanı olmuştu. Chicago Edison o zamanlar küçük ama önemli bir büyüme potansiyeline sahip bir firmaydı çünkü Greater Chicago sakinlerinin neredeyse hiçbiri henüz elektrik hizmeti almıyordu.

Insull, yirmi yıl boyunca sürekli büyüyen Chicago Edison'dan sonra, komşu yerleşim birimleri ve eyaletlerdeki hizmet tedariki işlerini de almak için Middle West Utilities Company'yi kurdu. Middle West Company, kent hayatının yanı sıra mamul mal üretiminin de bu yeni enerji kaynağı sayesinde bir devrim yaşadığı 1920'li yıllarda patlayan elektrifikasyon işinden en çok yararlanan firma oldu. Dönemin düşük faiz oranları ve kolay kredi bulma imkanları da Insull'ın yatırımlarını finanse etmesini kolaylaştırdı. 1932'de, Middle West Utilities, beş bin şehre elektrik sağlayan yüzden fazla firmayı kontrol ediyordu. Insull yatırımlarından bazılarını hisse senedi ihraç ederek ama çok daha fazlasını da özellikle de bankalardan aldığı kısa vadeli krediler biçimde borçlanarak finanse etti. Bu bankalar arasında en başta gelenleri, tıpkı Insull gibi Chicago'nun büyümesini desteklemekte çıkarı olan Dawes ailesi tarafından işletilen Central Republic'ti. Dawes ve Insull'ın kaynaşmasında ya da Insull'ın Dawes'in tavsiye ettiği Cumhuriyetçi politikacıların seçim kampanyalarına katkıda bulunmasında bir sakınca görülmedi.²⁰

Insull'ın yüksek seviyede borçlanarak gerçekleştirilmiş bu operasyonları üzerinde Bunalım'ın görülebilir olumsuz etkileri oldu. Elektrik talebi ve tedarik firmasının gelirleri düştü. Nisan 1932'de Insull'ın firmaları hakkında iflas davaları açıldı ve bu da kredi aldığı bankacılar için sorunlar yarattı. Insull holdinglerini tek bir bütünleşik yapı yerine ayrı birimlerden oluşan bir şirketler topluluğu olarak organize etmiş olduğundan, bankalar eyalet bankacılık yasasının kendilerini herhangi bir tek borçlanıcı için üslendikleri riskler toplamını hisseli

sermayelerinin (sahiplerin banka faaliyetleri için taahhüt ettikleri para miktarı) yüzde 15'ile sınırlayan hükmüne aldırış etmeyebiliyorlardı.²¹ Insull'ın şirketleri konkordatoya gittiğinde, Central Republic'in onun şirket ve yan kuruluşlarına açtığı kredi gerçekte sermayesinin yüzde 50'sinden fazlasına tekabül ediyordu.²² Banka yönetimi ya görülmedik derecede dikkatsizdi ya da Insull'la fazla yakın bağlantılar içinde olmaktan yarar elde ediyordu.

Başlangıçta umut, iflas durumundaki alıcının bankarlara olan borcunun ödemek için gerekli olan özkaynağı bulacağı yönündeydi. Insull'ın şirketleri gerçek müşterilere gerçek elektrik sağlayan gerçek elektrik santrallerini kontrol ediyordu. Ama alıcının giderek büyüyen bir usulsüzlükler listesi ortaya çıktıkça, böyle bir özkaynağın Insull'ın borçlarının gölgesinde kalacağı da açıklığa kavuştu. Haziran başlarında, Insull kendi güvenliği için Paris'e kaçtı. ²² Haziranda oraya gitmiş olduğuna dair haberler, Bungalow Belt'deki banka iflaslarını haber veren davul gümbürtüleriyle birleşti ve Central Republic'ten mevduat kaçışlarını ateşledi.²³

Dawes, 24 Haziran Cuma günü, Central Republic'in Chicago'daki genel merkezinde, meslektaşı otuz bankeri, yardım alamazsa, gelecek Pazartesi bankasının kapılarını açamayacağı konusunda uyarırken, arka plan buydu. O noktada öylesi bir yardımın gelebileceği tek bir yer vardı; RFC. Ama talihsizliğe bakın ki, Dawes'in daha son zamanlara kadar tam da bu devlet organının başında olduğu algısı vardı kamuoyunda. Bundan dolayı da müzakereleri Chicago'daki bankacı meslektaşlarından birisinin, First National Bank'tan Melvin Traylor'un sürdürmesine izin verdi.

Traylor yepyeni bir imaj geliştirmişti. Kelimenin gerçek anlamında bir kütük evde doğmuştu ve First National'ın başkanı olarak da hâlâ Lincoln Park yakınlardaki bir ahşap evde yaşıyordu. Ama Traylor'ın bankası da Insull'ın şirketlerine kredi vermişti ve dolayısıyla da tam anlamıyla tarafsız sayılmazdı. Chicago Valisi Anton Cetmark, müttefikiydi ve Bank for International Settlements'in kuruluşuna önayak olan konferansta Amerikan delegasyonunda yer almış biri olarak da ülke çapında politik bağlantıları vardı. Böylece müzakerelerde tensilci olarak görevlendirilmek öfkeli Kongre üyelerinin Traylor'ı alenen kayırmasına bir engel teşkil etmedi.

Yoğun bir zaman baskısı altında bir hafta sonu alınıveren borçları zamana yayma kararı, en üst düzeyde verilmişti. Başkan Hoover bunun organizasyonuna bizzat yardım etti, RCF yöneticileri tatilde ya da aslında Demokrat Parti'nin Chicago'da gerçekleştirdiği Ulusal Kongre'deydi. Hiçbir şey bir oturum başkannını muhalefetin aday belirleme toplantısı düzenliyor olduğu bir şehirde kriz çıkartıyormuş görüntüsü vermek kadar utandırmış olamazdı. 2008'de hükümet

Bear Stearns'ı kurtarmak için çabalarırken, sadece New York Fed'in başkanı değil ama Hazine müsteşarı da görüşmelere dahil olmuştu.²⁴ ABD Başkanı'nın Central Republic'in hükümet tarafından kurtarılmasını organize etmesi ise yine de daha dikkate değer bir olaydı.

Central Republic'in kurtarılması başka açılardan da Bear Stearns'ın kurtarılmasına benzer. Bear Stearns vakasında olduğu gibi, burada da yardım kararı bankanın iflas edemeyecek kadar büyük ve bağlantılı olduğu –çökmesine izin vermemin ülke çapında bir paniği ateşleyeceği inancıyla alındı. Bear Stearns vakasında olduğu gibi, kurtarmanın kapsamı, 90 milyon dolar, daha önce eşi benzeri görülmemiş bir rakamdı. Sadece RFC'nin vermiş olduğu en büyük tek alıcılı borç olmakla kalmadı ama Federal hükümetin 1932'de işsiz ve evsizlere yardım için eyaletlere vermiş olduğu tüm kredilerin toplamını üçe katladı. Bear Stearns'ın kurtarılışında olduğu gibi, bunda da normal prosedürlere kısa devre yapıldı. Central Republic yetkililerinin standart borç uygulamalarını tamamlamasına gerek duyulduğuna dair bile bir kanıt yoktur ortada.

Bear Stearns vakasında olduğu gibi, bunda da söz konusu devlet kurumunun bu borcu verirken yetkilerini aşmış olup olmadığı tartışıldı. RFC sadece geri ödemenin beklendiği durumlarda kredi açma yetkisine sahipti –yani, ancak yardım ettiği bankanın borçlarının ödeyebilir durumda olduğuna inanıyorsa. RFC müfettişlerinin kuşku vardı, tıpkı 2008'deki denetçilerin Bear Stearns'a dair kuşkuvarlığının oluşu gibi. Traylor ve RFC'nin nüfuz sahibi direktörü, Demokrat Parti Kongre delegesi ve doğal olarak olay yerinde bulunan Jesse Jonse'un kulis faaliyetleri Hoover ve RFC'yi işe koyulma konusunda ikna etti.

RFC bazukası mevduat sahiplerinin güvenini yeniden kazandırdı. Büyük bir bölümü John Bain isimli bir yerel gayrimenkul yapsatıcısıyla ilişkili küçük bankalar olmak üzere, yirmi altı Chicago bankası daha mevduat kaçışları yaşayıp, Central Republic'in RFC'yi kurtarmasının önünü açan hafta içinde faaliyetlerini askıya almak zorunda kalsa da, bankalardan mevduat akışı şimdi hızla durmaya başlamıştı. İzleyen aylarda bir kaç banka daha iflas etti gerçi ama bunlar büyük ölçüde Idaho ve Nevada gibi ücra köşelerdeki küçük bankalardı. Onlardan gelen iflas haberleri can sıkıcı olmakla birlikte, sistem açısından bir anlam ifade edemeyecek kadar ufak bankalardı bunlar. 1930'da Knoxville ve New York'da olduğu gibi, devletin bu kez Fed değil ama RFC üzerinden verdiği yanıt, krizin daha fazla yayılmasını önledi. Hoover, seçimlerin yaklaşıyor olmasının da etkisiyle harekete geçmekte istekli davrandı. RFC'nin süratli müdahalesiyle, Chicago Fed tarafından gelebilecek bir isteksizliğin de, o an için, bir kıymeti harbiyesi olmadı.

Ama kurtarma operasyonu, politik bağlantıları olan ensesi kalın bankerlerin bankalarının kurtarılmasına yönelik eleştirileri de ateşledi. Hazine Bakanı Mills, Chase National Bank'tan Winthrop Aldrich ve Senato RFC izleme komitesi-ne başkanlık eden Michigan Senatörü Couzens, hep birlikte, kurumu borçlarını

ödeyemeyen bir şirketi kurtararak haddini ve sağduyu sınırlarını aşıp aşmadığını sorguladılar. Kongre, RFC'nin nüfuzlu çevrelere ayrıcalıklı davrandığı yönündeki şikayetlerin üzerine gitmek için, 1932 Ağustosundan başlayarak RFC'den kredi alan bütün bankaların listesini istedi ve gelen bilgiyi kamuoyuyla paylaştı. Sonuçta, bankalar bu bilginin bir zayıflık belirtisi olarak görüneceği korkusuyla RFC'ye yardım başvurusunda bulunma konusunda giderek daha isteksiz davranmaya başladı.²⁵ Eylül'den itibaren de RFC'den borç alımları bitti. Ekimde sanayi üretimi yeniden düşmeye başladı.

Kayırmacılıkla suçlanan devlet görevlileri itibarlarını onarmak için bir fırsat arayışına girdi. Sıkıntıdaki bankalara şakaları olmadığını gösterme ihtiyacındaydılar. 2008'de, Bear Stearns'ın hemen ardından, Lehman Brothers olayında bu fırsatı yakalamışlardı. Central Republic'in ardından da Guardian Bankalar Grubu'yla buldular aynı şans.

Demokrat Parti Kongresi'nin ardından, haber akışlarına Hoover ile Roosevelt arasındaki yarış hakim oldu. 2008'in olayları da bize krizlerin çoğunlukla politik belirsizliğin zirve yaptığı seçim dönemlerine yaşandığını anımsatıyor.

FDR'nin (Franklin Delano Roosevelt) niyeti pek de açık değildi; kampanyası süresince altın standartından vazgeçip geçmeyeceği konusunda hiçbir şey söylemedi. Ama Roosevelt'in aktivist eğilimleri ve Hoover'la tüm bağını koparma isteği bir sır değildi. Kasımda kazandığı zafer ve onu izleyen dört aylık ara dönem boyunca, yatırımcılar altın standartının sona yaklaştığından endişeliydi. Seçilmiş ama henüz koltuğuna oturmamış olan başkan, Cornell Üniversitesi'nden George Warren gibi altın standardı konusunda şüpheleri bulunan akademisyenlerle toplantılar yaptı. Aralarında Chicago First National Bank'tan Traylor, Chase National Bank Başkanı Aldrich ve ABD Hazine müsteşarlığı görevi sona eren Arthur Ballantine'in da bulunduğu önde gelen finansçılar, maliye standartlarını kurcalamaması konusunda kendisine baskı yaptılar. Ama FDR kendini bu tavsiyeler kaptırmayı reddetti.

Aslına bakılırsa başkan yatırımcılara bir mecburi yön sunuyordu. Şayet altın karşılığında dolar satarlar ve ABD de doları devalüe ederse, ellerindeki altının değeri yükselirdi. Yeni başkan bunun yerine altın standartına sıkı sıkıya bağlı kalırsa, satmış oldukları dolarları daha sonra yeniden satın alır ve hiçbir kayba uğramazlardı. 1931 yılında Bank of England'ın altın konvertibilitesini koruma kararlılığını sorgulayan yatırımcıların karşısına çıkan mecburi yön de bunun ayınsıydı.

Şimdi de aynı sonucu doğurdu. Altın hem Merkez Bankası'ndan hem de ülkeden dışarı aktı. Giderek artan ölçülerde altını azalan merkez bankasının bir finans sorunu daha yaşanması halinde yardım edip edemeyeceği belirsizdi.

Yanıt, Şubat ortalarında, FDR'nin koltuğa oturmasından iki hafta önce Michigan'da patlak veren bankacılık paniğinden geldi. Krizin merkezinde Guardian Bankalar Grubu, Henry Ford üzerinden oğlu Edsel'in en büyük yatırımcısı olduğu Union Guardian Trust Company vardı. Tıpkı Central Republic'in Dawes Bankası olarak bilinmesi gibi, Guardian Bankalar Grubu da Ford Group olarak biliniyordu. Guardian Group, kendisine yaldızlı tuğlalardan şatafatlı genel merkez binaları inşa etmek ve çalışanlarına borsada spekülasyon yapmaları için kredi açmak gibi işlerin de dahil olduğu bir dizi şaibeli uygulamaya bulaşmıştı. Yaygın konut ipotek kredileri açmış, otomobil endüstrisinin derin bir çöküntü yaşadığı bir dönemde, işsiz otomobil işçilerine açılan bu kredilerin büyük bölümü temerrüde düşmüştü. Gayet açıktı ki, ya kendi sahiplerinden ya da devletten bir özkaynak enjeksiyonu olmadan uzun süre ayakta kalabilecek bir banka değildi bu.

Edsel Ford 8 Şubat Çarşamba günü Maliye Bakanı Mills ve Dawes'in yerine RCF Başkanlığı'na getirilen Charles Miller'a bilgi verdi; bir sonraki gün Guardian Group temsilcileri Capitol Hill'e gidip iki Michigan Senatörü, James Couzens ve Arthur Vamdenberg'e bilgi verdiler. Bu ikili aynı akşam, Mills, Müsteşar Yardımcısı Ballantine, Ticaret Bakanı Roy Chapin ve RCF'den Miller'la birlikte Beyaz Saray'da bir toplantıya katıldılar.

Michigan sözcüleri gayet net ifadelerle hükümet müdahalesini savundular. Kırk sekiz saat içinde Ballantine ve Chapin, bir kredi organize etme amacıyla Detroit'e gitti. Ballantine, iktidardan düşmüş Hoover yönetiminin bir görevlisiydi ama aynı zamanda da gelecek olan başkanla eskiye dayanan bir tanışıklığı da vardı. Üniversite öğrenciliği sırasında Roosevelt'in bir çalışanı olduğu Harvard Crimson'ın editörlüğünü yapmıştı. Ballantine konuya yabancı birisi de değildi. Şirketleri, Ford'un en önemli rakibi olan Chrysler tarafından satın alındığında Dodge Brothers'ı temsil eden bir avukattı. Chapin ise bir Michigan'lı ve Ford gibi, American Motors Corporation'ın selefi Hudson Motor Car Company'de başkanlık görevi üstlenmiş, otomobil sektörünün eski yöneticilerindendi. Muhtemelen hiç de tesadüfi olmayan bir biçimde, Guardian Trust Company'nin de kurucu direktörüydü. Biraz da olsa, eski bir Goldman Sachs CEO'sunun Hazine bakanı sıfatıyla Goldman Sachs'ın Eylül 2008'de bir banka holding şirketine dönüştürülmesi düzenlemelerine yardım edişini andırıyor.

Ford'un Union Guardian'ı, mali sistem açısından, Charles Dawes'in RFC tarafından Haziranda kurtarılmış olan Central Republic'i kadar önemliydi. Ama daha önceki icraatın aldığı eleştirileri göz önünde bulunduran Ballantine ve Chapin, bu kez Ford'dan kredi teminatı olarak Union Guardian'a 4 milyon dolarlık bir sermaye enjeksiyonu yapmasını talep ettiler ve ilaveten de Ford Motor Company'nin bu bankadaki 7.5 milyon dolar tutarındaki mevduatını çekmeyeceği konusunda taahhüt istediler. İki yetkili bu durumu RFC'nin ancak borçlarını ödeyebilecek bir bankaya yardım sağlayabileceği gerekçesiyle izah etti. Ford'un 4

milyon dolarlık sermaye enjeksiyonu ve mevduat taahhüdü, Union Guardian'ın buna yeterliliği için gerekiyordu.²⁶ Ödeme gücüne sahip olmakla olmamak arasındaki çizgi kabaca çizilmişti ama RFC'nin Central Republic'i kurtarmasıyla yaratılan ateş fırtınası nedeniyle şimdi bu çizginin daha kesin çizilmesi yönünde yoğun bir baskı vardı.

Ford işbirliğini reddetti. RFC'nin Central Republic'i desteklemiş olduğunu biliyordu ve Guardian'ın iflas bayrağını çekmesine izin vermeye hazır olduğuna da inanmadı. RFC'nin bir önceki yaz ilkelerinde kesin olarak diretmemiş olduğunu anlamıştı. Hoover yönetiminin Michigan bankalarının çöküşünü sendeleyeen bir ekonomi için yıkıcı bir darbe olarak değerlendireceğine inandı. Ford Motor Company'nin ağır mevduat kaçışlarından muzdarip bir başka banka, Detroit'in ikinci yerel bankası First National Bank'taki 25 milyon dolarlık mevduatını çekme tehdidinde bulunarak bahsi yükseltti.²⁷ Kendi bankasının da iflas edemeyecek kadar büyük olduğuna, belli ki açıklıkla inanıyordu.

Ballantine ve Chapin de Guardian'ın iflasına izin vermenin vahim sonuçlara yol açabileceğinin farkındaydı. Ama aynı zamanda Kongre'nin Dawes'ten de çok Ford'da simgeleşen büyük işletmelere yönelik bir kayırmacılık olarak algıladığı tutuma dair öfkesinden de haberdardılar. Eleştirenler arasında Ford'un eski iş ortağı ve rakibi, Michigan Senatörü Couzens'in de oluşu –ve Couzens'in RFC'den sorumlu Senato komisyonuna başkanlık yapıyor oluşu- işlerini daha da zora soktu. Couzens'in her hangi bir tavizi, özellikle de Ford'u mevduatlarını bağlamak zorunda bırakmayan bir krediye mesele haline getireceği kesindi.²⁸

Roma Katolik kilisesinin tartışmalı rahibi ve ilham verici bir radyo yayıncısı olan Peder Charles Coughlin için de öyle. Coughlin, Amerikan ekonomisinin hastalıklarından ve özellikle de Bunalım'dan iş dünyasını sorumlu tutardı. Michigan, Royal Oak yakınlarına yerleşmiş biri olarak da, iş dünyasının simgesi olarak Henry Ford'dan daha iyisini tanımazdı. Coughlin daha önce de Sovyetler Birliği'nde traktör üretme sözleşmesi imzalamış olan Ford'u komünizmi beslemek ve Amerika'daki kârlı işleri dışarı yollamakla eleştirmişti. Şimdi de ülke çapında yayın yapan radyo kanalını kullanarak Ford ve bankacılarını bir vergi yükümlüsünün kurtarılmasını güvence altına almak için kriz çıkarmakla suçluyordu.

RCF her ne kadar daha önce Guardian Group'a yardım etmişse de – Guardian'ın iştiraklerine açtığı ilk kredi Mayıs 1932 tarihindeydi-, Ford'un mevduat taahhüdünü geri çevirisi üzerine daha fazlasını yapmayı reddetti. Hoover, Guardian'ın iflasına izin vermenin facia olacağını iddia etti. Jesse Jones Guardian'a kredi verilmesini öngören bir önerge sundu ama RCF kurulunda yapılan oylamayla reddedildi. Tıpkı ABD Maliye Bakanlığı'nın kısmen bir politik mesaj vermek ve Bear Stearns'a yönelik daha önceki kurtarma operasyonu ile ortaya çıkan ahlaki tehlikeyi gidermek için Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasına izin vermesi gibi, RCF de Guardian Trust'ın batmasına izin verdi.²⁹

Union Guardian'a devlet desteğinin başarısız olması, 13 Şubat Pazartesi günü panik halinde mevduat kaçışlarına yol açtı. Ertesi gün gece saat 1:32'de, sadece bir kaç hafta önce göreve gelmiş olan Michigan Valisi William Crock, bankaların eyalet çapında tatil edildiğini duyurdu. Otomobil firmaları bütün reklamlarını askıya aldı ve Ford Company çalışanlarının yarısını işten çıkardı. Amerikan endüstrisinin ağırlık merkezini Ortabatı'ya, özellikle Detroit otomobil endüstrisi merkezine kaydırmış olma derecesinin bir yansıması olarak, kriz hızla yayıldı. Yerel bankalardaki hesapları dondurulmuş olan Michigan firmaları komşu eyaletlerdeki mevduatlarını çekmek için didindiler. Michigan'daki banka tatili böylece Ohio, Indiana ve Illinois'deki bankalardan mevduat kaçışına zemin hazırladı. Maryland 25 Şubatta banka tatili ilan etti, 1 Martta beş eyalet, 2 Martta altı ve 3 Martta beş eyalet daha onu izledi. Bu kaosu gören yabancılar ellerindeki doları bozdurmak için hücum etti. New York Merkez Bankası büyük bir altın kaybı yaşadı.

3 Martta New York Merkez Bankası, elinde hâlâ altın fazlası olan Chicago Merkez Bankası'ndan 400 milyon dolar tutarındaki menkul kıymetlerini satın almasını ya da reeskont etmesini istedi. Chicago yine reddetti. Daha doğrusu Chicago bankasının müdürleri, besbelli ki, o özkaynakları daha kötü günler için saklamaya karar verdiler.

Bu neresinden bakılsa tam bir yanlış hesap ve inatçılık faciasıydı. 1933 Şubatında ABD sanayi üretimi 1929'daki seviyesinin yüzde 53'üne düşmüştü. Fiyatlar çakıldı. İşsizlik yüzde 25'e yaklaşıyordu. Ahlaki tehlikeye ilâştirilmiş hatalı öncelikler nedeniyle bankacılık sisteminin parçalanmasına göz yumulmuştu. Sonuçlar arasında görevdeki bir başkanın rezil oluşu ve 4 Martta karizmatik ama yine de kendini kanıtlamamış halefinin göreve başlama töreni vardı.

Tek soru, yeni kaptanın batan gemiyi kurtarıp kurtaramayacağıydı. Bu, hiç şüphesiz, Ocak 2009'da göreve başlamasının ardından Barack Obama'ya da sorulan soruydu.

NOTLAR

1. Balkanı tam bir bilgi alabilmek için gemisinin yanaştığı Liverpool'dan Londra'ya dönünceye kadar beklemek zorunda kaldığı anlatılır. İşine geri dödüğü ilk gün 28 Eylül'dü, yani sterlinin devalüe edilmesinden bir hafta sonra.
2. 30 Temmuz'dan sonra reeskont oranlarında sembolik bir artış bile olmadı. Bu oran daha önce iki kez artmıştı; bir kez 23 Temmuz'da, bir kez de bir hafta sonra, her ikisi de yüzde bir olmak üzere.
3. Hawtrey (1938), sf. 143.
4. Olmadık bir tesadüfle komisyon raporu Temmuz ortalarında yayınlandı. Bkz. Committee on Finance and Industry (1931), özellikle Ek I ve IV.
5. Accominotti (2002), sf. 17. Bunun onları batırıp batırmayacağı, sonuçta borçlanmış oldukları paranın bir kısmını tazmin edip edemeyeceklerine bağlıydı.
6. Piyasalara likidite sağlamak için topu topu yaklaşık 30 milyon sterlin tutarında tahvil satın aldı.
7. Bu pozisyonu alan yatırımcılar iki ay içinde yüzde 20 gelir sağladı. Bu bahse borçla girmeleri ölçüsünde daha da büyük kazanç elde ettiler.
8. Sullivan (1936), sf. 1.
9. Federal Reserve Bank of New York (1932), sf. 13.
10. Sistem içindeki diğer bankalardan daha yüksek oranları zaten korumakta olan Atlanta ve Minneapolis Merkez Bankaları dışında.
11. Bu olayların kapsamlı bir anlatımı için bkz. Wicker (1996).
12. Friedman ve Schwartz (1963), sf. 382.
13. Kreuger konusunda bkz. Bölüm 9.
14. Bu senetler takas kurumu sertifikaları olarak biliniyordu çünkü bankaların birbirlerine ödeme yapmak ya da almak için kullandığı takas kurumlarının bütün üyeleri tarafından kabul ediliyorlardı. Bunların 1907 krizindeki rolü ve öyküsü, Bruner ve Carr'da (2007) anlatılır.
15. Barber (1985), sf. 227.
16. Güçlü bankalar, bu amaçla, NCC'nin teminatlara piyasa fiyatları üzerinden –yani haraç mezat- değer biçmesi, ve gayrimenkulleri değil, sadece piyasa değerinin yüzde otuzu karkarlık ikrazları kabul etmesi gerektiğinde ısrar ettiler. Olson (1977), sf. 29.
17. Bkz. Bölüm 19.
18. Hoover daha hızlı harekete geçilmesini istemiş ama Noel tatilini hesaba katmamıştı.

19. Glass-Steagall Yasası, ticari bankacılığı yatırım bankacılığından ayıran 1933 yasasından farklıydı (daha fazla bilgi aşağıda).
20. Insull, Owen Young başkanlığındaki General Electric Corporation'dan da 1931'de 2 milyon dolar borç alabildi. Vickers (2011), Dawes-Young-Insull ilişkisi ve Central Republic'i sorunlarına dair komplocu bir anlatı sunar ama komplo ya da değil bu üç adam arasındaki yakın ilişkiler inkar edilemez.
21. Daha kesin belirtmek gerekirse, hisse senedi sermayesinin ve 'fazla'nın (ya da dağıtılmamış fonların) yüzde on beşi.
22. Vickers (2011), sf. 56-57.
23. Insull, Ekim'de Cook County büyük jürisi tarafından zimmetine para geçirmekle suçlanınca Paris'e kaçtı, oradan da Milan'a geçip küçük bir uçak kiralayarak ABD ile suçluların iadesi anlaşması olan Yunanistan'a gitti. Oradan gemiyle İstanbul'a geçti. Her ne kadar ABD ile Türkiye arasında da suçluların iadesine yönelik bir anlaşma yoksa da, Türk yetkililer Insull'i tutuklayarak ABD Dışişleri Bakanlığı'na iade etti ve Insull ABD'ye geri getirildi. Insull, üzerine isnat edilen suçlardan dolayı hüküm giymekten kurtuldu ama 1938'deki ölümüne kadar hakkında açılan medeni hukuk davalarıyla uğraştı.
24. Bear Stearns'ın kurtarılması konusunda bkz. Bölüm 12.
25. Banka listelerinin 23 Ağustos 1932'de yayınlanması sadece on günlük bir zaman dilimi için geçerli olsa da, başka teşhirlerin de geleceğini herkes biliyordu ve gerçekten de daha sonraki listeler daha da kalabalık oldu. Bütün bu olaylar için bkz. Burkiewicz (1995).
26. Kennedy (1973), sf. 84-85.
27. Bu tehdit, para başkontrolörü Francis Gloyd Awalt'ın icraatları aktarılırken anlatılır (Awalt 1969, sf. 352).
28. Union Guardian skandalına yönelik daha sonraki bir büyük jüri soruşturmasında, Couzens, içeriden aldığı bir bilgiyle banka tatilinden hemen önce parasını çekmekle ve mevduat kaçışına katkıda bulunmakla itham edildi. Biyografi yazarı bu iddianın temelsiz olduğunu öne sürdü. Barnaud (1958), sf. 277-78.

ABD’de ev fiyatları 2005’in sonu ile 2006 başlarında en üst seviyeye ulaştı. On yılın büyük bir bölümünde yükselmiş olan fiyatlar, 2005’in dördüncü çeyreğinde yüzde 1, 2006’nın ilk çeyreğinde ise yüzde 3.3 oranında düştü. 2005’in sonundaki yüzde 1’lik düşüş bir rastlantı, karşılaştırılabilir satışları tespit etmenin bütün gayrimenkul fiyat endekslerini belirsizleştiren güçlüğü olarak görülüp geçirtilirebilirdi. Ama fiyatların indiği peş peşe iki çeyrek ve yüzde 4’ü aşan bir kümülatif düşüş görmezden gelinecek gibi değildi.¹

Halihazırdaki aykırı yatırımcılar (contrarian investor: Getirisi olmayan sürpriz hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı) daha şimdiden konut piyasasındaki daha öte düşüşler üzerine kumar oynamaya başlamışlardı. Daha çok verdiği savurgan partilerle tanınan firma birleşmesi-arakazañ uzmanı (merger-arbitrage: Birleşen iki firmanın hisselerini eş zamanlı olarak alıp satarak risksiz bir kâr elde etmeye yönelik bir serbest yatırım fonu stratejisi) John Paulson, yüksek risk faizli ipotek kredisi havuzunda borçlu temerrütleri olması halinde iyi para ödeyecek kredi borcu takas sözleşmeleri almaya başladı. Los Angeleslı iflas etmiş bir gayrimenkul spekülâtörü olan Jeff Greene ise, Paulson’ın stratejisini öğrenip aynısını yaptı. Güney California kıyılarına vuran enkazları toplayarak hayatını kazanmak gibi bir arkaplana sahip, serbest çalışan bir yatırım fonu taciri olan Andrew Lahde, daha küçük bir ölçekte benzer bir strateji izledi. Hekimlik eğitimi almış ufak çaplı bir fon operasyon sorumlusu olan Michael Burry de San Jose’de aynısını yaptı.²

Bu aykırı yatırımcılar dışardandı. Çoğunun Wall Street’te değil California’da çalışıyor olması açıklayıcıdır. Wall Street mekanizmasının bir parçası değillerdi. Görüşlerinin, menkulleştirme (securitization) işinin büyük maaş günlerini seven meslektaşlarınca şekillendirilmesine yatkın kişiler değildi bunlar.

Ama dışardan olma statüleri düşünüldüğünde, bunların rahatsız edici görüşlerini baştan savmak kolaydı. Yatırım bankacılığı camiası içindeki baskın strateji, gayrimenkul ipoteği ile ilgili ilave riskler alma pozisyonunu korumaktı çünkü diğer kurumlar gayrimenkul ipoteği ile ilgili ilave riskler alıyordu. Lehman Brothers, Bear Stearns, Citigroup ve Merrill Lynch; bunların hepsi de 2006'da gayrimenkul ipoteği ile ilgili riskler toplamını artırmaya devam etti çünkü rakiplerinin de aynı şeyi yaptığını görüyorlardı. En alasından bir grup düşüncesiydi bu. Başka türlüünü öneren muhalifler en içteki kutsal odadan sürülmüştü. Lehman'ın risk yönetim şefi, daha 2005 yılında risk yönetimi endüstrisinin yarı resmi yayın organı *Risk Magazine* tarafından 'Yılın Risk Yöneticisi' seçilmiş olan Madeline Antoncic'in akıbeti de bu oldu.³

Doğuştan gelen istisnai bir zeka esnekliğine sahip ve sırtında aşırı derecede ahlaki endişe taşımayan az sayıda kişi ve kurum, çitin her iki yanında da oynayabilmeyi başardı. Goldman Sachs konut ipoteği havuzlarınca desteklenen teminatlı borç senedi dağıtmaya devam ederek, bu hizmeti karşılığında hatırı sayılır ücretler aldı. Buna rağmen firma bu menkulleri pazarlarken bile, ticari işlemlerinde onların aleyhine para yatırıyordu. Bankanın kendi pozisyonu –söz konusu menkul değerlere yatırım yapmak yerine, borçlanıp fiyatlarının düşeceği beklentisiyle satmak- bu teminatlı borç senedi üst dilimlerinin AAA derecesini hak ettiğine inanmadığını gösterir. Ama öyle bile olsa, bir yatırım danışmanı olarak Goldman müşterilerini uyarma mecburiyeti hissetmedi; bu müşteriler ister Alman IKB olsun, ya da Avusturya serbest yatırım fonu Yield Alpha (Master), isterse Bear Stearns Aktif Yönetimi. Goldman bu tarafların 'sofistike yatırımcılar' olduğunu ileri sürdü. Kendi başlarının çaresine bakabilirlerdi. Bu arada da, Goldman gibi gerçekten sofistike yatırımcılar da konut ipoteği ile ilgili risklere açık olma ihtimallerini azaltıyordu.⁴

2007'nin dördüncü çeyreğiyle birlikte, ev fiyatlarındaki kümülatif düşüş yüzde 9'a ulaştı.⁵ Ödemesiz bir dönemin ardından yeniden ayarlanmış faiz oranlarına sahip değere kıyasla yüksek kredili konut ipotek senetleri, ev değerlerinin yükselmeye devam edeceği beklentisiyle ailelere satıldı. Faiz oranları yeniden biçimlenmeden çevirme beklentisiyle azımsanmayacak sayıda borçlu, maddi güçlerinin yetebileceğinden fazla ev satın aldı.⁶ Bu stratejinin inişteki bir piyasaya uygulanması artık mümkün değildi, giderek artan sayılarda temerrüde düştüler.

Yeni konut ipotek senetlerinin çıkarılması zorlaşınca, borsacılar da sıkıntı yaşamaya başladı. Daha 2005 yılında tek başına en büyük yüksek faiz riskli kredi veren firma Ameriquest, dördü dışında kalan bütün perakende şubelerini kapattı ve dört bin işi saf dışı bıraktı. Ownit Mortgage Solutions, Ocak 2007'de hakkında 11. Madde'den iflas davası açılan ilk yüksek faiz riskli kredi veren oldu.

American Freedom Mortgage, American Home Mortgage ve ardından New Century Financial sırasıyla onu izledi.

Konut sektörünün bu kez yürek burkucu bir düzenlemenin eşiğinde olduğu artık netti. Net olmayansa bunun ekonomi üzerinde bırakacağı güçlü negatif etkiydi. Ev fiyatlarındaki yükselişin durmuş olduğunu herkes anlamıştı ama bunun kapsamlı sonuçlarını fark eden azdı. Uzman yorumu bu etkinin konut piyasası, onun da özellikle yüksek risk faizli ipotek kredisi segmentiyle sınırlı olacağını ileri sürdü. Ekonomi, finansal sistem ve işgücü piyasası açısından içerimlerinin sınırlı kalacağı da yürek rahatlatıcı ifadelerle iddia edildi. Fed Başkanı Bernanke ile Hazine Bakanı Henry Paulson da söz konusu sonuçları tanımlamaya çalışırken çarpıcı derecede benzer bir dil kullandılar. “Yüksek risk faizli ipotek kredisi piyasalarındaki problemlerin ekonominin diğer sektörleri ve finansal piyasalar üzerindeki etkisi büyük bir ihtimalle kontrol edilebilir gibi görünüyor,” diye teyit etti Bernanke 2007’de.⁷ Paulson ise bir ay sonra bir işadamları grubuna yaptığı konuşmada, dinleyicilerine güven verdi, “Biz her ne kadar konut piyasasında hiç şüphesiz büyük düzenlemelere gitmişsek de...(yüksek risk faizli ipotek kredisi piyasalarındaki problemlerin) ciddi bir sorun yarattığını sanmıyorum. Büyük ölçüde kontrol altına alınacağı kanısındayım.”⁸

Yetkililer kendi rollerini güvence vermek olarak görür. Ancak 2007’nin ilk yarısında yavaşlayan ekonomiyi desteklemeye yönelik bir ekonomi-politika girişiminin yokluğu, politika yapımcılarının bu söylediklerine inandıklarını akla getiriyor.⁹

Bu kolektif tahayyül gücü yoksunluğunun ardında bir yığın faktör yatar. En başta, ev fiyatlarının ne denli hızlı ve çok düşeceğini hayal edememe meselesi vardı.1926’da Florida’da olduğu gibi belli bölgesel piyasalarda keskin düşüşler olabiliyordu ve şimdi de Güney California’nın Inland İmparatorluğu’nda oluyordu ama bir bütün olarak ülkede değil. “Biz asla ülke çapında bir düşüş yaşamış değiliz,” diye gözlemledi durumu Bernanke. “Benim daha büyük bir ihtimal olarak gördüğüm, ev fiyatlarının yavaşlayacak, belki istikrar kazanacak olmasıdır, tüketim harcamaları da az bir miktar yavaşlayabilir. Ama bunun da ekonomiyi tam istihdam yolundan fazla uzaklaştıracağı kanısında değilim.”¹⁰ Ev fiyatları ülke çapında düşmeye başladığında Bakan Paulson bunun “dip noktası ya da ona yakın” olduğu sonucuna varmakta biraz acele etti. Bu tür bir ülke çapında düşüş bir sapmaydı, olsa olsa tek seferlik bir denkleştirme, süregiden bir trend değil.¹¹ Bu açıklamalar sadece kamu tüketimine yönelik değildi; resmi çevrelerdeki fikir birliğinin de bir göstergesiydi. Federal Open Market Committee’nin Mart 2007 tutanakları, örneğin, “elde birikmiş verinin konuta talebinin düzeliyor olduğu izlenimini verdiği”nden bahsediyordu.¹²

Ev fiyatlarının ülke bazında düşmeyeceğine yönelik hatalı inanç, hiç kuşkusuz, Başkan Bernanke gibi Büyük Bunalım eğitimi almış bir bilim adamı tarafından getirilecek bir tarihsel perspektifle düzeltilmiş olması gereken türden bir yanıltı. Ev fiyatları 1929 ile 1933 arasında nominal anlamda yüzde 25, zirve yaptığı 1925'te ise tam yüzde 30 oranında düşmüştü. Fiyatlar ülke çapında düşmüştü. Bir Büyük Bunalım uzmanı olarak başkanın kesinlikle bu olgudan haberdar olması gerekirdi.

“Biz asla” ifadesinin arkasındaki varsayım, konut fiyatlarında daha önce yaşanmış düşüşün, bütün fiyat seviyelerindeki düşüş gibi, o zamanlar henüz kurulmuş olan merkez bankasının kendi sorumluluklarını ihmal etmesi nedeniyle mümkün olabildiği idi. Görmüş geçirmiş mali politika belirleyicileri iş başında olsa mümkün olmazdı. Bu varsayım, dolaylı olarak, Milton Friedman ve Anna Schwartz'ın üretim hacmi ve fiyatların çöküşünden deneyimsiz Fed'i sorumlu tutan Büyük Bunalım yorumlarının entelektüel etkisini yansıtıyordu. Modern merkez bankası yöneticilerinin Friedman ve Schwartz'ın çözümlemesini hazmetmiş olduğuna dair daha öte bir inancı da yansıtıyordu. Bu yaklaşım, Başkan Bernanke'nin, 2002'de Profesör Friedman'ın doksanıncı doğum günü vesilesiyle kendisine hitaben sarf ettiği sözlerde olduğundan daha iyi ifade edilemezdi: “Büyük Bunalım konusunda. Haklısınız, o hatayı yaptık. Çok üzgünüz. Ama sayenizde, bir daha yapmayacağız.”¹³

Camianın Büyük Yatışma'ya olan kollektif inancının bir başka kılığa girmiş halinden başka bir şey olmayan politikası hiç kuşkusuz buydu. Merkez bankası yöneticileri tarihten ders çıkarmış oldukları için, konut fiyatlarında ve ekonominin bütünündeki fiyat seviyelerinde 1929'da başlayan sert düşüşlere neden olan hatalardan kaçınacaklardı. Bunun yerine henüz başlayan düşüşün kontrol altına alınmasını garantileyecek ileriye dönük etkin adımlar atacaklardı. Ve toplu fiyat seviyeleriyle ekonomik faaliyetler istikrar kazanırsa, konut fiyatlarında ülke çapında bir düşüş de sınırlanmış olurdu.

2007'de ev fiyatlarında önemli bir düşüşün gerçekten de yolda olduğu kesinleştiğinde, bunun finansal sisteme bulaşmayacağını ileri sürmek hâlâ mümkündü. 1926'da gayrimenkul fiyatları düştüğünde bunu sadece birkaç tekil mevduat kaçıışı ve iflas izlemiştir. Finansal sistem üzerindeki etkisi sınırlı ve yumuşak olmuştu. Gerçi, geri dönmeyen konut kredilerinin beraberinde Guardian Bankalar Grubu'nu da aşağı çekip tam bir panik patlamasına yol açtığı 1933'te durum, herkesin kabul edeceği gibi, böyle değildi. Ama o zamanki koşullar farklıydı. Tasarruflarının akıbetinden endişe eden bireysel mevduat sahipleri ilk sıkıntı belirtisinde bankalara koşmuştu. Şimdiyse Federal Mevduat Sigortası Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation) 100 bin dolara kadarki mevduatları garanti ediyordu. 1930'da Caldwell bankalar zincirini, 1932'de Dawes'in Central Republic'ini ve 1933'te Henry Ford'un Guardian Group'unu etkileyen türden bir paniklemiş mevduat kaçıışı artık mümkün değildi. Ya da öyle sanıldı.

Üstelik, 1933 başında daralma üç yılı aşkın bir süredir seyir halindeydi. İşsizlik yüzde 20'yi aşmıştı. Konut kredilerinde yaygın bir geri dönmeme durumu, konut piyasasının risklerine açık her finansal kurumun istikrarını tehdit ediyordu. 2007'de ise, bunun aksine, ekonomi genişlemeye devam ediyordu. İşsizlik hâlâ yüzde 5'in altındaydı. Genişleme devam ettiği sürece, finans kurumlarının büyük bölümüyle birlikte borçlananların çoğunun da zarara uğramayacağını ileri sürmek mümkün oldu. Hatta, bütün genişlemeler gibi, bu genişleme de sona erdiğinde bile, olayların kontrolden çıkmasını önleyecek o deneyimli merkez bankası vardı hâlâ.

Ayrıca finansal sistem de 1933'ten bu yana çok yol kat etmişti. Bankalar kendi denetim mekanizmalarını güçlendirmişti. Riski sınırlayıp değişik alanlara yönlendirecek bir araçlar bolluğuna sahiptiler. Bu sözde aklın herkesten fazla somut örneği olan Alan Greenspan, 2005'te yaptığı konuşmada, mevcut ekonomik genişlemenin, bütün genişlemeler gibi, bir gün sona ereceğini kabul etti ve dinleyicilerine ABD ve dünya ekonomilerinin, finansal sistemleriyle birlikte, problemlere her zamankinden daha dayanıklı olduğu konusunda güvence verdi.¹⁴

Bu güven verici ve geriye dönük bakıldığında ilginç bir biçimde bir gözü kör değerlendirmenin gözden kaçırdığı şey, konut finansmanının yapısıydı. Kredi verme biçiminin yapısından dolayı, şu an konut fiyatlarındaki sınırlı bir düşüş bile ipotekli konut kredisi piyasasını alt üst edebilirdi. Kaldıraç oranlarındaki artış ve asgari denetime tabi gölge bankacılık sisteminin gelişmesi nedeniyle de, ipotekli konut kredisi piyasasındaki koşulların kötüleşmesi, finansal sistem açısından çok daha ağır içerimlere sahip olabilirdi. Bu içerimler, boş bir satma umuduyla teminatlı borç senetleri (collateralized debt obligations, CDO) depolamış bankalar, risklerinden bihaber spekülatif hisse senedi dilimlerini yüklenmiş özel amaçlı yatırım araçları (special purpose vehicles: SPV) ve American International Group gibi o sözleşmelere sigorta satan senet sigortacıları ve kredi borcu takas sözleşmesinde (credit default swap, CDS) uzmanlaşmış kuruluşlar için özellikle ciddi sonuçlar doğururdu. Üstelik, CDO ve CDS piyasaları akamete uğrarsa, yüksek risk faizli, hatta geleneksel konut kredisine olan iştah da keşilebilir ve bunun da konut piyasasına geri dönüşleri olurdu. Çok geçmeden de ticari senet piyasasına, para piyasası yatırım ortaklıklarına, bankacılık sistemine ve nihayet bizzat ekonominin kendisine taşmalar olurdu.

Ama ne yazık ki, bu CDO, SPV ve CDS'lerden oluşan alfabe çorbası (alphabet soup: bir yığın simge ve kısaltma içeren anlaşılması zor dil, ÇN), bir zamanların Princeton'ındaki profesör ve ekonomistlerin temel gıdalara dayalı diyetinin bir parçası değildi. Bu karmaşık finansal yapılar Merkez Bankası'nın ekonomi modeli içinde de yer almıyordu. Fed personelinin diplomalarını, yatırım bankaları işlem odalarından çok üniversitelerin ekonomi bölümlerinden almış olmaları daha muhtemeldi. Teminatlı borç senetlerini duymuş olanların sayısı bir elin

parmaklarını geçmezdi. Bu nedenle de daha yüksek sesli uyarılar yapmamış olmalarında şaşırtıcı bir şey yoktu.

Şok, 1929'da olduğu gibi, bankacılık sisteminin dışından geldi. Haziran 2007'de, Bear Stearns, CDO'lara büyük yatırım yapmış iki serbest yatırım fonundaki borç geri ödemelerini durdurduğunu ilan etti. Mayıs sonu itibarıyla, bu iki yatırım aracından daha saldırgan bir biçimde yönetilip, High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund gibi dilin dönmekte zorlandığı bir isme sahip olanı, hesap sahiplerinin kabaca yarısından borç geri ödemesi talebi almıştı. Şimdi artık aktif varlıkları için hiçbir piyasanın olmadığı ve para toplamasının da başka bir yolu kalmadığı göz önünde bulundurulacak olursa, söz konusu fonun karşılayabileceği bir talep değildi bu. Bear bu fonları, AA ve AAA dereceli menkullere yatırım yapan düşük riskli araçlar olarak pazarlamıştı. Bu menkullerin yapılandırmasına yardım eden kredi derecelendirme ajansları, zorunlu olan AA ve AAA notlarını da vermek durumunda kalmıştı.¹⁵ Böylece, sözü edilen durdurma ilanı sadece Bear Stearns fonlarının yatırımcıları için değil ama benzer şekilde güya birinci sınıf (high-grade) ve düşük riskli pozisyonlarda olan ama şimdi hiç de öyle olmadıkları ortaya çıkan diğer fonların yatırımcıları için de şok oldu.

Kaldıracın da, 1929'de olduğu gibi, rolü oldu. Bear Stearns fonları diğer finans şirketlerinden borç almak için kendi teminatlarını ve ana şirketin itibarlı ismini kullanmıştı. Borçlanma maliyeti ile AA ve AAA dereceli menkullerin getirisi arasındaki fark küçük de olsa, bir çok kez katlandığında hâlâ özsermaye üzerinde kuvvetli bir getiri vad edebiliyordu. Bu da portföyün borçlandırılmasını stratejinin cazip ve aslında hayati öneme sahip bir parçası haline getiriyordu.

Ama kaldırıp, şayet söz konusu yatırımlar kötüyse, varoluşsal bir tehdit yaratabilirdi. Merrill Lynch ve Goldman Sachs gibi büyük kreditorler, kredilerinin uzatılmasını geri çevirirse, borç alanların başka nereye yönelecekleri belli değildi. Bu firmalar borçluların verdikleri teminatlara el koymak üzere harekete geçseler, kısa sürede bunun da herkese yetecek kadar olmadığı ortaya çıkardı. Bu durumda kalan varlıklara el koyma yarışı başlar, borçlular iflasa sürüklenir ve kredi verenleri büyük kayıplara uğrattırlardı. Bu iki Bear Stearn fonunun aşama aşama dibe vurmaları daha hayırlıydı. Böylece aktif varlıkları da haraç mezat elden çıkarıldığı bir piyasada bedavaya gideceğine, düzenli bir biçimde satılır ve kayıp da en aza indirilebilirdi.¹⁶

Ama bu da sabır gerektiriyordu, yani az bulunan bir şey. Buna ilaveten, sadece kendi çıkarlarını düşünen iş anlayışıyla nam salmış Bear Stearns'ın 1998 yılında mega serbest yatırım fonu Long-Term Capital Management'ın (LTCM) elbirliğiyle kurtarılmasına katkıda bulunmayı reddetmiş Wall Street firmaların-

dan biri olması gibi can sıkıcı bir durum da vardı ortada. Sonuçta, Bear, finans camiasının şu an pek de iyi niyet göstereceği bir firma değildi.

20 Haziranda, kendi problemlerine boğulmuş olan Merrill Lynch, Bear Stearns'ın 850 milyon dolarlık teminatına el koydu. Merrill'in bu girişimini öğrenen Lehman Brothers da derhal onu izledi. Bear bu iki fonun batmasını önlemek için kendi fonlarını 1.6 milyar dolara çıkardı ama dipsiz bir kuyuyla karşı karşıya olduğunu fark etmesi fazla zaman almadı.¹⁷ 31 Temmuzda zordaki fonları için konkordato istedi. Bear Stearns'ın 1.6 milyar dolar açığı çıktı; yatırımcılara da kurum üst düzey yöneticilerinin iş bilir, dediğim dedikçi bir yönetim olarak nam salmayı gerçekten hak edip etmediklerini sormak kaldı.

Çıkarılacak ders ürkütücü olduğu kadar da açıktı. Mevduat sigortası bireysel mudilerin ticari bankalardan mevduat kaçırışına son vermiş olabilirdi ama Bear Stearns fonlarının da bir parçası olduğu gölge bankacılık sistemindeki toptancı kreditorlerin mevduata kaçırışını engellememişti. Zamanı geldiğinde ana şirketlerindeki mevduat kaçırışlarını da önleyemeyecekti.

1920'lerde olduğu gibi ABD kökenli bir şok hızla diğer ülkelere de bulaştı. 1920'li yıllarda ABD bankaları Avrupa bankaları ve hükümetlerine kredi vermiş, onlar da bu parayı belediye havuzları gibi likit olmayan aktif varlıklara yatırmıştı (kelimenin finansal anlamında likit olmayan). ABD kredileri suyunu çekince, Avrupalı borç alanlar bu projeleri finanse etmeye devam edememiş, aldıkları borcun çok azını geri ödeyebilmişlerdi. Bu sefer de, Avrupa bankaları Amerikalı muadillerinden dolar borçlanarak yine likit olmayan yatırımları finanse ettiler. ABD bankaları konut ve ilgili piyasalarda zarara uğrayınca, dışarıya verdikleri krediler bir kez daha suyunu çekti ve Avrupalı borçlanıcıları da 1920'li yıllar benzeri bir sıkıntıya soktular.

Ve bununla da kalmadı. 1920'li yıllarda bazı Avrupalı borç alanlar geriye dönüp dolarlarını hep daha fazla sallantıda olan ABD borsasına yatırmıştı. Bu kez de yine, Avrupa bankaları geri dönüp borçlandıkları fonları ABD'ye, aralarında o aynı ABD bankalarının dağıttığı şaibeli CDO'ların da bulunduğu piyasalara yatırdılar.

ABD'deki Goldman Sachs gibi bankalar, 2006'nın sonlarına doğru yüksek risk faizli konut kredisiyle bağlantılı CDO'lara yönelik ihtiyat payları ayırmış olabiliyordu ama aynı şey Düsseldorf merkezli IKB Bank ya da Fransız BNP Paribas için geçerli değildi. IKB, ya da Alman Sanayi Borçları Bankası (Bank für deutsche Industrieobligationen), hiperenflasyonun ardından nakit sıkıntısı çeken Alman firmalarına fon sağlamak amacıyla 1924'te kurulmuştu. Küçük ve orta boy işletmelere kredi sağlamanın dışında IKB, gayrimenkul kredilerinde de kendine bir yer edinmişti.¹⁸

Ancak, Alman ekonomisine finans sağlama yetkisi veriyken, bu bankanın ABD yüksek risk faizli ipotek kredileri destekli menkul kıymetlere yatırım yapmayı ne adına uygun bulduğu pek o kadar açık değildi. Kurum yöneticilerinin ne demeye o tehlikeli sulara seyredebileceklerini sandıkları ise daha da az belirdi. Aslına bakılırsa, bu girişimi uzmanlık alanı orta boy işletmelere kredi vermek olan orta boy bir bankayı bir küresel oyuncuya dönüştürmenin yolu olarak gören IKB'nin hırslı CEO'su Stefan Ortseifen için açıktı. Ortseifen, bu amaca ulaşmak için bilanço dışı bir şirket, Rhineland Funding'i yaratmış ve uyumlu bir İrlanda borsasına kaydetmişti. Rhineland Funding, bir özel amaçlı yatırım aracı olarak yatırımları karşılığında bir sermaye tutmak zorunda değildi ve dolayısıyla da bu ona sırası geldiğinde bahisleri yükseltme olanağı tanıdı. 2000'li yılların klasik finans kumarıydı bu. Şimdi bankayı yakmak için geri dönmüştü.

Tek başına en büyük darbe, nihayetinde kongre oturumlarına ve Adalet Bakanlığı soruşturmasına konu olan Abacus işi kılığında geldi.¹⁹ Bu bizi geri, John Paulson'a götürüyor. Paulson, 2006'nın sonlarına doğru konut piyasasında büyük oynamaya karar vermişti. Kendisi Bear Stearns'da bir şirket birleşmeleri ve satın almalar uzmanıyken, yoluna sıkıntısındaki şirketlerin borçlarında uzmanlaşmış bir serbest yatırım fonu kurarak devam etmişti. Konut piyasası uzmanı değildi, olsa belki bu ona beklenenin tersini yapma imkanı tanımış olabilirdi. Aykırı çıkarımlarına ulaşmak için sofistike kanıtlara da ihtiyaç duymadı. Southampton, New York ve çevresinde ev fiyatlarının yükseldiğini gördü. Analistlerinden biri ev fiyatlarında 1975'e kadar geri giden verileri toplamayı akıl etti ve bu, enflasyona ayarlı fiyatların 2000'den sonra öncesine göre daha hızlı yükselmiş olduğunu gören Paulson'un bir şükür anı yaşamasına yol açtı.

Bunlar büyük bahisleri kaldıramayacak kadar ince dayanaklardı. Ama yüksek risk faizli konut ipotegi bağlantılı menkul değerler, artık Paulson'un aleyhine yüksek bahisler sürdüğü bir piyasaydı. Çok uzak olmayan bir gelecekte daha düşük bir fiyattan geri satın alacağı beklentisiyle söz konusu menkul değerleri borçlanıp satma peşine düştü. Paulson'ın yeterli miktarlarda borçlanacak kadar zehirli atık menkul değer bulmakta karşılaştığı güçlük, bu bahislerin ölçüsüne dair göstergelerden biriydi. Onları bizzat yaratmanın daha kolay olduğu sonucuna vardı. Eğer bu şaibeli menkul değerlerin çok geçmeden diğer yatırımcılara satılması başarılabilirse, Paulson da gelecekteki fiyat düşüşü beklentisiyle onları borçlanıp satabilirdi.

Şimdi Goldman Sachs'ın da katılımını sağladığı girişim buydu. Paulson, Goldman'ın katkısıyla, kendi şahsa özel CDO'larını bağlayacağı ipoteg'e dayalı menkul kıymetleri ayıkladı. Wells Fargo gibi tanınmış bankaların çıkardığı ipotek senetleri yerine, First Franklin Bank of California gibi şüpheli kurumların çıkardıklarını seçti. First Franklin ipotek senetlerinin ön ödemeleri yüzde 7 gibi önemsiz bir ortalamada seyreliyordu. İpotek senetlerinin yüzde otuz yedisi sa-

dece faiz ödemeli kredilerdi; yani, ev sahiplerinin ödemeleri ilk bir kaç yılda sadece faizle sınırlı tutuluyor ama çok geçmeden uzun yıllar defaten ödeme gerektiriyordu. Çoğunda kredi tutarının gayrimenkul değerine oranı yüzde 100'ü aşıyordu ki bu da verilen kredinin mülk değerinden daha fazla olduğu anlamına gelirdi.

Bunlar, şimdi piyasa tersine dönmüşken en fazla risk altındaki ipotek senetle-riydi. Dolayısıyla onları destekleyen CDO'ların fiyatlarının düşmesi de kuvvetle muhtemeldi. Paulson içinse, konut piyasasına yönelik olumsuz bakış açısı göz önünde bulundurulduğunda, borçlanıp satmaya en elverişli menkul değerlerdi.

Paulson, kendi ürettiği CDO'lara bankanın ismini ekleme karşılığında Goldman Sachs'a helalinden bir 15 milyon dolar ödedi. Goldman özellikle Abacus ismini ekledi; bankanın 2004'te faaliyete geçirmiş olduğu ilk CDO programlarından biri olan ve IKB'nin çoktan yatırım yapmış olduğu Abacus'tü bu. Abaküs, bilinir, kullanıcının toplama çıkarma yapmasına yardımcı olması amaçlanmış bir araçtır. IKB'nin de bu yardıma alabildiğine ihtiyacı olduğu ortaya çıktı.

Alman bankası bir çıkar çatışması ihtimalinden haberdarmış görüntüsü verdi. Goldman Sachs'ı, ancak anlaşmayı birlikte yönetecek bir üçüncü taraf ayararlarsa ilave ipotek senedi bağlanmalı CDO alabileceğinden haberdar etti. Goldman, Paulson'un aritmetiğini çifte denetime tabi tutması için, CDO uzmanı ACA Management'ı devreye soktu. Özellikle bu firmanın seçilmesi hiçbir şekilde tesadüfi değildi. ACA'nın ana şirketi olan ACA Financial Guaranty Group, Standart & Poor's'dan alınmış yalnızca bir tek-A derecesine sahipti ki, bu da onun tahvil sigortalama ürünlerini yarış dışı bırakıyordu. ACA, bir başka ifadeyle, işe sıkışmış durumdaydı ve iş de Abacus'ün teklifi işti.²⁰

ACA, Ocak 2007'de, Paulson & Co. ve Goldman'ın sorumlu başkan yardımcısı Fabrice Tourre ile toplandı. Firma analistleri Paulson tarafından sunulan ipotek havuzundaki 123 senetten 55'ini onayladı, ücretini aldı ve lisansını verdi. Ama besbelli ki işi, ya da Paulson'ın aleyhte bahis oynama planını anlamamıştı çünkü ACA kendi hesabına 42 milyon dolarlık Abacus menkul değeri satın aldı ve yaklaşık 1 milyar dolarlık üst düzey kredi dilimine güvence veren kredi borcu takas sözleşmesi ihraç etti.²¹

IKB, Abacus 2007-AC1 olarak bilinen anlaşmanın tamamlanmasıyla birlikte 150 milyon dolarlık senet satın aldı. Paulson & Co.'nun çalışanlarından birinin e-posta gönderisinde de belirtildiği gibi, IKB gibi bankalar, bu özel havuzun dibine kadar dalmak için gerekli "analitik araçlara da, kurumsal çerçeveye de sahip değil"di.²² Yüksek risk faizli ipotek kredilerinde temerrüde düşmeler artarken, zamanlama bundan daha kötü olamazdı.²³ 2008 başlarında, Abacus 2007-AC1'dan seçilen yüz senedin yüzünün de derecesi düşürüldü ve söz konusu anlaşmayı tarihin en kötü performans sergileyen suni ipotek senedi bağlantılı

anlaşması olarak kayda geçirdi –derece düşürme oranının yüzde yüzden daha fazla olmayacağı göz önünde tutulursa, sonsuza kadar sürecek bir rekordu bu. İki yıl içinde söz konusu anlaşmayı destekleyen 500 bin ipotekli kredinin yarısı temerrüde düştü ya da ipotekli mal haczedildi. Bu da Paulson’ın ipotek senedi havuzu seçmedeki yeterliliğini kanıtlıyordu. Firmasının tahsil ettiği 15 milyar dolar bunu daha da güçlü bir biçimde kanıtlar.

30 Temmuzda, Abacus 2007-AC1 anlaşmasının üzerinden henüz üç ay geçmişken, IKB finansal pozisyonuna dair yeniden beyanda bulunmak zorunda kaldı. Yatırımlarını başka aktiflerce desteklenen ticari senetler ihraç ederek finanse etmişti. Birden fazla tekrarlanacak bir örüntü içinde şimdi bu piyasaya erişimini kaybetmiş ve kreditorleri ve Alman hükümeti tarafından kurtarılmak zorunda kalmıştı. İki başka bölgesel *Landesbanken* daha, Saksonya merkezli Sachsen LB ile Kuzey Ren-Westphalya eyalet bankası West LB de onun ardından çöktü. Kaderin ironik bir cilvesiyle IKB sonuçta yok pahasına ABD merkezli bir özel aracı kurumu, Lone Star Funds’a satıldı.

IKB, sadece on gün önce, çeyrek dönemlik finansal raporlarını yayınlarken, ABD’de konut ipoteği piyasasında yaşanan kayıplardan etkilenmeyeceğini iddia etmişti. Bu iddianın yanlışlığı şimdi artık ortaya çıkmışken ortada kalan soru, benzer sorunların diğer bankaların bilançolarında da gizlenip gizlenmediği idi. Finansal krizler birçok gerçeğe aykırı beyanat barındırır ama çok azı Standart & Poor’s’un IKB’nin bu beyanına verdiği yanıt kadar göz kamaştırıcıdır. Bankanın finansal pozisyonuna dair yeniden beyanda bulunduğu gün, derecelendirme kuruluşunun önde gelen Avrupa bankaları analisti Stefan Best, bir gazeteciye diğer finansa kurumları için endişelenmeye mahal olmadığı konusunda güvence veriyordu. “Şu ana kadar bankalar kendilerini oldukça rahat hissediyor,” diye ifade etti Mr.Best gözlemlerini. “Bir darbeye maruz kalmalarının önünde oldukça yüksek bir eşik var.”²⁴

Best’in bu öngörüsünü kabul etmeye yatkın olan birileri varsa da, Fransız mega bankası BNP Paribas’ın da yüksek risk faizli kağıtlarla ilgili yatırımlardan önemli kayıplara uğradığının ortaya çıkması üzerine, gözleri açıldı. BNP, 9 Ağustos Pazartesi günü, piyasaların açılmasından kısa bir süre sonra, üç kurum içi serbest yatırım fonunu, sahip oldukları ABD konut ipotek kredisi menkul değerlerinde yaşanan sorunlar nedeniyle askıya aldığını duyurdu. Euro cinsinden para piyasası enstrümanlarına yatırılmış olduğu sanılan bu üç fonun aslında Amerikan yüksek faiz piyasasının risklerine sonuna kadar açık olduğunu öğrenen gözlemciler dehşete kapıldı. BNP, fonlarda yaşanan sıkıntılar için suçu istisnai bir likidite problemine atıp piyasalar normalleştiğinde ayağa kalkacaklarında ısrar ederek müşterilerini sakinleştirmeye çalıştı. Firmanın CEO’su Baudouin Prot,

fonun elinde tuttuğu menkul kıymetlerin yüzde 90'ından fazlasının AAA ya da AA notuna sahip olduğuna dikkat çekerek güvence verdi. Dikkat çekilmeyen ise, bunun Bear Stearns'ın tam da kendi iki kurum içi fonunun askıya alınmasından hemen önce vermiş olduğu o aynı güvence olmasıydı.²⁵

Bütün finansal krizlerin net bir başlama tarihi olmaz, ama bunun net bir şekilde vardı. 2007 krizinin BNP Paribas'ın söz konusu açıklamayı yaptığı 9 Ağustos günü patlamış olduğunu söylemek mümkündür. Böyle bir mayının şayet BNP'nin finansal yapısı içinde saklı kalabiliyorsa, her yerde saklanabileceğini fark eden bankalar derhal birbirine kredi vermeyi durdurdu. Bankaların gecelik likidite alım satımı yaptığı bankalar arası piyasa, Avrupa'dan başlayarak kapandı. Bankalar arası faiz oranları, bankaların merkez bankasından para borçlanırken ödedikleri faiz oranını izleme eğilimindendir çünkü merkez bankası kredileriyle bankalar arası krediler normal koşullar altında birbirlerinin yerine kolayca geçerler.²⁶ Ama bu koşullar normal olmaktan çok uzaktı. 9 Ağustos günü bankalar arası faiz oranları Avrupa Merkez Bankası hedeflerinin çok çok üzerinde uçuyordu.

Buna rağmen yine de henüz panikleyip Avrupa bankalarının önünde kuyruk olmuş mevduat sahipleri yoktu. Ama bankalar arası piyasanın çöküşü birinci dereceden bir kriz tehdidi olmaya devam ediyordu. Avrupa bankaları, anımsayalım, Amerikalı muadillerinden bile daha fazla borç kullanan kurumlardı. Bireysel mevduatlardan çok diğer bankalardan borç alınmış fonlara dayanıyorlardı. Sıkıntıları acil ve şiddetli oldu.

Bu da sonunda uykudaki Avrupa Merkez Bankası'nı harekete geçirmeye yetti. Daha 3 Haziranda, bir likidite krizi riskinden bihaber olan banka, faiz oranlarını yükseltmişti. Frankfurt'taki varsayımına göre, likidite bir Amerikan sorunuymuştu. BNP Paribas olayının hiç değilse bu yanılsamayı parçalama açısından hayırlı bir etkisi oldu. Merkez Bankası Saati'yle 9 Ağustos günü saat 10:26'da, işlemlerin başlamasının üzerinden doksan dakika bile geçmemişti ki, Avrupa Merkez Bankası harekete geçmeye hazır olduğunu duyurdu. İki saat sonra bir açıklama yayınlayarak sadece likidite sağlamaya değil ama sınırsız miktarda likidite sağlamaya hazır olduğunu teyid etti.²⁷ Fed de 1929 Çöküşü'nün ardından sıkıntısındaki borsa aracılara ve satıcılarına kredi açmaları için bankalara likidite sağlamıştı ama asla bu denli açık uçlu bir teminatta bulunmamıştı. Frankfurt'ta bile besbelli ki Friedman ve Schwartz okunmuştu.

Başkan Bernanke'nin bir ekonomi tarihçisi olarak uzun yıllar üzerinde çalışmakta olduğu türden bir krizdi bu. Güneş Washington D.C.'nin üzerine doğduğunda Fed ABD finans piyasalarına 24 milyar dolar enjekte etti. Ertesi gün yapılan basın toplantısında piyasaların ne kadar dolara ihtiyacı varsa o kadar arz etmeye

hazır olduklarını bir kez daha teyit ettiler. “Merkez Bankası açık piyasa operasyonlarıyla gerekli rezervleri sağlayacaktır,” iddiasında bulundu banka, “Her zaman olduğu gibi, reeskont penceresi bir fon kaynağı olarak devrededir.” Fed, 10 Ağustosta, benzer adımlar atan Avrupa Merkez Bankası ile Japonya, Kanada, Avustralya ve Hong Kong merkez bankalarının da işbirliğini sağlayarak, bir 38 milyar dolar daha kredi açtı.

Bunun tam da Friedman ve Schwartz tarafından önerilen karşılık verme biçimi olduğu ileri sürülebilirdi. Tek sorun, bunun artık annenizin, Friedman ve Schwartz’ın, bankacılık krizi olmadığı gerçeği idi. Merkez bankaları ticari bankalara kredi açma görevini yerine getirir. Ama bu kriz, 1930-1933 krizinden farklı olarak, ticari bankalar üzerinde odaklanmıyordu. Daha çok, en azından o an için, Fed’in düzenli muhatapları olmayan serbest yatırım fonları, para piyasası yatırım ortaklıkları ve ticari senet ihraççıların oluşturduğu gölge bankacılık sistemi üzerinde odaklanıyordu. Bu da dolayısıyla merkez bankası müdahalelerinin varsayıldığından daha az etkili olduğu anlamına gelirdi.

İlk bulaştığı yer serbest yatırım fonları oldu. ABD ipotekli konut kredisi risklerine açık olduğu düşünülen fonlar, büyük bölümü diğer fonlardan gelen, muazzam kaçırlara maruz kaldı. Fed bankalara likidite sağlamış olsun ya da olmasın kredi limitlerini elde edemediler çünkü bankalar borç vermeyi reddetti. Fon yöneticileri de bunun üzerine ipotekli konut kredisine bağlı menkul kıymetlerde fiyat kırarak diğer fon yönetimlerini zarara uğrattı. Bunlar, federal mevduat sigortasının, olmazsa merkez bankasının ticari bankalara kredi açmasıyla üstesinden gelinebilecek sorunlar değildi.

Sonra varlık destekli ticari senet piyasasına sirayet etti. Öğrenci kredisi ve otomobil kredisi veren büyük şirketlerin bunları kredi kartı ve ticari alacaklarla bir arada paket yapıp, karşılığında 90 ile 180 gün arasında vadeli borç almaları adettendir. Sonuçta ortaya çıkan ve varlık destekli ticari senet ya da finansman bonosu olarak bilinen bu menkul değer, onlara dayanak varlık tahsilatlarını beklemek zorunda kalmadan harcamalarını karşılama imkanı sağlar. Varlık destekli finansman bonolarının bir kaynak olarak ABD banka ve firmaları için önemi hiçbir şekilde küçümsenemez. Ağustos 2007’den itibaren, 1.2 trilyon tutarında varlık destekli ödenmemiş ticari senet vardı ortada. Bu rakamı bağlamına oturtabilmek için, ödenmemiş ABD hazine bonolarının tümünden fazla olduğunu belirtmek bir fikir verebilir.²⁸

Varlık destekli ticari senet stokunun önceki on sekiz ayın iki misline çıkmış olması da açıklayıcı olabilir. Risk bilincine sahip yatırımcılar, arzın bu kadar hızlı yükselmesinin ancak kredi kalitesi pahasına olabileceğini fark ettiler aniden. Konut ipotek kredisi ve bununla bağlantılı türevlerin, son ticari senet ihraçlarını destekleyen varlıklar arasında orantısız bir yer kapladığını dehşet içinde keşfetti-

ler. Bunun bir sürpriz olmaması gerekiyordu, kuşkusuz, çünkü Countrywide Finansal gibi uzmanlaşmış konut ipotek senedi kaynakları uzun bir süredir başlıca ihraççılar arasında ye alıyordu.²⁹

Bankalar gibi varlık destekli finansman bonusu ihraççıları da, likit olmayan yatırımlarını finanse etmek için kısa vadeli likit borç ihraç etme işindeydi. Nihayetinde yatırımcılar fişi çekince, sonuç yavaş çekim bir mevduat kaçışından farksız oldu. Temmuz 2007’de, ihraççıların sadece yüzde 5’i vadesi gelen ödenmemiş ticari senetlerini daha uzun vadeli bir işleme çevirememişti. Ağustos sonu itibarıyla bu oran yüzde 25’e çıktı. Kasım sonunda ise yüzde 40 olmuştu.³⁰ Ticari senet piyasasından bu kaçış, serbest yatırım fonlarından kaçış gibi, federal mevduat sigortası önleminin, en iyi ihtimalle, konusu dışında kalan bir olguydu.³¹

Ticari senet piyasasının kıvılcımıyla parlayan likidite krizi hızla kurumsal ve mali sektörlerle sirayet etti. Şimdi ülkenin en büyük ipotekli konut kreditorü olarak zehirli kupayı elinde tutan Countrywide Financial, ancak bir bankalar konsorsiyumundan 11,5 milyar dolarlık pahalı bir kredi limiti kopararak, iflastan kurtulabiliyordu. Bir zamanlar ABD’nin en büyük yüksek risk faizli kredi uzmanı olan Ameriquest ise geriye kalan faaliyetlerini durdurmak zorunda kaldı.

Düşen bir sonraki domino taşı Britanyalı yapı kooperatifi Northern Rock oldu. Firmanın sağlamlığının belirtisi olarak asıl sevdiği isimle Rock Newcastle’ın kuruluş tarihleri on dokuzuncu yüzyıla kadar giden iki saygın yapı kooperatifi Northern Counties Permanent Building Society ile Rock Building Society’in birleşmesiyle oluşmuştu. Yapı kooperatifleri, mülkiyeti ve işletimi üyelerine ait olan bir finansal kooperatif kurumu, kredi birliklerinin Britanya’daki muadilleridir. Bu türleri isimlerini, yapı sektöründe çalışan işçiler tarafından kurulmuş olmalarından alıyordu. Yapı kooperatifleri ipotekli konut kredisi verme işinde uzmanlaşmaya yatkındır. Northern Rock bunların en büyüklerinden ve yıllardır da türünün en başarılı örneklerinden biriydi.

Ama yöneticilerinin çok arzuladığı türden bir hızlı genişleme, sadece üye aidatlarıyla finanse edilemezdi. Diğer yapı kooperatiflerini ele geçirme peşine ilk düşen Northern Rock oldu. Yöneticilerin kaynak yaratma iştahını bu da kesmeyince, kooperatifler sermaye şirketine dönüştürüldü. Northern Rock, Margaret Thatcher’ın big-bang mali reformlarının sunduğu serbestlikten yararlanarak, Abbey National ve Halifax gibi yapı kooperatifleri örneklerini izledi ve kendisini bir bankaya dönüştürdü, böylece de şirket yönetimi hisselerini Londra Borsası’na sürme olanağı buldu.

Gözleri üzerlerinden ayırmayan üyelerden kurtulan Adam Applegarth liderliğindeki şirket yönetim kadrosu, bankayı yıldırım hızıyla büyütme peşine düştü.

Applegarth, Sunderland'da doğmuş ve Durham Üniversitesi'nden mezun bir bölge insanıydı. Üniversitenin hemen ardından bankaya girmiş ve hızlı bir şekilde yükselerek 2001 yılında, otuz sekiz yaşındayken CEO olmuştu. Applegarth'ın en belirgin özelliği, kendisini neşeli bir içki arkadaşı haline getirerek bankadaki arkadaşları arasında sevilmesine yol açan spor aşkı ve hırsı bir yana bırakılırsa, olağanüstü özgüveni ve risk alma hevesiydi. Applegarth yönetimindeki Northern Rock, yenilikçi bir yirmi birinci yüzyıl ipotek bankacılığının bütün aksesuarlarını benimsedi. Banka operasyonlarını sadece mevduat toplayarak değil ama diğer finans kurumlarından borç alarak da finanse etti; Birleşik Krallık'taki herhangi bir diğer finans kurumundan çok daha ağır bir biçimde toptan fonlamaya bel bağladı. Kendi pazar payını artırmak için ipotekli konut borçlanıcılarının ön ödeme şartlarını gevşetti. Marka ürünü 'Together loan', ev sahiplerine evlerinin değerinin yüzde 125'ine kadar borçlanma olanağı sağladı.³² Banka, à la Countrywide (Countrywide usulü), alışveriş merkezlerinde şubeler açtı. İnternet mevduatlarını cezbetmek için yüksek faiz oranları sundu. İpotek düzenleme işi için bağımsız borsacıardan taşeron hizmeti aldı. Borçlarını menkulleştirdi ve vergi avantajları sağlayan Jersey adasında kurulu Granite gibi sert tınlara sahip bir ismi olan bir özel amaçlı şirket aracılığıyla tümünü elden çıkararak daha da öte operasyonlar için para topladı.

Bütün bunlar Northern Rock'a yaklaşık yirmi yıl boyunca yüzde yirmilik bir yıllık büyüme oranı sağladı. Ama, bu hızlı büyümeyi gözlemleyen herkes için çok açık olması gerektiği gibi, büyümenin zaafılarını da kazandırdı. ABD piyasalarında yaşanan sorunlarla birlikte, Northern Rock da kendisini bir anda borçlarını menkulleştiremez ve elden çıkaramaz bir halde buldu.³³ Ve 9 Ağustos'taki BNP açıklamasının ardından toptan para piyasası çöktü. Sonuç olarak, nakit toplamanın iki belli kaynağı, yatırımcılara ipotek destekli menkul kıymetler satmak ve diğer bankalardan borç almak, eş zamanlı olarak kurudu.

10 Ağustos'ta Applegarth, yönetim kurulu başkanı Matthew Ridley'le bir araya geldi. Ridley, daha sonraları çok satan kitaplar yazan eski bir gazeteci ve liberter bir felsefeciydi. Eski bir Northumberland ailesinden gelen ünlü bir baba olarak en başarılı kitabı *The Red Queen*, eşey üreme kuramını örneklemek için Lewis Carroll'un *Through the Looking Glass* (yazarın *Aynanın İçinden* ismiyle dilimize de çevrilen devam romanı) isimli romanından bir karakteri kullandı. Kitap popüler bilim alanına giriyordu ama bu alana belli ki yönetim kurulu toplantı odasında yer yoktu. Bir başka ifadeyle bu geçmişi Ridley'in likidite kriziyle nasıl başa çıkılacağı konusunda öneriler getirmesine yetmedi. Applegarth'ın elinde de başka bir hazır öneri kaynağı yoktu. Ridley dışında Northern Rock yönetim kurulunun diğer üyeleri ağırlıkla, kendi isimleriyle büyük mağazalar işleten bir ailenin üyesi Andrew Fenwick gibi, yerel ileri gelenlerden oluşuyordu. Künyeyi parlatan isimlerdi bunlar ama hiçbirisi de, bir fon krizini yönetmek şöyle dursun, hırslı bir CEO'yu dizginlemeye bile muktedir değildi.

Applegarth, likiditeyi artırmak için, karşılığında ne alabiliyorsa ona, aktifleri elden çıkarmaya başladı. Ama ne yazık ki karşılığında alabildikleri yetersizdi; bir zamanların likit menkulleri ancak en düşük fiyatlardan alıcı bulabiliyordu. Bu noktada Applegarth için Bank of England'a başvurmaktan başka seçenek kalmıyordu ve o da Ağustos ortalarında bunu yaptı. Sonunda, 13 Eylül Çarşamba günü, bir ay süren kulis faaliyetinden sonra, uzun süredir peşinde olduğu 'likidite destek kredisi'ni kopardı. Plan, hafta sonunu kamuoyu yatıştırma kampanyasına bırakarak, bir sonraki Pazartesi açıklanacaktı. Ama ne yazık ki alınan karar o Çarşamba gecesi sızdı ve hazırlık yapma zamanı bırakmadı. Maliye Bakanı Alisdair Darling ve Bank Of England Başkanı Mervyn King'in Cume günü AB yetkilileriyle rutin toplantılarını yapmak üzere Portekiz'e gitmek zorunda olmaları nedeniyle zamanlama daha da talihsiz bir hal aldı. Bu geziyi ertelemek panik duygusunu besleyecekti ama King ve Darling'in yokluğunda olaya kimin göz kulak olacağı da belirsizdi.

Birleşik Krallık'ta mevduatın yalnızca ilk 2 bin poundluk dilimini tam olarak kapsayan sınırlı bir mevduat sigorta programı olmasının da bir yardımı dokunmadı. Bu durumda 35 bin pounda kadar kısmi bir garanti vardı ama onun üzerine hiçbir şey yoktu. Britanya'da son 150 yıldır –altın standartından çıkma kararının Bank of England'a faiz oranlarını düşürme ve finans kurumlarıyla piyasaya likidite desteği sağlama imkanı tanıdığı Büyük Bunalım'da dahi, bir mevduat kaçıışı yaşanmamıştı. Bu tarihe bakıldığında mevduat kaçışlarını önlemeye yönelik kapsamlı bir sigorta lüzumsuz görünüyordu.

Ama bir şey sırf 150 yıldır olmadı diye 2007 koşullarında da olamayacak değildi. Yatırımcılar ülkede geçerli mevduat sigortası programının güvence adına bir şey sağlamadığını anında fark etti. Cuma sabahı paniklemiş mevduat sahipleri paralarını çekme talebiyle Northern Rock'ın internet sitesine hücum etti ve şirket sunucularının çökmesine yol açtılar. Talepler karşısında bankanın bunu bilerek yaptığından endişe eden müşteriler şubeler önünde uzun kuyruklar oluşturdu, kameralar oralara doluştu. Şaşkına dönmüş banka veznedarları kendilerine banka binalarında barikatlar kurdu. King ve Darling ise olayları Porto'da TV'den seyretnmekle yetindi.

Gün içinde panik halindeki müşteriler 1 milyar pounddan fazla para çektiler, bu miktar bankadaki bireysel mevduatın yüzde 5'ine tekabül ediyordu. Ertesi sabah Sheffield ve Kuzey Londra şubelerinin önünde yine kuyruklar oluştu ve kalabalığı kontrol etmek için polisten yardım istendi. Pazar günü mecburi tatildi ama mevduat çekişleri Pazartesi kaldığı yerden devam etti. O akşam, olayın diğer bankalara da sirayet etmesinden korkan Darling, Northern Rock'taki mevduatlar için bir mükellef destekli sigorta yayınlamak zorunda kaldı.

Hiç kimse bu dönemden itibarını yükselterek çıkmadı. Önde gelen teftiş kurumu Finansal Hizmetler Dairesi'nin (Financial Services Authority), Northern Rock'ı riskli bir iş modeli benimsemekten caydırarak neredeyse hiçbir şey yapmamış olduğu apaçıktı. Bankanın sermaye yeterliliği konusunda Basell II şartlarını karşılayıp karşılamadığına odaklanmışlar, bu arada yıldırım hızıyla büyümesi ve riskli fonlamalarını gözden kaçırmışlardı. Kurumun uyguladığı zorlama testi, Northern Rock'ın 2007'de karşılaştığı türden bir likidite krizini içermek şöyle dursun, beklemiyordu bile. Sorumluluklar bölüşüldüğünde en yüksek bedeli ödedi FSA. Önce bütün önemli denetim yetkileri elinden alındı sonra da 2013'te feshedildi.

King yönetimindeki Bank of England da benzer şekilde tehdidin ciddiyetini hafife almıştı. Northern Rock daha Ağustos ortasında yardım için bankaya başvurmuş ama şiddetle reddedilmişti. Bank of England yetkilileri Northern Rock'ın çözümü piyasadan bulması konusunda net davranmıştı. 12 Eylülde, merkez bankası yetkililerinin istisnai bir likidite desteği sunmaktan başka seçeneklerinin kalmadığı sonucuna varmalarından sadece birkaç gün önce, Avam Kamarası'na bir yazı gönderen King, Northern Rock'ın da bir parçası olduğu bankacılık sisteminin kendi problemlerinin üstesinden gelmeye muktedir olduğuna dair inancını teyit etmişti. Eğer Northern Rock'a gerekli sermaye ve likiditeyi toplamak imkansız geliyorsa, o zaman bu kurumun güçlü rakipleri tarafından satın alınması gerekirdi.³⁴

Bu bir yanlış okumaydı. Bilançosu şeffaflıktan uzak olan Northern Rock'ı bir başka bankanın satın alacağını düşünmek asla gerçekçi bir yaklaşım değildi. ABD'deki politika yapıcılarının Lehman Brothers 2008'de o varoluşsal krizle karşı karşıya kaldığı zaman öğrenecekleri bir dersti bu. Satın alacak kuruluş Bank of England'dan en azından bir ödeme garantisi anlaşması talep edecekti ki, bu da Başkan King'in sunmaya yanaşmayacağı bir şeydi.³⁵ Northern Rock'ın toptan para piyasasına olan erişimini yeniden kazanabileceği fikri de aynı derecede hayal ürünüydü. Yönetim de bunu biliyordu zaten. Bank of England'ın soğuk yaklaşımıyla karşılaştıktan sonra, bankanın İrlanda Cumhuriyeti'ndeki tek şubesini kullanarak daha yumuşak başlı Avrupa Merkez Bankası'ndan likidite elde etmeyi düşünmüşler, sonra bunun yasal açıdan problemli olduğu sonucuna varmışlardı.

Bank of England yetkililerin bu tavrını anlamak kolay değildir. Britanya'nın Başkan King'in görev dönemimde bir mevduat kaçıışı yaşamamış olması, bunu kısmen açıklayabilir. Aslına bakılırsa, yukarıda da dikkat çekildiği gibi, gerçek bir mevduat kaçışını 1866'dan bu yana yaşamamışlardı. Yakın tarihte zihnin odaklanabileceği bir mevduat kaçışının olmayışı, benzer şekilde, Montagu Norman'ın neden 1931 bankacılık krizi Londra'ya sıçrama belirtileri gösterdiği zaman Almanya'ya acil yardım sağlama konusunda Amerikalı meslektaşı George Harrison'la aynı mecburiyeti hissetmediğini de kısmen açıklar. Ama mevduat kaçışına dair hatıralar 1931'de artık uzakta kalmıştı, 2008'de ise daha da uzaktaydı.

Bir diğerk faktör de King ve merkez bankasındaki diğerklerinin Northern Bank'ın karşı karşıya kaldığı durum konusunda eksik bilgilendirilmiş olması olabilir. Merkez bankası 1997'de Maliye Bakanlığı karşısında özerk bir statü kazandığında, düzenleyici görevlerinin çoğu elinden alınmıştı. Merkez bankasının bağımsızlığı para politikalarını siyasetten arındırmanın bir yolu, yeni kurulmuş Tony Blair hükümetinin ekonomideki iyi niyetini sergilemek amacıyla gerçekleştirilmek istediğı bir şeydi. Ama madem Bank of England'a bağımsızlık tanınacaktı, o zaman küçültülmesi de gerekiyordu. Denetim ve düzenleme yetkileri böylece Finansal Hizmetler Dairesi'ne kaydırıldı. Bu kurum, resmi olarak Bank of England ve Maliye Bakanlığı ile işbirliği halinde çalışırdı. Ama bilginin güç anlamına geldiğı her bürokraside olduğu gibi, ilkelere uygulamalar arasında bir uçurum vardı.

Sonuç olarak, Bank of England yöneticileri bankaların durumuna dair eksiksiz, güncel bilgiye sahip olup olmadıkları konusundan emin değillerdi. Bu durum bireysel finans kurumlarının sorunlarına bulaşma konusundaki isteksizliklerini güçlendirdi. Her durumda, mali istikrarsızlığı önlemek şimdi artık resmi olarak da bir başkasının sorunuuydu. Ve sıkıntıdaki finans kuruluşlarına elini kolunu sallayarak kurtarmak da, o bir başkasının, yani Finansal Hizmetler Dairesi'nin görev ihmaliini teşvik etmek anlamına gelebilirdi.

Bu da bizi en önemli faktöre, yani King ve meslektaşlarının zihinlerini meşgul eden ahlaki tehlike kaygısına getiriyor. Başkan, Avrupa Merkez Bankası'nın iki BNP Paribas fonunun askıya alınmasının ardından 8 Ağustosta aldığı piyasalara sınırsız miktarda likidite sağlama kararına eleştirel yaklaşıyordu. Avam Kamarası'na 12 Eylüldede yazdığı mektupta, bankalara daha geniş aralıklı bir teminat karşılığında likidite sağlamanın aşırı risk alma eğilimlerini cesaretlendireceğı konusunda uyarıda bulundu.³⁶ "Geniş likidite tedariki dansa katılmayan finans kuruluşlarının cezalandırır," diye yazdı King, Chuck Prince'a atıfta bulunarak. (Charles Owen "Chuck" Prince III; Citygroup'un eski icra kurulu başkanı. Citigroup'un yüksek risk faizli ipotek kredisi piyasasında yaşanan erimeden dolayı likidite darlığı çekilmesine rağmen kaldıraçlı satın alımlara devam etmesi üzerine sorulan bir soruya, "Müzik devam ettiğı sürece kalker, dans edersiniz. Biz de dansa devam ediyoruz" diyerek yanıt vermişti. ÇN.) Bu tedarik, "sürü davranışını teşvik eder ve gelecekteki krizlerin yoğunluğunu artırır"dı. Bunun içerimi, likiditenin ancak bir cezai faiz oranıyla, bütün diğerk seçenekler tüketildikten sonra sağlanacağıydı.

Ahlaki tehlikeye karşı bu katı tutum, Bernanke Fed'inin önce-krediyi-versonra-soruları-sor yaklaşımından oldukça farklıydı. Bank of England'ın, Fed'den farklı olarak 150 yıldır tam bir bankacılık paniğı yaşamamış olması bir kez daha anımsamaya değer. Sonuç olarak, Friedman ve Schwartz'ın merkez bankasının ilk sorumluluğunun paniğı önlemek olduğu, moral tehlikeyle uğraşmak için daha sonra bol bol zaman olacağı çıkarımıyla sonuçlanan anlatısı, aynı derecede özümsememişti.

Adam Applegarth'a bir ders verme çabası dünyaya çok pahalıya mal oldu. Önünü ardını pek düşünmeden harekete geçtiği izlenimini veren İşçi Partisi hükümeti, net bir yasal yetkiden yoksun olmasına karşın Northern Rock'ın mevduatlarına kapsamlı bir garanti vermeye mecbur kaldı. Bank of England ise ahlaki tehlike konusunda benimsediği sert tutumunun ardından, acil likidite sağlayarak baraj kapaklarını açmak zorunda kaldı. Applegarth Kasım'da istifa etti. Ridley yönetim kurulu başkanlığından alındı, diğer yönetim kurulu üyeleri de onun ardından gitti. Bir alıcı bulamayan hükümet Şubat'tan sonra bankayı ulusallaştırdı. İzleyen beş ay boyunca Northern Rock sürüncemede bırakıldı, zararları birikmeye devam etti. Nihayet 2012'de, Rock'tan geriye kalanlar 820 milyon pound karşılığında Virgin Money'e satıldı ve Britanyalı vergi mükellefleri 2 milyar poundu aşkın bir kayba uğratıldı. Yetkililerin yavaş ve tutarsız tepkileri karşılığında ödenen yüksek bir bedeldi bu.

Üstelik, Britanya'nın 150 yıl sonraki ilk mevduat kaçışını yaşamış olması da, gözlemcileri ülkenin finansal sisteminin hali ve yetkililerinin yeterliliği konusunda ikna etmedi.

NOTLAR

1. National Association of Realtor'ın 149 büyük piyasayı kapsayan araştırmasından elde edilen veriler bu zirveyi 2005Ç4'e yerleştirir. Case-Shiller ve Zillow'dan gelen diğer konut fiyatı endeksleri ise iki çeyrek dönem sonraya yerleştirir ama ana hikaye değişmez.
2. Zuckerman (2009) ve Lewis (2010) onların öykülerini anlatır.
3. MacDonald ve Robinson (2009), sf. 268-69.
4. Bilançonun önceki işlemlerinde gösterilen ipotek destekli CDO'ların satışı, Goldman'a konut piyasasındaki düşüşlere doğrudan maruz kalma riskini sınırlama konusunda fazladan bir avantaj sağladı. Bu olunca, firma sonuç menkulleri pazarlamak için didindi. ABD Senato Soruşturmalar Daimi Alt Komitesi (US Senate Permanent Subcommittee on Investigation, 2011), Goldman'ın bu menkulleri pazarladığı yatırımcıları, kendisinin de onlar kadar menfaat sağladığını iddia ederek, yanlış yönlendirdiğine hükmetti. Adalet Bakanlığı ise Ağustos 2012'de Goldman ve çalışanları hakkında kovuşturmaya yer olmadığı kararını vererek bu hükme katılmadı ya da en azından suçlama için elinde yeterli kanıt olmadığını belirtti. Buna karşılık Goldman Sachs, ABD Sermaye Piyasası Kurumu (Securities and Exchange Commission) tarafından açılan hukuk davası sonucunda 550 milyon dolar ödedi.
5. Metindeki rakamlar yıllar arası değişime tekabül ediyor. Yine kesin rakamlar, tercih edilen konut fiyat endeksine bağlı olmakla birlikte, büyüklük sırası aynıdır.
6. Bkz. Bölüm 4.
7. Bernanke (2007), sf. 1.
8. Reuters (2007).
9. Dolayısıyla FOMC'da yapılan 30-31 Ocak 2007 tarihli toplantıya katılan yetkililerin öngörüsü, "konut piyasasındaki kısıtlar bu yıl azalacak ve bu piyasanın GSYH'deki büyümeye katkısı önümüzdeki yıl hafifçe pozitif dönecek," şeklinde oldu (Board of Governors 2013, 30-31 Ocak 2007, deşifre metni sf.13). FOMC'un Mart toplantısında ise bazı merkez bankası başkanları benzer şekilde, konut piyasasındaki zayıflamanın daha öte serpintileriyle ilgili olarak 'kontrol altında' kelimesine başvurdu; oysa Philadelphia Merkez Bankası Başkanı Charles Parker bu öngörüğü kuşatan belirsizliğin büyüdüğünü kabul ediyordu.
10. CNBC Squawk Box (1 Temmuz 2005).

11. Bakanın 20 Nisan'da bu konudaki sözleri için bkz. Zhou (2007).
12. Federal Open Market Committee Zabıtları (20-21 Mart 2007), <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20070321.htm>
13. Bernanke (2002b).
14. Bkz. Greenspan (2005).
15. Altı yıl sonra Bear Stearns'a ait iki fonun tasfiye görevlileri, derecelendirme kuruluşları hakkında ücret karşılığı kasten aldatıcı notlar vermekten dolayı dava açtı.
16. Anlaşıldığına göre teminat telaşı o denli yıkıcı oldu ki, Merrill Lynch'in yanı sıra aralarında Citigroup, JPMorgan Chase, Goldman Sachs ve Bank of America'nın da olduğu kreditorler bu aktiflerin büyük bir bölümünü hiçbir şekilde satmayı başaramadı.
17. Sadece Yüksek-Kaliteli Fon'u (High-Grade Fund) destekledi, bunun ikizi olan Artırılmış Kaldıraçlı Fon'u (Enhanced leverage Fund) değil.
18. İsim kataloğu yanılması diyen, IKB'nin 1974'de Deutsche Industriebank ile birleşmesinden sonra IKB Deutsche Industriebank ismini aldığını belirtmekte yarar var.
19. Abacus anlaşmasının daha detaylı bir anlatımı için bkz. Zuckerman (2009).
20. Bu anlaşmanın ironik yanlarından birisi, yönetim kurulunda sahip olduğu üç koltukla ACA'nın önde gelen hissedarının, 2004'te bunalımdaki bu firmaya sermaye enjekte etmiş olan Bear Stearns oluşuydu.
21. Bu anlaşmadan sorumlu ACA yetkilisi daha sonraki ifadesinde Paulson'un bir short-only (metinden de anlatıldığı gibi, elindeki hisseleri, fiyatlarının düşeceği beklentisiyle kısa süre sonra geri almak üzere henüz fiyatları yüksekken satma stratejisi) yatırımcı olduğu konusunda hiçbir bilgisinin olmadığını söyledi; Financial Crisis Inquiry Commission (2011), sf. 193. Derecelendirme kuruluşları da besbelli ki bu konuda daha iyi bir bilgi sahibi değildi. Moody's'in Abacus'u not vermekle görevli analisti de daha sonra Paulson'ın bu işe karıştığından haberi olmadığını söyledi. Programın iflas olasılığını azami düzeye çıkarmak üzere tasarlanmış olduğunu inkar etti. Durum herneyse, hem Moody's hem de S&P Abacus'ün süper üst düzey kredi dilimine AAA notu vermişti.
22. Alıntı, Financial Crisis Inquiry Commission'dan (2011), sf. 247.
23. US District Court, Southern District of New York (2010), paragraf 58 ve devamı. Yukarıdaki 4 nolu dipnotta atıfta bulunulan SEC icraatı buydu. IKB'nin ikinci özel amaçlı ku-

rumu Rhinebride'e, sözüm ona yüksek kaliteli aktif varlığa dayalı olduğu için AAA notu almış varlığa dayalı finansman bonolarını satın alarak kredi vermiş olan yatırımcılar da (King County, Washington gibileri), daha iyisini yapmış değildi. Mclean ve Nocera (2010), sf. 280-81. ACA, daha sonraları, bir başka Avrupa bankası, ABN AMRO üzerinden gerçekleştirdiği işlemlerle Abacus anlaşmasına garanti vererek üstlendiği kredi riskinin bir kısmını üzerinden attı. Ama bu yeterli olmadı: Aralık 2007'de kredi notunun CCC'ye düşürülmesi ve firmayı elindeki kredi borcu takas sözleşmelerine ek teminat göstermek zorunda bırakması sonucu, kendisi iflas etti. Maryland Insurance Administration'un gözetimi altında daha sonra borçları yeniden yapılandırıldı. ABN AMRO da zarara uğradı ve çok geçmeden, 2007 sonunda, Royal Bank of Scotland liderliğindeki bir bankalar konsorsiyumunun eline geçti.

24. New York Times (31 Temmuz 2007), sf. B2.
25. Hatırlatmak gerekirse, Bear Stearns'a ait bu iki fon hakkında, BNP duyurusundan sadece günler önce, resmi iflas davası açılmıştı.
26. Bununla birlikte, borçlular merkez bankasından borç almak zorunda kalma damgasını yememek için genellikle bankalararası piyasayı tercih ederler ki, bu da çoğu zaman bir finans problemi belirtisi olarak görülür.
27. Bu likidite, Avrupa Merkez Bankası'nın yeniden finansman oranlarıyla, bankalara kredi sağladığı asıl oran üzerinden sağlandı.
28. Toplam tutar, her türlü ticari senet hesaba katıldığında 2 trilyon dolara yaklaşıyor ve ticari senet piyasasını toplamda devlet tahvilleri piyasasının tam iki katı bir büyüklüğe ulaştırıyordu.
29. Çok tedirgin edici bir durum olmamakla birlikte, yatırımcılar artık ipotekli konut kredisi taksitlerini ödemekte sorun yaşayan hane halkının kredi kartı, araba ve öğrenim kredilerini ödemekte de zorlanıyor olabileceklerini fark etmişti.
30. Korkunç detaylar için bkz. Covitz, Liang ve Suarez (2009) ve Kacpaeczyk ve Schanbl (2010).
31. Ve en kötü ihtimalle de yıkıcıydı çünkü banka mevduatları üzerinde sigorta önlemi, yatırımcıları ellerindeki ticari senetleri sigortalı bankalardaki hesaplarına kaydırmaya teşvik ediyordu.

32. Bu türden borçluların büyük bölümünün daha geleneksel ipotekli konut kredilerinde yarıdan ipotek yapmalarından sonra genellikle iki yıl. Ama iki yıl 2008 ortalarındaki finansal şartlarda bir ömre bedeldi.
33. Rock'ın son menkulleştirmesi Mayıs ayındaydı ve Eylül'e kadar da bir daha programa gitmedi.
34. Llyods o dönem üzerinde fikir birliği sağlanmış adaydı.
35. Lloyd, Eylül başında, işlemlerin yürüyebilmesi için 30 milyar sterlin gibi bir resmi destek gerekeceğine işaret etti; Northern Rock'un 2009'da vadesi gelmiş borçlarını finanse edebilmesi için gerekli miktardı bu. Sorunsa, Bank of England'ın hükümet desteği olmaksızın bu büyüklükte bir parayı bilançosuna geçirme konumunda olmayışı, hükümetinse Avrupa Komisyonu'nun izni olmadan adım atamamasıydı.
36. Irwin (2013), sf. 6-7; House of Commons Treasury Committee (2008), sf. 39. Devamındaki alıntı, bu ikinci kaynaktan.

Eylülün üçüncü haftasında gelinen bu noktada, koşullar giderek artan ölçülerde kontrolden çıkmanın bütün belirtilerini gösteriyordu. Northern Rock ve diğer bankaların yaptığı haraç mezar satışlar, varlık fiyatları üzerinde aşağı doğru bir baskı yaptı. Bir zamanlar yüksek risk faizli ipotek kredileriyle bağlantılı menkullere yatırım yapmış serbest yatırım fonları ve konut ipotek kredisi piyasasına kapsamlı yükümlülükleri olan yapı kooperatifleriyle sınırlıymış gibi görünen bir problem, şimdi her türden yatırımcı için son derece ciddi sorunlara yol açıyordu.

Bu diğer yatırımcılar arasında öne çıkanlardan biri, ABD'deki para piyasası yatırım ortaklıkları oldu. Bu ortaklıklar her ne kadar 1970'den beri ortaklıktalarsa da, Bölüm 4'te de izah edildiği gibi, ticari senetlere düşkünlükleri yeni bir olguydu. Alternatif yatırım araçlarının genişlemesiyle birlikte, yatırımcıların ilgisini çekmek ve onları elde tutmak yatırım ortaklıkları için giderek güçleşti. Bu yapmanın en kesin yolu, yine 4. Bölüm'de gördüğümüz gibi, daha yüksek getiriler sunmaktı. Bunu yapmak için portföylerindeki hazine bonoları yerine yüksek getirili ticari senetler koydular.

En saygın para piyasası yatırım ortaklığı olan Reserve Primary Fund, bunun tipik örneğiydi. Yöneticileri yıllardır muhafazakar bir strateji izlemiş, likidite ve güvenlik isteyen yatırımcısına yüksek kaliteli kısa vadeli kurumsal borcun çok az altında bir getiri sunmuştu. Ama daha yüksek getiri sunan öteki yatırım araçlarının müşterilerinin aklını çeldiğini görünce, onlar da buna önce yavaş yavaş sonra, 2007'de,¹ hızlı bir şekilde daha fazla aktif varlık destekli ticari senetleri ekleyerek yanıt verdiler.

ABD Sermaye Piyasası Kurumu (Securities and Exchange Commission, SEC), bu getiri sıkışması trendinden haberdar değildi. Bundan dolayı da yatırım ortaklıklarının ellerinde AAA ve AA dereceli ticari senet bulundurmasına sınırlama getirdi.² Bu tuhaf düzenleme, yüksek nitelikli ticari senetlerde ödeme gecikmelerine nadiren rastlanan önceki dönemden alkış alırdı. SEC'in gelişmelerin gerisinde kaldığı son olay olmayacaktı bu.

Fed'in bankacılık sistemine yaptığı likidite iğnesi de yatırım ortaklıklarını çok fazla rahatlatmaya yetmedi. Bankaların şimdi aniden likit özelliğini kaybetmiş aktif varlıklara dayalı kağıtları satın alma ya da karşılığında kredi açmayı reddetdikleri düşünülürse, ticari senet piyasası üzerindeki baskıyı azaltmamıştı bu enjeksiyon. Ticari senet piyasası üzerindeki baskıyı kaldırmakta başarısız olunca, yatırım ortaklıkları üzerindeki basıncı kaldırmayı da başaramadı.

Yatırımcılara para piyasası hesabındaki bir doların, tıpkı bankadaki bir dolar gibi, her zaman bir dolar değerinde olacağı söylenmişti. Bunun tersi yöndeki haberler –para piyasası yatırım ortaklığının zarara uğramış olduğu ve bir dolara yüz sent iade edemeyeceği haberleri- bundan dolayı yatırımcıların bu piyasadan kaçmasına neden oldu. Aslında bu tür bir yatırımcı paniği, para piyasası yatırım ortaklıklarında bankalara göre daha da büyük çaplıydı. Para piyasası yatırım ortaklıkları hesapları, banka hesaplarından farklı olarak, federal mevduat sigortası kapsamında değildi. Ve yine bankalardan farklı olarak, yatırım ortaklıklarının sermayesi, bu kayıpları emebilecek ilave bir özkaynağa sahip değildi.

Bu koşullar altında para piyasası yatırım ortaklıkları için geriye kalan tek çözüm, ister ticari banka olsun isterse fon ailesi, ana şirket tarafından kurtarılmaktı. 2007'nin ikinci yarısında, kırk üç yatırım ortaklığı bu şekilde sessiz sedasız kurtarıldı. Bu sponsor tabanlı kurtarmalarla bilançolarını yeniden doldurdu. Yatırımcı kaçıışı bir süreliğine önlendi. Ama aynı zamanda kaçışların ihtimal dışı olduğuna dair de sahte bir güven yarattılar. En yüksek getirili fonlarda bile 'papelın ufalanma' ihtimalinin çok az olduğu –para piyasası hesabındaki bir doların her zaman bir dolar edeceği vaadinin bozulmayacağına dair yanlış bir inancı teşvik ettiler.³ Bu sahte güven, bir yıl sonra çok daha şiddetli bir kargaşa bu ana şirket banka ve fon ailelerini riske attığında geri dönüp, yatırımcı –ve karar alıcılara- musallat olacaktı.

Serbest yatırım fonlarından kaçışlar, varlık destekli ticari senet piyasasının çöküşü ve para piyasası yatırım ortaklıklarının kurtarılması, politika belirleyicilerini kendi sorumluluk alanlarına giren bir durumla karşı karşıya olduklarına ikna etmeye yetti. Fed, 17 Ağustosta, BNP duyurusundan sekiz gün sonra, reeskont faiz oranlarını yüzde yarım puan indirdi. Yatırımcılara yeterli finansmanın sağlanacağı konusunda güvence vermek için gecelik yerine otuz günlük krediler

sundu. Çok geçmeden, Eylül ortalarında, yüzde yarım puanlık ikinci bir indirime gitti. Bankalararası piyasaya işlerlik kazandırmak için ‘piyasa yapıcı kurumlar’dan (Primary Dealers: ABD’de merkez bankası ile doğrudan alışveriş yapma ve hazine ihalelerine katılma yetkisine sahip olan kırk kadar menkul değer aracı kurumu) 47 milyar dolarlık menkul değer satın aldı. 11 Aralıkta politika faizlerini (hem reeskont faizi hem de federal fon oranı) ilave bir yüzde 0.25 oranında daha indirdi. 12 Aralıkta, bazı tartışmalara da yol açarak, kendisine sadece piyasa yapıcı kurumlara değil tüm mevduatkuruluşlarına kredi açma yetkisi veren Geçici Vadeli İhale İmkânı’nın (Term Auction Facility, TAF) oluşturulduğunu duyurdu. 22 Ocakta, pek alışılmadık bir biçimde Federal Açık Piyasa Komitesi’nin rutin toplantıları arasına denk getirerek, federal fon oranlarında yüzde 0,75’lik bir indirime daha gitti. Sekiz gün sonraki rutin toplantıda yarım puanlık bir indirim daha yaptı.

Fed yetkililerinin finansal sıkıntı belirtilerine nasıl karşılık verileceğini gayet iyi anladığını gözler önüne seren etkileyici derecede seri bir yanıttı bu. Yeni bir bilgi de değildi bu, Bölüm 7’de de gördüğümüz gibi, George Harrison ve mesai arkadaşları da 1929 çöküntüsünün yol açtığı finansal sıkıntılara nasıl cevap verileceğini aynı derecede iyi anlamıştı. Ama şimdi net bir biçimde o tarihten ibret alınıyordu. Bernanke Fed’inin verdiği yanıt daha da güçlüydü.

Dahası, Bernanke ve Ortakları 1931’de yapılan hataya da düşmedi; Hatırlanacağı üzere Harrison o zaman sıkıntısındaki Avrupa bankalarına yardım etmekte tereddüt etmiş ve krizin diğer ülkelere bulaşmasına yol açmıştı.⁴ Yetersiz uluslararası işbirliğinin yoğurabileceği yıkım, Büyük Bunalım’dan çıkarılan bir başka büyük ders oldu.⁵ Merkez bankaları krize yanıt verirken bu tür işbirliklerini besleyecek düzenlemelere yatırım yaptı; bir savaş tazminatları bankası olan Uluslararası Ödemeler Bankası’nın (Bank for International Settlements) farklı bir amaçla yeniden organize edilerek maliye yetkililerinin düzenli görüş alışverişinde bulunabilecekleri bir toplantı mekanına dönüştürülmesi buna örnektir. Sonuç daha sık ve kapsamlı bir uluslararası işbirliği oldu.

Bunun sonuçlarından bir tanesi de, Fed’in 12 Aralıktan başlayarak, Avrupa Merkez Bankası ve İsviçre Ulusal Bankası ile para birimi takas müzakereleriyle, dolar fonlaması için yanıp tutuşan bir Avrupa için kredi tedarik etmesiydi. Euro ve frank karşılığı dolar takası, bu merkez bankalarına kendi ülkelerindeki bankalar için dolar bulundurma imkanı verdi.⁶ O zamanlar bu takas anlaşmaları, başkalarının yanı sıra, liberal kongre üyeleri ve sürekli başkan adayı Ron Paul tarafından Fed’in bilançosunu riske attığı gerekçesiyle eleştirilmişti. Oysa aslında, Avrupa bankalarının aldıkları borçları geriye ödeyememe riskini üstlenen Fed değil, Avrupa Merkez Bankası ve İsviçre Ulusal Bankası’ydı.

Fed, buna ilaveten, reeskont penceresi aracılığıyla –yani senetlerini doğrudan satın alarak, Avrupalı ticari bankalara doğrudan dolar kredisi de açtı. 20 Ağustos'ta Commerzbank'ın ABD'deki şubesi Fed'den 350 milyon dolar borç aldı. Deutsche Bank 8 Kasım'da 2.4 milyar dolar borçlandı. Fransız bankası Cr dit Agricole'un kurumsal bankacılık kolu Calyon, 2 milyar dolar kredi aldı.

Yabancı bankaların şubeleri olarak bu kurumların ABD'deki faaliyetlerini desteklemek için sermaye tutmaları gerekmiyor, Avrupa'daki ana şirketlerinin onları destekleyeceğine inanılıyordu. Kendilerine ait rezervleri olmayan Calyon, Deutsche Bank ve Commerzbank şubeleri, dolar likiditesi ihtiyacı baş gösterdiğinde kendi aktif varlık destekli ticari senet satma becerilerine bel bağladılar. Ancak aktif destekli ticari senet piyasası şimdi donmuştu ve sözü edilen yabancı ana şirketler de ancak sınırlı bir dolar rezervine sahipti. Bu yüzden yüzlerini Fed'e dönmeye mecbur kaldılar. Bu üç yabancı banka şubesi aldıkları kredilerin karşılığında teminat göstermiş olsalar da, bu Fed'in mülkiyeti yabancılara ait finans kurumlarını kurtardığından haberdar olmuş olsa ortalığı birbirine katacak olan Kongre  yesi Paul'u teskin etmeye yetmedi.⁷ Reeskont penceresinden borçlanmanın bir zayıflık belirtisi olarak görülmesini de ekleyerek bu durum, söz konusu icraatın neden gizli tutulmuş olduğunu izah eder.

Mali politikalarla verilen yanıt da yine Washington ölçülerine göre hızlıydı. Kongre ile Beyaz Saray arasındaki müzakereler ciddi anlamda Ocak 2008'de başladı. Cumhuriyetçiler vergi kesintilerinden yanayken Demokratların gıda pulu ve işsizlik ödeneklerinde artışa gidilmesi tercihi nedeniyle, Demokat Parti kontrolindeki Kongre'yle Cumhuriyetçi Parti'nin elinde tuttuğı yürütme gücü bir mali canlandırma kompozisyonu üzerinde görüş birliğı sağlayamasa da, farklılıkların b l ş lmesinde anlaştılar. GSYH'nin yüzde birine denk gelen ve 100 milyar vergi indirimlerinden 50 milyar da harcamalardan oluşan 150 milyar dolarlık bir teşvik bir aydan daha az bir sürede yasalaştı. Hükümet, Bush tarzı bir vergi politikasında ısrar etmemeyi kabul ederken –vergi indirimlerinin sürekli değil geçici olmasına razı oldular–; Demokratlar da işletme yatırımlarından ek vergi indirimlerine razı oldu. İlk indirim  ekleri Nisanda  ıktı. İki partinin bir tasarı üzerinde anlaşmasına yönelik, politika yapıcılarının daha sonraları sergilemekte zorlanacağı etkileyici bir gösteriydi bu.

Geriye bir soru kalıyor: Peki en kötüsünü önlemekte neden başarısız oldu?

Buna verilecek ilk ve en hızlı yanıt, iletişim hatındaki g c l  olumsuz saikler veriyken, karşılık verme politikasının yetersizliğidir. 2007'nin sonu itibarıyla ekonomi çoktan durgunluğa girmiş bulunuyordu. Buna rağmen yine de, genel görünümün ne kadar süratle değiştiği konusunda çok az bir farkındalık mevcuttu. Sonuç olarak, 2007 sonu ve 2008 başındaki politik önlemlerin ardından,

2008 ilkbahar ve yazında Fed ya da Kongre tarafından zayıflayan ekonomiyi desteklemeye yönelik aynı derecede önemli hiçbir politik inisiyatif sergilenmedi.

Fed'i ele alalım. Federal Açık Piyasa Komitesi 2007 Ekimindeki toplantısında büyümede sadece ılımlı bir yavaşlamayı kabul etti ve konut piyasasındaki geçici düşmenin ekonominin geri kalanına taşıyor olduğu konusunda 'kanıt yetersizliği'ne dikkat çekti. Daha 2008 yazındaki güncel veriler bile ekonominin genişlemeye devam ettiği izlenimi veriyordu.⁸ Sene ortasında, 2008'in ikinci yarısı için yapılan öngörüler de yine süregelen bir büyümeden yanaydı. Federal Açık Piyasa Komitesi'nin daha Ağustos 2008'deki toplantısında, Richmond Merkez Bankası başkanı Jeffrey Lacker, "kredi piyasası koşullarının tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde yaratacağı muhtemel çekimin şiddetine dair" kuşkuslarını dile getirdi.⁹ Komisyonun 2008 Eylül ortalarında yaptığı toplantıda üyeler hâlâ, yılın ikinci yarısındaki 'ağırkanlı büyüme' beklentisi içindeydi.¹⁰

Bu denli geç bir tarihte bile, üstelik Lehman Brothers'ın akıbeti ortaya çıkmışken, finansal sistemin konut piyasasındaki şoku nasıl yükselttiğine dair ancak çok sınırlı bir değerlendirme vardı. Daha kapsamlı içerimleri fark eden de çok azdı. Fed, ekonomik büyümedeki yavaşlama işaretlerine bir yanıt olarak Ağustos 2007 ile Ocak 2008 arasında politika faizlerini sert bir biçimde düşürmüştü. Mart ve Nisan 2008'deki Bear Stearns krizi döneminde de bir kaç indirim daha oldu ama bunlar da görece olarak küçüktü. Tıpkı 1929'daki selefi gibi, Fed de bu noktada artık görevinin bittiği sonucuna vardı.

Fed daha sonra, çok daha sonra, politika oranlarını daha da indirecek, sıfıra kadar çekecekti. Ekonomiye daha fazla destek sağlamak için alışılmadık bir nicel gevşeme politikası (büyük ölçekli hazine bonoları ve konut ipoteği destekli menkul değerler alımı) benimseyecekti. Finans piyasalarının buzunu çözmek için radikal adımlar atacaktı. Geriye dönük bir bakış, bu türden adımları daha 2008 başında atarak çok daha hızlı ve atak bir şekilde harekete geçmesi gerektiğini önerir. Ama sıradışı bir icraat ancak ekonomideki sıradışı bir yavaşlama tehdidiyle haklı çıkarılabilirdi. Ve o zaman için böyle bir tehdit henüz yoktu.

Bernanke ise, Büyük Bunalım'ın bir öğrencisi olarak, biriken finansal sorunların piyasalarda şimdi daha ciddi bir durgunluğa yol açabileceği konusunda hem meslektaşlarının çoğundan hem de özel olarak, Federal Açık Piyasa Komisyonu'nda yer alan bölgesel merkez bankası başkanlarından daha endişeliydi.¹¹ Fed'in karar merkezi olan bu komisyondaki diğer üyeler gelişmelere 1920'li ve 1930'lu yılların merceğinden değil, içinde yetiştikleri 1970 sonrası deneyimlerin merceğinden bakıyorlardı.¹² 1970'li yıllar, Fed'in ciddi bir şekilde dümen kırarak yoldan saptığı ve daha sonra gelen para politikası belirleyicilerinin zihnini krizin değil enflasyonun meşgul ettiği bir enflasyon on yılıydı. Seksen yılın en ciddi krizinin eli kulağında olduğu şu an bile o enflasyon korkusu bakış açılarını biçimlendirmeye devam ediyor ve düşüncelerine yön veriyordu.

Ağustos 2007 ile Ocak 2008 arasında yapılan sert faiz oranı indirimlerinin ardından kendilerine has endişeleri, Fed'in piyasalara vermiş olduğu likiditeyi 'geri almak'ta çok yavaş davranacağı ve bunun da bir enflasyon dalgasına yol açacağıydı. Gıda ve yakıt fiyatlarında aslında Çin'den gelen güçlü talebin bir sonucu olarak yaşanan yükselme olgusu da bu endişelere kısmi bir geçerlik kazandırıyor gibiydi. Federal Açık Piyasa Komisyonu'nun Nisan 2008 toplantısında, Philadelphia Merkez Bankası başkanı Charles Plosser, enerji ve meta fiyatlarındaki daha fazla bir artışın, yüksek maliyetlerle karşı karşıya kalan üreticileri diğer malların fiyatlarını da artırmaya sevk etme tehlikesine (temel /ortalama/ enflasyon denilen şeyden gıda ve yakıtla ilgili bileşenlerin fiyat istikrarsızlığına son veren çekirdek enflasyona geçileceği tehlikesine) karşı uyarılarda bulundu. Richmond merkez bankasından Lacker ise "ısrarlı bir şekilde yüksek temel enflasyon rakamlarının bireysel ve kurumsal karar verme süreçlerinde kök salması" konusunda uyardı. Kansas City'den Thomas Hoening, "Mamul mal ve özellikle ithal mallardan kaynaklanan önemli enflasyon baskısı" konusunda uyardı.¹² Bernanke ise bu beyefendilerin gözlemlediği şeyin görece fiyatlardaki bir değişim olduğunu –yükselen gıda ve yakıt fiyatlarına diğer mal ve hizmet fiyatlarındaki daha yavaş bir yükselişin eşlik ettiğini ileri sürerek geri püskürttü bu endişeleri. Ama politik rota kararı oybirliğiyle alındı ve üzerinde oybirliğine varılan görüş de krizle dolu 1930'lu yılların değil, enflasyonist 70 yılların anılarıyla biçimlendi.

Bu enflasyon korkuları, Fed'in karar alma komisyonunu, Lehman Brothers'ın Eylüldeki iflasının sonrasına kadar büyük ölçüde felce uğrattı ve o zaman bile bazı üyelerin görüşlerini revize etmekte çarpıcı bir biçimde zorlandığı görüldü. Başkan Bernanke işin aslını biliyor olabilirdi ama bir kez daha politikalar başkanın emriyle değil komisyon tarafından belirlendi. Ve Bernanke dönemindeki komisyon, benzeri görülmemiş derecede oybirliği taraftarı bir komisyondur. Önceki bazı Fed başkanları amirane bir tutumla meslektaşlarının itirazlarını geri çevirmiş olabilirdi ama bu Bernanke'nin politika tarzı değildi. Sonuç, Fed'in daha fazlasını yapmaması oldu. Özel kredi uzlaşmalarıyla sonuç, de facto (fiili) bir daraltıcı politika ve ekonomiye yetersiz mali destek oldu.

Aynı şekilde, GSYH'nin yüzde birine denk gelen bir mali teşvik de, hatlardaki negatif saikler göz önünde tutulduğunda, bir fark yaratamayacak kadar küçüktü. Bankalar, firmalar ve hane halkı, tümüyle, borçlanma oranlarını sert bir biçimde düşürdü. Teşviklerin de büyük bölümü, hatırlayalım, alıcıların belki ancak yarısının çıkıp harcayacağı iade çekler biçimindeydi.¹³ Bir yıl sonra bunun beş katı büyüklüğünde bir teşvik paketi benimsenecek ve kimileri bunun bile çok az olduğunu ileri sürecek. Herşey olup bittikten sonra geriye dönüp bakıldığında, 2008 başında yapılacak bir parça ilave teşviğin, 2009'da bunu kat kat aşan teşvike olan ihtiyacı muhtemelen önlemiş olacağını söyleyebiliriz. 2008'de hane halkı ve firmaların kısıtıldığı harcamaları dengelemeye yönelik daha fazla kamu harcaması,

daha yavaş bir biçimde durgunlaşan ekonomi, daha az batık kredi ve daha güçlü finans kurumları anlamına gelecekti. Bunun olayların seyrini anlamlı bir biçimde değiştirip değiştirmeyeceğini ise, zaten belirsiz bir gidişat göz önünde bulundurulursa, asla bilmeyeceğiz.

Ama bunun yanıtı ne olursa olsun, 2008 başlarında daha fazlasının yapılması, ancak koşulların süratle bozulduğuna dair bir farkındalık varsa haklı gösterilebilirdi. Ve bir kez daha tekrarlamak pahasına, böylesi bir farkındalık yoktu. Kongre'nin Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı'na (Troubled Asset Relief Program) 800 milyar dolar ya da 2009'daki Obama teşvik programına 787 milyar dolar aktarmaya hazırlanması için çok daha ciddi bir kriz görmek zorunda kalması gerekecekti.

Bu hadisenin gün ışığına çıkardığı şey, politikanın ekonomik ve finansal koşullardaki değişimlere nasıl karşılık vermesi gerektiği konusundaki yetkin bir kavrayışın, bu değişimlere dair kusursuz kanıtlar yoksa, yeterli olmadığıdır. O zamanki kanıtlar yetkilileri ekonomik koşulların süratle bozulduğuna ikna etmedi. Böyle bir bozulmaya nasıl tepki verileceği konusunu 1929'daki öncellerinden daha iyi anlamış olsalar bile, bu tek başına uygun bir karşılığı garanti etmedi. Gözlemciler, Fed'in 1929'da, Çöküş'ün ardından, daha fazlasını yapmama gerekçelerinden birinin ekonominin genişlemeye devam etmesi olduğuna inanmışlardı.¹⁴ Gözlemciler, Fed'in 2007'nin son aylarında daha fazlasını yapmama gerekçesinin de yine, büyümedeki yavaşlamayı fark etmiş olsa bile, ekonominin genişlemeye devam etmesi olduğuna inandılar. Şimdi böyle bir hadiseyi bizzat yaşamış insanlar olarak modern eleştirmenlerin, 1920'li yılların kendi krizlerinin ilk aşamalarında ekonominin durumuna dair önemli bir belirsizlikle karşı karşıya kalan politika yapıcılarını daha fazla anlayış göstermeleri muhtemeldir.

Buna ek olarak, nasıl her nesil kendi tarihini yazıyorsa, American Historical Association'ın başkanı H. Morse Stephe's'in 1926'daki yorumunu başka sözlerle ifade etmek gerekirse, her nesil de kendi tarihini anımsar.¹⁵ 2008'deki Federal Açık Piyasa Komisyonu'nun çoğu üyesi açısından iz bırakan tarih, yaklaşık otuz yıl önceki yüksek enflasyonun tarihiydi –yani geçmişte kalan bir Bunalım çağının çok daha uzaktan gelen yankılarından öte, kendi yaşamları içindeki bir tarih. Kongre üyeleri içinse konuyla ilgili tarih, fazladan hükümet harcamalarının sorununu değil çözümün bir parçası olduğu bir Bunalım çağı kriziyle değil, kronik bütçe açıklarıyla karakterize olan son on yılların tarihiydi.

1930'lı yıllarla, şu halde, doğrudan bir benzerlik vardır. 1930'lu yıllarda Merkez Bankası yetkilileri, faiz oranlarındaki keskin çıkışların finansal sıkıntılara işaret ettiği önceki döneme bakarak, Büyük Çöküş'ü izleyen faiz oranı düşüşlerini, politika yapıcılar için daha fazlasını yapmanın gerekli olmadığına ilişkin bir işaret olarak gördüler. Bu tarihsel kökleri olan endişe, yetkililerin faiz oranlarındaki düşüşü yanlış yorumlamalarına –onu her türlü kredi talebinin uçup gitmiş ol-

masının bir kanıtı olmaktan çok, uygulanan politikanın yerleşiyor olduğunun bir belirtisi olarak görmelerine neden oldu. Ekonomi politikası, sonuç olarak, ekonomiyi desteklemekte yetersiz kaldı ve sonuçları feci oldu.

Şimdi, 2008’de ise, Merkez Bankası yetkilileri geri dönüp 1970’li yıllara baktılar ve temel enflasyondaki yükselişi, daha fazlası geri tepecek olan aşırı parasal teşviklerin bir kanıtı olarak gördüler. Enflasyon konusunda tarihsel köklere sahip olan bu kaygı, onların gıda ve yakıt fiyatlarında, kendi uyguladıkları politika tarafından değil, Çin tarafından belirlenen artışı yanlış yorumlamalarına neden oldu. Sonuç olarak, ekonomi politika bir kez daha ekonomiyi desteklemekte yetersiz kaldı. Ve bir kez daha sonuçları feci oldu.

Ekonomi politikanın en kötüsünü önleyememesine ilişkin son bir gerekçe de, bu politikanın, en tehlikeli sorunların büyük bir bölümü aslında gölge bankacılık sistemi içindeyken, yine de bankaları hedeflemesiydi. İster reeskont penceresinden olsun isterse Term Auction Facility (Geçici Vadeli İhale İmkanı) aracılığıyla bankalara likidite sağlamanın, bu bankaların gölgeli muadillerine kredi açmaktaki isteksizliği göz önünde bulundurulduğunda, konut ipoteği menkulleştirenler, ticari senet ihraç edenler ve para piyasası yatırım ortaklıkları üzerindeki baskının hafifletilmesine neredeyse hiçbir faydası olmadı.

Sonunda Fed menkulleştirilmiş ipotek senetleri, varlık destekli finansman bonoları ve ilgili varlıkları doğrudan satın alarak bu sorunun üzerine gidecekti. Ama 2007’de değil ve koşullar daha da kötüleşinceye kadar bekleyerek de değil. 1930’lu yılların krizi bankacılık sistemi üzerinde odaklanmıştı. Bu tarihin etkisi altındaki Fed de şimdi gözlerini bankacılık sistemine çevirmişti. Bankalara kredi açmak Fed’in geçim yoluydu. Yerleşik bir uygulamanın bir kenara atılması için olağanüstü şartlar gerekecekti. Ve 2007’nin ikinci yarısında politika belirleyenler henüz o noktada değildi. Fed’in kendi içinde, kendisine piyasa yapıcı kurumlar dışında kalan muadillerine de kredi açma yetkisi veren Geçici Vadeli İhale İmkanı’nın oluşturulmasına ahlaki tehlike zemininde karşı çıkışlar olmuştu. Buna ek olarak Fed şayet, ortada hâlâ bir ekonomik yavaşlamaya ilişkin ‘kanıt yetersizliği’ varken, ipotek senedi bağlantılı menkul değerler satın alarak örneğin, daha da alışılmadık politikaları benimsemiş olsa, kurum dışından da, Temsilciler Meclisi üyesi Paul ve diğerlerinin direnişiyle karşılaşacaktı.

Krize karşı daha güçlü bir yanıtın olmadığı koşullarda sanayi üretimi Ocak’da düştü, Şubat’ta bir kez daha düştü ve Mart’ta yine düştü.¹⁶ Dow Jones ortalaması da aşağı kaymayı sürdürerek kümülatif olarak yüzde 20 oranında indi.¹⁷ Buna karşılık piyasalar yine de bir sonraki olaya, Bear Stearns’a hazırlıklı değildi. Bear’dan mevduat kaçışları krizde yeni bir aşamaya damgasını vurdu. Bu sadece bir serbest yatırım fonundan, para piyasası yatırım ortaklığından ya da varlık

destekli finansman bonusu ihraççısından kaçış değil ama beş bin başka finansal ve finansal olmayan şirketle açık ticaret yapan bir bankadan kaçıştı.¹⁸ Bear'dan mevduat kaçışı, şimdi artık finansal sistemin merkezindeki bankaların da, sadece onların gölge altındaki muadillerinin değil, esaslı bir tehlike altında olduğunu gösteriyordu.

Bear Stearns'ın hedef olması hiç de tesadüf değildi. Beş Büyük yatırım bankasının en küçüğüydü. Kendisine ait iki serbest yatırım fonunun önceki yaz iflas etmesiyle sürüden seçilip, çıkarılmıştı. Eski CEO'su ve halihazırdaki yönetim kurulu başkanı Jimmy Cayne,'nin kamuoyundaki imajı firmasının akıbetinden çok briç, golf ve marihuanayla ilgilenen bir adam portresiydi.

Bear da yüksek derecede kaldıraçlıydı. Yükümlüklerini karşılamak üzere ayırdığı ufakık sermayeyle, tam olarak kredi verenlerinin iyi niyet ve hoşgörüsüne sığınmış durumdaydı. İlave sermaye artırımı girişiminde bulunmuş ama başaramamıştı. Yüksek risk faizli konut ipotek senetlerinin sadece bir basamak üstündeki Alt-A ipotek senetlerine büyük paralar yatırmıştı. Cayne'nin yerine CEO görevine gelen Alan Schwartz bir zamanlar beyzbol oyuncusuyken yatırım bankacısı olmuş ve basamakları hızla çıkarak bu pozisyona gelmişti. Schwartz, Cayne'in tersine, kaygısız ve itidal sahibi birisi olarak tanınırdı ama o karmaşık türev menkuller, repertuarında yer almıyordu.

Şirketin türev menkullerdeki pozisyonunu hemen öğrenen Schwartz, Bear Stearns'ın bir nakit girişi olmadan su yüzünde kalamayacağını fark etti. Şirket elindeki türev mevcutları Blackrock, PIMCO ve diğer güçlü finansal aktörlere satarak bunu kabullenme girişiminde bulunmuştu. Ama gelişen bir kriz ortamında bu pozisyonlardan artık zararına bile olsa kurtulmak mümkün değildi. Bunu yapmaya yönelik girişimler kaçınılmaz olarak kamuoyu tarafından duyulacak ve yatırımcıların firmanın ölümcül bir yara aldığı sonucuna varmalarına neden olacaktı.

10 Mart Pazartesi günü, Moody's, bir başka Bear Stearns ipotek teminatlı borç fonunun notunu indirdi ve ana şirketin durumuna dair söylentileri ateşledi. Bear'ın menkul kıymetler portföy değerinin gerçekten de yükümlülüklerini karşılamaya yeterli olup olmadığı belirsizdi ve şu an piyasalar tamamen durmuşken de alıcılardan fiyat kotasyonu elde etmek imkansızdı. Bear borçlarını ödeyebilir durumda olabilir ve bir nakit girişi ya da daha güçlü, cebi uzun bir rakibin yönetimi devralmasıyla durum istikrara kavuşabilirdi. Ama elindeki ipoteye dayalı menkullerin asıl değerlerinin bankayı beş parasız bırakacak derecede düşmüş olması ihtimali de vardı ki, bu durumda kreditorleri çok geç olmadan çekilecek kadar mantıklı davranacaklardı. Kimse kesin olarak bilmiyordu.

Gerçekte ise bunu Bear Strearns'a likit fon sağlamış olan diğer büyük finans kurumlarının kaçışı izledi. Kreditorler birbiri ardı sıra şirketin teminatını reddederek onu taahhütlerini nakitle karşılamaya zorladılar. Haftaya 18 milyar dolarlık nakit ve likit menkul değerle başlayan Bear'ın Perşembe akşamı itibarıyla nakit bakiyesi 2 milyar doların altına düştü.

Bu noktada artık firmanın Cuma sabahı kapılarını açtığında beş kuruşu kalmayacağı ve kepenk kapayacağı kesindi. Schwartz, Perşembe akşamı kötü haberi New York Merkez Bankası Başkanı Timothy Geithner ile paylaştı. Bu, daha kalıcı bir çözüme ulaşıncaya kadar, Bear'ı hafta sonuna kadar götürecek acil yardımı devreye sokabilmesi için sadece birkaç saat bırakıyordu Fed'e.

Schwartz'ın Geithner'ı arama kararı açıklayıcıydı. Fed, Bear'ın denetçisi değildi; Bear resmi olarak bir menkul kıymetler aracı kurumu olduğuna göre, bu ne getireceği belli olmayan ayrıcalık Sermaye Piyasası Kurumu'na (Securities and Exchange Commission: SEC) aitti. Ama gerçekte aşırı derecede karmaşık bir bilançosu olan bir banka hakkında karar vermek şöyle dursun, düzenleme yapmak bile, menkul kıymet borsa aracılarını denetlemek üzere kurulmuş olan SEC'in haddini aştı. SEC başkanı Christopher Cox, Schwartz'ın hükümete ulaştığını haber aldığı anda, Hazine Bakanı Hank Paulson'a şirketin sağlam olduğu ve bir alıcı bulmasının birkaç haftalık bir mesele olduğu konusunda kesin güvence vermişti.¹⁹

Fed'in yatırım bankalarına kredi vermek bir yana, denetleme gibi bir görevi bile yoksa da, daha önemli bir gücü vardı: Matbaa makinesi. Bir gecede büyük miktarlarda para basma yetkisine sahip tek devlet organıydı Fed. 14 Mart Cuma sabahı saat 8:00'de, piyasaların açılmasına bir saat kala üzerinde anlaşılan çözüm, Fed'in bizzat denetlediği ve tesadüfe bakın ki tam da Bear Stearns'ın kısa vadeli fonlar elde ettiği piyasanın baskın oyuncusu olan bir banka, JPMorgan Chase'e 12.9 milyar dolarlık bir kredi açması oldu.²⁰ JPMorgan da çok geçmeden sözüm ona bir karşılıklı akreditif (back-to-back transactions) işlemle bu parayı Bear'a aktardı.

JPMorgan'a açılan kredinin geri ödemesiz oluşu önemliydi. Bir başka ifadeyle, Bear Stearns her ne kadar kağıt üzerindeki değeri yaklaşık 14 milyar dolar olan menkul değer biçiminde bir teminat göstermiş olsa da, bu aktiflerin değerinin üzerinde yazılı olandan daha az çıkması halinde zor durumda kalacak olan JPMorgan değil, merkez bankasıydı. Bu nedenle de yapılan işlem Fed'i ve dolayısıyla vergi vereni zarar riskine açık bir hale getiriyordu çünkü Fed kendi kârlarını düzenli olarak Hazineye devrederdi. Bunun fark edilmesi Capitol Hill'i pek mutlu etmedi. Vergi mükellefini bekleyen daha fazla yükümlülüğün perdenin arkasında gizlenmiş olabileceği endişesiyle, ileri ki müdahalelere yönelik kamuoyu desteğini zayıflattı. Finans sistemi Bear Stearns krizinden sağ çıkmıştı. Merkez bankasına olan inançsa çıkamadı.

Merkez Bankası başkanlar kurulu, ticari bankacılık sistemi içinde olmayan bir şirketin risklerini üstlenme konusundaki icraatlarına gerekçelendirmek için, Merkez Bankası Yasası'ndaki, sadece üye bankalara değil ama 'olağandışı ve zorlayıcı koşullar' altında kişilere ve firmalara da kredi açmasına izin veren ve o zamana kadar pek bilinmeyen bir hükme başvurdu.²¹ Bu hüküm de yine

Büyük Bunalım'ın bir başka mirasıydı. Kongre 1932'de, bankacılık kriziyle birlikte özel sektör kredi temininin kesintiye uğradığı yönünde özel şirketlerden gelen şikayetleri ve Merkez Bankası'nın finans kurumlarını ticaret kurumlarına tercih ettiği (tanıdık geliyor mü?) yönündeki popülist yakınmaları dikkate alarak Merkez Bankası Yasası'na bir Bent, 13(b), ekledi. Bent 13(3), merkez bankasına koşulların 'olağandışı ve zorlayıcı' olması ve borçlananların tarım, sanayi ve ticaret sektöründen gelmesi şartıyla özel işletmelere kredi açma yetkisi tanıyordu.

Bu hükme çok fazla başvurulmadı ama yasa kitaplarındaki varlığı devam etti. 1991'de, Goldman Sachs'ın kulis faaliyetleri sonucu kapsamı genişletildi ve Fed'e Bent 13(3)'te belirtilen koşullar altında menkul kıymet firmalarına da acil kredi verme yetkisi tanıdı. Geçerli şartlar net bir şekilde tarif edildi.

JPMorgan'ın bu işlemden aracı olması, ironi yüklü bir olguydu. Pierpont Morgan'ın 1907 finansal krizinin dizginlenmesinde üstlendiği yardımcı rol, bir anlamda, özel sektörden gelen bir kriz yöneticisinin kurtarma operasyonundan kendi çıkarına göre yararlanabileceği korkusuyla, Merkez Bankası'nın kuruluşuna yol açmış olan bir olaydı. Morgan ortağı Thomas Lamont ise Bank of United States meselesinin bir çözüme kavuşturulması arayışında New York Merkez Bankası ve New York Eyalet Bankacılık Komisyonu'yla birlikte çalışarak, 1930'da öncü bir rol oynamıştı. JP Morgan Chase'in CEO'su Jamie Dimon, Glass-Steagall'ın tabutuna son çiviye çakan Citicorp-Travelers birleşmesinin mühendisliği yapan Sandy Weill'in sağ koluydu. Chicago merkezli Bank One'in başına geçen Dimon'ın, o zamanlar, tam da şimdi kendisinden kurtarması istenen Bear Stearns'ı satın almaya yönelik başarısız bir girişimi olmuştu.

Dimon, kendisinden önceki Owen Young gibi, New York Merkez Bankası yönetim kurulu üyeliği yaptı. Harvard College mezunu ve bir üçüncü kuşak finans uzmanıydı. Bear Stearns krizi onun açısından Pierpont Morgan'ın 1907'de oynamış olduğu rolü üstlenmek için bir fırsat oldu. 14 Mart Cuma sabahı, Geithner, Bernanke, Paulson ve diğer hükümet yetkilileri 12.9 milyar dolarlık kredinin sağlanıp sağlanmayacağını müzakere ederken, Dimon finans camiası adına konuşmak üzere telefonla bağlanıp Bear Stearns'ın iflas etmesinin facia sonuçlar doğurabileceği uyarısını yaptı. Karar merkezi o sabahı ilerleyen saatlerinde diğer banka CEO'larıyla bir tele konferans toplantısı yaparken de, soruların yanıtlanmasına liderlik eden Geithner, Paulson ya da Bernanke değil, Dimon oldu.²²

Güçlük, Bear Stearns'ı hazmedebilecek bir başka banka bulma noktasında çıktı. Bu işin, 1930'da Bank of United States'e bir evlilik ortağı bulma çabasından farkı yoktu. JPMorgan'ın tek makul talip olduğunun ortaya çıkması bir kısım asli faile hiç de şaşırtıcı gelmedi. Gerekli hacime ve Bear'ın işlemlerinde bir takas bankası olarak onun pozisyonuna dair kısmi bilgiye sahipti.

Ama Dimon'un elemanları Bear Stearns'ın defterlerini daha yakından inceledikçe, likit olmayan yeni menkuller çıktı ortaya. Bear ayakta kalma mücadelesi verdiği dönemde likit olanları elden çıkarmıştı. Dimon'un çözümü, hükümetin bir alıcı bulmak için can atıyor olması gerçeğinde buldu ifadesini. Pazar sabahı, ancak hükümet 30 milyar dolarlık likit olmayan ipotek bağlantılı menkul değer yükünü onun omuzlarından alırsa bu satın alım için uğraşacağını bildirdi.

Kongre'nin onay için zamanı olmaması üzerine Merkez Bankası bir kez daha bir başkasının rolünü üstlendi. Ama Fed, olağandışı ve zorlayıcı koşullar altında bile, Bear Stearns gibi kuruluşların menkul değerlerini satın alamaz, ancak o tür kuruluşlara kredi açabilirdi. Merkez bankası, tam da krizin çıkmasına katkıda bulunmuş mali mühendislik araçlarının birinden yararlanarak aştı bu kısıtlamayı. Bear Stearns'ın aktif varlıklarını satın almak yerine, New York şubesinin üzerinde bulunduğu cadde isminden esinlenerek Maiden Lane LLC isminde bir özel amaçlı şirket kurdu bunun için. Sonra Fed bu özel amaçlı şirkete 'kredi' açtı, o da dönüp Bear'ın menkul değerlerini satın aldı.

Bear Stearns'a JPMorgan üzerinden bir kaç gün için verdiği 12.9 milyar dolarlık kredi, merkez bankasının daha önce üstlenmiş olduğu taahhütlerden çok daha büyük çaplı ve uzun vadeliydi. Geithner ve Bernanke bu yüzden Bakan Paulson'dan Maiden Lane bu işlemde zarar etmesi halinde Hazine'nin Fed'in zararını telafi etmek için elinden geleni yapacağı sözünü aldı.

JPMorgan yönetimi ise Dimon'dan alt kademelere kadar anlaşılmadan memnundu. Dimon'ın kendisini, Pierpont Morgan'ın daha önce yaptığı gibi, finans sisteminin kurtarıcısı olarak konumlandırmasına imkan tanıdı. JPMorgan'a ise daha önce yoksun olduğu bir şeyi, ana aracılık sektöründe, serbest yatırım fonlarına finans sağlama işinde varolma olanağı sağladı. İlk başlarda hisse başına 4 dolar fiyat teklif etmiş olan Dimon, hükümet yardımının ağır bir bedeli olduğunu göstermekte ısrar eden Paulson'ın tavsiyesi üzerine, teklif fiyatını hisse başına 2 dolara indirdi. JPMorgan sonunda, Bear'ın kendileri aynı zamanda şirketin yatırımcıları da olan üst düzey yeteneklerinin çekip gitmesini önlemek için teklifini hisse başına 10 dolara çıkarttı.²⁴

JPMorgan Chase, daha 2007 Ocağında 20 milyar dolar değer biçilen ve sadece 383 Madison Avenue'deki genel merkez binası tek başına yaklaşık 1,4 milyar dolar eden bir bankanın işini 1.5 milyar dolar ödeyerek bitirdi.²⁵ Dimon, hissedarlara yazdığı Mart 2009 tarihli mektupta, Bear Stearns şirket alımının firmaya yıllık yaklaşık 1 milyar dolarlık bir kazanç getireceği beklentisinde olduğunu ileri sürdü.²⁶ 1,5 milyar dolarlık bir yatırımdan elde edilecek aslanlar gibi bir yıllık kazançtı bu.

Dimon, çok daha sonraları, 2012'de, JPMorgan'ın bu satın alımı bir kamu hizmeti olarak yaptığını iddia etti. "Onlara (hükümete) bir iyilik yaptık," diye belirtti, Dış İlişkiler Konseyi'nde. "Bizden bunu yapmamız istendi ve biz de

kendimizi büyük bir riske atarak yaptık.”²⁷ Risk, hiç kuşkusuz, bankerlerin aşına olmadığı bir şey değildir. JPMorgan’ın yılda bir milyon dolarlık kazançtan çok, beklendiği üzere, devraldığı aktiflerle ilgili olarak sonuçta uğradığı zararı ve Bear Stearns satın alımının bir sonucu olarak maruz kaldığı hukuk davalarına yönelik olarak gerçekleşen bir akla uygun kılma çabası seziliyor bu sözlerde. New York Eyalet başsavcısı Bear Stearns’ın 2006’da ipotek bağlantılı menkul değerlerle yatırımcılarını aldattığı iddiasıyla JPMorgan aleyhine hukuk davası açtığında, Maliye Bakanlığı ve Fed’in onu savunmaya gelmemesi olgusunu yansıtan alttan alta bir içerleme de vardı Dimon’un bu sözlerinde. ABD Adalet Bakanlığı, tam tersine, Fannie Mae ve Freddie Mac’e hem kendi birimleri hem de ele geçirdiği Bear Stearns birimleri aracılığıyla sattığı menkul değerlerin kalitesini bile bile yanlış yansıttığı için JPMorgan’ın peşine düştü ve sonuçta bankanın 13 milyar dolar ödemeyi kabul ettiği bir anlaşmaya varıldı. Dimon da zaten, Bear Stearns’la ilgili zararların ilk kez itiraf edildiği sırada söylemişti: “Ve evet, onu adil bulmuyorum.”

Tereddütleri olan tek kişi Dimon değildi. Fed de yetkisini aştığı iddiasıyla eleştirildi. İşleri kötü giderse benzer şekilde devlet yardımı beklentisi içine girecek diğer firmaları risk almaya teşvik etmekle itham edildi. Gerçekte ise Fed, Maiden Lane’in elindeki ipotek bağlantılı menkul değerlerin vadesi gelir gelmez ya da başarılı bir şekilde elden çıkarılmasıyla birlikte, yani eninde sonunda (2012’de), borçlarının tümünü, faiziyle birlikte, ödemişti. Geriye dönüp bakıldığında, Geithner, Paulson ve Co.’nun Bear’ın sorununu esas olarak bir likidite krizi olarak teşhis etmekte ve acil kredi sağlayarak ilerlemekte haklı oldukları görülür. Yine de merkez bankasını hedef alan eleştiriler ve bu eşi benzeri görülmemiş müdahale konusunda onun kendi hissettiği rahatsızlık, benzer bir problemle bir sonraki karşılaşmasında tereddüt etmesine yol açacaktı.

Durum, benzer içgüdülerin hüküm sürmesine izin verilen 1933’e benzemiyor değildi. Charles Dawes’in Central Republic’in kurtarma kararından dolayı eleştiri oklarının hedefi olan Yeniden İnşa Finans Kurumu da (Reconstruction Finance Corporation), Henry Ford’a ait Union Guardian’ın batmasına izin vereceğini açıklamayı tercih etmişti.²⁸ Bu sonuç bütün bankacılık krizlerinin anasıydı. Bu tarihin şimdiki karar verme süreçlerine şekil vermiş olabileceği akla gelebilirdi. Olayların heyecanı içinde, akla gelmedi.

11 Temmuz Cuma günü, ABD Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC), yedinci büyük ipotek senedi düzenleyicisinin S&L kolu olan Indymac Bank’a el koydu. Tabii ki Lehman Brothers’tan bir analist, sırada hükümet destekli konut firmaları Freddie Mac ve Fannie Mae’nin olabileceği uyarısında bulundu.

Freddie ve Fannie'nin zarara uğramış olduklarının bir haber değeri yoksa da, Lehman'ın bu haberi piyasadaki endişeleri harekete geçirdi. Özellikle de Freddie ve Fannie bonolarının tek başına en büyük alıcısı olan Çin hükümetini telaşlandırdı. Çinliler, yatırım bankalarıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının rapor ve analizlerini el altındaki yatırımcılardan çok daha büyük bir dikkatle izlemeye devam ediyordu. Şimdi alımlarını kısımlarıyla birlikte, Freddie ve Fannie'nin hisselerinde bir krater açılmıştı. Bu devlet destekli kurumların gelecekteki borç ihalelerinde kendilerini finanse edip edemeyeceklerine dair kuşklar büyüdü.

Hafta sonuna denk gelen 12-13 Temmuzda, Fed bir kez daha başkasının rolünü üstlendi ve Freddie ve Fannie'yi reeskont penceresine erişimi olan dilenciler listesine eklemek amacıyla olağanüstü ve zorlayıcı koşulları yardıma çağırdı. Bakan Paulson ise Meclis ve Senato'dan bu iki kuruma sermaye enjekte etme yetkisi istedi. İki haftalık bir siyasi çekişmenin ardından Kongre kabul etti. Hükümet bu yetkiyi Eylülde yürürlüğe soktu ve Freddie ile Fannie'yi vesayeti altına alarak yükümlülüklerini garanti etti. Konut ipoteği devleri, fiilen kamulaştırıldı.

Katı serbest piyasa savunucularının çoğu muhtemelen başka türlüşünü arzu edecek olsa da, Freddie ve Fannie'nin iflasına göz yummak bir seçenek değildi. Yaklaşık beş trilyon dolarlık ödenmemiş ipotek destekli menkul değeri elinde tutan kurumlar olarak Freddie ve Fannie, büyüklük sırasında Bear Stearns'dan önde geliyordu. Yüksek risk faizli ipotek piyasasının çökmesiyle birlikte, bütün yeni ipotek kredilerinin tam olarak üçte ikisini satın almış ya da garanti vermiş durumdaydılar. Zaten sallantıda olan konut piyasasından, bu kurumların kepenk kapatmasının sonuçlarını kaldırmasını beklemek mümkün değildi.

Ama bu, Kongre ve yorumcuların bu hadiseden mutlu oldukları anlamına gelmiyordu. Paulson yasal destek sağlamak için çok ısrar etti ama partisi geri püskürtüldü. Kongre üyesi Cumhuriyetçiler, bu iki devlet destekli kurumun kurtarılması talebini, piyasanın serbest işleyişini bozmak olarak görerek büyük öfkeyle karşılamışlardı. Fed, Bear Stearns'a yardım etmesi için JPMorgan'a yardım ettiği için fena paylandı. Ama bütün bunlar yine de, şimdi Maliye Bakanlığı'na Freddie ve Fannie'yi kurtardığı için yağın eleştiriler yanında hiç kalırdı. Bu eleştiriler hiç kuşku yok ki, bir sonraki krize verilecek yanıtta kendi renklerini verecekti.

Bütün bunlar, Maliye ve Fed'in, sekiz hafta sonra Lehmen Brothers krizi patladığında bir açıklama yapmayı iple çektikleri izlenimi veriyor. Seçimlere sadece iki ay kala (bir kez daha krizlerle seçimlerin yakınlığına dikkat), kurtarma işlerinden kendilerinin de bıktığı konusunda politikacıları rahatlatmaya ihtiyaçları vardı.

Sonuç olarak, gerçekleşikten sonra kaçınılmaz görülen olaylara hazırlanmak için çok az şey yapıldı. Devler yetkilileri Lehman'ın içinde bulunduğu güç durumdan habersizmiş gibi de görünmüyordular. Bear Stearns'ın çöküşü,

Lehman'ın da önde gelen simgelerinden bir olduğu yatırım bankacılığı modelinin yaşayabilirliği konusunda soru işaretlerine neden olmuştu. Bear'ın içine düştüğü sıkıntıların duyulmasıyla birlikte Lehman'ın iflasına karşı sigorta satın alma maliyetleri de hızla yükseldi. Morgan Stanley'nin iflasına karşı sigorta maliyetleri de, daha az dramatik bir biçimde olsa da, bariz bir endişe hiyerarşisine işaret ederek aynı şekilde yükseldi. Paulson'ın telefon günlüğüne, Bear Stearns'ın Mart ayında kurtuluşuyla Lehman'ın Eylüldeki iflası arasında Lehman CEO'su Dick Fuld'la aylık 10 görüşme yapıldığı kaydedilmişti. Paulson, Lehman'ın sermaye artırımına gitmesi gerektiğinin altını çiziyordu. Fuld'sa bunu yapmanın zorluğuna dikkat çekerek, hiç lafı dolandırmadan şirketin Eylüldeki çeyrek dönem mali bilanço açıklamasını atlatması için, JPMorgan Chase gibi stratejik bir yatırımcıya olan ihtiyaca işaret ediyordu.

Öte yandan, tam da Lehman'ın yaşadığı sorunların gayet iyi biliniyor olması gerçeği, bu şirketin beraberinde finansal sistemi de götürmeden batabileceği düşüncesinin akla gelmesine neden oldu. Yatırımcıların risklerini sınırlamak, olmazsa hazırlanmak için zamanı vardı. Ya da, ABD Temsilciler Meclisi Mali Hizmetler Komisyonu'na daha sonra verdiği ifadeye bakılırsa, özellikle Başkan Bernanke böyle olduğuna inanıyordu: "Lehman'ın iflası risk arz ediyordu," diyerek bunun itiraf etti Bernanke. "Ama Lehman'ın yaşadığı sorunlar bir süredir herkes tarafından gayet iyi biliniyordu ve yatırımcılar –örneğin, kredi borcu takas sözleşmelerinden dolayı şirketin piyasaya olan borçlarını sigorta etmenin yüksek maliyetinin de kanıtladığı gibi,- iflasın kuvvetle muhtemel olduğunu net bir şekilde farketmişti. Bu nedenle de, yatırımcı ve tarafların gerekli önlemleri almaları için zamanları olduğuna hükmettik."²⁹

Ama sorun, bazı risklerin sınırlanamayacak kadar büyük oluşuydu. Lehman'ın iflasına karşı çok büyük miktarlarda sigorta satan American International Group'un (AIG) aldığı riskler böyleydi mesela. Ve bazı yatırımcılar, kendi zekalarıyla, o koşullar altında yapılacak en akıllıca şeyin sigorta masraflarına maruz kalmaktan kaçınmak olduğunu düşündü. Bir başka ifadeyle, Bear Stearns'ın kurtarılmış olması nedeniyle aynı uygulamanın Lehman Brothers'a da sunulacağını farzetme yönünde bir eğilim olması mümkündü.

Ama Lehman'ın sorunları daha derindi. Elinde konut ipoteki cinsinden daha fazla zehirli atık tutuyordu. Bear Stearns'den daha fazla borcu vardı, 660 milyar dolardan fazla.

Ve Lehman Brothers'ın, hiç işlevsiz değilse bile, daha az işlevsel bir yönetimi vardı. Jimmy Cayne'in zaafı hareketsiz kalmaktı; oysa Dick Fuld her ne pahasına olursa olsun bankasını toparlamaya çalışıyordu. Lehman'ın büyük müşterilerinden birinin torunu olan Fuld, şirkete 1969 yılında stajyer olarak girmişti. Atle-

tizme olan doğuştan yeteneği, savaşçı ruhu ve kaba saba ağzıyla çok kısa sürede başarılı bir tahvil alım satımcısı oldu. Sabit gelir deparmanının başına getirildi ve 1994'te, American Express'in bankasını elden çıkartmasıyla, CEO oldu. Fuld kendi firmasının JPMorgan Chase'in büyüklüğüne ve Goldman Sachs'ın ayrıcalıklarına sahip olmadığını bilincindeydi. Aşırı rekabetçi bir CEO olarak, bu kabul edilemez durumu düzelterek her türlü stratejiye mübah gözüyle baktı. Ve bu stratejiler olumsuz sonuç verdiğinde de Cayne'den farklı olarak Fuld bir kenara çekilme eğiliminde olmadı.

Tarihçiler dünyayı değiştiren olayları şahsiyetlere bağlamakta tereddüt ederler; Büyük Bunalımı buna rağmen Benjamin Strong'un zamansız ölümüne atfedilen Friedman ve Schwartz gibileri istisnadır. Ama Fuld'un kişiliği, diğer yatırım bankaları çoktan oyunun sona erdiğine hükmetmişken Lehman'ın neden saldırgan bir biçimde gayrimenkul piyasasına geçmeye devam ettiğini izah etmenin hiç tartışmasız bir parçasını oluşturur. Kore Development Bank'tan 2008 yazında gelen satın alım teklifini neden hiç düşünmeden geri çevirdiğini de açıklar bu.³⁰

Ve Fuld'un, 10 Eylüldeki bir konferans görüşmede Lehman'ın 3.9 milyar dolarlık devasa üçüncü çeyrek zararını önceden açıklarken, bankasının ticari ve konut emlağı pazarının risklerine olan zaafını gidermeye yönelik bir planı olduğunu söyleyerek piyasaların güvenini yeniden kazanabileceğine nasıl inanabildiğini de, kişilik özelliklerinden başka şekilde açıklamak mümkün değildir. Fuld'ın planının, şirketin gayrimenkul varlıklarını, talihsiz bir biçimde SpinCo isimli bir bilanço dışı firmaya aktarmaktan başka bir şey olmadığı sonradan ortaya çıktı (Spin kelimesi İngilizce'de, başkalarının yanısıra, patinaj yapmak, kaybettirmek, uydurmak anlamlarına gelir). Lehman yapamayacağına göre SpinCo'yu kimin finanse edeceği belirsizdi. Yatırımcılar, Spinco'nun bir patinaj olduğuna derhal hükmetti.

Fuld'ın söz konusu konferans görüşmesinin hafta sonu değil de Salı günü duyurulması da kötü talih, ya da kötü planlamaydı. Görüşme haberleri şirket hisselerinin yere çakılmasına yetti. Her zaman piyasaların dostu olan JPMorgan Chase, çok geçmeden, Lehman'dan kredi limitini korumak istiyorsa ilave bir nakit 5 milyar dolar koymasını talep etti. Bu miktar, her ne kadar repo piyasasına borçlanarak kumbarayı geçici olarak yeniden doldurabilecek olsa da, Fuld'ın elindeki toplam nakit tutardı. Birilerinin Lehman'ın teminatının sağlam olduğuna hâlâ inanıyor olması, kendi içinde dikkat çekici bir olguydu. Maliye Bakanlığı ve Fed'in bir çıkış yolu bulacağına yönelik sebatkar inancın varlığını sürdürüyor oluşuna dair güçlü bir kanıttır bu.

Bunu, Bank of America CEO'su Ken Lewis'in Jamie Dimon rolünü üstlendiği bir Bear Stearns performansı haftasonu tekrarı izledi. Ama Bank of America zaten, Ocak 2008'de gerçekleşen satın alımı Lewis'in önemli başarısı sayılan, sorunlu ipotek kreditorü Countrywide Financial'i hazmetme sorunu yaşıyordu.

(Dört yıl sonra, Bank of America'nın Countrywide'ı satın alması, University of North Carolina profesörü Tony Plath'ın geniş ölçüde paylaşılan sözleriyle 'Amerika finans tarihinin en kötü anlaşması' olarak görülecekti.³¹) Madem şimdi daha fazlasını yapacaktı, Lewis de on altı bin borsa aracısından (ya da Merrill'in tercih ettiği isimle 'güvenilir finans danışmanından') oluşan Gürleyen Sürüşü ve üç milyon komisyon hesabıyla Merrill Lynch'i ele geçirmeyi tercih etti ve 14 Eylülde de bunu gerçekleştirdi.³²

Konut ve ipotek piyasasında koşullar giderek kötüleşirken, Lehman'ın sorunlu emlak yatırımları Bear'sinkinden daha büyüktü. JPMorgan, hükümet yetkililerine Bear Stearns'ın 30 milyar dolarlık aktifini aldırmayı başarmıştı; Lewis ise Cuma günü Lehman için aynı miktarın 40 milyar dolara tekabül ettiğine işaret etti. Bir sonraki gün tahminini 70 milyar dolara çıkardı.

New York Fed'in 70 milyar dolarlık Lehman Brothers aktifini satın almayı, dolaylı yollardan kuşkusuz- düşünebilmesi için, bir kez daha Maliye Bakanlığı'nın teminatı gerekli olacaktı. Ama bu şimdi Paulson'ın sağlamayı reddettiği bir şeydi. Maliye bakanı daha önceki kurtarmalardan dolayı eleştiri oklarına hedef olmuştu. Bear Stearns olayını özel bir durum ve 'bir daha tekrarlamak niyetinde olmadıkları' bir örnek olduğunda ısrar ederek başından savuşturması kayda geçmişti.³³ Bir daha kolay kolay geri dönebileceği bir taahhüt değildi o.³⁴

Paulson'ın elini kolunu bağlayan bir başka olgu da, ipotek bağlantılı aktif varlıklar konusunda, ancak Ekimde Kongre'den geçen Sorunlu Aktif Varlıklar Yardım Programı sayesinde elde edeceği ucu açık bir satın alma yetkisinden yoksun oluşuydu. İlkbaharda satın alınan 30 milyar dolarlık Bear Stearns aktif varlığının, piyasalardaki likidite darlığı göz önünde bulundurulduğunda, tümüyle elden çıkarılması şu an için mümkün görünmüyorsa da, bunların eninde sonunda bir şeyler edeceğini düşünmek için sebepler vardı (ve yukarıda da not edildiği gibi, hükümet bunları sattığı anda kazançlı çıkacaktı.) Lehman Brothers'ın aktifleriye bunun tersine, tahsil edilemeyecek alacaklar olarak defterden silinecek türdendi. Paulson daha sonraları, Maliye Bakanı olarak vergi mükelleflerinin parasını riske atma yetkisine sahip olmadığını ileri sürdü.

Lehman'ın batmasına izin verme kararına yön veren faktör olmuş olabilirdi bu. Eğer öyleyse, tek başına 2008'in en önemli politik başarısızlığını yansıtıyordu. Denetçiler en azından Bear Stearns'ın Martaki kurtuluşundan beri Lehman'ı izlemekteydi.³⁵ Şirketin ipotek bağlantılı zararlarının biriktiğini ve bunun piyasadaki finans kaynaklarına erişimini kaybetme riski doğurduğunu biliyorlardı.³⁶ Borçlarını ödeyemeyen bir kuruluşa kredi açma yetkilerinin olmadığını da biliyorlardı ama aynı zamanda, yükümlülükleri uzunca bir süre dondurulacağı için onu iflasa mahkum etmenin bir facia olacağının da farkındaydılar. Yine de, Maliye Bakanlığı'na Lehman'ı Bear'dan sonraki altı aya yayarak düzenli bir şekilde tasfiye etme yetkisi vermek için hiçbir şey yapılmadı.

Bu, kısmen de bir tahayyül gücü başarısızlığı –Bear’ın birkaç katı büyüklüğündeki bir kuruluşun gerçekten de duvara toslayabileceğine inanmak istememenin bir sonucuydu. Kısmen bir politik problemdi: Büyük finans kurumlarının kurtarılmasına yönelik popülist muhalefet bir veriyken, Kongre, ekonomi için, nihayet Ekimde gerçekleştiği gibi uçurumdan düşmek dışında bir seçenek kalmayınca ya da Maliye’ye ilave yetkiler verme konusunda isteksizdi. 1932’de Yeniden İnşa Finans Kurumu da benzer şekilde borcunu ödeyemeyen finansal kuruluşlara sermaye enjekte etme yetkisinden yoksundu ve bu nedenle de krizin yayılmasını önleme girişimleri sınırlı kalmıştı. Kongre ancak ABD tarihinin en büyük mali krizi 1933’te vurduğu zaman nihayet Acil Bankacılık Yasası’nı çıkarabilmiş ve bu sıkıntı giderilmişti. Bernanke gibi Büyük Bunalım üzerine çalışmış bilim adamları bu geçmişten haberdarsa da, bu farkındalık olayların o günkü akışını değiştirmemişti.

Maliye ve Fed’e borçlarını ödeyemeyen bir yatırım bankasına el koymak ya da sermaye artırımına zorlamak için gerekli yetkiyi verme –ya da vermeme- kararı ancak Kongre tarafından alınabilirdi. Krize verilecek yanıt, bir kez daha, soğukkanlı bir ekonomik ya da tarihsel mantıktan çok politik ihtiraslar biçim verdi. Maliye zaten bir kez Kongre’den Freddie Mac ve Fannie Mae’nin kurtarılması için yetki isteyerek bu hakkını kullanmıştı ve Kongre bu türden bir başka talebi müzakere etmeye bile açık bir biçimde isteksizdi. Söz konusu kararların bir seçim yılında veriliyor olması işleri daha da karmaşık bir hale getiriyordu. Böyle bir sahne içinde, hükümet tarafında da ilave yetkiler talep etmek için 2008 yazında Kongre’ye gitme isteği kalmadı.³⁷

Bu durumda, Bank of America’nın elindeki sorunlu Lehman aktiflerini alacak bir bankalar konsorsiyumu toplamak dışında bir seçenek kalmadı. New York Fed yetkilileri ve personeli, Lehman haftasonuna günler kala bir zorunlu plan geliştirmek için çabaladı. Ama Lehman aktiflerinin birer zehirli atık olduğu ortadayken, diğer bankaların kendi üstlerine düşeni yapıp yapmayacakları hiçbir şekilde belli değildi. New York Fed, 1998’de, sorunlu serbest yatırım fonu Long-Term Capital Management’e acil likidite desteği sağlamak için bir finans kurumları konsorsiyumu toplamayı başarmıştı. Bear Stearns’ın katılmayı reddettiği o ünlü konsorsiyomdu bu. Yine de o deneyim bir model sunuyordu.

Ama LTCM, Bear gibi, likit olmayan teminatlara rağmen, iyi durumdaydı. Lehman’sa bambaşka bir hikayeydi. Bir yorum, Paulson ve mesai arkadaşlarının özel sektör çözümünü tercih ederek Lehman Brothers’ın iflas bayrağını çekmesini zımnen kabul etmiş olduğudur ve borçlarının ödeyemeyen bir kuruluşu su yüzünde tutmak hükümetin görevi olmadığı sürece mantıken ileri sürülmesi uygun bir yorumdur bu. Daha makul bir çıkarım ise, Lehman bilançosunun ne kadar sorunlu olduğunu hafta sonuna kadar hiç kimsenin –ne Lewis’in, ne Paulson’ın ve ne de kesinlikle SEC’in-, bilmemesidir. Özel sektör çözümünün

çok geç kalınmadan uygulanabilirliğine inanıyorlardı. Hoover'ın, 1931'de, bir çok banka açısından sorunun sadece bir likidite sorunu değil bir borç ödeme sorunu olduğunu fark etmeden, krize bir özel sektör çözümü getirmeye çalışmasına benziyordu durum.

Ama eğer başarısızlığın açıklaması buysa, o halde ortada bankanın, denetçilerinin ve ilgili tarafların gerekli özeni ile ilgili bir arıza var demektir. Maliye'nin, Fed'in ve Kongre'nin en kötüsüne hazır olma konusundaki arızası söz konusu demektir. Sistemin bir arızası var demektir.

Paulson ve arkadaşları son bir çabıyla Lehman'ın Barclays'e, böyle bir anlaşmaya ilgisini ifade etmiş olan bu büyük İngiliz bankasına satışı için aracılık yapmayı denedi. Ama bunu bir hafta içinde tamamına erdirmeye ihtimali her zaman için çok uzaktı. ABD ölçütlerine göre bile büyük olan Lehman, Britanya mali sistemi standartlarına göre çok çok daha büyüktü. Bu durum müstakbel alıcının hızını kesti doğal olarak. Barclays'in kökeni on yedinci yüzyıldaki altın bankacılığına kadar izlenebilirdi. Üç yüz yılı aşkın bir süredir ayakta kalmasını sonucu belli olmayan girişimlerden uzak durmaya borçluydu. Banka ve denetçisi, Mali Hizmetler Kurumu'nun (Financial Service Authority: FSA) defterleri incelemek için zamana ihtiyacı vardı. Üstelik ortada, Barclays'in de, Bear Stearns vakasındaki JPMorgan gibi, sırf sorunlu bankayı ayakta tutmak için daha satış işlemi bile hissedar oylarıyla sonuçlanmadan önce, Lehman'ın satın alımını garanti etmesi gibi can sıkıcı bir zorunluluk vardı. Barclays, bu yetmiyormuş gibi, bir diğer potansiyel talip Bank of America'nın çekip gitmeyi tercih ettiğinden de haberdardı.

Pazar günü FSA, bu evliliği kutsamaya hiç de niyeti olmadığını açıklığa kavuşturdu. Lehman'ın kaderi belli olmuştu. Barclays anlaşmasının peşinde koşulması bile ABD'li politika yapıcılarının sürüklendiği umutsuzluğunu kanıtlıydı.

Maliye ve Fed'in Lehman Brothers'a bir alıcı bulmak için çalışmakta oldukları bir sır değildi ve Bear Stearns örneği de bunu başarabilecekleri yönünde biraz olsun güven vermişti. Yani Lehman'ın iflası beklenmiyordu. Sonuç kaotik oldu. Yetkililerin inkar etmesiyle Lehman'ın iflas davası Pazarı Pazartesine bağlayan gece saat 1:45'e kadar geciktirildi. Asya piyasaları çoktan açılmıştı ve hüküm hızlı verildi. Singapur'da piyasa yüzde 2,9'luk bir çöküş yaşadı, bu rakam Tayvan'da yüzde 4,1, Hindistan'da yüzde 5,4 oldu.³⁹

Paulson nihayet Beyaz Saray basın salonuna girip de bunun dünyanın sonu olmadığı konusunda toplananlara güvence verdiğinde olayın üzerinden on iki saat geçmişti. Dinleyicileri ikna olmadı. 613 milyar dolarlık borcuyla Lehman ABD tarihinin en büyük çaplı iflasıydı. Dow, 504 puan, ya da yüzde 5 (11 Eylül 2001'den sonraki ilk işlem gününden beri yaşanan en büyük düşüş) oranında

düştü. 15 Eylül 2008 Pazartesi, günü yüzde 10'u aşan bir düşüşle kapatan S&P 500 için yaşanmış en kötü gün oldu.⁴⁰

Ve eğer Lehman'ın müşteri hesapları güvenli değilse, kim aynı şeyin Goldman Sachs ve Morgan Stanley için de doğru olmayabileceğini söyleyebilirdi ki? Serbest yatırım fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve üniversite vakıfları hep birlikte bu bir zamanların zaptedilemez firmalarından paralarını çekmek için hücum etti. Sırada kimin olduğunun bilinmediği bir ortamda her türlü kredi verme isteği buharlaştı. Ticari senet piyasası, bankalararası gecelik işlemler sıkı sıkı kapandı.

Gölge bankacılık sisteminden tam anlamıyla bir mevduat kaçıışı söz konusuydu. Söz konusu kuruluşlar bankalar değil de asli aracı kurumlar olduğundan 100 bin dolarlık mevduat sigortası da söz konusu değildi. Bütün güven buraya kadardı. ABD yetkilileri ve onların yabancı meslektaşlarının karmakarışık uyarılarından sağ çıkamamıştı.

NOTLAR

1. Gorton ve Metrick (2012), sf.14. Reserve Primary Fund'ın kökenleri Bölüm 4'te tartışıldı. Firmanın sıkıntılarına bu bölümde daha sonra geri dönüyorum.
2. Sözü edilen AAA ya da AA notlarının ülke çapında tanınmış en az iki derecelendirme kuruluşu tarafından verilmiş olması gerekliydi. Fonların ayrıca aktiflerinin yüzde 5'inden fazlasını tek bir ihraççının menkullerinde tutması da yasaklanmıştı.
3. Bkz. Gorton ve Metrick (2012), sf.13 ve McCabe (2010), sf.28-29.
4. Bkz. Bölüm 9
5. Bkz. örneğin, Clarke (1967).
6. Bu takaslara başlarda 24 milyar dolar gibi mütevazı bir üst sınır getirilmişti ama kısa sürede bu tavanı deldiler ve başka merkez bankalarına da yayıldılar.
7. Bu eleştiri daha sonra geldi, Paul (2008).
8. Bkz. Bullard (2013). Bununla birlikte Merkez Bankası Başkanlar Kurulu üyelerinin, Bear Stearns krizinden sonraki Nisan'da, ekonomik durgunluk gerçeğini kabul ederek öngörülerini nihayet negatife çevirmiş olmaları dikkat çekicidir.
9. FOMC, 5 Ağustos 2008 Toplantısı deşifre metni sf. 67. Board of Governors of Federal Reserve System (2014), sf. 67.
10. Alıntı bir kez daha St. Louis Fed Başkanı James Bullard'dan, her ne kadar bu konuda hiç de yalnız olmasa da (Board of Governors of Federal Reserve System (2014), sf. 35).
11. Bkz. New York Fed Başkanı Timothy Geithner (2014), sf. 143-44.
12. Bu alıntı ve aktarmalar FOMC'un 29-30 Nisan toplantı tutanaklarından.
13. Ayrıca bazı yazarlar (örneğin Sahm, Shapiro ve Slemrod 2009), hane halkı tarafından kullanılan indirim çeklerinin üst sınırının muhtemelen yüzde 50 olduğunu ileri sürer.
14. Bkz. Bölüm 8.
15. Stephens, Berkeley, California Üniversitesi'nin kıdemli tarih profesörü ve bilim ve sanat akademisinin dekanıydı. Bkz. Stephens (1916).
16. Mevsimsel olarak uyarlanmış rakamlara atıfta bulunuluyor.
17. Sözü edilen kayma Mart başına aittir -yani, Bear Stearns'ın kurtarılmasından önce.
18. Wessel (2009), sf. 159.
19. Paulson (2010), sf. 95-96; Financial Inquiry Commission (2011), sf. 283.
20. Söz konusu piyasa, üç taraflı repo piyasası olarak bilinir. Repo, yani geri alım sözleşmesi, taraflardan birinin bir diğerine daha sonra geri satın alacağına dair bir anlaşmayla menkul satmasıdır. Başlangıç satışındaki düşük fiyatla geri alım sırasındaki daha yüksek fiyat arasındaki fark, başlangıçtaki alıcının satıcıya likidite sağlaması karşılığında elde ettiği faiz geliridir. Üç taraflı repoda ise, alıcı ile satıcı arasında arabulucu olarak işlev gören bir gözetmen vardır. JPMorgan Chase'in Bear Sterans için üstlendiği rol buydu.
21. Bkz. Fetting (2002).
22. Paulson (2010), sf. 100-104.
23. Sonuçta Paulson Maliye'nin Kongre onayı olmadan Fed'in zararını ödeme yetkisi olmadığını anladı ve bunun yerine açık garanti olarak şahsi mektubunu kullandı. Bkz. Geithner (2014), sf. 156.

24. Bear Stearns'in işlerine kefil olmuş olan JPMorgan, ayrıca mümkün olan en kısa zamanda kontrolü ele geçirmek istiyordu. Öfkeli hissedarlarla uzun bir savaşa tahammülü yoktu.
25. Ve ayrıca, JPMorgan Chase'in Bear Stearns'in iflasına karşı azımsanmayacak miktarda koruma sigortası satmış olduğu gerçeği vardı ortada. Bear Stearns'in satın alınması sonrasında, bu sözleşmelerin de ödenmek zorunda olduğu ortaya çıktı.
26. JPMorgan Chase (2009), sf. 9.
27. Alıntı, Reuters'den (2012).
28. Bkz. Bölüm 10.
29. Alıntı, Bernanke'den (2008).
30. Benzer şekilde bu da, Ful'dun kendisinin de dahil olmak üzere var olan sermayedarların payını küçültecek olan yeni sermaye tedariği konusunda neden isteksiz olduğunu izah etmeye yardım eder.
31. Plath'in bu sözlerini aktaran, Wall Street Journal, 1 Haziran 2012, online.wsj.com, 3:52 pm güncelleme.
32. Bank of America'nın Merrill Lynch'e satışıyla ilgili detaylar için, Farrell (2010). İlk eldeki sonuç, mağrur ana şirket hesabına, Ocak 2009'da ilan edilen ve Bank of America'nın aşağıda anlatılan ikinci kez kurtarılmasına büyük ölçüde zemin hazırlayan 22 milyar dolarlık ilave zarar oldu.
33. Suskind (2011), sf. 43, vurgular orijinal esere aittir.
34. Sonuçta, Paulson'ın sergilemekle ünlü olduğu bir pragmatizm gösterisini daha sunmaya hâlâ hazır olma ihtimali vardı. Bank of America anlaşmasına katkıda bulunmaya istekli ama deneyimli bir müzakereci olarak fazla ödemede bulunmaya isteksiz olabilirdi. O an için ayak diremek pazarlık gücünü artırmanın bir yoluydu. Ama kurmayları onun düşüncesini hükümet yardımının ancak onun cesedini çiğneyerek yapılabileceği şeklinde basına yansıttınca, bakan köşeye sıkıştı; Wessel (2009), sf. 15. Paulson entelektüel anlamda esnek biri olabilirdi ama son noktayı koyduktan hemen sonra dönüp lafını yiyen biri olarak da görülemezdi. Krizin orta yerinde, o lafın kendisine mi yoksa kurmaylarına mı ait olduğunun bir önemi yoktu.
35. Bir gösterge, FOMC Haziran toplantısının deşifre metnidir (Board of Governors 2014, sf.4).
36. Financial Crisis Inquiry Commission (2011), sf. 325-30.
37. Bernanke ve Paulson, Barney Frank'le bir toplantıda genişletilmiş bir karar yetkisi ihtiyacına işaret etti ama Capitol Hill'de bu meseleye el atma konusunda hiç istek yoktu (Geithner 2014, sf. 164).
38. Daha Lehman'ın iflası söz konusu olduğu anda, Barclays hemen harekete geçip şirketin Kuzey Amerika'daki yatırım bankacılığı işlerini, şimdi olduğu gibi zehirli menkuller portföyünü de sindirme mecburiyeti olmaksızın satın alabilirdi.
39. Japonya, Hong Kong ve Güney Kore piyasaları tatil nedeniyle kapalıydı.
40. Lehman'ın Birleşik Krallık'taki iflasını yöneten kayyımın buna yanıtı, bankanın Britanya'daki faaliyetleri karşılığında tutulan teminatı hemen dondurarak bu fonların ülke dışına kaçmasını engellemek gibi pek de yardımcı olmayan bir tutum oldu. Sonuçta, Lehman'ın Londra şubesi tarafından alım satımı yapılan serbest yatırım fonları ve diğerleri, paralarını geri aldı. Ama hemen değil. Aynı zamanda likidite tedariği için diğer aktifleri satmak zorundaydılar ki, bu da diğer yatırımcılara ilave problemler yarattı.

İşlerin bundan daha kötüye gidebileceğini hayal etmek zordu. Ama AIG’le birlikte daha da kötüye gitti.

AIG’in öyküsü bu olağanüstü hikayenin daha da olağanüstü bölümlerinden biridir. Aslen American Asiatic Underwrites olarak bilinen firma 1919’da bir Kuzey California yerlisi, dondurmacı ve Amerikan hükümetine çalışan bir gizli ajan Cornelius Vander Starr tarafından 1919’da kuruldu. Starr’ın Asya’yla tanışması, Pasific Mail Steamship Company’le yaptığı bir iş üzerinden gerçekleşti. Bölgeye olan ilgisi artan Starr, henüz yirmi yedi yaşındayken, Şanghay’da yaşayan Çinliler’e sigorta satan ilk Batılı oldu. (1914’ten önce Avustralyalı göçmenlere sigorta satan Clarence Hatry’yle benzerlikler). Çin nakliye gemilerini şimdi artık Endonezya’ya ait olan kıyıların açıklarındaki yağmacı korsanların verebileceği zararlara karşı sigortaladı. Çin ve Filipinler’deki fabrikalara yangın sigortası sattı.

II. Dünya Savaşı sırasında ABD Stratejik Hizmetler Bürosu (Office of Strategic Services: OSS) şefi Wild Bill Donovan’ın Uzak Doğu’daki düşman güçlerin elindekiler hakkında istihbarat toplamak için Starr’ın çalışanlarını kullanması fazla zaman almadı. Starr, ABD’nin savaşa girmesinin ardından, yani 1942’den başlayarak gizli operasyonları kişisel kontrolüne aldı. Donovan’ın gelecek vadedilen bombardıman hedeflerini tayin etmek için American Asiatic’in ticari emlak sigorta kayıtlarını kullanmasına yardım etti. Starr daha sonra da, çalışanları OSS’nin ajanları olarak hareket eden iki paravan şirket, Metropolitan Motors Overseas Incorporated’i ve *Shanghy Evening Post and Mercury*’nin New York edisyonunu kurdu¹

Pekin ve Şanghay’ın komünist güçler tarafından 1949’da işgal edilmesinden sonra, Sterr genel merkezini New York’a taşıdı. Kendisinden sonra gelen kararlı, güçlü bir iradeye sahip Maurice (“Hank”) Greenberg’in yönetimi altında

American International Group adını alan şirket, büyüyerek dünyanın en büyük ticari ve endüstriyel sigorta yüklenicisi haline geldi. Ailelere seyahat ve hayat sigortaları sundu ve her on Amerikalı'dan birinin emeklilik planını düzenledi. Lehman Brothers 600 milyar dolarlık bir borç yaparken, AIG'in yükümlülükleri trilyonlara koşuyordu.

Ama görünüşe bakılırsa AIG içinde birileri, şirketin ticari ve endüstriyel sigortacılıktaki tecrübesinin teminatlı borç senetlerindeki (collateralized debt obligations: CDO) ödeme aksaklıklarına karşı da sigorta satmaya yeteceğine inanıyordu. Şirketin borsada kısa süreli alım satım yapan kolu AIG Financial Products, 1990'lı yıllarda CDO'lara özel sigorta yazma işine kayan ilk atelye oldu. Sözü edilne sigorta sözleşmeleri, kredi borcu takas sözleşmeleri (credit default swaps: CDS), AIG Financial Products'ın geniş çaplı işbirliği yağıtığı JPMorgan'da keşfedilmişti.² JPMorgan'daki çılgın bilimci, Dr. Frankenstein'dan farklı olarak, yarattığı canavarın zincirlerini koparabileceğini anlamış görünüyordu ve en ufak bir kısıtlama bile olmaksızın CDO ve CDS'ler yazmaya başladı. Sadece birinci sınıf menkul değerler üzerine değil ama yüksek risk faizli ipotek kredileriyle desteklenen CDO'lara da sigorta yazan AIG Financial Products da ondan geri kalmadı. 2008 ortalarına gelindiğinde, bu birimin imzaladığı sigorta 500 milyar dolar gibi, bağlı olduğu ana şirketi tehlikeye atmaya yetebilecek olağanüstü bir rakama ulaştı.

AIG Financial Products'ın başında, daha önce çürük tahvil işinin öncülüğünü yapmış olan Drexel Burnham Lambert'te çalışmış Joseph Cassano vardı. Cassano'nun dört yüz çalışanın yıllık ortalama ödenekleri 1 milyon doları aşıyordu.³ Maaş ve ikramiyeler şirketin toplam gelirlerinin üçte biri tutarındaydı. AIG'in ticari, endüstriyel ve hayat sigortası piyasalarındaki baskın konumu, bu biriminine de yüksek bir kredi notu sağlıyor, dolayısıyla da altına imza attığı CDO sigortalarını desteklemek üzere bir teminat bulundurma yükümlülüğünden de kurtarıyordu. AIG'in AAA kredi notuna sahip olmayan ve sonuçta daha fazla teminat bulundurmak zorunda kalan diğer finans kuruluşları, CDO sigortası sunmak için daha fazla maliyete katlanıyordu. AIG Financial Products böylece bu piyasanın hakim oyuncusu haline geldi.

Sonuçta Financial Products ABD konut piyasasında yüksek kaldıraçlı bir pozisyon fazlasına sahip oldu. Denetçiler bir yana, ana şirketin buna nasıl göz yumduğunun izaha ihtiyacı var. Bunu kısmen açıklayan olgulardan biri, teminatlı borç senetlerinin, her ne kadar sözü edilen enstrümanlar aslında tümüyle farklı olsalar da, şirketin uzun süredir piyasaya sunmakta olduğu türden bir başka sigorta formu kadar kolay bir biçimde AIG yönetimine satılabileceğiydi. Riskten duyduğu nefret kimi zaman 'sosyopatik' olarak tarif edilen Hank Greenberg aradaki farkı muhtemelen anlardı ama o da 2005'deki bir muhasebe skandalı üzerine istifa etmek zorunda kalmıştı.⁴ Bir görev devri planlamasının yokluğun-

da ardından gelenler görev sırası kısa ömürlü, etkileyici olmaktan uzak bir dizi CEO oldu. AIG Financial Products'ın ana şirketi uygulamalarını sorgulamaktan alıkoyan bir kâr merkezi olması bir diğer izah tarzı olabilir. Yine, Cassano'nun ketum birisi olması da kısmen açıklayıcı olabilir –üstlendiği taahhütler konusunu şirket üst yönetimiyle paylaşmayı bile reddetti, o efsanevi mizacı ve biriminin kârları nedeniyle yanına kâr kalan bir şeydi bu.

AIG Financial Products, AIG operasyonlarını denetleyen New York Eyalet Sigorta Dairesi'nin ve ABD finans sisteminin görünüşteki kahyası Federal Reserve System'in hakimiyet alanından uzak kalabildiği Londra'dan yönetiliyordu. Alım satım işlemlerini bir Fransız bankası üzerinden kayda geçiriyor ve türev sigortaları da yüksek faiz riskli ipotek kredileriyle bağlantılı ürünlerle yüklü Avrupa bankalarına satıyordu. CDS sigortası Avrupa bankalarına yüksek faiz riskli ipotek kredisıyla bağlantılı yatırımları karşılığında elde tutmaları gereken sermayeyi azaltma olnağı sağlıyordu. Bankalar da böylece bilançolarını şişirip ilave riskler alabiliyorlardı. Greenberg'den sonra gelen CEO'lardan biri olan Edward Liddy, Beyaz Saray Finansal Hizmetler Sermaye Piyasası Alt Komitesi'ne 2009'da verdiği ifadede, büyüleyici bir ifade kullanarak bu uygulamaya 'bilanço kirası' olarak atıfta bulundu.⁵

Avrupa'dan bakıldığında ise, AIG Financial Products bir sigorta şirketinden çok yüksek derecede borçlanmış bir banka gibi görünüyordu; yani hiç kuşkusuz tam olarak neyse o. Avrupalı yetkililer de akla uygun bir şekilde onu bir banka düzenlemesine bağlamak üzere harekete geçti. Ama ne yazık ki kimin ya da nerenin düzenlemesine bağlı kılacaklarını belirleyemediler.⁶ AIG birimi bir tasarruf ve kredi kurumu olan American General Bank'ın satın alımına hazırlanınca kendisini Tasarruf Denetim Bürosu'nun (Office of Thrift Supervision: OTS) nezaretine (sözcüğün kesinlikten uzak anlamıyla) konu etmiş oldu.

OTS, S&L krizine yanıt olarak 1989'da kurulmuş özellikle talihsiz bir kurumdur. Tasarruftan en temel, en standart ipotek kredilerini anlayan OTS'nin türev enstrümanlar üzerinde hiçbir ehliyeti yoktu. Denetleyicinin sorumluluğu AIG'in tasarrufla ilgili bağlı kuruluşlarıyla sınırlıydı ve bu büyük firmanın faaliyetlerine sadece bu ışık altında bakıldı. Müfettişlerin ziyareti Financial Products'ın Connecticut'taki ikinci dereceden şubesiyle sınırlı kaldı. Financial Products'ın sadece bir yıl içinde kredi bağlantılı gelirlerini dört kat artırmış olması, OTS'nin 2006 kayıtlarında yer almış olmasına rağmen, düzeltici bir girişim şöyle dursun, daha detaylı bir yoruma bile tabi tutulmadı. ABD'nin müzeli denetim sisteminin sonuçlarını özetleyen bir şey varsa, o da buydu.

Konut piyasasının alt üst oluşuyla birlikte AIG Financial Products da giderek artan zararlara uğradı. Ama sorun sadece konut piyasasındaki düşüşten ibaret değildi; ilave olarak, Financial Products tarafından satılan sigorta sözleşmelerindeki tetikleyiciler de ana şirketi şayet AIG kredi notunun tek A'ya düşürülmesini

istemiyorsa ek teminatlar göstermeye mecbur bıraktı. Cassano'nun ketum operasyon yürütme tarzının bir sonucu olarak bu şartların varlığı şirket içinde bile az sayıda kişi tarafından biliniyordu. Bu sıkıntılar 15 Eylül Pazartesi günü öğleden sonra, Lehman Brothers'ın iflasının ardından, Moody's ve Standart&Poors bir kez daha oyuna geç girerek AIG'in kredi notunu düşürünce gün ışığına çıktı. Ertesi gün daha da telaş uyandırıcı haberler geldi. Amerika'nın en saygın para piyasası yatırım ortaklığı Reserve Primary Fund'ın portföyünde, Temmuz finansal raporlarında davul zurna çalarak gururla ilan ettiği gibi, yaklaşık 785 milyon dolarlık Lehman Brothers senedi vardı. Şirketin yetmişlerine merdiven dayamış kurucu ortağı ve yöneticisi Bruce Bent St. de, Lehman Brothers'ın iflasını, karısıyla tanışmasının ellinci yılını kutlamak için çıktığı İtalya tatilinde havaalanındaki bir gazete bayiiinde gözüne ilişen bir gazete manşetinden öğrendi.

Lehman iflasını izleyen yirmi dört saat içinde, Bent'in hissedarlarının neredeyse yarısı hisselerinin ödenmesini talep etmişti. Piyasaların moralsiz hali düşünüldüğünde, fonun diğer yatırımlarını satarak kolayca karşılayabileceği bir talep değildi bu. 2007'de, anımsayalım, sıkıntıya düşen başka serbest yatırım fonları kendi fon aileleri ya da ana şirket yatırım bankaları tarafından kurtarılmıştı.⁷ Ama 62 milyar dolarlık Primary Fund, öyle cebi uzun bir yatırım bankası patronundan yoksundu ve hiçbir belirgin seçeneği de yoktu. Yeteri kadar telaşlanan Bent, oğlu Bruce Bent II'ye New York Fed Başkanı Geithner ile temasa geçmesi talimatını verdi. Geithner başka işlerle meşguldü ve oğul Bent mesaj bıraktı.

Bentler önce alım satım işlerini yürüttükleri bankalardan bir 100 milyon dolar toplama girişiminde bulundu ama başarısız oldular. Ardından sıkıntıdaki fonlarını satın alacak bir alıcı peşine düştüler ama yine başarısız oldular. Geriye kalan tek seçenek, ödemeleri durdurmak ve hisse fiyatlarının düşmesine izin vermektir.⁸ Reserve Primary Fund, beklenen açıklamayı yaparak 1 dolarlık hisselerin değerini 97 cente indirdiğini ilan etti. Duyuruda ayrıca, gelecek ödeme taleplerinin ancak yedi gün sonra değerlendirileceği de bildirildi.

Bent St. daha aylar öncesinden hissedarlarını uyarmıştı: "Ne yazık ki bir dizi para piyasası fonu ve onları seçen bir dizi yatırımcı, birkaç fazladan baz puan peşinde çılgınca koşarken, bir para piyasası fonunun amacına ve bu fonlara yol gösteren basit kurallara gözlerini kapamış bulunmaktadır. Bir para piyasası fonuna emanet edilmiş nakit, sizin ne olursa olsun orada bulmayı bekleyerek ayırmış olduğunuz kaynağınızdır."⁹ Tasarruf sahiplerinin haberlere tepkisi buna rağmen iyi olmadı ve ayrılmak için hücum ettiler. Para piyasası fonlarının yaşadığı en büyük mevduat kaçıışı, Lehman'la geniş çaplı etkileşim halinde olan Morgan Stanley ve Goldman Sachs gibi kurumlardan geldi. Para piyasası fonları büyük şirketlerin sürdüğü aktif varlık destekli ticari senetlerin ana alıcısı olduğundan, şimdi yaşam belirtilerinin son ışıkları ticari senet piyasasında titreyordu.

Yatırım fonu endüstrisinin savunucuları daha sonraları bunun bir aşırı tepki olduğunu ileri sürdü. Lehman Brothers senetleri Reserve Primary Fund'un yatırım portföyünün sadece yüzde 1'i tutarındaydı. Fonun hissedarları sonuçta yatırımlarının yüzde 99'undan fazlasını kurtarmıştı. Ama o aynı hissedarlar Primary Fund'ın Lehman'ın risklerine açık tek para piyasası fonu olmadığından ve daha da önemlisi, Lehman'ın türünün tek örneği olmadığından kuşkulandı. Primary Fund'ın içine düştüğü kötü durum onlara para piyasası fonlarının ellerinde hiç sermaye tutmadıklarını ve sigortalı olmadıklarını hatırlattı. Diğer para piyasası yatırım ortaklıklarının da benzer şekilde hisselerini 1 doların altına düşürmeye mecbur kalacak kadar büyük kayıplar yaşadığı ama Reserve Fund'ın sahip olmadığı bir konfordan yararlanarak bağlı bulundukları ana şirketler tarafından bir kez daha kurtarıldıkları için buna yapmaktan kaçındıkları ise daha sonra ortaya çıktı.¹⁰

Para piyasası yatırım ortaklıkları 1970'li yılların başında, faiz oranları 1933'te benimsenen Regulation Q tavanı tarafından sınırlanan banka hesaplarına alternatif olarak gelişti.¹¹ Reugulation Q'nün 1980'lerin ortalarında feshedilmesiyle çok geçmeden varlık nedenlerini yitirdiler. Ama bu bir gecede sessiz sedasız sönüp gidecekleri anlamına gelmiyordu. Sermaye Piyasası Kurulu'nun onları da bankalar gibi bir sermaye tamponu bulundurmaya mecbur bırakma konusundaki başarısızlığı, bu fonlara kullanım değerlerini yaşatma fırsatı sağlayan örtük bir destek oldu; feci sonuçlara yol açarak.

Bu, Eylülün üçüncü haftası, krizin en tehlikeli noktasına ulaştığı andı. Bireysel yatırımcıların para piyasası yatırım ortaklıklarından, kurumsal yatırımcıların da bu ortaklıkların bağlı olduğu ana yatırım bankalarından mevduat kaçıışı, gölge bankacılık sistemini girdabın içine çekti. Karşı taraf riskinden (counterparty risk) ödü kopmuş bankalar kredi vermeyi reddetti. General Electric gibi en saygın firmalar bile borç alamadı.

Umutsuz koşullar umutsuz önlemlerin fitilini ateşledi; Maliye Bakanlığı para piyasası yatırım ortaklıklarının yükümlülüklerini geçici olarak garanti ettiğini duyurdu. Böyle garantiler iyiydi, hoşdu ama desteklenmeleri koşuluyla inandırıcı olabilirdi. Bu amaçla Paulson'a, Büyük Bunalım'dan kalan bir başka miras, Döviz Kuru İstikrar Fonu'nu (Exchange Stabilization Fund: ESF) kullanma yetkisi verildi. ESF 1934'te, ABD'nin altın standartını terk etmesinin ardından doları istikrara kavuşturmak amacıyla oluşturulmuştu. Şimdi bu 50 milyar dolarlık çanak, yatırımcılara para piyasası yatırım ortaklıklarında bir daha 1 doların altına düşme yaşanmayacağı- yani, eğer para piyasası yatırım ortaklıkları kendilerine bir dolar karşısında yüz cent veremezse ESF'nin vereceği konusunda güvence vermek için kullanılıyordu.¹²

Bu garanti mühim bir açıklamaydı ama işin aslı, 50 milyar doların 3 trilyon dolarlık ödenmemiş para piyasası hissesine kıyasla devede kulak kalacağıydı. Fed, bir kez daha, bu problemin üstesinden gelecek kadar derin bir cebi olan tek kurum olarak ortaya çıktı. Ama merkez bankasının olağandışı ve zorlayıcı koşullar altında bile varlık destekli ticari senetleri doğrudan para piyasası fonlarından satın alıp onlara karşılığında nakit sağlama yetkisi yoktu. Bu sorunun etrafından dolanıldı ve dolaşık isimli Varlığa Dayalı Ticari Senetler Para Piyasası Yatırım Ortaklıkları Likidite Kredisi (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) ya da kısaca AMLF, devreye girdi. Fed, AMLF üzerinden, para piyasası yatırım ortaklıklarının yatırımlarını tutan ve alım satım işlemlerini gerçekleştiren iki yeddiemin kurum State Street ve JPMorgan'a kredi verdi. Ardından State Street ve JPMorgan yatırım fonlarından ticari senet satın aldı ve onlara hissedarlarının ödemelerini karşılamak için gerekli nakiti sağladı. Sonuçta Fed, iki banka ve bir avuç daha küçük yeddi emin tarafından yapılan 200 milyar dolardan fazla ticari senet alımını finanse etmiş oldu.

Para piyasası hisselerinin istikrara kavuşturulması ve mevduat sigortası sınırının 100 bin dolardan 250 bin dolara çıkarılması popüler adımlardı çünkü küçük tasarruf sahiplerinin endişesini gidermeye yönelikti. Büyük finans kurumlarının yararına olacak diğer önlemler ise daha tartışmalı oldu. Tartışmalar, Fed'in menkul kıymet piyasasına müdahale yetkisi konusunda yasal sınırların etrafından dolaşan ve State Street ile JPMorgan'ın, sonradan ortaya çıktığı üzere, sayesinde hatırı sayılır paralar kazandığı AMLF'ye kadar uzandı.¹³

Fed'in 16 Eylül Salı günü AIG'i kurtarmak için devreye girmesi de bunun ibretlik bir örneğiydi. Fed ilk önceleri üzerinde hiç bir denetim yetkisine sahip olmadığı bir sigorta şirketine yardım etmekte duraksadı. Olağandışı ve zorlayıcı koşullar Bear Stearns gibi bir yatırım bankasına kredi verme imkanı sağlayabilirdi ama bir sigorta şirketine kredi açmak aşırı derece istisnai bir surumdu, zorlayıcı koşullar ne olursa olsun. Merkez Bankası yetkilileri, AIG CEO'su, Citigroup'un eski yöneticilerinden Robert Willumstad ve şirketin finans şefi Steven Bensinger'e 13 Eylül Cumartesi sabahı yapılan bir telefon görüşmesinde bunu olabildiğince açık bir biçimde belirtmişti. New York Fed Başkanı Geithner ve Maliye Bakanı Paulson, AIG'e hiç bir şekilde bir devlet yardımı ve garantisi verilmesinin söz konusu olmadığını Willumstad'a söylemişti. Bank of England yetkililerinin Northern Rock'la görüşmelerinden kullandığı dili anımsatan bir ifadeyle, firmanın özel sektörden bir çözüm bulması gerektiğinde ısrar ettiler.¹⁴

Bu da, bir kez daha Northern Rock vakasını hatırlatır cinsten, tam anlamıyla bir yanlış okumaydı. Sözü edilen devlet yetkilileri bir özel sektör çözümü ayarlamamanın katkısını gözlerinde büyütürken, Willumstad ve arkadaşları da bunun maliyetini küçümsedi. AIG önce sigorta bayilerinden bazılarını Warren Buffet'in Berkshire Hathaway'ine, sonra da tercihli hisselerini özel sermaye şir-

keti J. C. Flowers & Co.'ya satarak ilave sermaye toplama girişiminde bulundu. Ama Buffett ilgilenmedi ve AIG de Flowers'ın fiyatlarını çok yüksek bularak reddetti. Buffett bir kaç gün sonra bunun yerine Goldman Sachs'a 5 milyar dolar yatıracaktı. Sonuçta ise, AIG yönetimi yardım için daha da yüksek bir bedel ödeyecekti.

Fed yetkilileri çok geçmeden AIG'in önde gelen türev menkuller alım satım ortağı olan Goldman Sachs ile artık merkez bankasının özel sektördeki alışıl-gelmiş refakatçisi haline gelmiş olan JPMorgan Chase'i bir kredi hattı organize etmek üzere görevlendirdi. Bu bankalar, AIG sigorta bayilerini satabilecek duruma gelip de yükümlülüklerini karşılamak için gerekli nakiti toplayıncaya kadar bir köprü kredi vereceklerdi. Yetkililer, tarafların hep birlikte sıkıntıdaki fonun teminat ödeme çağrılarını finanse etmek için gerekli likideyi sağladığı daha önceki Long-Term Capital Management'ı yardıma çağırıldı.¹⁵ Ama 1998'deki likidite krizi, diğer finans kuruluşlarının fonlarla coşmuş olduğu LTCM'ye özgü bir krizdi. Şimdiyse herkes potansiyel bir likidite darlığı içindeydi ve her banka kendi likit kaynaklarına dokunulmadığı sürece diğer bankaların AIG'e acil yardım sağlamasını memnuniyetle karşılıyordu. Birlikte harekete geçmiş olsalar bankalar daha iyi durumda olabilirdi. Ama cebren birlikte hareket etmek zordur; zaman baskısı altında olmaktan da zordur. AIG'e yardım için bankaları bir araya getirme çabaları böylece sonuçsuz kaldı.

Ama AIG'in batmasına izin verilirse, Goldman Sach'ın bile içinde olduğu büyük taraflar da yıkılabilirdi. Bütün kuşku-ları -ve daha önceki günlerde bankacı ve sigortacı-lara yönelik çelişkili red kararlarını- bastıran Fed, Maliye Bakanlığı'nın da desteğiyle, bir kez daha olağandışı ve zorlayıcı koşullar ilanında bulundu. New York Merkez Bankası kredi marjı olarak 85 milyar dolarlık bir kamu sermayesi desteği sağladı, karşılığında mülkiyet hakkının yüzde 79.9'unu elde etti.¹⁶ Daha önceki Bear Stearns modelini izleyerek kredi iki özel amaçlı şirket Maiden Lane II ve III aracılığıyla sunuldu. Sermaye enjeksiyonu AIG his-sedarlarının beşte dördünü hisselerinden etti. Willumstand'ın derhal istifasını da beraberinde getirdi.

Sözleşme şartları sert olsa bile herkes tarafından beğenilmedi. Madem Lehman kurtarılmadı, diye sordu Kongre'deki eleştiriler, o halde AIG'in kurtarılma-sı neden şart olsun? Maliye ve Fed yetkilileri açısından bu sorunun yanıtı açıktı. Lehman'ın iflası finans piyasalarında devasa karmaşalara yol açmıştı ve AIG'in bilançosu bir kaç kat daha büyüktü. AIG aynı zamanda perakende piyasasında da olduğu için -hane halkı ve firmalara sigorta satmışlardı- iflası çok daha yıkıcı bir güven bunalımına neden olacaktı. AIG'e yardım etmek can sıkıcıydı ama kontrol dışı bir iflas alternatifi daha kötü olurdu.¹⁸ Yine de, Fed ve Maliye, daha önceki günlerde koşullar ne olursa olsun bu şirketi kurtarmayacaklarını ısrarla belirtmiş kurumlar olarak, başarılı sayılmadılar.

21 Eylül Pazar günü, Merkez Bankası olağan prosedürüne kısa devre yaptırıp, hâlâ ayakta kalan yegane iki yatırım bankası Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in banka sahibi holding şirketlerine dönüşmelerine yetki verdiğini duyurduğunda, şaşkınlık daha da arttı. Goldman ve Morgan Stanley, holding şirketleri olarak merkez bankasından daimi bazda borç alabilecekti. Bunun karşılığında iki bankadan sermaye artırımına gitmeleri istendi. Yine de alışlagelmiş müzakereler yapılmadan atılan bu adım, büyüklere bir kez daha özel ayrıcalıklar tanındığına dair şikayetleri ateşledi. Krizin kontrol altına alınmaktan hâlâ uzak olduğunun bir başka göstergesiydi bu.

Paulson ve Bernanke, bütün bu geçici önlemlerden rahatsız olduklarını bedden dilleriyle açığa vurdu. Kambiyo Denkleştirme Fonu'nun (Exchange Equalization Fund) musluklarını açmak, Maiden Lane II ve III'ü kurmak, State Street ve JPMorgan'ı varlığa dayalı ticari senetlerin satın alımı için finanse etmek ve Goldman ile Morgan Stanley'in bir gecede banka sahibi holding şirketlerine dönüşmesine izin vermek, Beyaz Saray'ın rızasıyla ama Kongre'den yetki alınmadan atılmış olağanüstü adımlardı. Seçimlere bir aydan bile daha az bir zaman kalmıştı ve Cumhuriyetçilerin başkan adayı, Arizona Senatörü John Mc Cain, bu sonu belli olmayan müdahalelere karşı eleştirel bir yaygara koparıyordu.

Üstelik, AIG'in sadece aysbergin görünen ucu olduğu konusunda endişeler de vardı. Şayet kriz Morgan Stanley, Bank of America ve Goldman Sachs'a da yayılacak olursa, çok daha büyük ölçekli müdahaleler gerekli olabilirdi. Muazzam bilançosu ve hiç yoktan para yaratmanın bir yolunu bulma konusundaki becerisiyle Fed, bankaları ellerindeki zehirli atık aktiflerden kurtarma kapasitesine sahipti. Ama Bernanke politik kalkandan yoksundu. Paulson ise yetkiden.

19 Eylül Cuma günü, tarihsel bir haftanın sonunda, gözlerinden uyku akan Paulson, beraberinde Bernanke ve SEC Başkanı Christopher Cox'la birlikte, Rose Garden'da Başkan Bush'la bir araya geldi. Başkan, Maliye Bakanlığı için finansal sisteme istikrar getirecek ek yetkiler talep ettiğini bildirdi. Sadece bu yetkilerin nasıl kullanılacağı belirsizdi. Yetkililer bunların finans kuruluşlarından konut ipotekine dayalı menkul kıymetler alımında kullanılacağını belirtti ama hiçbir detay verilmedi. Basın talep edilen yetkiyi 'fazla genel' ve 'kapsamlı' olarak tarif etti.

Aktif alımı üzerindeki vurgu, Paulson'ın meselenin bir likidite sorunu olduğuna yönelik inancını yansıtıyordu. ABD, ipotek dayalı menkul kıymetler üzerinde merkezileşen ve aktif destekli ticari senetlerle piyasaya taştıktan sonra şimdi bankaları tehdit eden bir likidite krizi yaşıyordu. Maliye'nin bunun hemen ardından bu menkulleri makul fiyatlarla satın almış olması, piyasalara likiditeyi yeniden kazandıracaktı. Bankalar aktiflerini fiyatlandırabilecekti. Alım satıma ve en önemlisi kredi vermeye yeniden istekli bir hale geleceklerdi. Borularındaki tıkanıklık açılmış olan finansal sistem yeniden işlemeye başlayacaktı.

Başka yerlerde ise kuşkular vardı. Maliye operatörlerinin bankaların elindeki zehirli atık menkullere adil bir fiyat biçilmesi konusunda neden piyasa katılımcılarından daha iyi bir fikre sahip olacağı açık değildi. Çok az fiyat teklif edilirse bankalar satmazdı. Çok fazla fiyat teklif edilirse vergi verenlerin zararına muazzam bir gelire konmuş olurlardı.

Üstelik, problemin sadece bir likidite meselesi olmadığı konusunda da şüpheler vardı. Bankalar yüksek risk faizli ipoteklerle bağlantılı yatırımlardan büyük zararlara uğramıştı ve bu nedenle de normal faaliyetlerini sürdürebilmek için sermaye toplamak zorundaydılar. Sermaye olmadan, zararlara karşı hiçbir tamponları yoktu. Ve kayıplara karşı tamponları olmadan da kredi vermeyi reddedeceklerdi.

Ama baskı altındaki finansal koşullarda sermaye toplamak da kolay değildi. Devlet parası gibi bir alternaif vardı ama Paulson, Cumhuriyetçiler'in çoğu gibi, vergi verenlerin parasının sermaye enjekte etmek için kullanılmasına, rahatsız edici bir biçimde bankaların kamulaştırılması olarak atıfta bulunduğu bu adıma, karşıydı.¹⁹ Zehirli atık niteliğindeki aktiflere fazla ödeme yapmak bankaları el altından yeniden sermayelendirmenin bir yoluydu. Ama kamu parasıyla yapılan bu yatırım beraberinde hükümetin AIG vakasında ısrarla üzerinde durmuş olduğu kontrol hakları da getirmeyecekti. El altından yapılan yeniden sermayelendirme girişimi yasal dayanaktan da yoksundu. Çok daha büyük bir politik tepkiyi kışkırtma tehlikesi taşıyordu.

Şüphecileri, Maliye'nin ipoteğe dayalı menkul kıymetler satın almak için 700 milyar dolarlık harcama yetkisi talep eden üç sayfalık önergesi de ikna etmedi. Tartışmalar için bir başlangıç noktası olarak, aslında sadece acemice hazırlanmış bir yasa taslağı vardı ortada. Vergi mükelleflerin korunmasına ya da kongre denetimine dair tek bir söz bile edilmemişti. Başkan Bernanke olağandışı ve zorlayıcı koşullar ilan ettiğinde, hiç değilse başkanlar kurulunun diğer dört üyesinin onayını alma gereği hissetmişti.²⁰ Maliye'nin bu önergesi kabul edilirse, bakan fiilen kontrolsüz bir güce sahip olacaktı.

Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı, (Troubled Asset Relief Program) ya da kısaca bilinen adıyla TARP, daha yolda yaralanmıştı. Birkaç gün içinde maliye bakanına yeni ve fazlasıyla genel yetkiler verme konusundaki isteksizlik, Cumhuriyetçiler'in daha fazla hükümet müdahalesinin her türlüşüne yönelttiği muhalefette birleşti. 29 Eylülde, Maliye Bakanlığı'na aktif varlık satın alımı için 700 milyar dolarlık harcama yetkisi veren yasa önerisi Temsilciler Meclisi'nde 205'e karşı 228 oyla reddedildi. Cumhuriyetçilerin üçte ikisinin yasa önerisine red oyu vermesi hükümet ve özellikle Paulson için can sıkıcı bir durumdu. Haberin duyulması üzerine Dow 778 puan ya da yüzde 7'lik bir düşüş yaşadı.

Ama madem Kongre konuşabiliyordu, kamuoyu da konuşabilirdi. 1929'da Amerikalılar'ın sadece yüzde 8'i borsada işlem gören menkul kıymetlere sahipti. Şimdi ise, 1978 tarihli 401(k) yasa maddesiyle oluşturulan emeklilik hesapları sayesinde hisse senedi sahipliği son derece yaygındı. Emeklilik ödeneklerinin tuzla buz olduğunu gören mutsuz hesap sahipleri Kongre'nin telefon santralini kilitlediler ve derhal temsilcilerinin dikkatini çekmeyi başardılar. 3 Ekim Cuma günü, ikinci denemede, Meclis 171'e karşı 263 oyla TARP'ı kabul etti. Senato zaten kabul etmişti ve Başkan Bush da süratle imzalayarak öneriyi yasalaştırdı.

Bununla birlikte, Maliye'ye ucu açık yetkiler vermiş olmaktan dolayı halen ürkek olan Kongre, paranın sadece ilk yarısını serbest bırakmayı kabul etti. Bu yüzden de Maliye'nin elinde finans sistemini onaracak özkaynağın olup olmadığı belirsiz kaldı. Aynı derecede belirsiz olan bir başka konu da, maliyenin bu parayı kullanmaya yönelik tutarlı bir stratejiye sahip olup olmadığıydı. TARP'ın oylandığı Cuma günü Dow Jones Endüstri Ortalaması daha kayıplarının büyük bir bölümünü bile kurtaramadan, 800 puanın üstünde bir düşüş daha yaşadı. 6 Ekim Pazartesi günü, bir 370 puan daha ya da yüzde 4 oranında düştü. Bu bir güven oyu değildi.

Öncelik belirleme işi kaçınılmaz olarak Fed'e kaldı. 7 Ekim Salı günü, Geçici Vadeli İhale İmkânı'nın (Term Auction Facility) kapsamını genişlettiğini ve yıl sonu nakit ihtiyacı içinde olan bankalara ilave bir 300 milyar dolar daha kredi vereceğini bildirdi. Ertesi gün daha radikal bir adımı, şirket ve banka olmayan finans kuruluşlarına doğrudan kredi vermek üzere Ticari Senet Finansman Kredisi'ni (Commercial Paper Funding Facility) oluşturduğunu duyurdu. Bernanke, Büyük Bunalım üzerine 1983'te yaptığı en etkileyici araştırmasında, şirketlerin kısa vadeli borç ihraç ettikleri ticari senet piyasasındaki çöküşün 1930'lu yıllarda kurumsal sektöre kredi alışını nasıl aksattığını detaylı olarak anlatmıştı. Ticari Senet Finansman Kredisi de bu tarihin tekerrür etmesini önlemek üzere tasarlanmıştı. Bunun mekanizması ise, Maiden Lane I, II ve III usulünde bir başka özel amaçlı kurum oldu. Bunalımın dersleri, bilimciler tarafından damıtılmış şekliyle bir kez daha ekonomi politika karar alıcılarının (bu vakada iki ayrı rolü de oynayan tek aktör) krize verdiği yanıtı şekillendirdi. Bu yanıtın bir başka bunalımı önlemeye yetip yetmeyeceğini ise zaman söyleyecekti.

NOTLAR

1. Starr şirketi 1960'lara kadar işletmeye devam etti. Başka şeylerin yanında, Berkeley, California Üniversitesi'ne C.V.Starr Doğu Asya Kütüphanesi'ni bağışta bulunmayı sürdürdü. Starr'ın serüveninin en kusursuz anlatımı için bkz. Shelp ve Ehrbar (2006). Ayrıca, Stafford (1999) ve Waller (2011).
2. Bu tarihin anlatımı için bkz. Tett (2009).
3. Bkz. Morgenson (2008), bu bölümde ondan yararlanıldı.
4. Boyd (2011), sf. 16.
5. US House of Representatives (2009), sf. 32.
6. AIG Financial Product'sın faaliyetleri ancak firmanın Fransız alt kuruluşu Banque AIG'in Avrupa'daki işleri söz konusu olduğu sürece Avrupalı denetçiler tarafından kontrol ediliyordu. Avrupalılar, bunun dışında hangi akla hizmetse, holding şirketinin denetlenmesi işini OTS'ye devretmişti.
7. Bkz. Bölüm 12.
8. SEC, 2009'da Bents hakkında, yatırımcılarını, denetçileri ve kayyumları kendilerine Fon'un içinde bulunduğu sıkıntılar konusunda eksik bilgilendirip, fazladan para enjekte etme niyetinde olduklarına inanmalarına yol açarak aldatma iddiasıyla, sahtekarlıktan dava açtı. 2012 oğul Bent, tek bir ihmal maddesinden sorumlu tutuldu ama baba oğul, yaygın bir biçimde SEC adına bir bozgun olarak görülen kararlar, sahtekarlık suçlamalarından aklandı.
9. Alıntı için, Shifrin (2008).
10. McCabe, Ciriani, Holcher ve Martin (2012) tarafından özel verilere dayanarak raporlandı.
11. Regulation Q'nun kökenleri ve varlık nedeni Bölüm 4 ve o bölümdeki 4. dipnotta anlatıldı.
12. Bu Maliye'nin son çare olarak ESF'yi ilk kullanışı değildi. Daha önce de Meksika'ya, ülkenin 1994-95'te yaşadığı kriz sırasında acil döviz takası ve garantiler sağlama amacıyla kullanmıştı (Schwartz 1997). Kongrenin yanıtı, bir başka ülke dışı kurtarma operasyonunun finansmanında kullanılmasını önleyerek, ESF'nin kullanımı üzerindeki kısıtlamaları daha da artırma yönünde oldu. ESF'nin şu an yasama organı tarafından açıkça belirtilmiş bir yetkisi olmaksızın para piyasası endüstrisinin kurtarılmasında kullanılıyor oluşundan hoşnut olmayan Kongre, sonuçta ikinci bir hamle daha yaparak maliye bakanının bu fonu kullanma serbestisini sınırlayan daha ileri kısıtlamalar getirecekti.
13. Bloomberg News, sonunda AMLG kapsamındaki borçlanmalara dair verileri elde edebilmek için Bilgi Edinme Özgürlüğü Yasası'na başvurdu ve daha sonra da bu verileri State Street'in yayınlanmış geliriyle karşılaştırdı, bkz. Condon (2011).

14. US House of Representatives (2009), sf. 51, 62.
15. Bu aynı zamanda, anımsayalım, Bear Stearns'ın kurtarılışında rol oynayan bir teamüldü. Bear, LTCM havuzuna katkıda bulunmayı reddeden bir banka olmuştu (Bölüm 12).
16. Daha sonraları, devletin payını yüzde 92'ye yükselterek sigortacıları ilave fonlarla donatmak zorunlu oldu.
17. Bu anlaşma, daha sonraları, Société Générale gibi emsali bankalara olan borcunu tamamen kapatması için AIG'e hükümetçe yapılan para enjeksiyonu konusunda yeterince sert olmadığı için eleştirildi. Aynı zamanda, hissedarlara şirketteki daha önceki paylarının sadece yüzde 20'sini bırakması nedeniyle de fazla sert olmakla eleştirildi. Hank Greenberg ABD Bölge mehkemesinde hükümet aleyhine dava açtı ve hükümeti anayasaya aykırı davranmak, başta kendisi olmak üzere, kanuni prosedürlere uymaksızın ve yasal tazminat ödemeden hissedarların malına el koymakla itham etti. Davası 2012'de reddedildi.
18. Devlet AIG'teki hisse ve senetlerinin satışından 23 milyar dolarlık bir pozitif geri dönüş talebinde bulunabilirdi. Bunun karşısına, AIG'in net faaliyet zararını gelecekteki vergi ödemelerinden düşmek için yararlandığı vergi uygulamaları sonucu kamu sektörünün uğradığı yaklaşık 18 milyar dolarlık zararı koymak gerekiyordu.
19. Paulson (2010), sf. 323.
20. Diğer dört başkan olmasa, mevcutların oybirliğiyle yürümek mümkün olurdu.

An itibarıyla, başka yerlerde herhangi bir finansal kazaya rastlanmaması gibi tuhaf ve tekinsiz bir durum vardı ortada. Bu da Avrupalı liderlere, Lehman sonrası krizin, tıpkı 2007 yüksek faizli ipotek krizi gibi bir Amerikan çözümü bekleyen bir Amerikan sorunu olduğunda ısrar etme fırsatı verdi. Ama bu sükunetin sürüp sürmeyeceği sorusunu sormak için gerekçeler de vardı ortada. Listenin başında Avrupa bankalarının vahim durumu geliyordu. ABD'deki muadillerinden de daha yüksek bir borç içindelerdi.¹ Avrupa Merkez Bankası ve Bank of England'ın sağlayamadığı dolar finansmanına dayanmışlardı.² IKB gibi bazıları yüksek risk faizli ipotek kredisi bağlantılı menkullere büyük ölçekli yatırımlar yapmış, diğer bazıları ise kendilerini yerel konut piyasalarının risklerine fena halde açmış ve Güney Avrupa ülkelerinin yüksek getirili borçlarını yüklenmişlerdi.

Lüksemburg ve Hollanda'da faaliyetleri olan Belçika merkezli finans grubu Fortis, bu aşırılıkların tipik bir örneğiydi. Sadece Belçika'nın en büyük bankası değil ama aynı zamanda tek başına en büyük işvereniydi. Belçika hane halkının yarısının hesapları oradaydı. Dünya çapında 85 bin çalışanı vardı ve gelire göre dünyanın yirminci büyük işletmesiydi. Bir başka ifadeyle, bu açık bir 'iflas edemeyecek kadar büyük' vakasıydı.

Fortis'in başında, 1990'dan bu yana, ismini aldığı büyükbabası Belçika Senatosu'nda başkanlık ve Kongo genel valiliği yapmış olan Maurice Lippens bulunuyordu. Torun, kendisinden önce gelen Kral Leopold II gibi, hırslı bir şirket alımları yatırım programıyla iz bırakmak peşindeydi. Fortis ilk olarak üç yüz senelik bir Hollanda özel bankası MeesPierson N.V.'yi satın alarak yatırım bankacılığında bir yer edindi. Ardından American Bankers Insurance Group'u satın alarak varlığını ABD piyasasına yaydı. Yeni doğmakta olan piyasalarda da dalla-

nıp budaklanmak amacıyla Polonya ve Türkiye’de bankalar satın aldı. 2007’de, olabilecek en kötü zamanda, ABN AMRO’nun perakende işini ele geçirmek için hatırı sayılır bir fiyat ödedi. ABN AMRO, aktifleri açısından Avrupa’nın sekizinci büyük bankasıydı, yani bu seferki yutulmayacak kadar büyük lokmaydı.³

Fortis aynı zamanda, yüksek risk faizli ipotekle bağlantılı menkuller toplayıp menkulleştirme işlemi tamamlanıncaya kadar bilançosunda tutarak CDO düzenleme işine de yoğun bir biçimde bulaşmıştı. Bu tür operasyonların tipik örneği kısa sürede dile düşecek olan Timberwolf II anlaşmasıydı. Bunun önceli, Timberwolf, 2007 yılında yüksek risk faizli ipotek kredisi krizi patlamadan hemen önce kapanmıştı. Goldman Sachs’la Goldman çıkışlı bir ekip tarafından yönetilen New York, Purchase merkezli bir finans kurumu, Greywolf Capital Management’in işbirliğiyle kurulmuştu. Bear Stearns’ın iki talihsiz serbest yatırım fonu, beş ay içerisinde değerinin yüzde 80’inin kaybeden bu Timberwolf’a büyük ölçekli yatırım yapmıştı. Timberwolf daha sonra Michigan Senatörü Carl Levin tarafından, Senato Araştırmalardan Sorumlu Daimi Alt Komisyonu’nun finans sektöründeki çıkar çatışmaları konulu bir oturumunda, ‘boktan bir iş’ olarak ölümsüzleştirildi (Levin aslında bir Goldman yöneticisinin pek de övücü olmayan e-posta yorumunu tekrarlıyordu).

Greywolf Capital Timberwolf II’yi önerdiğinde, Goldman yüksek risk faizli ipotek kredisi bağlantılı menkul değerleri depolamanın, işe başlamak için zorunlu bir girişim olarak, fazla riskli olduğu sonucuna varmış bulunuyordu. Ama Greywolf, Fortis’te daha az müşkülpesent bir ortak buldu. Fortis, asla piyasaya çıkmayacak olan Timberwolf anlaşmasına hazırlanmak için depoladığı menkul değerlerden 400 milyon dolar zarara uğradı.⁴ CDO piyasasındaki aşırılıklardan, Avrupalı yetkililerin bıktırınca kadar tekrarladığı gibi, ABD bankalarını sorumlu tutma düşüncesinin de böylece bir geçerliliği kalmadı.

Bu sorunları şirket içindeki herkes biliyor olabilirdi ama Lehman’ın iflasının türev piyasalar üzerindeki etkisi onları biraz daha öne çıkardı. Fortis hisseleri 26 Eylülde sona eren hafta içinde yüzde 35 düştü; piyasa değeri, ABN AMRO için daha yeni ödemiş olduğu o muazzam rakamın aşağı yukarı yarısına, 12 milyar euroya indi. Yatırımcılara güvence verme peşindeki Fortis geçici CEO’su Herman Verwilt çok geçmeden ‘b word’ (bankruptcy:iflas) kelimesini düşüncesizce telaffuz etti ve iş dünyasından müşterilerini paralarını çekmeye sevketti. Patavatsızlık hastalığının azizliğine uğrayan Verwilt derhal emekliye ayrıldı ama hasar verilmişti bir kere. Benelüks ülkelerinin üç hükümeti hafta sonu devreye girdi ve Fortis’in batmasını önlemek için 11 milyar euroluk bir yeni hisse senedi sermayesi enjekte etti. Koşul olarak Başkan Lippens’in istifasını istediler. Hollanda hükümeti, ulusal gurur meselesi yaptı ve daha da ileri giderek bu sonradan görme Belçika firmasının aslen Hollandalı olan ABN AMRO’daki tüm hisselerini elden çıkarmasını talep etti.

Çok geçmeden, hemen Pazartesi'nin ardından, bu kez İrlanda'dan kötü haber geldi; ülkenin altı büyük bankasının hisseleri üçte bir oranında düşmüştü. 100 bin euroya kadar mevduatlar garanti altındaydı ve aslında 20 bin euro olan limiti İrlandalı yetkililer bir hafta önce yükseltmişti. Ama bunun bankaların toptan para piyasasına erişimini yeniden tesis etmeye hiçbir faydası olmadı. Ne 100 bin dolarlık garanti, mevduatları bu tavanın çok çok üzerinde olan iş dünyasından müşterileri ikna etti.⁵

Üstelik kötü haberler bu kez Brüksel'den gelmeye devam etti; Fortis'in en önde gelen rakiplerinden biri olan dev Fransız-Belçika finans ortaklığı Dexia'nın hisseleri de üçte bir oranında düşmüştü. Dexia'nın kökenleri, atası Crédit Communal de Belgique'nin belediye yönetimlerine kredi vermek üzere kurulduğu 1860'lı yıllara kadar izlenebilirdi. (Sanki neredeyse bir finans kuruluşu ne kadar eski ve ne kadar saygınsa, şimdi o kadar çok risk alıyor ve o kadar çok heyecan yatıyor gibi bir görünüm vardı.) Yüz yılı aşkın bir sükunetin ardından Crédit Communal 1996'da Fransız muadili Crédit Local de France'la birleşti. İsmi değiştirilen şirket çok geçmeden, faaliyet alanı belediye tahvillerinin pazarlanabilirlik özelliğini yukarı çekmek üzere kredi değerliliklerinin -sigorta poliçelerinin- artırılması olan Amerikan firması Financial Security Assurance'ı (FSA) satın aldı. Yerel yönetimlerin belediye tahvil piyasasına yoğun bir biçimde borçlanmasıyla da Dexia'nın en kârlı departmanlarından biri haline geldi.

Dexia, çağa özgü finansal özellikleri tanımlayan her şeyi sergiliyordu. Varlıkları ana sermayenin kırk katıydı. Borçlarının sadece yüzde 15'i, bireysel bankacılık ağı üzerinden elde edilmiş müşteri mevduatıydı. 400 milyon dolar değerinde ABD belediye tahvili ve varlığa dayalı menkul kıymeti sigortalamış, AIG tarzı geri satın alma tetikleyicileri içeren sözleşmelerle ABD belediye tahvillerini sigortalamış olan Dublin merkezli bir Alman Bankası Depfa Bank'a çok büyük oranlarda kredi kullandırmıştı. Önemli miktarlarda türev portföyüne sahipti ve bu onu yatırımlarının değeri düşerken ilave teminatlar gösterme durumunda bırakmıştı. Kendisine bağlı FSA birimi 2008'in ikinci çeyreğinde net 331 milyon dolar zarar bildirmişti ve üçüncü çeyreğin daha da kötü olacağını düşünmek için nedenler vardı.

Dexia'nın hisseleri, Belçika, Hollanda ve Lüksemburg hükümetlerinin Fortis'e müdahalesini izleyen Pazartesi günü düştü ve toptan para piyasasına erişimi o da kaybetti. Fransa ve Belçika hükümetleri buna karşılık 64 milyar euroluk bir acil fon enjekte etti ve şirket yöneticilerini gönderdi.

Bir de, sonuncu ama daha az önemli olmayan, İzlanda vardı. Finanstan çok balığıyla tanınan bu küçük orta Atlantik adası, birçok yatırımcının deniz radarında kayıtlı değildi. İzlanda bankası Landsbanki'nin denizaşırı markası IceSave'in

Birleşik Krallık ve Hollanda'daki müşterilerine Internet tasarruf hesapları üzerinden yüksek faiz oranları sunduğu az çok biliniyordu. En büyük İzlanda bankası Kaupthing (İzlandaca yazılışıyla Kaupþing) Bank'ın de, benzer şekilde, Lüksemburg'dan Isle of Man'e kadar uzanan Avrupa devletlerindeki müşterilerine denizasırlı bağlı kuruluş ve şubeleri aracılığıyla Internet tabanlı Kaupthing Edge hesaplarını sunuyordu.⁶ Yatırımcılar bu üç büyük İzlanda bankasının olağanüstü bir yatırım cümbüşüne dalmış olduğundan haberdardı. Ama İzlanda'da olup bitenler, ancak işler dehşet verici bir biçimde ters gittiği zaman herkes tarafından farkedildi.

İzlanda ekonomisindeki hiper finansallaşmayı ulusal karakterin belli yapısal özelliklerine bağlama eğilimi olmuştur.⁷ Ülkeye uzun seneler cumhurbaşkanı olarak hizmet eden Ólafur Ragnar Grimsson, 2005 yılında Londra'da yaptığı bir konuşmada, İzlandalı finansçı ve girişimcilerin ataklığını, İzlandalıların Viking soyundan gelmiş olmasına bağlamıştı. Ülke daha yirmi yıl öncesine kadar bir çiftçi ve balıkçı toplumuydu; "yakalanan balıkların kıyıya getirilip daha tekneler limana girer girmez işlenmek ve hava uygun olur olmaz tekrar geri dönölüp toplanmak zorunda olduğu," güçlü bir çalışma etiğini miras bırakan hayat şartları.⁸ "İzlandalılar risk alır," diye devam etti Grimsson kutsamasına. Başarılı bir balıkçı teknesi kaptanı, özgüveni yüksek, atak ve risk almaya hazır birisidir; aynı zamanda başarılı bir tahvil alım satımcısını da tarif eden özelliklerdi bunlar.

İzlanda'yı bir finans merkezine dönüştürmek için bu yüzden hükümetin balıkçılığı özelleştirme kararı alması yeterli oldu; her balıkçıya bir kota verildi ve bu kotaların alınıp satılabildiği bir piyasa yaratıldı. Balık kotalarının alım satımını yapan atak İzlandalılar, belli ki finansal alacakların alım satımı konusunda da doğal bir yeteneğe sahip olduklarını keşfettiler. Çok kısa bir süre sonra da finansal hizmetlerde büyük bir artış yaşandı. 2008'le birlikte banka aktifleri GSYH'nin neredeyse on katı bir hacme ulaştı. Bu ise, er ya da geç, en kötüsünün olacağı dışında hiçbir şeyi garanti etmiyordu.

Birazcık derin düşünmek bu hikayenin fazla basit olduğunu ortaya çıkarır. Balıkçılığın özelleştirilmesi 1970'lerde, kota ticareti ise 1980'li yıllarda zaten vardı. Ama daha 2003 yılına kadar, banka aktiflerinin GSYH'ye oranı, ABD'de olduğundan çok çok az daha yüksekti.⁹

2004'ten 2008 ortalarına kadarki süre içinde üç büyük İzlanda bankasının bilançosu, kümülatif olarak sekiz çarpanlı bir büyüme kaydetti. Bu büyük artışı sürükleyense ulusal karakter yetileri değil, en önemlilerinden biri bankaların özelleştirilip, serbestleştirilmesi olmak üzere, elle tutulur, somut politik kararlardı. İzlanda 1994'te, balıkçılık hakları üzerine müzakerelerde pazarlık gücünü yükseltmek amacıyla Avrupa serbest ticaret bölgesi, European Economic Area'ya (Avrupa Ekonomik Alanı) katıldı. Ama serbest ticaret bölgesinin bir üyesi olarak

sermaye akışı üzerindeki denetimleri gevşetmek zorunda kaldı. Böylece, banka mevduat faiz oranlarını yurtdışında geçerli oranlardan daha düşük tutma olanağı da kalmadı. Bu da beraberinde faiz oranlarının serbest bırakılmasını ve giderek, genel anlamda bir banka liberalizasyonunu zorunlu kıldı.

İdeolojinin de bunda bir payı oldu. 1990'lı yıllar, bu küçük adanın rahat, devlet-egemen ekonomik sisitemine itiraz eden, radikal bir liberalizasyon programının savunucusu yeni nesil bir liberal politikacılar neslinin hakimiyetine tanık oldu. Bunlar arasında, 1991'den 2004'e kadar başbakanlık, 2005 sonlarına kadar dışişleri bakanlığı yapmış ve ardından da 2005'ten 2009'a kadar merkez bankası başkanlığı koltuğuna oturmuş olan muhafazakar Bağımsızlık Parti'sinden (Independence Party) David Oddson ve önceleri su ürünleri yönetimi üzerine yazılar yazmış, 1992'de ise İzlanda'nın kendisini bir küresel finans merkezine dönüştürebilme yollarını tarif eden bir kitap yayınlamış olan İzlanda Üniversitesi profesörü, Hayek uzmanı, Hannes Holmsteinn Gissurarson yer alıyordu. Eğer İzlanda'nın ulusal hasletlerine özgü bir yeti varsa, o da hakim politik ideolojinin devletçiliğin bir ucundan liberalizmin diğer ucuna bu kadar hızlı bir biçimde kayabilmesiydi –tıpkı krizin ardından aynı hızla geri kayışı gibi.

Bu genç dönemlerin liberal tezlerine destek, İzlanda devleti ile iş dünyası arasındaki aşırı yakın bağlantılara tepki –kayırmacılık ve yandaşılığın İzlanda'ya özgü sterilize versiyonu içinde gemi aızıya aldığı ve çözümün ancak devletin elini iş dünyasından çekmesiyle mümkün olacağı yönünde şikayetler- zemininde temellendi. Programlarının merkezinde üç büyük devlet bankasının özelleştirilmesi vardı: Landbanksi; daha sonra Glitnir ismini alan Íslandsbanki; ve daha sonraları küçük bir banka, Kaupthing tarafından satın alınan ve dolayısıyla da bu isimle tanınan Búnadarbanki. Ama ne yazık ki, özelleştirme ve liberalizasyon tek başlarına, İzlanda'nın kendisini mucizevi bir biçimde dünya çapında bir finans merkezine dönüştürmesi şöyle dursun, devletin rolünün azaltılmasını bile garantilemedi. Nüfusu 300 binden daha az olan bir ülkede, siyasal seçkinler ile iş dünyasının yöneticileri arasında devlet-egemen ekonomiye karşı tepkiyi biçimlendiren ensest bağlantılar bertaraf edilmedi; tam tersine, bütününe değilse de daha fazla faaliyet alanına sahip oldular.

Böyle bile olsa, ABD ve Birleşik Krallık'taki bankacılık sistemine yönelik politikayı şekillendiren rötüş niteliğindeki düzenlemelere olan inanç, İzlanda da kendisine mutlu bir yuva buldu. Bir uçtan diğerine kaymanın hızı, daha son zamanlara kadar kamuya ait olan finansal kurumların sahip-yöneticilerinin işlerin nasıl ters gidebileceği konusunda hiçbir birinci el deneyim ya da kurumsal belgeye sahip olmadığı anlamına geliyordu. Denetim kurumları ise, ABD Sermaye Piyasası Kurumu gibi, had safhada bir kadro yetersizliğinden muzdaripti.

Yabancı para piyasalarına borçlanma serbestisi kazanan üç büyük İzlanda

bankası hiç kaygı duymadan bunu yaptı. Yabancı fonları, esas olarak İskandinav ülkeleri ve Birleşik Krallık'ta yoğunlaşan şirket satın alım dalgasının finansmanında kullandılar. Tek başına bu, İzlanda örneğini istisnai kılmıyordu; sadece Almanya ile sınırlı kalmayan diğer Avrupa ülkelerindeki bankalar da benzer şekilde toptan finansmana dayandılar ve benzer bir satın alım cümbüşüne daldılar.¹⁰ İzlanda örneğini bir istisna ve istisnai derecede riskli haline getiren, daha çok, fazladan bir çift özellikti.

Bunlardan ilki, sözü edilen banka bilançolarının saldırgan bir denizaşırı mevduat arayışı ile şişirilmiş olması ve özellikle de IceSave ve Kaupthing Edge hesaplarındaki hızlı büyümeydi. Bu denizaşırı mevduatlar toptan fonlandırımayla biraraya gelince, sonuç ufakık bir ada ekonomisi üzerinde devasa bir bankacılık sistemi oldu. Bu ya politikacı ve bankacıların uluslararası finans merkezi olarak İzlanda rüyası ya da gerçekleşen bir kabustu.

İkincisi, bu üç banka, Kaupthing, Landbanski ve Glitnir'in yükümlülüklerinin yüzde 70'inden fazlası, yabancı para cinsindendi. Bankaların iddiası, dolar, pound ve euro borçlanmalarının riskini, firma ve bireylere aynı para birimlerinden kredi açarak ölçülü bir biçimde yönettikleri yolundaydı. Bu hiç kuşkusuz ülkenin döviz kuru oranının zayıflayabileceği ve bu durumda gelirleri krona cinsinden olan İzlandalı firma ve bireylerin döviz cinsinden borçlarını geri ödeyemeyeceği ihtimalini gözardı eden bir yaklaşımdı.

Hiçbir kredi defterinin kaliteden taviz vermeksizin böylesine olağanüstü boyularda büyüyemeyeceğinin açık olması gerekirdi aslında. Bankaların değerleri 2003'ten itibaren üçe katlanan konut teminatları ve fiyatları 5'in katlarıyla yükselen şirket hisseleri karşılığında cömert krediler vermelerine izin verildi. Elleriinde anlamlı bir sermaye karşılığı olarak çok az varlık tuttular. Verdikleri kredilerin büyük bölümü şirket içi çalışanlaraydı; onlar da bu parayı kendi bankalarından ilave hisseler satın almakta ve diğer satın alımları finanse etmekte kullandı.

Sorular sorulmaya başlanınca –Avrupa'nın kuzeybatı kıyılarının açıklarındaki rüzgara açık minicik bir adanın GSYH'sinin sekiz katı büyüklüğünde bir bankacılık sistemiyle ne yaptığı ve böylesine olağanüstü bir tempoyla büyüyen bilançoların küresel ekonomik gerileme havasına dayanamama ihtimali-, söz konusu bankaların hisseleri baskı altına girdi. Banka sahiplerinin buna yanıtı, tıpkı kendilerinden önceki Clarence Hatry, Bernard Marcus ve Albert Oustricin yaptığı gibi, zaman kazanmak ve iflas işaretlerini defetmek üzere kendi hisselerini satın almak oldu. Kaupthing, 2007 ortalarından başlayarak, ne zaman fiyatları düşse kendi hisselerini satın aldı ve bunu tespit edilmeden gerçekleştirmeyi başarabildi. Katar Emiri Muhammed bin Halife bin Hamid el-Sani'ye yüzde beş hisse satın alması için finansman sağladı ve zarara karşı garanti verdi. Glitnir Bank ise, önde gelen sahiplerinden Baugur Group'a büyük krediler açmış, o da bu parayı bankadaki hisselerini ikiye katlamakta kullanmıştı.¹¹ 2013 yılında Kaupthing'in

aralarında CEO ve yönetim kurulu başkanının da bulunduğu dört üst düzey yöneticisi Katar işlemleriyle bağlantılı olarak dolandırıcılıktan suçlu bulundu ve beş sene hapis cezasına çaptırıldılar. Kaupthing ve diğer iki büyük İzlanda bankasındaki benzer işlemlere yönelik soruşturmalar halen devam ediyor. Yasalara ne kadar uygun olursa olsun, bu işlemler şimdi aynı zamanda yöneticileri de olan banka sahiplerinin hayatta kalma kumarında zaman kazanmak için ne kadar çaresiz durumda olduğunun göstergesiydi.¹²

Bir dizi yatırım bankası daha 2006 yılında İzlanda finansal sistemi üzerine olumsuz bir rapor yayınlamış, bankalarla büyük hissedarları ve müşterileri arasındaki karşılıklı iştirak modelinin (Cross-ownership: İki şirketin birbirlerinin hisselerini elinde tutma durumu; bu örnekte bankanın müşterisine kendi hissesini satın alması için kredi vermesini anlatıyor) kaygı verici yapısına işaret etmişlerdi. 2007’de Reykjavik’e uçan bir uçak dolusu Barclays Capital varlık yöneticisi, ülkenin yüksek derecede borçlu finansal sisteminden kaygılı bir şekilde döndü. California, Manhattan Beach’teki Drobny Global Advisors’ın organize ettiği elli makro yatırım fonundan oluşan bir grup bu olaydan haberdar oldu ve krona ile İzlanda finans kurumlarının hisselerini elden çıkarmaya başladı. Nisan 2008’de bir kez daha oyuna geç giren Fitch, İzlanda’nın büyük bankalarını negatif izlemeye aldı.

Bu yüzden de, izleyen olaylar tümüyle beklenmedik değildi. 25 Eylül 2008 Perşembe günü, arkaplanı ABD ve Avrupa’daki kopan kıyamet görüntüsü kaplarken, bu üç bankadan en küçüğü olan Glitnir, İzlanda Merkez Bankası’nı Ekim 15’te süresi dolacak olan kredi ödemelerini karşılayamayacağından haberdar etti. Glitnir, ismini İskandinav adalet tanrısı Forseti’nin altın ve gümüşle kaplı sarayından alıyordu ama bu bir şeyi değiştirmede. Bilançosu düşen aktif fiyatlarıyla hasar almıştı ve banka şu an toptan para piyasasına erişimini yitirmişti. Büyük Alman devlet bankası Bayerische Landesbank 150 milyon euroluk kredinin vadesini uzatmayı reddetti ve Glitnir’in de para bulabileceği başka bir yer kalmadı.¹³ Ertesi hafta sonu İzlanda Merkez Bankası bankaya 600 milyon euroluk bir kredi açmayı müzakere etti ama teminatlarının yeterli olmadığı sonucuna vardı; Glitnir fiilen iflas etmiş durumdaydı. Çöküşünü önlemek için hükümet merkez bankası üzerinden yaklaşık 600 milyon euroluk bir yeni hisse sermayesi enjekte ederek kuruluşu fiilen kamulaştırma niyetini bildirdi.¹⁴

Geriye sadece bir problem kalıyordu. 600 milyon euro, küçük bir ekonomi için muazzam bir miktardı. Yani bir başka ifadeyle, yetkililerin bu parayı nerden bulacağı pek açık değildi. ABD GSYH’si ile karşılaştırmak gerekirse 700 milyar dolara, bütün bir TARP’a (Troubled Assets Relief Program: Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı) eşdeğer bir rakamdı bu. Şimdi bu rakam İzlanda’da tek bir

bankaya, üstelik en büyük de olmayan bir bankaya tahsis edilecekti. Glitnir'in yakında vadesi dolacak olan döviz cinsinden borçlarını geri ödeme zorunluluğunun merkez bankasının bütün döviz rezervlerini tüketecek olması gibi daha öte bir sorundan söz etmek bile gereksizdi.

Bunu daha önce yapmamışlarsa bile, yatırımcıların artık İzlanda bankacılık modelini sorgulamak için gerekçeleri vardı. Fitch, 30 Eylül Salı günü, toptan fonlamaya dayalı oluşları, denizaşırı piyasalardaki hızlı yayılışları ve İzlanda ekonomisinin sert düşüş yaşama ihtimaline atıfta bulunarak üç İzlanda bankasının kredi notunu düşürdü.¹⁵ İktidardaki partinin ödeme garantisi yeterliliğinden şüphe eden yatırımcılar sadece Glitnir'deki değil ama Kaupthing ve Landbanski'deki paralarını da çekmek için hücum etti.

Landbanski'nin şimdi artık iflas etmiş olan Glitnir'deki hisselerinin bankanın son sahipleri tarafından satın alınmasını finanse etmek için kredi vermiş olmasının da bir yardımı dokunmadı. Glitnir'in içine düştüğü zor durumla ilgili haberlerin duyulmasıyla birlikte döviz kurunda, Kaupthing ve Landbanski'nin borç defterlerine dair kuşku artıran sert düşüşü de önlemedi bu. Avrupa Merkez Bankası bu üç bankanın Lüksemburg şubelerine İzlanda kronası cinsinden ifade edilebilir teminatlar karşılığı krediler vermişti ve şimdi ilave marj talep ediyordu.¹⁶ Son damla, Britanya Finansal Hizmetler Dairesi'nden geldi; Kaupthing'in Birleşik Krallık'taki şubesine Edge hesaptaki yükümlülüklerinin yüzde 95'ine denk gelen bir likit fonu Londra'da tutma talimatı verdiler ve böylece bu şubenin ana şirketin likit gereksinimlerine katkıda bulunmasını önlediler.

Üç büyük İzlanda bankası da birkaç gün içinde çöktü. Daha önce Glitnir'in sermaye yapısını yeniden düzenlemek için gerekli fonu hükümetin nereden bulacağı belirsizken, şimdi toplam borçları ulusal gelirden sekiz kat daha fazla olan bu üçünü birden nasıl kurtaracağı daha da belirsizdi. Para basmak hiçbir şekilde bir çözüm sağlamazdı çünkü bu bankaların borçlarının büyük bölümünün dolar, euro ve sterlin cinsinden olması gerçeği karşısında anlamsız kalırdı.

Bu da geriye sadece banka kreditorlerinin zararlarını giderme seçeneğini bıraktı. 6 Ekimde, Landsbaski'nin iflasından bir gün önce, İzlanda Parlamentosu Althing, ülke vatandaşlarının bütün mevduat hesaplarını garanti altına alan bir düzenlemeyi kabul etti.¹⁷ Ama bu önlem, bankanın diğer kreditorlerine, bunlar ister bankaların tahvillerini ellerinde tutan kurumsal yatırımcılar olsun isterse IceSave ve Kaupthing Edge hesaplarında mevduatı olan Hollandalı ve İngiliz hane halkı, hiçbir şey söylemiyordu. Hükümet, Landsbanski'yi birisi kısmen önceki yabancı borçlanmalarla elde edilmiş İzlanda'daki aktifleri ülke vatandaşlarına olan mevduat borçlarını tamamen kapatan yeni bir devlet kurumu, diğeri ise aktifleri yükümlülüklerinin ancak küçük bir kısmını karşılayan eski Landsbanki olarak ikiye böldüğünde, bunun olası sonuçları gayet netti.

Bankaların çöküşü İzlanda'nın öz-saygısı açısından bir şok oldu. En çok da, en görünür olanı pop yıldızı Bubbi Morthens olan kreditorleri için şok oldu. Kendi ülkesinde İzlanda'nın Bruce Springsteen'i olarak bilinen Morthens, İzlanda'da Björk'ün hemen ardından gelen bir pop ikonuydu. Gruplarından birisinin adı Das Kapital olsa da, Morthens de David Bowie örneğini izlemiş ve telif haklarını menkul değere çevirmişti. Ama onları Glitnir aracılığıyla menkulleştirmek gibi bir talihsizliği ve kazancını bu bankanın tahvillerine yatırmak gibi de bir sağduyu zaafı olmuştu. Şarkı teliflerinden gelen akarları yüksek derecede borçlu bir banka üzerine risklere açık bir bahse yatırmanın maktıklı olduğu düşüncesi, zenginliğe giden yolun finanstan geçtiğine dair İzlanda'da yaygın olan bir inancın göstergesiydi. Morthens'in hisseleri Glitnir'in devletleştirilen kısmı tarafından yüzde 85 oranında üstlenildi. Bankanın çöktüğü netleştiği gün, Morthens'in varı yoğu da silindi. Bir dizi parasız konser vererek banka kreditorlerinin durumunu sahneye uyarladı. Bestelerinin kasvetli bir ezgisi vardı artık.

İzlanda sigorta fonu, Lansbanki'nin IceSave'i ile Kaupthing Edge hesapları da dahil olmak üzere mevduatları, bu bankalara Avrupa'nın başka yerlerinde de faaliyette bulunma yetkisi veren Avrupa Ekonomik Alanı mevzuatının şart koştuğu en alt limitte, yani her banka için müşteri başına 20,877 euroya kadar, görünüşte garanti etti.¹⁸ Ama söz konusu garantiyi karşılamakta kullanılacak özkaynakların ortada olmadığı göz önünde bulundurulursa bu olsa olsa, Shakespeare'in İzlanda'ya uygun olarak söyleyebileceği gibi, bir züğürt tesellisiydi. Sigorta fonuna ödemeler bir önceki yıl sonu mevduatları baz alınarak belirlenmişti ve mevduatların katlanarak büyüdüğü bir dönem için yeterli olması çok zordu. Sigorta fonunun mimarları hiçbir durumda finansal sistemin topyekun çöküşünü öngörmemişti.

Britanyalı bireysel mevduat sahipleri bu tür deyalara aldırış etmemişlerse de, aynı şey Bank of England ve Finansal Hizmetler Dairesi (Financial Services Authority: FSA) için doğru değildi. FSA 3 Ekim Cuma günü, Landsbanki ve Kaupthing'in Britanya'daki faaliyetlerine fiilen el koydu, fonlarını Bank of England'daki ayrı hesaplara havale etti ve bu bankaların İzlanda'daki ana şirketlerine bu hesaplara para bulması talimatı verdi. Bunu izleyen Salı sabahı, İzlanda Maliye Bakanı Árni M. Mathiesen, Britanya maliye bakanı Alisdair Darling'i şimdi artık söz konusu bankaların fiili sahibi haline gelmiş olan İzlanda hükümetinin böyle bir parayı bulamayabileceği konusunda bilgilendirdi.

Mathiesen'in yanıtı bir sürpriz olarak karşılanmamış olmalıdır çünkü Britanya hane halkının IceSave hesaplarındaki 5 milyar doları, İzlanda GSYH'sinin neredeyse yüzde 50'sine tekabül ediyordu. David Oddsson'un merkez bankasındaki tüneğinden de gözlemiş olduğu gibi, İzlanda vatandaşlarının çocuklarını ve

torunlarını böyle bir yükün altına sokmak, “başkalarının hatası nedeniyle köleleştirmek olurdu.”¹⁹ Oddsson’un ima ettiği o ‘başkaları’ arasında kendisi yoktu hiç kuşkusuz; ama diğer İzlandalı bankacılar, şaibeli yüksek faiz oranlarının cazibesine karşı koyamayan Britanyalı mevduat sahipleri ve onları dizginlemek için hiçbir şey yapmamış olan Britanyalı denetçiler vardı.

IceSave Britanya şubesinin web sitesi trafik yoğunluğundan çoktan bunalmış durumdaydı. 7 Ekimde Landsbanki ile birlikte o da, mevduat sahiplerini yüzüstü bırakarak kapandı. Bu da krizin en yüz kızartıcı bölümlerinden birine kapı açtı; Britanya yetkilileri o mevduat sahiplerini güya korumak üzere Landsbanki’nin aktiflerine el koymak için Birleşik Krallık Anti-Terörizm, Suç ve Güvenlik Yasası’na başvurdu. Anti-Terörizm Yasası, 11 Eylül’ün ardından, şiddet eylemlerine meyilli yabancıları izleyen Britanya güvenlik aygıtına yardım için kabul edilmişti. Parlamento üyelerinin aklında, büyük bir ihtimalle İnternet banka hesap sahiplerinin zararını telafi etmek falan yoktu. Her ne olursa olsun şimdi bu yasa Gordon Brown tarafından kendi kamuoyunu rahatlatmak için kullanılıyordu.

İzlanda’nın bu şekilde El Kaide, Taliban, Sudan, Kuzey Kore ve İran’la aynı listeye konması, İzlanda ile diğer ülkeler arasındaki bankacılık işlemlerinin donmasına neden oldu. Borsa kapandı. Kambiyo piyasası kapandı ve İzlanda Merkez Bankası, o da sadece hayati önemdeki konular için döviz sağlayan tek kurum olarak kaldı. Öfkeli İzlandalılar için bu sanki 1960’lı ve 1970’li yıllarda balıkçılık hakları üzerine Birleşik Krallık’la yaşanan çekişme, ‘morina savaşları’nın bir tekrarı gibiydi. İzlanda nüfusunun yüzde yirmisi İnternet üzerinden Britanya hükümetini kınayan bir dilekçeye imza attı. Binlerce İzlandalı internete kendi resimlerini yükledi. Hepsinin altında elyazlarıyla, ‘Ben bir terörist değilim, Mr. Brown’ yazıyordu.²⁰

2009’da Britanya Yirmiler Grubu’na başkanlık yaptığında Brown kendisini uluslararası işbirliğinin organizatörü olarak konumlandırma peşinde olacaktı. Bir çok konumun da sahibi olacaktı.

NOTLAR

1. Bkz. Bölüm 6
2. Daha kesin bir ifadeyle, Fed'in yardımı olmaksızın bunu sağlayamazlardı.
3. Daha net bir ifadeyle, Fortis sadece ABN AMRO'nun Benelüks ülkelerindeki perakende işletmelerini satın aldı ama bu sonucu değiştirmez. Diğer parçalar Royal Bank of Scotland ve Santander Group'ça devralındı. Royal Bank of Scotland ABN AMRO'nun toptan satış departmanlarını ve Asya operasyonlarını, Santander Group ise Brezilya ve İtalya'daki işletmelerini aldı.
4. Greywolf sonuçta Fortis'i iflası nedeniyle mahkemeye verdi; bu da anlaşmadan doğan 400 milyon dolarlık detaylı bir zarar gerekçesiyle karşı davayla sonuçlandı.
5. İrlanda bankacılığı hakkında daha fazla bilgi için, bkz. Bölüm 25.
6. Müşterilerin Kaupthing Edge hesabı açabildiği ülkelerin tam listesine Birleşik Krallık, Belçika, Norveç, Almanya, Finlandiya, İsveç, Avusturya ve İsviçre de dahildi.
7. Yerli ve yabancı yorumcular için aynı şekilde doğrudu bu; bkz. Lewis (2009), Boyes (2009) ve Jónsson (2009).
8. Grímsson (2005), sf. 1,4.
9. Ayrıntılar için bkz. Dwyer (2011).
10. Bu konuda bkz. Bölüm 4.
11. Bu katlanma Eylül 2007 ile Mart 2008 arasında oldu.
12. Bu paragrafta tarif edilen işlemler Baldursson ve Portes (2013) tarafından analiz edildi ve mevcut detaylar da oradan alındı. Yazarlar, kriz darbesine maruz kalıp da bankacılar bir kurtarma kumarı oynamaya başlayıncaya kadar, İzlanda bankalarında her şeyin yolunda olduğunu etkili bir biçimde öne sürerler. Bu yaklaşım, önceki aşırılık belirtilerini gözde kaçırmada biraz fazla ileri gitmiş gibidir.
13. Baldursson ve Portes (2013), sf. 10
14. Mevcut özsermayenin nominal değeri hükümete yüzde 75'lik bir pay vererek, yüzde 85 oranında azaldı (bkz. aşağıdaki 17 no'lu not.)
15. Bu not düşürmeler, dördüncü bir finansal kuruluş, Straumur Burduras Investment Bank'a da uzandı.
16. Avrupa Merkez Bankası daha sonra Glitnir ve Landsbanki'ye yaptığı bu ilave marj çağrılarını erteledi.
17. Bu önlem hazırlanırken Oddson ve kendisinden sonra parti liderliğine gelecek olan Başbakan Geir Haarde, bir telefonla Kaupthing'e 500 milyon euro vermeye karar verdiler.

Glitnir'e verilmesi planlanan ve hiçbir zaman ödenmeyen 600 milyon euroluk kredinin tersine, bu kredi ödendi. Kaupthing'e verilen bu kredinin arkasındaki saik hiçbir zaman tam olarak açıklanmadı. Bkz. Sigrun Davidsdottir. The only secret from October 6 2008: a CBI loan of €500m to Kaupthingh –updated (again) <http://uti.is/2013/03/the-only-secret-from-october-6-2008-a-cbi-loan-of-e500m-to-kaupthing/>.

18. Britanya mevduat sigortası o zamanlar en çok £50,000'e kadar bakiyeyi kapsıyordu. Landsbanki'nin iflası sırasında yaklaşık £800 milyon tutarındaki mevduat borcu bu üst sınırın üzerindeydi. Birleşik Krallık'taki yetkililer piyasaya olan güveninin çökmesini engellemek için derhal bu tutarın da kapsanması gerektiği sonucuna vardı. Britanyalı ve Hollandalı mevduat sahiplerinin parasını ödedikten sonra, her iki ülkedeki yetkililer de İzlanda'dan bu parayı geri alma peşine düştü. İzlanda parlamentosu iki uzlaşi üzerine kurulu iki yasayı kabul ederek hükümete AB maksimumlarına göre eksiksiz geri ödeme garantisi verme yetkisi tanıdı. Her iki yasa da cumhurbaşkanı tarafından referanduma sunuldu, her ikisi de reddedildi. Ocak 2009'da Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi Mahkemesi İzlanda hükümetinin bu iki ülkenin zararını karşılamak zorunda olmadığına hükmetti. 2014'de, kolay kolay vazgeçmeyen Hollanda ve Britanya hükümetleri paralarını kurtarmaya yönelik bir girişimde daha bulunarak bu kez hükümetten ayrı olarak İzlanda mevduat sigortası fonunu mahkemeye verdi. Hollanda ve Britanya hükümetlerinin talep ettiği paranın ana para ve faiziyle birlikte 9 milyar dolara, ya da İzlanda GSYH'sinin neredeyse yüzde 60'ına yaklaştığı ve mevduat sigorta fonunun varlığının sadece 300 milyon dolar olduğu göz önünde tutulursa, bu da hayalperest bir macera gibi görünüyor.

19. Alıntı Wall Street Journal'de yer alan bir röportajdan, (2008).

20. Yazılanlar değişebilirdi ama mesaj aynıydı.

KISIM III

Daha İyi Zamanlara Doğru

Franklin Delano Roosevelt (FDR), soğuk ve rüzgarlı bir 4 Mart günü, ABD'in otuz ikinci başkanı olarak resmi törenle göreve başladı. Beyaz Saray'dan Capitol Hill'e kadarki güzergah boyunca mevzilenmiş otomatik silahların mevcudiyeti olağanüstü koşullara işaret ediyordu. Roosevelt'in işsiz bir duvarcı tarafından düzenlenen ve aralarında Chicago Valisi Anton Cermak'ın da bulunduğu yanındaki beş kişinin ağır yaralanmasıyla sonuçlanan bir suikast girişimine hedef olmasının üzerinden üç hafta geçmişti. Seçilmiş ama henüz görevi devralmamış olan başkan, Vincent Astor'un yatıyla çıktığı bir gezintinin ardından, Miami, Bayfront Park'da bir topluluğa sesleniyordu. Cermak da, aday belirleme kurultayında kendisine muhalefet etmiş olduğu için af dilemek ve Chicago bankalarına RFC desteği için kulis yapmak üzere orada bulunuyordu. Suikastçı Giuseppe Zangara, ifadesinde, "Ben önce kralları ve başkanları, sonra bütün kapitalistleri öldürürüm" dedi.

Ama federal binaların girişlerine yerleştirilen makineli tüfek yuvaları, bunların yeni başkandan çok devlet mülkünü, işsiz yığınlar karşı korumak için tasarlandığını gösteriyordu. 1932'de yaşanan olaylar, görev devir gününde federal binalara mutlak bir saldırı beklentisi değilse bile, ciddi endişeler yaratmıştı. Bir kısmı komünist eğilimli İşsizler Konseyi tarafından örgütlenen işçiler, yaptıkları gösterilerde yardım parası ve ev tahliyelerinde erteleme talebinde bulunuyordu. Vali Cermak da bunun üzerine kentsel yardım programlarındaki kesintileri feshetmek zorunda kalmıştı.² Aralıkta yaklaşık üç bin işsiz, Pennsylvania Avenue'den aşağı Washington D.C.'ye doğru bir Ulusal Açlık Yürüyüşü konvoyu oluşturmuştu.

Ekonomik koşullar, seçimle görev devir teslimi arasındaki aylarda daha da bozuldu. 4 Mart günü otuz yedi eyaletteki bankalar ya kapalı ya da eyalet yöne-

timlerinin koyduğu mevduat çekme kısıtlaması altındaydı.³ Harcama yapmakta isteksiz panik halindeki hane halkı ve borç alamaz durumdaki üreticilerle sanayi üretimi 1925-1929 ortalamasının üçte ikisine düşmüştü. Yük vagonu dolulukları yüzde 56 düştü. Otomobil üretimi 1929'daki seviyesinin dörtte birine zar zor yetişebiliyordu. Devir teslim gününden önceki gece saat 02:30'da, Roosevelt'in ardından vali olan Hernert Lehman, New York bankalarını kapattı. Borsa, tarihinde üçüncü kez kapılarını kapatıyordu; ilki 1873'te daha önceki bir mali panik nedeniyle yaşanmış, ikincisi ise I. Dünya Savaşı'nın patlak vermesiyle olmuştu. Bu ise, denilebilirdi ki, Wall Street'in yaşadığı ilk Lehman anıydı.

Yeni başkanı karşılayan koşullar işte bunlardı. FDR'nin bu zor duruma kendi kendisini düşürdüğü yoylunda, başkalarının yanısıra Başkan Hoover tarafından da vaaz edilen eleştiriler vardı hiç kuşkusuz. Hoover bankacılık sisteminin istikrara kavuşturulmasına destek olmak için halefine yardım elini uzatmıştı. Roosevelt'in işbirliğini reddetmesi, ofisindeki son günlerini geçiren görevdeki başkanı, arta kalan son meşruiyetinden, ya da hiç değilse harekete geçme iradesinden yoksun bırakmıştı.

Hoover, özellikle, Roosevelt'in altın standartını onaylama isteksizliğinin bu güven kırızını ateşlediği kanısındaydı. Daha sonraki olaylar bu görüşü desteklemez. FDR'nin altın standartı konusundaki pozisyonun netleştirmesi altı haftasını almış ama bankalara olan güveni yendien tesis etmesi için günler yetmiştir. Hoover, yine de bu belirsizlik kaynağının ortadan kaldırılması gerektiğine inanıyordu. Bu nedenle de seçilmiş başkanı altın standartından yana bir konuma kilitleme peşine düştü.⁴ FDR sıkboğaz edilmeyi reddetti. Altın satandardının sürdürülmesine karşı bir karara varmamış olabilirdi henüz ama seçeneklerini açık tutmak istiyordu.

İlaveten, FDR ve Beyin Takımı, herhangi bir banka tatili kararının şartlarını Hoover ve atadıklarıyla müzakere etmek zorunda kalacaklarının farkındaydılar. Ve 4 Mart'tan önce de görüşlerini destekleyecek ofis yetkilerine sahip olmayacaklardı. Daha Makyavelist bir yorumsa, 4 Mart günü koşullar ne kadar daha kötüleşirse, Hoover'ın da o kadar çok sorundan sorumlu tutulabileceği ve halefinin girişimlerini kabul etme konusunda o kadar pozitif olacığıydı.

Roosevelt, devir teslim töreni konuşmasında, o günün sadece yeni bir yönetimin değil ama aynı zamanda yeni bir umut ve eylem çağının şafağına da damgasını vurduğu mesajını vermeye çalıştı. Ama o eylemin ne tür bir biçim alacağı, kısmen başkanın kime kulak kesileceğinin kesin olmaması nedeniyle, belirsizdi. Ekonomi konusunda Roosevelt'in fikir aldığı üç farklı danışman grubu vardı.⁵ Bunlardan ilki, kendisini neredeyse ulusun önüne çıkıldığı ilk günden bu yana FDR'ye adanmış olan Harvard hukuk profesörü Felix Frankfurter liderliğindeki

ekipti. Dostlukları, Roosevelt'in donanmada müsteşar, Frankfurter'in ise Savaş İstihdam Politikaları Kurulu başkanı olduğu I. Dünya Savaşı'na kadar gidiyordu. Frankfurter ve öğrencileri, Yüksek Mahkeme Yargıcı Louis Brandeis tarafından geliştirilen bir ekonomik ve politik felsefenin taraftarıydılar. Brandeis, montaj hattının gelişmesi ve Ford ve General Motors gibi endüstri tekbloklarının (monolith) büyümesiyle göze çarpmaya başlamış olan bir sorunla, hırsız baronlarda yoğunlaşan ekonomik ve politik gücün sınırlandırılmasıyla ilgileniyordu.⁶ Brandeis yanlıları büyük firmaların verimlilik avantajına sahip olduğunu kabul etmiyordu ve bu, birer ekonomist olmaktan çok hukukçu oldukları için yapmakta özgür oldukları bir şeydi. Geçmişin idealize edilmiş küçük aile firmalarına duydukları nostaljiyle Jeffersoncu demokrasinin kentli eşdeğerleri olan bu akım, şimdi büyük girişimlere bir düzen getirerek bu geçmişten yeniden tesis etme peşindeydi.

Brandeis yanlıları ekonomik canlanmadan çok reformla ilgileniyorlardı ve Büyük Bunalım'ı da kendi gündemlerini hayata geçirmenin bir fırsatı olarak gördüler. Böylece, iş dünyasının büyük bir yaygara koparak şikayetçi olduğu New Deal'ın endüstriye dayadığı mevzuat yükünün hiç de azımsanmayacak bir bölümü, Frankfurter ve çevresinin bu ateşi yüksek zihinlerinin ürünü oldu.⁷ Aralık 1933'te İngiliz Ekonomist John Maynard Keynes, Roosevelt yönetimini reforma ekonomik canlanmanın üzerinde bir vurgu yapmakla eleştirdiği bir açık mekutup yayınladı. Bilerek ya da değil, Keynes'in asıl eleştirdiği Brandeis yanlıları ve onlara kulak veren FDR'ydi.⁸

İkinci danışmanlar grubu, aralarında kurumsal iktisat profesörü Rexford Tugwell, şirketler hukuku uzmanı Adolph Berle ve siyaset bilimci Raymond Moley'in de bulunduğu Columbia Üniversitesi profesörlerinden oluşuyordu. Beyin Takımı'nın kurucu üyeleri olarak bu grup FDR'ye seçim kampanyası sırasında da danışmanlık yapmıştı. Frankfurter çevresinin aksine bunlar büyük firmaların kaçınılmazlığını kabul ediyor ama büyük hükümetle dengelenmeleri gerektiğini savunuyorlardı.⁹ Daha genel anlamda, bu grubun üyeleri, faaliyetlerin organize edilmesinde devlete daha geniş bir rol verilmesinin, kendi çıkarımlarına göre piyasanın akla uygun davranacağına güvenilemeyecek koşullar altında, tümüyle mantıklı olduğu fikrini savunuyorlardı.

Beyin Takımı'nın daha ılımlı üyeleri ise piyasanın sadece geçici olarak çökmüş olduğuna inanarak devletin rolünün genişletilmesini de olsa olsa geçici bir temelde kabul ediyorlardı. Bununla birlikte Tugwell gibi bazıları çöküşü daha derindeki sorunların semptomatik bir ifadesi olarak görüyor ve ekonominin planlanmasında devlete sürekli bir rol biçilmesini bu şekilde gerekçelendiriyorlardı. Yine, Bunalım'ın derinliği ve alt üst oluşların derecesi göz önünde bulundurulduğunda bu çıkarım mantıksız değildi. Bu grubun yaklaşımında, ekonomik canlanmayı başlatmanın aciliyeti, ücret ve fiyatları düzenleme ve ekili haddeki arazi yüzölçümlerini düşürme önerilerine hızlı yanıt verecek geniş kapsamlı bir

yapısal reformla birleşiyordu. Ulusal Sanayi Canlandırma Yasası (National Industrial Recovery Act: NIRA) ve Tarımsal Düzenleme Yasası (Agricultural Adjustment Act), geniş ölçüde bu ikinci danışmanlar takımının buluşlarıydı.

Roosevelt'in komşusu, beyefendi çiftçi Henry Morgenthau'nun desteğini alan ve Cornell Üniversitesi tarım ekonomisi uzmanı George Warren liderliğindeki üçüncü grup ise enflasyonistlerden oluşuyordu. Morgenthau bir zamanlar *American Agriculturalist* dergisinin yayımcısıydı; sahibi olduğu çiftlik Noel ağacı yetiştirme konusunda uzmanlaşmıştı. Başkanın ilk görev verdiği William H. Woodin sağlık nedenleriyle istifa etmek zorunda kalınca, maliye bakanı oldu.¹⁰ Roosevelt 1929'da New York valisi olunca Morgenthau'nun başkanlık yaptığı, Warren'ın da üyeleri arasında yer aldığı, tarımsal konularda tavsiyelerde bulunacak bir Tarım Danışma Komisyonu oluşturmuştu. Daha 1920'li yıllarda aşırı arz sorunu yaşamış ve ürünlerindeki fiyat düşüşü 1929 ile 1933 yılları arasında en hızlı seviyesine ulaşmış bir sektörün uzmanı olarak Warren ve çevresi, tarım sektöründen çıkardıkları dersleri ekonominin bütününe uygulama peşinde oldular. Fiyat ve ücretleri yukarı çekme politikasını ezici borç yükünü hafifleten bir yöntem olarak gördüler. Eğer bu amaca ulaşmak için altın standartından vazgeçilmesi gerekiyorsa, varsın vezgeçilsindi.

Warren'ın tarım merkezli görüşlerine, Yale Üniversitesi'nden para ekonomistleri James Harvey Rogers ve Irving Fisher tarafından bir saygınlık cılası çekildi. Rogers bir altın standart uzmanıydı ve bunun deflasyonist etkileri üzerine konuşabilme ehliyetine sahipti. Fisher ise, bir soy ıslahı savunucusu ve içki yasağı taraftarı olması bir yana, 1929'da borsanın durumuna ilişkin olarak kullandığı o ünlü 'sürekli gibi gözüken bir yüksek düzlük' ifadesi nedeniyle Roosevelt'e danışmanlık yapması resmen engellenmiş biriydi. Ama 1933'te borç deflasyonu üzerine yazdığı ve düşen ücret ve gelirlerin mevcut borçların geri ödemesini daha da güçleştirerek ekonomiye daha ileri zararlar verebileceğini iddia ettiği bir makale, Warren'ın enflasyon davasına entelektüel bir ağırlık kazandırdı.¹¹

İlk sıradaki iş, bankacılık krizine bir çözüm bulmaktı. Brandeis yanlıları çok geçmeden, daha yakın tarihin ilerici ekonomistleri Paul Krugman ve Joseph Stiglitz gibi, bankaların kamulaştırılmasından yana oldu.¹² New Mexico'dan Bronson Cutting ve Wisconsin'den Robert La Follette, Jr. gibi ilerici senatörler de aynısını yaptı. Ama 2009'daki Barack Obama gibi, Roosevelt de tereddüt etti. Bir yığın bankaya el koymak ve yönetimlerini devlet görevlileriyle değiştirmek zaman alırdı ve zaman da çok bol değildi. Kamu parası enjekte etmekse, dengeli bütçe taahhüt etmiş bir başkan için sorunlu olabilirdi. FDR'nin, kişisel düzeyde, Vincent Astor ve yıllar önce Roosevelt'in 12. Cadde'deki konağını kiralamış olan J. P. Morgan'ın ortağı Thomas Lamont gibi önde gelen yatırımcı ve finansörlerle

dostluğu vardı. Para tacirlerini “uygarlığımızın tapınağındaki yüksek koltuklarından” sürmek konusundaki popülist söylemine rağmen, yeni başkan bankerlere karşı çıkmak yerine onlarla çalışmayı tercih ediyordu.¹³

Sonuçta, Roosevelt’in bankacılık krizini çözmeye yönelik yaklaşımı, maddi olarak Hoover’inkinden farklı olmadı. Daha görev değişim töreninden önceki Cuma akşamı, halen görevdeki Maliye Bakanı Mills, Profesör Moley ve Maliye Bakanlığı’na atanacak olan Woodin’le buluştu.¹⁴ Kendilerine ait bir fikirler setine sahip olmayan ve seçilmiş başkana günler içinde bir banka rehabilitasyon planı sözü vermiş olan Moley ve Woodin, seleflerinin planını benimseyiverdi. New Deal herkes tarafından deneysel bir program olarak tanınmış olabilirdi ama burada deneyimin zerresi yoktu.

FDR, 5 Mart Pazar günü, ofisteki ilk tam gün mesaisinde, altın işlemlerini askıya almak ve dört günlük bir banka tatili ilan etmek üzere, Gordon Brown’ın 2008’de Birleşik Krallık Anti-Terörizm Yasası’na başvurmasından yankısını bulacak bir önlem olarak, Düşmanla Ticaret Yasası’na başvurdu. Bu da Hoover tarafından düşünülmüş bir önlemdi; o zamanlar halen görevde bulunan eski başkan, Beyaz Saray’da 3 Mart günü yaptıkları toplantıda Roosevelt’e Düşmanla Ticaret Yasası’na başvurmasını tavsiye etmişti.¹⁵

Roosevelt bunun ardından, ekibine planlarını tamamlamaları için üç gün süre vererek, Kongre’yi olağanüstü toplantıya çağırdı. Temsilciler Meclisi ve Senato’nun görüşüne sunulan –Meclis’te okunan demek daha doğru olur çünkü sadece tek kopya vardı– Bankacılık Olağanüstü Hal Yasası, (Emergency Banking Act) Paulson Maliyesi tarafından 2008’de sunulan üç sayfalık tezkereden çok az daha uzun olmasına rağmen, gördüğü karşılık farklı oldu.¹⁶ Meclis yasa tasarısını sadece 40 dakika içinde ve hiçbir kanun değişikliğine fırsat tanımadan sözlü oyla kabul etti. Senato’dansa 7’ye karşı 73 gibi ezici bir çoğunlukla geçti. Başkan yasa tasarısını aynı gece imzaladı.

Yasanın birinci maddesi banka tatilini yasal statüye kavuşturuyordu. Bu zaten Düşmanla Ticaret Yasası’nın kullanılmasından rahatsız olan Adalet Bakanlığı tarafından Hoover’a önerilmişti.¹⁷ II. Madde, maliye bakanına mali açıdan sağlam kuruluşları yeniden açma, sağlam olmayan bankaları da kayımların denetimi altına verme yetkisi tanıyordu.¹⁸ Bunun bir versiyonu Para Kontrolörü tarafından Hoover’ın kullanımına sunulmuştu. III. Madde Maliye Bakanlığı’na karşılığında tercihli hisse olarak finans kurumlarına sermaye enjekte etmesi için Yeniden İnşa Finans Kurumu’na talimat yetkisi veriyordu. Bu da RFC yasasında yer alan ve kurumun Henry Ford’a ait Guardian Group’u kurtarma çabalarını hüsrana uğratan bir ayırımın, likit sıkıntısı içindeki finans kurumlarına kredi açmasına izin veren ama sermaye enjekte etmesini yasaklayan kısıtı kaldırıyordu. Bu madde de daha önce Temsilciler Meclisi Bankacılık ve Para Komisyonu’nun eski Cumhuriyetçi üyesi Franklin Fort tarafından Başkan Hoover’a tavsiye edil-

mişti. Son olarak IV. Madde, Merkez Bankası Yasası'na getirdiği bir değişiklikle likidite sıkıntısı çeken bankalara verilecek kredilerde teminat yükümlülüklerini gevşetiyordu. Merkez Bankası'nın 'bu yasanın hükümleri altında elde edilmiş her türlü senet, çek, kambiyo senetleri, banka akseptansları' karşılığında, bir başka ifadeyle fiilen her türlü teminat karşılığında, kendi normal yükümlülüklerinden ayrı olarak özel olarak tasarlanmış Merkez bankası Banknot'u piyasaya sürmesine izin veriyordu.

Sonuçta ortaya çıkan yasa orijinal değil ama kapsamlıydı. Çalışıp çalışmayacağı ise çok yakında ortaya çıkacaktı.

Hafta sonunda başkan planın basitleştirilmiş bir açıklaması için ilk şömine başı söyleşisini yaptı. Pazartesi günü Merkez Bankaları'nın bulunduğu on iki şehirdeki bankalar yeniden açıldığında, kriz sona ermişti. *New York Times*'ın da yazdığı gibi, "Moratoryum öncesi mevduat çekmek için 'koşuşturma'nın tersine, dün mevduatları yeniden yatırmak ve yeni mevduat yatırmak için genel bir 'koşuşturma' vardı. Bankalar genel olarak yoğun bir mevduat yatırımı ve çok az mevduat çekişi bildirdi. Her durumda yatırılan mevduatların çekilenlerden daha fazla olduğu belirtildi."¹⁹ Diğer şehirlerdeki bankaların da yeniden açıldığı Salı günü, mevduat sahipleri bekleme salonlarında kalabalık yapan diğer mevduat sahipleri yüzünden kapılardan geçmenin güçlüğünden şikayet ediyordu. Raymond Moley'in acizane yorumuyla, kapitalizm sekiz gün içinde kutarılmıştı.²⁰

Bütün bunlar, RFC destekli yeni bir banka sermayelendirmesi olmaksızın gerçekleşmişti. FDR'nin kendi adamı Jesse Jones'u kurumun başına getirmek için zar zor zamanı olmuştu.²¹ Yine de bankalara olan güvenin geri kazanılışı çok çabuk oldu. Bu bize 1933 bankacılık krizinin niteliği hakkında ne anlatır? Krizin ardında çok önemli ölçülerde panik duygusu olduğunu akla getiriyor. Panik nasıl kendi kendi alevlendirebiliyorsa, bir mola ve yatıştırıcı bir şömine başı söyleşisiyle sönmürebiliyor. Mola, ilerici tarihçiler Charles Beard ve George Smith'in de belirttiği gibi, 'nedensiz bir histeriye tutulmuş birisinin yüzüne atılan bir tokat'la aynı işlevi görmüştü.²²

Şömine başı söyleşisi ise, yeni başkan henüz halkla balayı dönemini yaşadığından daha yatıştırıcı bir işlev görmüştü. Bu da dolayısıyla akla, FDR'nin Hoover'la işbirliğini reddederek akıllıca davrandığını getiriyor. Kredisini tüketmiş bir başkan tarafından geliştirilmiş benzer bir plan aynı olumlu kanıları yaratmamış olacaktı. Ve hafifletici nedenlerle ya da değil, ancak hâlâ balayı dönemini yaşayan bir başkan böylesine geniş kapsamlı bir yasa tasarısını saatler içinde Kongre'den geçirmeyi başarabilirdi.

Bankacılık Olağanüstü Hal Yasası'nın sözünü ettiği ve tarihçilerin de daha sonraları bahsetmiş olduğu geniş kapsamlı hesap denetimleriye, aslında o kadar

da geniş kapsamlı olmadı. İki hafta içinde geniş kapsamlı bir denetim yapmak pek mümkün değildi. George Norris, Philadelphia Merkez Bankası Başkanı olarak yaşadıklarına dönüp bakarken, Maliye Bakanı Woodin'den 10 Mart'ta üye bankalardan yeniden açılma başvurularını alma talimatı gelmesi üzerine, "bölgenin dört bir yanından gelen bankacıların ziyaretleri ve reddedemeyeceği telefon çağrılarının tam bir ablukası altında" kaldığını anlatır. Norris, "bu kadar kısa bir zamanda yedi-sekiz yüz bankanın içinde bulunduğu duruma dair detaylı bir çalışma yapmanın" imkansızlığını hemen fark etmişti, "tek başına bu bile haklarında verdiğim ölüm ya da yaşam kararlarını haklı çıkarmaya yetecekti." Norris, kurul başkanını, bölge merkez bankası baş müfettişini ve teftiş departmanı şefi, Mr. Hill diye birini izleyen hafta sonu görünüşte bu belirlemeyi yapacak üç kişilik bir komisyona atadı. "Hassas ve zor bir görevdi, öylesine bir meşakkat ve sorumluluk istiyor ve öylesine zalimce bir zaman kısıtlaması içinde yapılıyordu ki," Mr. Hill'in sinir krizi geçirmesine yol açmıştı.²³

Geniş kapsamlı hesap denetimi kısmen bir göz boyama olsa da, Merkez Bankası'na verilen yeni yetkiler sahiciydi ve son derece sahici sonuçları oldu. Bankacılık Yasası, Fed'e uygun gördüğü zaman çek, senet, kambiyo senedi ve akseptansları iskonto etme yetkisi veriyor ve bankaların mevduat sahiplerinin taleplerini karşılamak için gerekli likiditeye sahip olacağını güvence altına alıyordu. Bu henüz mevduat sigortası değildi ama aynı sonucu verecek örtük bir garantiydi.²⁴ Fed'in acil likidite tedarikiyle müdahale edebileceği vaadi, yatırımcıları rahatlatarak, bankalara yönelik ileriki aylarda gerçekleştirilen daha sistematik bir değerlendirme ve ardından da yeniden sermayelendirme – özel yatırımcılar ya da RFC'nin ilave fon enjekte etmesi için zaman kazandırdı.

Bütün bunlar, 2012'de Avrupa devletlerinin kamu borçları yatırımcıları paniğe sürüklediği ama Avrupa Merkez Bankası'nın Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions: OMT) programıyla piyasaları rahatlatığı zaman yeniden öğrenilen derslerdi.²⁵ Fed'in 1933'te acil likidite sağlama taahhütünde olduğu gibi, gerçekte OMT'nin hayata geçmesine bile gerek kalmadı ve sadece duyurulması güven sağlamaya yetti. En azından bankalara ilave gerilim testi uygulanması ve yeniden sermayelendirme için zaman kazandırdı.

Sonuç olarak güvenin bu denli süratle geri kazanılması, planın bir bütün olarak –borcunun ödeyemeyen bankaların kayyımına devredilmesi, acil likidite sağlama taahhütü ve gerekli olduğu yerde kamu fonlarıyla yeniden sermayelendirme– çok fazla anlam ifade ettiğini düşündürüyor. Bu önlemler Roosevelt'in koltuğa oturmasından önce de gayet iyi biliniyordu; sadece hayata geçirilmeleri gerekiyordu. Bu deneyim, bir bankacılık krizinin çözülmesinin gözlerde büyütüldüğü kadar zor olmadığını düşündürüyor.

Kongre'nin bankacılık krizinin üzerine gidilmesiyle idrak edilen bu özel dönemi o kadar başarılı geçti ki, Roosevelt hemen direktiflerini bir 'b' den üç 'b'ye genişletti. Bankacılıktan sonra gelen ikinci 'b', biraydı. FDR, yüzde 3.2 alkol oranına kadar biranın yasallaştırmasını teklif etti ve balayı günlerine likit serinletici tedarik etti.

Sonuçları açısından daha önemli olanı, üçüncü 'b'ydı. Bütçe dengesi, başkanın bu konuda verdiği sözü tutarak muhafazakar sicilini parlatma peşine düştüğü bir konuydu. Çağdaş eleştirmenler, FDR'nin ilk dönemindeki federal harcamaların büyüklüğü üzerinde çok fazla durmuşlardır. Roosevelt dönemindeki açık, savaş dönemi dışında ABD tarihindeki en büyük birkaç bütçe aşığından biriydi. Kamu borçları, Hoover yıllarındakinden de daha büyük bir hızla büyüdü. Grand Coulee Barajı'ndan La Guardia Havaalanı'na kadar iddialı bayındırlık projeleri, Roosevelt yönetimi tarafından finanse edildi. Kimileri, açık bütçe harcamalarının yeni başkanın Bunalıma'a son verme kararlılığına işaret etmek için kullandığı anahtar kriterlerden biri olduğunu ileri sürecek kadar ileri gitti. Roosevelt'in hakim ekonomoni politikalarına meydan okuyarak ekonomi politika rejimini değiştirme niyetinde olduğuna dikkat çektiler.²⁶

Ekonomistlerin tarih kayıtlarında görmek istediklerini gördüklerini ortaya koyan bir örnektir bu. Gerçekte ise, Roosevelt kendisini hakim ekonomi politikalarına meydan okumak üzere değil onları uygulamak üzere ortaya çıkmış biri olarak görüyordu. Dengeli bütçeye inanıyordu. Bu, hakim ekonomi politika dogmasının Hoover kadar katı bir şekilde onayladığı bir veçhesiydi.

Başkanın hedefi bir an önce, eksiksiz bir şekilde ve gerekirse taraftarlarının desteğini alarak bütçeyi dengelemektir. Banka tatilini ilan ettikten sonra Kongre'de verdiği ilk mesaj devlette tutumluluk üzerineydi. "Üç uzun yıl boyunca Federal Hükümet iflasa giden yolda yürümüştür," demişti sesine ciddi bir ton vererek.²⁷ Bütçe açıkları bankacılık krizine yol açan bir belirsizliğe doğru gidiyordu. Güvenin altını oyarak işsiz yığınları yenilerini ekliyordu. FDR meselelerin ikna edici bir şekilde anlatılması için, Arizona temsilcisi ve bütçe dengesinin meclis'teki en güçlü sesi Lewis Douglas'ı bütçe direktörü olarak atadı. Douglas birçok kez bunun yapılmaması halinde yaşanacak sıkıntılı sonuçlar konusunda uyarılarda bulunmuştu. Etkili konuşmalarıyla, bütçe dengesi uğruna bir yirmi birinci yüzyıl haçlısı gibi savaşan Pete Peterson'ın yüreğini ısıtmıştı.²⁸ Bütçenin dengelenmemesi halinde, diye uyarıyordu Douglas, bir kıyamet habercisi gibi, "bütün dünya karanlığa gömülecek"ti.²⁹

Douglas tarafından tasarlanan planın uygulanmasıyla, harcamalar kesilecek ve bütçe tamamen dengeye kavuşacaktı.³⁰ Savunma harcamalarında daha önce bütçelenen miktardan yüzde 8 oranında kısıntıya gidilecekti.³¹ Japonya'nın Çin'e saldırısı ve Hitler'in yükselişi gözönünde bulundurulduğunda, bu kısıntı FDR'nin bütçe dengesine verdiği önceliği kanıtlar. Federal ücret ve maaşlar sa-

dece dondurulmakla kalmadı ama düşürüldü de; asker ve sivil bürokraside sırasıyla 20 milyon dolar ve 105 milyon dolar tasarruf edildi. Tek başına en büyük tasarruf ise bugün istihkak olarak adlandıracağımız asker emekli maaşlarından yapılan kesintilerden geldi. Askeri hizmet dışı nedenlerle sakat kalmış gazilere yapılan yardımların kaldırılması da bu tasarrufu artırdı.

Malul gazilerin Bunalım'ın en sert vurduğu kesimler arasında yer aldığı göz önünde bulundurulursa, bu son derece olağanüstü bir öneriydi. Eğer 1932'de oy vermişlerse, FDR'ye vermişlerdi. Onların ödeneklerini kesmek, George S. Patton ve Dwight D. Eisenhower gibi binbaşılarda desteklenen General Douglas MacArthur'a, Anacostia'da ordugah kurmuş olan I. Dünya Savaşı gazilerinden oluşan Bonus Army'yi dağıtması için verdiği izin kararının yarattığı fırtına ortadayken, Hoover'ın yapabileceği bir şey değildi.³² Aralarında Michigan'dan James Couzens'in de yer aldığı 12 Demokrat senatör bu kesintilere itiraz etti ama yasa tasarısı ezici bir çoğunlukla geçti.

Roosevelt'in bütçe dengesi konusundaki bu taahhütle diğer politik iddialarının nasıl uzlaştıracığı belirsizdir. Basın, işsizlere yardım eli uzatmak için askere alma şubelerini kullanarak örneğin ve bayındırlık işlerini yaymak için de Alabama, Muscle Shoals'da mülkiyeti devlete ait olan hidroelektirik barajı ve nitrat tesislerine öncelikli tahsisat ayırarak mevcut özkaynaklardan daha fazla yararlanmayı umduğu kanısındaydı. Diğerleriye FDR'nin gerçekten de bütçe dengesine bağlı kalıp kalmayacağını sorguladı. Denge görüntüsü yaratacak normal bütçenin yanı sıra, borçlanarak finanse edilecek bir olağanüstü bütçe yaratmayı zaten planlamakta olduğunu öne sürdüler.

İşin aslı, FDR çelişki içindeydi. Bütçe dengesine samimiyetle inanıyordu. Ama bunu bir kez işsizlik pahasına yapmışken, ekonomik koşulların çok sınırlı bir iyileşme belirtisi gösterdiği bir zamanda bir kez daha yapmaya hazır değildi. Böylece, bir New Deal programını diğeri izlerken, olağanüstü bütçe de genişledi.³³

Yine de bunlardan hiçbirisi FDR'nin bütçe dengesi ilkesine olan inancını zayıflatmadı. 1935 bütçe konuşmasında ısrarı devam ediyordu: "Federal hükümet bu yardım parası işinden çıkmak zorundadır ve çıkmalıdır," aksi halde bertaraf edilmeyen her öge için bedel ödeyecektir.³⁴ Kongre 1936'da I. Dünya Savaşı gazilerine ikramiye ödenmesi konusundaki iradesini açığa vurduğu zaman da bu çağrısını tekrarladı.³⁵

Bu yüzden de eğer FDR'nin bütçe politikası bir 'rejim değişikliği' ise bile, II. Dünya Savaşı'nın kapıyı çalmasıyla haklılık kazanacak bir değişimdi bu. Verdiği bütçe açıkları kasıtsızdı. Keynes'in de Aralık 1933'teki mektubunda uyarılmış olduğu gibi, bir fark yaratmayacak kadar küçük açıklardı bunlar

Görünümü değiştiren daha önemli bir faktör, para politikaları oldu. Bankaların altın para, külçe ya da sertifikayla ve sadece maliye Bakanı Woodin tarafından verilen lisansla ihracına izin verilmiş olan altınla ödeme yapmasını yasaklayan 4 Mart altın ambargosu sırasında henüz karar verilmiş bir politika değildi bu. FDR'nin bu ambargoyu dayatmaktan başka seçeneği yoktu; harekete geçme iradesini yitirmemiş olsa Hoover'ın da çoktan yapmış olacağı bir şeydi bu. New York Merkez Bankası'nda altın kalmamıştı. Yabancılar ihraç etmek istese, bankanın bunu tedarik etmesi mümkün olmayacaktı.

Ama bu ambargonun da, tıpkı banka tatili gibi geçici olduğu ve aynı o şekilde kolayca sona ereceği düşünüldü yaygın olarak. ABD daha önce de, İç Savaş'ın olağanüstü koşullarında altın konvertibilitesini askıya almış ama daha sonra kaldığı yerden devam etmişti. Diğer ülkelere de kaldırmış, I. Dünya savaşı'ndan sonra devam etmişti. Maliye Bakanı Woodin'in koltuğua oturur oturmaz kulak veren herkese güvence vermek için sarfettiği ilk sözler, ABD'in altın satandarından vazgeçmemiş olduğuydu. "Altın standartından çıkmış olduğumuzu söylemek, para birimi standardını terkettiğimizi söylemek kadar gülünç ve yanıltıcı olur," diye açıkladı. "Altın sadece birkaç gün için kabul edilmeyecektir." Para statükosunun ateşli bir taraftarı olarak Woodin'in samimi olmadığı söylenemezdi; söylediklerine inanıyordu.³⁷

Roosevelt'in seçeneklerini ölçüp tartması, altı haftasını aldı. İşleyen bir bankacılık sistemi ve dengeli bir bütçeye olan güvenin ilham edeceklerinin bir ekonomik canlanmayı ayakta tutmaya yeterli olmadığı sonucuna varmaya yetecek kadar uzun bir süreydi bu. Koşullar Mart ve Nisan ayları arasında iyileşmişti ama katastrofik hareket noktası düşünüldüğünde daha kötüleşebileceğini düşünmek zordu zaten. Sadece bankalar değil, mağaza ve fabrikalar da kapalıydı. Ceplerinde zerre para olmayan halk alışveriş yapmıyordu. Amerika'nın dört bir yanında caddeler sessiz, hatta terk edilmiş durumdaydı. Ohio, Akron'da "oto lastik dükkanları kapalıydı. Tramvaylar yarım gün çalışıyordu. Kömür şirketleri kapandı. Bunalım'a rağmen halen işi olan binlerce kişi, 'geçici olaral işten çıkarılarak' evlerine gönderildi." ³⁸ Nisan, Mart'tan daha iyi olsa da, devlet bankalarının tatil edilmesinden önceki Ocaktan daha iyi değildi. Sanayi üretimi Nisan'da Ocak seviyesini zar zor yakalayabildi. İstihdam oranı, Ocak'tan sonraki üç ay içerisinde ilave bir yüzde 2.3 daha düştü.³⁹

Daha fazlasının yapılmak zorunda olduğu açıktı. Roosevelt'in ilk adımı, altın ihracatı üzerindeki ambargonun süresi belirsiz bir şekilde devam edeceğini açıklamak oldu. Bu da, hükümete gümüş alımı yetkisi veren bir önlem öneren Senatör Elmer Thomas'ın savunduğu türden fiyatları yukarı çekmeye yönelik diğer tedbirlere kapı açtı. Thomas, hatırlayalım, benzer önlemleri 1932 yılında da savunmuş ve Fed'i önleyici bir genişleme politikası yönünde harekete geçmeye teşvik etmişti.⁴⁰ FDR'nin şimdi hangi yola sıçrayacağı, 19 Nisanda Thomas'la

buluştuğu zaman açıklığa kavuşacaktı. İki adam, Thomas'ın Tanımsal Düzenleme Yasası haline gelen tasarıya bir ekleme yapması konusunda uzlaşmış olarak ortaya çıktı. Thomas'ın revize edilmiş yasa değişikliği gümüş alımı gibi bir hedef tayin etmiyordu ama başkana doların altın içeriğini yüzde elli gibi muazzam bir miktarda düşürme –ve buna denk düşecek şekilde de altının dolar fiyatını yukarı çekme- yetkisi veriyordu.

Dow Jones ortalamaları bu haberle yüzde dokuzluk bir kabarma yaşadı. 19 Nisan bugün bile hâla yirmi en büyük günlük yüzde getirisi listesinden düşmemiştir. Altın standartının terk edileceğine yönelik inancın güven üzerindeki tahribatı da çok geçmeden sona erecekti. “Finans mahallesinin er ve erbaşları, uzun yıllar süren ezici deflasyonsan sonra enflasyon beklentilerine coşkuyla sarıldı,” New York Times'ın yorum şekliyle.⁴¹

İkinci adım, değişimin sürekli olduğunu –hükümetin bir daha fiyat istikrarını altın standardı zorunluluklarına bağımlı kılmaya niyeti olmadığını netleştirmekti. Roosevelt Dünya Para ve Ekonomi Konferansı'nda fiyat istikrarının kendisi için öncelikli olduğunu ilan ederek bu meseleye noktayı koydu. Konferans 10 Haziranda Londra'da dizaynlandı. Katılımcılar üç hafta içinde altın standartına geri dönüş çağrısı yapan bir deklarasyon imzaladılar.⁴² Her ne kadar yapılan ortak açıklama ülkelerin geri dönüş için kendi tercih ettikleri zaman ve seviye sınırları içinde kalan onayları içeriyorsa da, bunun daha önceki döviz kuru oranlarını devam ettirme yönünde baskı yaratacağına ilişkin bir beklenti yine de vardı.

ABD delegasyonunun her konuda görüş birliğine varabilmiş olması kendi başına kayda değer bir olguydu. Roosevelt gerçek bir serbest ticaret yanlısı olan Hull'ın yanı sıra, William Jennings Bryan'ın yardımcısı Key Pittman'ı göndermişti. Gümüş madeni eyaleti olan Nevada'nın kıdemli senatörü ve Dış İlişkiler Komisyonu başkanı Pittman, 1932'de Demokrat Parti siyasal programına uluslararası düzeyde bir para konferansını savunan bir madde koydurmuş; bu konferansın gümüş paradan yana bir karar alma ihtimaline olan umudunu ise kendine saklamıştı. Pittman şimdi Londra'da hiçbir şeyi kendine saklamadı. Hiç ara vermeden gümüş parayı destekleyen önlemler üzerine konuştu. Bir Pittman nutkuna daha maruz kalmamak için çaresizce el sallayan Alman delegasyonu Hjalmar Schacht'ı çileden çıkardı. Pittman'ın Londra maceraları anlatmakla bitmiyordu; sokak lambalarına ateş etmesinden, Claridge Otel'i'nin kilerindeki bir küvette banyo yapmasına kadar.⁴³

ABD delegasyonunun bir diğer öne çıkan üyesi ise, Henry Ford'un, kullandığı nüfuzla Guardian Trust Company'in kurtarılması sırasında RFC'nin işlerini güçleştiren, bir zamanlarki ortağı Senatör William Couzens'di.⁴⁴ FDR, Couzens'i korumacı görüşlerinden dolayı, yani dışişleri bakanını dengelemek için seçmiş olmalıydı. Eğer öyleyse, hayal kırıklığına uğramamıştı. Couzens orada defalarca çatıştı Hull'la, gümrük tarifelerinin indirilmesi aleyhine konuşmalar yaptı ve

Hull'ın ABD delegasyonunun yapacağı bütün kamuoyu açıklamalarının kendi denetiminden geçeceği talimatına da uymadı. FDR, eski Ohio valisi ve gazete yayımcısı James Cox'u da göndermişti ve onun konvertibil paradan yana olan görüşleri de Pittman'ın yaklaşımını etkisiz bıraktı. Kalan iki delege, Tennessee Milletvekili Samuel Mc Reynolds ve Teksaslı bir zengin Ralph Morrison'du. Altı kişiden oluşan delegasyonun tek bir üyesinin bile daha önceden bir uluslararası konferans deneyimi yoktu.

Roosevelt, Amerika'nın bu tür bir liderlik sergilediği bir konferansın ilerleme kaydetmiş olması karşısında şaşkınlığa düşmüş olmalıydı ama bu olgudan yararlanmakta acele etti. 3 Haziranda, Washington D.C.'den Londra'ya aktarılan sürpriz mesajında konferans bildirgesine itiraz etti ve önceliğin paranın satın alma gücünü istikrara kavuşturacak politikalara verilmesi gerektiğini ileri sürdü. Bankerler kadar yabancı liderleri de karşısına alan bir dille, altın standartını 'uluslararası bankerlerin eski fetişi' diye niteleyerek bir kenara attı. Kullandığı kışkırtıcı retorik, önceliklerinin sadece Londra'daki heyetler değil ama Amerikan kamuoyu nezdinde de hiçbir yanlış anlamaya meydan vermeyecek şekilde anlaşılması için tasarlanmıştı. Tarihçiler, yatırımcıları hükümetin fiyatları yükseltmeye kararlı olduğuna neyin ikna ettiğini sormaktan hiç vazgeçmedi. Onları buna ikna eden, Roosevelt'in müttefikleriyle arasını açmaya hazırlanıyor olmasıydı; konferansı suya düşüren ve kendi delegasyonu zor durumda bırakan bir omuz darbesiyle.

FDR'nin bu bomba etkisi yaratan açıklaması, uluslararası işbirliğinin tabutuna son bir çivi çakılmasına yol açtığı için eleştirilmiştir. Örneklendirmek için de, hükümetlerin Büyük Durgunluk'a aslında kaçınmaları gereken benzer türden ulusalcı politikalarla yanıt verdiği 2008-09 yıllarına başvuruldu.⁴⁵ ABD doları aşağı çekerek diğer ülkelerin yaşadığı rekabet gücü sorunlarını azdırmıştı. Roosevelt de konferansı rayından çıkararak, ortak bir yanıt için son şansı harcamıştı.

Aslında ise bu sözde tarih 'ders'i, yanlıştır. Mali ulusalcılığın alternatifi, hükümetlerin nasıl bir karşılık verileceği konusunda anlayamamış olması gibi basit bir nedenden dolayı, Bunalım'a verilecek ortak yanıt değildi. Avrupalı hükümetler, istikrarlı dövüz kurlarını, istikrarlı bir fiyat seviyesinden daha öncelikli görüyordu. Deflasyonu altetme peşinde koşmaktan çok, zorlayıcı ve gerçek tehlike olarak 1920'li yıllarda yaşadıkları deneyimler sonucunda bir türlü akıllarından çıkaramadıkları enflasyonu görüyorlardı. Amerika'nın maruz kaldığı ölçüde uzun ve derin bir çöküş yaşamamış ülkeler olarak likiditasyona canlanma karşısında öncelik vermeye devam ettiler. Ancak spekülörlerin yeteri kadar canı acırsa bir başka aşırılıklar devrinden ve hatta daha ciddi bir ekonomik bunalımdan kaçınılabileceğinde ısrarlıydılar. Bunlar Roosevelt'in ortak bir amaç için işbirliği yapabileceği görüşler değildi.

İşbirliği girişimine de böylece veda edildi. Çeşitli ülkelerden resmi yetkililer, farklı çarelere işaret ederek, ekonomik sorunlara yönelik ortak bir teşhis üzerin-

de görüş birliğine varamadılar. Roosevelt ilk başlarda bunun aksini umuyordu. Daha 19 Nisanda, ancak diğer ülkeler de koordine bir reflasyonist uygulama üzerinde görüş birliğine varırsa gerçekleşebilecek istikrarlı para birimi hedefinin yararından bahsetmişti. Ama diğer devlet liderleri, özellikle de Fransız Temsilciler Meclisi dış ilişkiler komisyonu başkanı, eski başbakan Édouard Herriot'le yaptığı görüşmeler, bunun olmayacağına ikna etti onu.⁴⁶ Reflasyona giden tek yol, tek taraflıydı. Bu da o bomba açıklamaya kapı açtı.⁴⁷

2008-09'da ise ortak hareket için daha fazla zemin vardı çünkü farklı ülkelerden yetkililer soruna ortak bir teşhis koyma konusunda hemfikir. 1933 Dünya Ekonomi Konferansı'nın çöküşünün üzücü olduğu ve benzer bir tavırdan şimdi kaçınılması gerektiği fikri, iyi politikayı teşvik eden kötü tarih okumasına bir örnektir

Roosevelt'in üçüncü adımı, altın fiyatını ve onula birlikte de diğer emtia fiyatlarını yukarı çekmek oldu. 22 Ekimde, Yeniden İnşa Finans Kurumu'na yeni çıkarılmış altın satın alımında yetki verdiğini ilan etti. Seçilen zamanlamanın izahı, Batı eyaletlerinden tarımsal fiyatların yükseltilmesi yönünde gelen baskıdır. İlerleme temposundan hayal kırıklığına uğrayan, ebedi tahrikçi Senatör Thomas, 24 Ekimde Tarım ve endüstri liderlerinin katılacağı bir toplantı yapılacağını duyurmuş ve bir milyon kişiyi Washington'a yürüteceği tehdidinde bulunmuştu.

Başkan şimdi bu eylemin önünü alma peşindeydi. Her sabah, portakal suyu ve yumurtadan oluşan kahvaltısının üstüne, Hanry Morgenthau ve Jesse Jones'dan RFC'nin teklif fiyatının kaç sent daha yükseltileceği konusunda müzakerelerde bulunmaya karar verdi. Bazı günler bir-iki sent artırdı, bazı günler daha fazla. Amaç, Jones'un da daha sonraları anlattığı gibi, spekülâtörleri sürekli bir tahmin konumunda tutmaktı.⁴⁸

Daha yüksek emtia fiyatları hedefi ve özel bir meta, altının fiyatını yükselterek buna ulaşma stratejisi netti. Ama taktikler bulanıktı. Başkanın altın fiyatını hangi gün ne kadar artıracığını hiç kimse bilmiyordu. Eleştiriler yönetimin keyfi icraatlarla yatırımların cesaretini kırmasından şikayetçiydi. Kasımda, Merkez Bankası Kurulu'na danışmanlık veren bir grup bankacının oluşturduğu Federal Danışma Konseyi, belirsizliğin tahvil piyalasalarını bunalıttığı uyarısında bulundu. Ancak bu belirsizliğin giderilmesi halinde iş dünyasının sürekli bir gelişme sergileyebileceği konusunda tavsiyelerde bulundular.⁴⁹

Keynes, Aralıkta Başkan'a hitaben yazdığı mektupta, bu görüşü paylaştı. "Doların son zamanlardaki fırl fırl dönüşü," diye yazdı, "bana hayalimdeki ideal para yönetiminden çok kafayı çekmiş bir altın standardı gibi görünüyor." FDR'nin para spekülâtörleriyle oynadığı körebe oyunu kafa karışıklığı yaratıyordu. Altını, diyelim ki onsu 35 dolardan, daha yüksek bir fiyat seviyesinde istik-

rara kavuşturmak, bu belirsizliği gidermenin bir yoluydu. Ama bunu yapmak, başkanın emtia fiyatlarını yukarı çekme hedefiyle uyumuyor olabilirdi. Keynes, hükümet açısından bir para politikası hedefi –bir fiyat seviyesi hedefi, mesela- ve bunu başarmak için izlenecek bir modus operandi (hareket tarzı, yöntem) ilan etmenin daha iyi olacağı sonucuna varıyordu. Kendisinin tercihi, Maliye Bakanlığı’nın doları belli bir aralıkta tutmak için döviz piyasasına müdahale etmesiydi; fiyatları istikrarlı bir seviyede tutmak için gerekli oldukça bir aşağı bir yukarı çekmek değil.

Keynes’in önerileri, bir çok kez olduğu gibi yine çok mantıklıydı. FDR’nin bunu yapacak yerde Ocakta aldığı doları onsu 35 dolarda altına sabitleme kararı bir faciaya neden olabilirdi.⁵⁰ Dışarıya doğru bir altın çıkışı olabilir bu da para arzına aşağı yönde baskı yapabilir, bu durumda da deflasyon ve yol açtığı negatif beklentiler geri dönmüş olabilirdi.

Oysa sonunda, Avrupa’daki ekonomik sorun ve siyasal gerilimler Amerika’dan altın çıkışı yerine oraya doğru bir altın akışına neden oldu. Fransa’da toplanan altın bloğu hâlâ deflasyona kilitliydi ve yatırımcılar bir çıkış yolu arıyordu. II. Dünya Savaşı’nın fırtına bulutları çoktandır esiyordu. Avrupalı yatırımcılar buna cevaben, kesin olarak güvenli bir sığınak olan dolara kaydı. Bunu yaparken de ABD para ve kredi arzını şişirdiler ve ülkenin fiyat seviyelerinin istikrar kazanmasına yardımcı oldular.⁵¹ Roosevelt’in para politikası ideal olmayabilirdi ama şansına Avrupa’nın politikası daha da kötüydü.

Okurlar bu noktada para birimi olarak dünyanın tek gerçek güvenli sığınağı olan doların ‘had safhadaki ayrıcalığı’nı fark edecektir.⁵³ Bu statünün kökeni, demek ki, 1934’e kadar gidiyor. Daha sonraları uzun bir örnekler dizisi haline gelen, yatırımcıların işler ters gittiğinde dolara sığınması olayının ilk örneği idi bu. Bu davranış sonuç olarak ABD’e otomatik bir sigorta poliçesi –yani, işler kötü gittiğinde güç kazanan bir para birimi sağladı. Bu sigorta, 2008’de Lehman Brothers iflas ettiğinde kullanışlı hale gelecekti.

NOTLAR

1. Oliver ve Martin (2010), sf.95.
2. Chicago krizine zemini, Association of Real Estate Taxpayers'ın (Emlak Mükellefleri Birliği) emlak vergisi toplama işini yavaşlatarak yaptıkları bir grev hazırladı. Mağdur orta sınıf ev sahiplerini popülist bir tuzağa düşürmüş olan bu birlik, aslında büyük mülk sahiplerini bir araya getiren bir dernekti. Şehrin sonuçta çoğu yerel bankaların elinde bulunan belediye bonolarının faizini ödememesi, Bölüm 10'da anlatılan bankacılık krizine dolaylı bir katkıda bulundu. Cermak'ın buna yanıtı, aralarında Charles Dawes'in Central Republic Trust'ının da bulunduğu bankalara dil dökerek ilave tahvil almaya ve RFC'den bunları kredilere karşılık teminat olarak kabul etmesini istemeye zorlamak oldu.
3. Bazı eyaletler bir kereden fazla tatil ilan ettiği, tek tek bazı bankalar kimi durumlarda kendi kendilerine tatil ilan ettiği, bazı tatiller eyalet çapında olmaktan çok belediye sınırları içinde kaldığı ve diğer tatiller de eyaletlerin tümünü kapsamadığı için sayılar değişebilir.
4. FDR'ye kendi el yazısıyla yazdığı ve 18 Şubat'ta New York Astor Hotel'deki bir ziyafet sırasında bir Gizli Servis ajanı tarafından iletilen dilekçede yazdığı gibi. Hoover daha önce Roosevelt'le doğrudan bir bağlantı kurma girişiminde bulunmuş ama kendisine FDR'nin Mr. Astor'un yanında balığa çıktığı söylenmişti. Roosevelt ise daha sonraları, 1 Mart'tan önce yanıt vermemiş olmasının bir sekreterlik hatasından kaynaklandığını iddia etti.
5. Siyasi imalara boş verilebilirse faydalı bir özet için bkz. Best (1991), daha da derin bir örnek, Moley (1966).
6. Bkz. Bölüm 1. İlerlemecilerin büyük imalat firmalarından çok büyük bankalarla yolları ayırmaya odaklandığı 2009-10'la karışıklık, 1933'teki bankaların, bazen büyük ve çoğu zaman şüpheli olsalar da şubeleşmeyi önleyen yasalarla sınırlanmış olmaları gerçeğini yansıtır. Bankalar, Glass-Steagall Yasası'nın ilgili pasajıyla hak ettikleri Brandeisçi cezayı alacaklardı.
7. Bu durum, Brandeis başkanlığındaki Yüksek Mahkeme'nin iki yıl sonra NIRA'yı anayasaya aykırı bulmasını daha da dikkat çekici bir hale getirir (bkz. aşağıya).
8. New York Times (31 Aralık 1933, sf. 2). Keynes'in sözleriyle, "Esasında bir reform olan ve muhtemelen ekonomik canlanma önünde bir engel olan NIRA, ekonomik canlanma tekniğinin bir parçası olmak gibi yanıltıcı bir kisve altında, fazla alelacele kabul ettirilmişir." FDR'nin Ocak 1935'teki Kongre yıllık konuşmasında buna cevabı sert oldu: "Canlanmayla reform arasına bir ayırım çizgisi çizme gayreti, gerçeğin görüntüsünü bizatihi gerçeğin yerine koymaya yönelik dar bir bakış açısının ürünüdür. Bir insan hastalıktan yeni yeni çıkıyorsa, akıl sadece semptomların tedavisini değil ama onların nedenlerinin de ortadan kaldırılmasını emreder." Franklin D. Roosevelt, "Annual Message to Congress," 4 Ocak 1935, Gerhard Peters ve John T. Wooley, The American Presidency Project, online, <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14890>.

9. Galbraight'ın (1952) daha sonra ifade ettiği dengeleyici güç fikrinin Galbraight öncesi dışavurumu olarak düşünülebilir bu.
10. Barack Obama'nın ilk maliye bakanı gibi Woodin de daha önce New York Merkez Bankası yönetiminde yer almıştı. Senato Bankacılık Komisyonu'nun daha sonraları Woodin'ın ismine J. P. Morgan'ın öncelikli müşteriler listesinde rastlaması ve öncelikli hisse opsiyonlarını kabul etmiş olduğunun ortaya çıkarması, Huey Long'un da eleştirilerine konu olunca, tıpkı FDR'nin altın standartından ayrılma kararı gibi, onun ayrılışını da hızlandırmış olabilir (aşağı bakınız). Woodin, daha önceki kabine üyesi James Dawes'le müzik sevgisini de paylaşıyordu (Bölüm 3); 'Franklin Roosevelt March' isimli şarkısı devir teslim töreninde çalınmıştı. 1933 ilkbaharında altın standartının korunması yönetim katında tartışılır hale gelince de 'Lullaby to Silver' (Gümüşe Ninni, ÇN) isimli bir sone besteledi.
11. Ünlü borç-deflasyon makalesi için bkz. Fisher (1933). Fisher, bu sorunun üzerine gitmek için, hükümete fiyat seviyesindeki her yüzde 1'lik artış için altının dolar fiyatını yüzde 1 oranında yükseltme olanağı tanıyacak bir dengelenebilir (kompanse) dolar önerdi; bu da Ekimde başlatılan altın satın alım programına entelektüel bir kılıf sağladı. Dengelenebilir dolar planının esin kaynağı, Fisher'ın da (1911) anlattığı gibi, William Jennings Bryan'ın 1896 seçim kampanyasıydı. Fisher, FDR'ye danışmanlık vermese de, National City Bank'ın eski başkanı Frank Vanderlip tarafından organize edilen ve fiyat seviyesinin istikrara kavuşması yönünde lobi faaliyetlerinde bulunan bir grup banker ve işadaminin oluşturduğu Committee for the Nation'la işbirliği yaptı (Bratter 1941). Bu komiteye danışmanlık veren Warren, Fisher'ın fikirlerine açtı.
12. Sonuçta, hazırladıkları 'Chicago Plan'ı Martta Tarım Bakanı Henry Wallace'a sunulanlar, Chicago Üniversitesi'nden bir grup ekonomist oldu. Plan, tatilin ardından bankaların yeniden açılmasına Merkez Bankası'nın kontrolü altında, sadece güvenli varlıklara yatırım yapmalarına izin verilen 'tam rezerv' ya da yüzde yüz rezerv bankalara dönüştürüldükten sonra, izin verilmesini öneriyordu. Büyük Durgunluk sonrası döneme benzerlik için bkz. Kotlikoff (2010). Alter (2010), Nisan 2009'da Beyaz Saray'daki bir özel yemekte, Krugman ve Stiglitz'in ulusallaştırmayı savunduğunu anlatır.
13. Alıntı, FDR'nin ilk açılış töreni konuşmasından; <http://www.inaugural.senate.gov/swearing-in/address-by-franklin-d-roosevelt-1933>
14. Mills bir Cumhuriyetçiydi ama aynı zamanda da Roosevelt'in Harvard'dan sınıf arkadaşıydı. Arthur Ballantine –Bölüm 10'da da belirtildiği gibi- bir diğer sınıf arkadaşlarıydı.
15. Bu, FDR'ye House Banking and Currency Committee'nin danışmanı Rene Leon tarafından da önerilmişti. Roosevelt çok geçmeden Tugwell'i Washington'a yollayarak Maliye Bakanlığı Hesaplar ve Mevduat Dairesi yasaının eldeki tek kopyasının izini sürmesini istedi. Tugwell ilgili bentin altının kırmızıyla çizilmiş olduğunu gördü; Hoover'ın çoktan bu seçeneği düşünmüş olduğunu gösteriyordu bu (Hitzik 2011, sf. 39)

16. Üç değil yedi sayfaydı. House Banking Committee Başkanı Henry Steagall tarafından okundu. Carter Glass daha sonra bunun kısaltılmış bir versiyonunu Senato'ya okudu, ama artık tasarı halini almış ve Government Printing Office tarafından bir çok kopyası basılmış bulunuyordu.
17. Bkz. Moley (1966), sf. 144; Henry (1960), sf. 347-48.
18. Maliye, bankaların yeniden açılmasına Merkez Bankası'nın onay vermesini isterken, Merkez Bankası da bu sorumluluğu Maliye'nin üstlenmesini istedi. Sonunda sorumluluğu paylaştılar: Merkez bankaları ve diğer denetim organları tavsiye kararlarını sağladı ve borçlarını ödeyebilen bankalar ancak ondan sonra Maliye'nin izniyle yeniden açıldı.
19. New York Times (14 Mart 1933, sf. 1).
20. Moley (1939), sf. 155.
21. RFC destekli kurumların Ocak'ta liste yayınladığı zaman yaşadıkları utancı hatırlayan bankalar, devletten yardım isteme konusundaki isteksizliklerini sürdürdü. Jones'un kamu sermayesini kabul eden bankaların tek başlarına kalacağı endişesine verdiği yanıt, bütün bankaların RFC yardımına başvurması gerektiğinde ısrar etmek oldu. Chicago'daki Amerikan Bankerler Birliği'nde yaptığı konuşmada, bankerleri RFC yardımına başvur-mamaları halinde olacaklar konusunda uyardı. Bu durum, önde gelen ABD bankalarının TARP'dan borç alma konusundaki gönülsüzlüklerini ve Maliye Bakanı Paulson ile New York Merkez Bankası Başkanı Getthner'in 'ya-bunu-yaparsınız-ya da...' tutumunu anımsa-tıyor. Manufacturers Trust başta olmak üzere yaptılar. 1935 ortaları itibarıyla RFC yaklaşık neredeyse yedi bin bankadan 1,3 milyar dolarlık hisse ve semaye bonusu aldı.
22. Beard ve Smith (1940), sf. 78.
23. Norris (1937), sf. 232-33.
24. Nadler ve Bogen (1933), sf. 174; Silber (2009), sf. 25.
25. Paul de Grauwe, Avrupa'daki iktidar partilerinin 2011-12'de yaygın bir biçimde yaşadığı çöküşlerin, 1933'te ABD bankalarının yaşadığı türden bir paniğe dayalı olduğu düşün-cesinin önde gelen savunucusudur. Bkz. De Grauwe ve Ji (2013). OMT ise Bölüm 23'te anlatılıyor.
26. Bu, Eggertsson'un görüşüdür (2008).
27. Franklin D. Roosevelt, 'Message to Congress on Economies in Government,' 10 Mart 1933, online, Gerhard Peters ve John T. Wooley, The American Presidency Project, <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14496>.
28. Bkz. Bölüm 23.
29. Douglas'tan yapılan bu alıntı, New York Times'da bu göreve tayini üzerine çıkan bir ma-kaledendir, 19 Mart 1933, sf. SM3. Aynı Lewis Douglas, bir ay sonra, Roosevelt altın stan-

dartını terketme niyetini ilan ettiği zaman, bunun Batı uygarlığının sonu demek olduğunu söyleyecektir.

30. Bira ve şarapa konan yeni vergilerden gelen ve tahakkuk etmesi biraz zaman alacak olan 150 milyon dolarlık arızı gelir de cabası.
31. 2013'te Müsadere olarak bilinen önlemler sonucu yapılan yüzde 8,5'luk kesintiyle olan benzerliğe dikkat.
32. MacArthur onun talimatlarını aşırıya götürmüştü; Hoover kendisine göstericileri Washington D.C.'nin ortasındaki iş merkezinden dışarı çıkarması emrini vermişti ama bu birşeyi değiştirmede. Hoover ancak baş başa kaldıklarında MacArthur'u haşladı, basın da olaydan dolayı hükümeti suçladı.
33. Roosevelt'in 1934 ve 1936 bütçe yıllarındaki açığı, sonuçta Hoover'un 1932 ve 1933'te verdiği açıktan daha büyük çıktı. Ama aradaki fark o kadar da büyük değildi; ekonominin canlanmasıyla birlikte vergi gelirlerindeki artış bu farkın büyümesini önledi. Ve artık içki yasağının da tarih olmasıyla alkole konulan vergi de bu gelire bir yüzde 15 daha ekleyecekti.
34. Franklin D. Roosevelt, 'Annual Message to Congress,' 4 Ocak 1935, online, Gerhard Peters ve John T. Wooley, The American Presidency Project, <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14890>
35. Roosevelt bu ikramiyelerin ödenmesini öngören bir yasa tasarısını zaten bir kez veto etmişti. Kongre Ocak 1936'da onun ikinci vetosunu hükümsüz bıraktı.
36. Farklı kanaat çevrelerinden ekonomistler bu sonuca varmışlardır (Brown 1956, Peppers 1973, Romer 1992). Profesör Romer'in daha sonraları Obama yönetiminde üstlendiği rol hesaba katılırsa, bu analizin 2009 teşvik paketinin şekillenmesinde belli bir etkisi olmuştur (Bölüm 20)
37. New York Times (6 Mart 1933, sf. 1). Woodin aynı zamanda bir altın para koleksiyoneriydi ve bu, bir ay sonra altın, para, külçe ve sertifikaların hükümete teslimini öngören bir kararname yayınlama talimatı aldığı anda neden nadir ve sıradışı paraları bu yasağın dışında tuttuğunu açıklar.
38. McKenney (1939), alıntı için bkz. Leuchtenburg (1968), sf. 21.
39. Merkez Bankası Kurulu endeksine göre böyle.
40. Bkz. Bölüm 10.
41. New York Times (20 Nisan 1933, sf. 1). Bu arada dolar, ABD fiyatlarının yükselmeye başlayacağı beklentisinin bir yansıması olarak, hâlâ altına bağlı diğer ülkelerin para birimi karşısında yüzde 11,5 düştü.
42. Barnard (1958), sf. 272-73.

43. Warburg (1964), sf. 128. Alman-Amerikalı bankacı Paul Warburg'un oğlu ve kimi zaman Merkez Bankası sisteminin babası olarak adı geçen James Warburg, ABD heyetinin mali danışmanı olarak Londra'daydı.
44. Bkz. Bölüm 10.
45. Bkz. örneğin, BBC News'deki haberler, Schifferes (2009). Britanya Başbakanı Gordon Brown, anılarında (Brown 2010), Büyük Durgunluk'a uluslararası düzeyde işbirliğine dayalı bir yanıt örgütleme girişimlerini (o sırada G20'ye Birleşik Krallık başkanlık ediyordu) 1933 konferansının çöküşünün şekillendirdiğini anlatır. Daha fazlası için bkz. Bölüm 24. Montagu Norman'ın şahsında karşı koyamayacağı bir alay konusu bulmuş olan H. G. Wells, *The Shape of Things to Come*'da sorduğu şu soruyla, Londra Konferansı'nı da bir başka alay konusu haline getirmişti: "Kendi ülkelerini temsilen atanmış insanların ortak bir ulusal çıkarlar havuzunu kabul etmeleri nasıl mümkün olabilir? Dünyanın içinde bulunduğu durumu köklü bir biçimde değiştirmeye ve her geçen gün çoğalan sefaleti umuda, bolluğa ve düzene dönüştürmeye gerçekten de hazırıldılar ama tek bir olmayacak şartla: Kendilerini değiştirmeyecek ve sahip oldukları nüfuzda esaslı bir değişiklik yapılmayacaktı." (sf. 131).
46. FDR, Washington D. C.'yi ziyareti sırasında Herriot'a uluslararası bir anlaşma önerdi; buna göre hükümetler kendi döviz kurlarını sabit tutacaklar ama koordine bir biçimde refasyona gideceklerdi. Fransız devlet adamı bu öneriyi enflasyonist ve güvene zarar verici olduğu gerekçesiyle reddetti. (Nichols 1951).
47. Bu yaklaşımın diğer konularda işbirliğini daha karmaşık bir hale getirmesi talihsiz ama kaçınılmazdı. Kennedy, Hoover'ın ardından, Hitler'in konferansın suya düşmesinden ABD'nin Avrupa'da bir rol üstlenmeye hazır olmadığı, "Batılı güçlerinse tehlike karşısında ortak bir tutum takınma...cesaretine sahip olmadığı" ve Amerika'nın misilleme yapmasından korkmadan canı ne istiyorsa yapabileceği sonucunu çıkardığını öne sürdü. (Kennedy 1999, sf. 155).
48. Jones (1951), sf. 249.
49. Keynes de üçüncü bir seçenek önerdi: Diğer ülkelerle döviz kurlarını istikrara kavuşturmaya yönelik ama fiyat seviyelerinin sabit kılınmasına yönelik ortak önlemler de içerecek şekilde genişletilmiş bir anlaşma. Ancak bunun uygulanması, hâlâ altın standartına bağlı Fransa gibi önemli aktörlerin varlığında (bkz. aşağıdaki not) ve Dünya Ekonomik Konferansı'nın ağızlarda bıraktığı kötü tat hesaba katılırsa, pek mümkün değildi.
50. 15 Ocak'ta hükümet, başkana doların altın içeriğini önceki seviyesinin yüzde 50-60'ı oranında azaltma yetkisi veren bir yasa tasarısını Kongre'ye gönderdi. 16 Ocak'ta Merkez Bankası, altın satın alım programını yürütme sorumluluğunu RFC'den devraldı. 30 Ocak'ta Kongre çok geçmeden başkana ihtiyacı olan yetkiyi verdi. FDR ertesi gün bu yetkiyi bir ons altının fiyatını 35 dolara sabitlemek için kullandı.

51. Bazı gözlemciler, doların devalüe edilmesi ve altın fiyatının yukarı çekilmesinin fiyat seviyesini istikrara kavuşturup kavuşturamayacağı üzerine sorular sorarak bu taktiklere ve hatta stratejiye eleştirel yaklaşmışlardır. (Merkez bankalarının Büyük Durgunluk'a yanıt olarak başvurdukları parasal gevşeme politikasının etkinliğine dair kuşkuları hatırlatan bir eleştiri.) Meta fiyatlarında altın satın alım fiyatlarındaki değişime birebir karşılık veren bir değişim olmadığı gerçeğine işaret ettiler (bkz. Kennedy 1999). Nisan'daki sıçramanın ardından meta fiyatları 1933 sonlarında tekrar düştü. Ama standart modeller, fiyatların gelecek politika beklentilerine göre, onların yürürlüğe girmesine göre değil, hareketlendiğini varsayar. İş gücü fiyatları çakılıp kalmışken meta fiyatlarının esnek olursa, bu esnek fiyatların başlangıçta hedefi açacağını ama daha sonra geri döneceğini varsayarlar (Frankel 1986). ABD'nin 1933'ten itibaren yaşadığı deneyim bu görüşle tutarlıdır (Temin ve Wigmore 1990).
52. Fransa Başbakanı Charles de Gaulle, ya da daha doğrusu onun maliye bakanı Valery Giscard d'Estaing, II. Dünya Savaşı sonrasında Bretton Woods Sistemi'nde doların oynadığı asimetrik rolü eleştirirken 1960'lı yıllarda kullandı bu ifadeyi.

New Deal, sadece para ve maliye politikalarındaki değişimlerin çok daha ötesine uzandı. FDR ve Beyin Takımı, bu özel Kongre döneminden bir dizi ilave önlemi daha geçirmek için faydalanabileceklerini hemen farketti. Muhafazakar fikirli başkanın favorileri arasında, valiyken on bin New York’lu işsiz yeniden ağaçlandırma projelerinde görevlendirmiş olduğu Sivil Muhafaza Birlikleri (Civilian Conservation Corps) vardı. Gemiciliği geliştirmek, sel kontrol projelerini üstlenmek ve ucuz elektirik sağlamak için kurulmuş Tennessee Valley Authority bir diğeri idi. Yoksul ve işsizlere yardımda bulunmaları için eyaletlere 500 milyon dolar veren Federal Acil Yardım İdaresi (Federal Emergency Relief Administration) vardı.

Hepsi bir yana, New Deal’ın simge projeleri, Tarımsal Düzenleme Yasası ve Ulusal Sınai Canlanma Yasası (Agricultural Adjustment Act ve National Industrial Recovery Act) vardı. George Warren ve Rex Tugwell rakip danışman gruplarında yer alıyor olabilirdi ama tarım her ikisinin de ortak ilgi alanına giriyordu. Tarımsal sorunlarına aşırı üretim ve durgun piyasa fiyatları olarak teşhis koyma konusunda da aynı fikirdeydiler. Üretimdeki büyüme, üstelik ABD’le sınırlı da olmayan, bir olguydu. I. Dünya Savaşı sırası ve sonrasında Kanada, Arjantin ve Avustralya’da ekili tarım arazilerindeki büyümeyi yansıtıyordu. Düşük fiyatlar da bir olguydu ve daha önce de gördüğümüz gibi, Smoot-Hawley Gümrük Tarifeleri’nin pek bir yararının dokunmadığı bir olguydu.

FDR için bu sorunların bir önceliği vardı. İlk başarılı seçim kampanyasını New York, Dutchess County’nin, çiftçilerin kilit önemde seçmen olduğu kırsal bölgelerinde yapmıştı. Raymond Moley liderliğindeki danışmanları, birçok

banka iflasının çiftçilerin durgun fiyatlara maruz kaldığı bölgelerde yaşandığına dikkat çekti. Böylece de Moley, çiftçilerin sorununa eğilmenin bankacılık krizini çözmek için de önemli olduğunu gördü.

Ama plan –çiftçilere üretim sınırlaması için federal ödemeleri yapacak bir ajans- ideal olmaktan uzaktı. Çiftçilere arazilerinin bir kısmını ekmemeleri karşılığında zararlarını telafi edecek bir ödenek almalarını hükme bağlayan bir ekili alan azaltma sözleşmesi sunuldu. Çiftçilerin vergi mükelleflerince finanse edilmediği izlenimi yaratmak amacıyla buğdayı una çeviren değirmencilerin yanısıra diğer ürün işleyicilerine de vergi konarak söz konusu ödenek finanse edildi. Çiftçilerin maliyetleri düşürüp bolluk gerçeğiyle yaşayabilecekleri yeni tekniklerin benimsenmesine maddi destek sağlamak daha iyi olabilirdi. Bir başka kurum, Çiftlik Kredi İdaresi, çiftçilere ipotekli konut ve girdi alımları için düşük faizli kredi sağlayarak bu yönde belli bir mesafe katetmişti. Ama idare bu yolda biraz daha fazla aşağılara inebilirdi. Bunu yapamayışı, Roosevelt’in tarım bakanlığına besicilik konusunda akademik kariyer yapmış olan bir çiftçi ve yüksek getirili hibrid tohum çeşitleri yetiştirip satan Hi-Bred Corn şirketinin kurucusu, Henry A. Wallace’ı atamış olması gerçeğinden dolayı daha da çarpıcı bir hal alır. Hi-Bred, sonunda DuPont Corporation’a satılmadan önce Pioneer Hi-Bred olurken, Wallace da 1940 yılında John Nance Garner’ın yerine FDR’nin başkan yardımcısı ve koçu arkadaşı oldu. Başkan yardımcılığından sonra, ticaret bakanı oldu ve bu şekilde de kabinede görev almış tek eski başkan yardımcısı oldu. Wallace daha sonra 1948 başkanlık seçimlerine Soğuk Savaş ve ırk ayrımının sona erdirilmesini savunan bir zeminde Progressive Party’nin adayı olarak katıldı.

Wallace, hibrid tohumları ticarileştiren bir öncü olarak, maliyet azaltıcı teknoloji vaadinin kıymetini biliyordu. Ama yenilikçi bir zihniyete sahip olan Wallace bile bir yandan da bir kenara buğday ayrılmasını destekliyordu. Devlet yardımı denetimlerini yeni tohum ve makinaların benimsenmesine bağlamak, uzun vadede daha etkili olacaksa bile, çiftçilerin acil sıkıntılarını hafifletme konusunda çok az işe yarardı. Üstelik, giderek şiddetlenen çiftçi protestolarına bakılırsa, yardım acildi. Hükümetin çiftçilerden gelen baskının popülist para politikalarının benimsenmesini zorlayabileceği endişesine bakılırsa, acildi.¹

Fiyatların düşmesine yol açan aşırı üretimin tarım için bir sorun olduğu iddiası ne kadar geçerli olursa olsun, sanayiyle hiçbir ilgisinin olmadığı açıktı. İmalat sanayinde, elektrifikasyon ve montaj hatında sembolize olan maliyet düşürücü teknolojik değişim 1920’li yıllarda hız kazanmıştı.² Kârlar oldukça iyiydi. Tarımın tersine, imalat sanayinde arz artışı, harcamaların bir bıçak gibi kesildiği 1930’lara kadar talebin üzerine çıkmamıştı.

Ama bu tür gözlemler, Roosevelt'in ekonomistlerini tarımsal hastalıklara koydukları teşhisleri ekonominin geri kalanına genelleştirmekten alıkoymadı. Fiyatlar düşükse, bu aşırı arz ve perişan haldeki rekabetin bir yansımasıydı. Ve madem problem perişan haldeki rekabetti, çözüm de çıktıyı sınırlamak ve fiyatları yükseltmekten geçiyordu. Roosevelt, Ulusal Canlanma İdaresi'nin kurulmasını öngören yasa tasarısını Kongre'ye gönderirken hedefini, "haksız rekabeti ve feci sonuçlara yol açan aşırı üretimi önlemek" olarak tanımladı.³ Ulusal Sanayii Canlandırma Yasası'nın (National Industrial Recovery Act: NIRA) 3(a) bendi, firmaların üretimi sınırlayıp fiyatları yükselteceği adil rekabet şartlarını tarif ediyordu. Yasa, işbirliği önündeki yasal engellemeleri kaldırmak amacıyla anti-tröst yasasını da askıya aldı. Firmaların birlikte çalışmasının da istenen sonuçları sağlamaması halinde, Bent 4(b) başkanın yıkıcı ücret ve fiyat indirimlerini önlemek üzere müdahale etmesine izin veriyordu.

Öte yandan madem fiyatların düşmesine yol açan aşırı rekabet üretim piyasalarında bir sorundu, o halde neden işgücü piyasalarında bir sorun değildi? İşçilerin örgütlenme hakkını koruyan NIRA hükümleri bu ışık altında görülebilir. Üreticileri birlikte davranmaya teşvik edip, işçilerin aynısını yapmasına izin vermemek politik açıdan her durumda dengesizlik yaratmış olurdu. İşverenler daha yüksek fiyat ve kârlar elde edecekse, bunu işçileriyle paylaşmaya zorlanmaları gerektiği açıktı. Ve bu gelirin yaygın bir şekilde dağıtılmasını güvence altına almak için de, mevcut işlerin de çalışma saatleri sınırlanarak dağıtılması gerekirdi.

NIRA mantığını yeniden inşa etmeye soyunmuş birisinin yapabileceği en iyi şey budur. Bu da, Roosevelt ve danışmanlarının, George Warren ve Henry Wallace gibi adamların, tarımın sorunlarını bir bütün olarak ekonomiye genelleştirme eğilimlerini yansıtıyordu. İlham kaynağı ise, daha 1931 yılında General Electric başkanı Gerard Swope tarafından önerilmiş olan ve firmalara aşırı üretimi sınırlayıp fiyatları yükseltme imkanıyla birlikte işçilere de rahata paylaşabilmeleri için daha yüksek ücret ve maaş dışı haklar sağlamak için federal anti-tröst yasasının askıya alınmasını öngören bir plandı. Çalışmasında küçük aile şirketleri çağının artık kapandığını ve hükümetin büyük şirketlerin kamusal amaçlara hizmet etmesini güvence altına alacak bir rol üstlenmesini vurgulayan Beyin Takımı'nın kurucu üyesi Adolph Berle'nin görüşleriyle şekillendirilmişti.⁴

Bunun alternatifi, NIRA'nın aslında tutarlı bir mantığı olmadığını itiraf etmektir. Yeni başkan ve Kongre'nin ekonomiyi içine düştüğü uyuşukluktan çıkaracak bir şok için bir şeyler, elinden gelen herşey, yapmaya hazır olduğunu sergileme çabasıydı bu. NIRA herkese bir şeyler sunuyordu: Sanayinin hükümet yönlendirmesine ihtiyacı olduğunu düşünen plancılara; çözümü üreticile-

rin birlikte hareket etmesinde gören birlikçilere; işçi ve işveren arasında işbirliği peşinde koşan ilericilere; örgütlenme hakkı için mücadele eden işçi liderlerine; iş paylaşımını savunan Alabama Demokrat Parti Senatörü Hugo Black'in takipçilerine ve çocuk işgücünün yasadışı ilan edilmesi peşinde koşan toplumsal reform yanlılarına. FDR'nin istediği de tam olarak buydu: birkaç farklı gruptan danışmanı dili belirlemeleri için atamak ve sonra da herkese bir şeyler vadeden tavsiyelerini bir araya getirmek.

Gösteri kampanyalarının başlaması ve 1933 Haziranında yaşanan kitlesel olaylar, iki milyon işvereni geçici nitelikte bir genel prensibi imzalamaya teşvik etti. İmza sahipleri bir asgari ücret ödemeyi ve haftalık çalışma saatlerini otuz beş ya da kırk saatle sınırlamayı kabul etti. Bu genel prensibin yerini çok geçmeden sayısı beş yüzü aşan her bir endüstri kolu için ayrı ayrı yazılmış, fiyat tabanlarını düzenleyerek işçilere toplu iş sözleşmesi hakkı veren yasalar aldı. Hükümetin de onayıyla anti-tröst serbestisi getirildi ve Mavi Kartal (şirketlerin NIRA şartlarına riayet ettiğini gösteren simge) simgesinin sergilenmesine izin verildi.

Makroekonomik bakış açısından sonuç bir facia oldu. Bu, Keynes'in açık mektubunda da vurguladığı, klasik, reforma canlanma karşısında öncelik verme vakasıydı. Yasanın talebi canlandırma noktasında hiçbir faydası olmadı.⁵ Ama maliyetleri yukarı çekti ve arzı sınırladı (arzın sınırlanması hiç kuşkusuz tam olarak hedeflenen sonuçtu). Temmuz ve Eylül arasında saatlik ücretler yüzde 22 oranında yükseldi, fiyatlar ise yüzde 19 oranında yükseltildi; işsizlik oranının iki rakamlı sayılara ulaştığı bir dönemde başka türlü izah edilemez bir şeydi bu. Yükselen maliyetler beraberinde üretimdeki düşüşü getirdi. 1933'ün ilk yarısında sanayi üretimi fiyat seviyelerine ayak uydurarak bir düşüp bir yükselmişti. Genel prensibin benimsenmesinden sonrası fiyatlar yükselmeyi sürdürmesine rağmen sanayi üretimi sert bir düşüş yaşadı.⁶

NIRA'nın ekonomiyi canlandırma çabaları için yıkıcı bir faktör olduğu ekonomistlerin neredeyse tümü tarafından kabul gördü. Keynesyen gelenek içinde çalışmalarını sürdüren Michael Weinstein, NIRA'nın maliyetleri yukarı çekmek suretiyle ürün çıktısında kümülatif olarak yüzde 8 oranında bir düşüşe yol açtığını hesapladı. Monetarist yaklaşımın önde gelenlerinden Friedman ve Schwartz, kârlılıktaki azalma nedeniyle yatırımların önemli ölçüde çöktüğü sonucuna vardılar. Konjonktürel dalgalanmaları analizine getirdikleri yeni klasik yaklaşımla öne çıkan Harold Cole ve Lee Ohanian, işsizliğin NIRA yokkenki seviyesini yüzde 25 gibi muazzam bir oranda aştığını ileri sürdü.⁷ Kim demiş ekonomistler anlaşılamaz diye?

NIRA, maliyetler üzerindeki doğrudan etkilerine ilaveten, belirsizlik yarattığı için de eleştirildi. Bir bütün olarak sanayi için farklı yasa maddeleri geçerliydi. Yaptırımlar değişti. Daha 1935 başlarında yasaya yönelik şikayetleri gözlemlemekle görevli devlet memurları, otuz bini aşkın ‘ticari uygulama şikayeti’ not etti ve bu peşine düşülen vakaların çok küçük bir bölümüydü. Bu eleştirilerin bir kısmı, iş dünyasının hükümet müdahalesine karşı tepkisinden başka bir şey değildi aslında. Bu sorunlar, gazete endüstrisinin NIRA yasasına olan düşmanlığını resmen ilan etmiş olan basın tarafından abartılmış da olabilirdi.⁸ İş dünyasından yükselen belirsizlik ve bürokrasi şikayetlerinin özünde doğru olması da mümkündü ama sonuçların abartılmaması gerekir. William Anderson’ın hisse senetlerindeki değişim analizi, NIRA’nın firmaların karşı karşıya olduğu riskleri azaltmadığı ama bu konuda önemli bir artışa da neden olmadığını düşündürür.⁹

Nihai belirsizlik Yüksek Mahkeme’nin Anayasa tarafından verilmiş yetkileri yürütme organı yerine Kongre’ye devrettiği gerekçesiyle NIRA’yı anayasaya aykırı bulup bulmayacağıydı. 1935 yılında Schechter Kümes Hayvancılığı Firması’nın yaptığı bir başvuru vesile oldu buna; Brooklyn merkezli bu firma eyalet sınırlarını da aşarak hastalıklı tavuk sattığı için Mavi Kartalı’nı kaybetmişti (ironi kasıtlı). Karar, açık nedenlerle ‘hasta tavuk davası’ olarak bilinegeldi. Mahkeme, NIRA’nın anayasal güçler ayrımı ilkesini ihlal ettiğine hükmetti. Kongre üstelik, sözkonusu yasa maddelerini Schechter’e uygulayarak Ticaret Yasası hükümlerini de ihlal etmişti çünkü Schechter kardeşler diğer eyaletlerden sadece tavuk satın alıyordu. New York da kesilen tavuklar New York’ta kalıyordu.

Mahkemeden dersini alan FDR söz konusu yasa ihlali iddiasıyla açılan dört yüzden fazla davayı geri çekti ve başkanlık yatına atlayıp bir hafta sonu tekne gezisine çıktı. *Chicago Tribune*’de de yazdığı gibi, “Kutsal kazların vakvakları Roma’yı Barbarlardan kurtarmıştı, Mr. Schechter’in tavuklarının gıdıklaması da ABD’i New Deal’dan kurtardı.”¹⁰

Mahkeme daha sonra 1,5 milyon demiryolu işçisinin emeklilik haklarını düzenleyen Demiryolları Emeklilik Yasası’nı da, demiryollarına büyük çapta bir adaletsiz yük bindirdiği gerekçesiyle iptal etti.¹¹ Tarımsal Düzenleme İdaresi de emtia işleyicilerine adil olmayan bir vergi getirdiği için lağvedildi.

Roosevelt’in bu yenilgiye cevabı, NIRA’nın itiraz edilebilecek hükümlerini daha özenle hazırlanmış maddelerle değiştirmek oldu. Ulusal İşçi Kurulu, Ulusal İş İlişkileri Kurulu’na bıraktı yerini. NIRA’nın asgari ücret ve çocuk işgücüne ilgili maddeleri, Adil İşgücü Standartları Yasası’nın daha net ifadelerle yazılmış hükümleriyle yer değiştirdi. İkinci bir Tarımsal Düzenleme Yasası, çiftçilere yapılan yardımı gıda işleyicilerine konan bir vergi yerine genel gelirler içinden finanse ederek, kendisinden önceki yasanın kusurlarını giderdi.

FDR, buna ilaveten, federal emeklilik (Sosyal Güvenlik) ve refah (İş Geliştirme İdaresi, daha önce kurulmuş ama yeni yaygınlaşan bir kurum) gibi, New Deal'a halk desteği vaadeden inisiyatiflere de daha bir ağırlık verdi. Bunlardan en ünlüsü Yüksek Mahkeme'yi kendi atadığı sempatizanlarıyla doldurması oldu. Bu taktik başkana politik olarak zarar verse de, mahkemenin hükümet müdahalelerine muhalefetini yumuşatmayı başardı. Özellikle yargıçlar baskıya yanıt vererek Ticaret Yasası'nın daha dostça bir yorumunu benimsediler.¹²

Sonuçlar netti. Ulusal İşgücü Kurulu'nun öncülüğünü yaptığı yasal çerçeve ve öğretiler bir sonraki Ulusal İşgücü İlişkileri Yasası'nı şekillendirmekte çok işe yaradı. Öyle ya da böyle ilk AAA, ikincinin hükümlerine biçim verdi. Sivil Muhafaza Birlikleri ve İş Geliştirme İdaresi gibi bazı New Deal kurumları geçiciydi ama Sosyal Güvenlik, refah, işsizlik sigortası, asgari ücret, çocuk işgücü yasaları ve örgütlenme hakkı gibi diğerleri Amerikan peyzajının silinmez özellikleri haline geldiler.

Bu gözlem, kaçınılmaz olarak, Büyük Durgunluk'a verilen ilerlemeci karşılığın neden kendinden önceki New Deal'dan çok çok daha sınırlı kaldığı sorusuna götürüyor. 2008 sonrası yanıtlar, sosyal programlar bağlamında esas olarak sadece sağlık hizmetleri reformuyla sınırlı kaldı ve o bile zorlu bir mücadeleden sora gerçekleşti. Mevcut programları yaygınlaştırmaktan çok, Cumhuriyetçi Parti'den gelen bir tasarruf baskısı vardı –gıda pulu tedarikinde kesintiye gitmek gibi örneğin. Büyük Bunalım'ı izleyen sosyal yardım önlemlerinin yaygınlaştırılması uygulamalarına uzaktan yakından benzeyen bir şey olmadı.

Finansal düzenlemeleri göz önüne aldığımız zaman da karşılıklı aynı derecede net bir şekilde görünür. Haziran 1933'teki Glass-Steagall Yasası ticari bankaları sadece menkul iştiraklerini elden çıkarmaya zorlamakla kalmamış ama mevduat sigortasının ve iflas etmiş bankalar hakkında karar verme yetkisine sahip olan Federal Mevduat Sigortası Kurumu'nun tesisini sağlamıştı.¹³ Glass-Steagall kapsamlı bir reformdu, 2010 bankacılık reformundan çok çok daha kapsamlı.

Bu karşılıklı nasıl izah edilebilir? Banka ve şirket lobilerinin 1930'lu yıllarda daha az örgütlü olması gibi bir durum yoktu ortada. Eyalet banka birlikleri hem kendi üyelerini yeni bir rekabetle karşı karşıya getiren daha serbest şubeleşme yasalarına hem de mevduat sigortası da dahil olmak üzere taşınması güç düzenlemelere karşı yoğun bir kampanya düzenlemişti. Missouri Bankerler Birliği, muhalefetlerinin yoğunluğunu yasa koyucuların kafasına sokmak için Washington'a heyetler gönderdi. Amerikan Bankerler Birliği mevduat sigortasına şiddetle karşı çıktı. Birlik başkanı Francis Sisson, sigortayı dikkatli bankaları tedbirsiz rakiple-

rinin yaptığı hataların bedelini ödemeye mecbur bıraktığı için alenen kınayarak 'kusurlu, bilimsel olmayan, adaletsiz ve tehlikeli' ilan etti. Birlik, son bir çabayla FDR'ye Glass-Steagall'ı veto ettirmek için Beyaz Sarayı telgraf seline boğdu.¹⁴

Bankaların daha kötü bir şöhrete sahip oldukları da o kadar kesin değildir. Hiç kulkusuz, Senato Bankacılık ve Para Komisyonu'nun dürüst, rüşvet yemez, purosuz ağızından düşmez New York eski bölge savcı yardımcısı Ferdinand Pecora tarafından yönetilen sansasyonel 1933 oturumları olurdu.¹⁵ Ama Pecora finansal konuların acemisiydi. Tek tek bankerlerin kötü davranışlarını açığa çıkarma konusunda, finansal sistemin yapısal kusurlarını ortaya çıkarmaktan daha iyiydi. Ve Pecora, Wall Street'in işleyişi konusundaki sınırlı bilgisinin bir yansıması olarak, birkaç çürük elma üzerinde yoğunlaştığı ölçüde, bu oturumlar da sistemik reformlardan yana olmayı (tek tek suçluları cezalandırmanın aksine) daha az ilginç buldu. Tahrik ettiği kamuoyu öfkesinin de, 2010'da Finansal Kriz Araştırma Komisyonu'na ifade vermeye gelen Wall Street titanlarına yönelik sevgi gösterilerinden daha büyük olduğunu ileri sürmek, her durumda güçtür.

Pecora, Glass-Steagall'ın benimsenmesinden önce, aslında sadece bir ticari bankayı, Natioanal City'yi inceleme altına aldı. Oturumların söz konusu bankanın başkanı Charles Mitchell'in ifadesi üzerine odaklanan on gün sürükleyiciydi ama sistematik sorunlardan çok bir şahsın şaibeli icraatları üzerine odaklandılar. Mitchell, hiç aksatmadığı pozitif görünümü nedeniyle 'Gün Işığı Charley' olarak bilinirdi ve Bahama tatilinde edindiği Angelo Mozilo tarzı bronz teniyle gelmişti oraya. O da, Mozilo gibi, kendi iş hayatına bir satıcı olarak Liberty Bonds'da başlamıştı. Bu alanda pek de işine yaramayan mülayim bir tarzı vardı. Ortaya çıkan en sansasyonel gerçek, Mitchell'in on sekiz bin National City hissesini kendi karısına satıp, sonra da vergi borcunu azaltmak için geri satın almış olmasıydı. Mitchell başkanlık görevinden istifa etmek zorunda kaldı ve böylece de New Deal finansal reformunun ilk kurbanı oldu. Ama Pecora'nın Glass-Steagall öncesi ticari banka kovuşturmaları da bundan ibaret kaldı.

Pecora 23 Mayıs'ta yüzünü yatırım bankalarına, özellikle de J. P. Morgan & Co.'ya çevirdi. Burada ortaya çıkan şoke edici gerçek ise, firmanın aralarında Maliye Bakanlığı'na yeni atanmış olan William Woodin, adını RFC ve Dawes Bank'la duyuran Charles Dawes ve Owen D. Young'ın da bulunduğu önde gelen üyelere ilk halka arzlarda öncelikli erişim vermiş olmasıydı. Ama bu ifşaatlar da yine, yatırım ve ticari bankacılık ayrımı, şubeleşmenin istenirliği ya da mevduat sigortası ihtiyacı gibi temel konularda bir şey söylemedi. Üstelik ortaya çıkan gerçekler de, ne kadar tahrip edici olursa olsun, John Paulson'ın konut piyasasına açığa satış yapmakta kullanmak üzere zehirli atıklarla dolu bir

varlık portföyü oluşturmaya Goldman Sachs'ın yardım etmiş olduğu, ya da Countrtwide Financial'ın aralarında Fannie Mae icra başkanı Franklin Raines ve Senato Bankacılık Komisyonu üyesi Christopher Dodd'un da bulunduğu 'Anglo dostları'na uygun koşullarda konut kredisi sağlamış olduğu bilgisinden daha yüz kızartıcı değildi.¹⁶

Bazı açılardan reformcuların kolay bir başarı kazandıkları açıktı. 7 Mart günü, Glass-Steagall Yasası'nın kabul edilmesinden hemen önce, National City Bank menkul değer iştiraklerini paraya çevirdiğini duyurdu. Ertesi gün Chase National Bank aynı şeyi yapacağını ilan etti. Jimmy Cayne'in poker tutkusunu paylaşan ve Chase National'ı bulunduğu finansal grubun içinde inşa eden banka yönetim kurulu başkanı Winthrop Aldrin'in banka eski başkanı Albert Wiggin'in muhalefeti karşısında kazandığı bir zaferdi bu.¹⁷ Wiggin, Aralık 1932'de, bir yandan bankasının parasını Chase'in hisselerini desteklemek için kullandığı bir sırada, kendi hisselerini satmaya başlamış olduğunun Pecora Komisyonu'nda ortaya çıkmasından kısa bir süre önce bankadaki başkanlık görevinden istifa etmişti. ABD Sermaye Piyasası Kurumu daha sonra, üyelerin açığa satış yapmasını yasaklayan ve 'Anti-Wiggin Maddesi' olarak bilinen bir hükmü benimsedi.

Ama mesele şudur ki, yeni menkul değer ihraçları çökmüş olan bankalar menkul değer işini terk etmeye çok daha hazırdı. Menkul değer piyasaları öylesine tartışmasız bir çöküş yaşamıştı ki, bankalar yeniden dirilmeleri için en ufak bir umut beslemiyorlardı. Glass-Steagall'ın ticari ve yatırım bankacılıkları arasına çizdiği ayırım çizgisinin, çoktan başlamış olan bir dönüşüme geçerlik kazandırmaktan başka bir anlamı yoktu.¹⁸ Menkulleştirme piyasalarında 2008'de başlayan altüst oluşlar yine vardı ama 1930'lu yıllar tarzı bir çöküş Merkez Bankası ve diğer kurumların kapsamlı müdahaleleriyle defedildi. Bankalar ileriye baktıklarında sigorta yüklenimi ve alım satım faaliyetlerinde bir canlanma öngörebildiler. Ve aslında, 2008 öncesi menkulleştirme piyasalarının adını kötüye çıkarmış olan faaliyetlerin bir çoğu beş yıl içerisinde geri döndü. Büyük bankalar sadece varolan faaliyet yelpazelerini koruma peşindeki koşmakla kalmıyor ama bazıları bunu daha da genişletmeye çalışıyordu. Bunun yegane sonucu, endüstrinin öz-sermayeyle ticaret gibi uygulamaları dizginleme çabalarına karşı koyması oldu.

1930'lu yıllardaki reformun başarısına kimi zaman getirilen bir diğer açıklama da, Kongre üyelerinin sorunun ortak bir teşhisine çoktan ulaşmış olduklarıdır. Senatör Glass, daha yaygın bir şubeleşme yasası ve bankacılık ve finans siteminin merkezileşmiş denetimi için yıllarca uğraşmıştı. Federal bir mevduat sigortası sisteminin kurulmasına yönelik yüzden fazla kanun tasarısı sunulmuştu Kongre'ye önceki elli yıl boyunca. Bunlardan birisi, 1932'de sunulan ve ortak

sponsorlarından birisi Temsilci Henry Steagall olan tasarı henüz Senato’da değilse bile Temsilciler Meclisi’nde çoğunluğun desteğini almıştı. Ama Steagall merkezileşmiş denetim ve daha yaygın şubeleşmeye karşıyken, Glass da mevduat sigortasına itiraz ediyordu. Taraftarları da benzer şekilde bölünmüştü.

Olayın açıklaması yasama sürecinde de yatmaz. Kongre, “ona bir geleneksel Amerika başkanından çok, bir başbakanmış gibi davranarak,” diğer konularda FDR’yi geciktirmişti.¹⁹ Marttaki Olağanüstü Bankacılık Yasası ve Nisandaki Ulusal Sanayi Canlandırma Yasası, hükümetin Capitol Hill’e gönderdiği taslak üzerinde hemen hemen hiç bir değişiklik yapılmadan geçti. Ama bankacılık yasasının ince detaylarına her iki mecliste de itiraz edildi. Mevduat sigortası konusunda bizzat Roosevelt’in tereddütleri vardı. Eski bir vali olarak daha önceki eyalet mevduat sigortası programlarının inşili çıkışlı tarihinden haberdardı. FDIC sigortasını yürürlüğe sokan Bankacılık Yasası’nın imzalarken çekilniş fotoğrafında Başkan bu konuda çok mutluymuş gibi görünmez. Aslında bir demiryolu yük vagonu imalatçısı olan ve maliyeciliği bundan sonra gelen Maliye Bakanı Woodin de benzer şekilde bankalara özel muamele yapmanın hiçbir hakkı yanını görmüyordu. Yürütme organı için doğru olan Merkez Bankası için de doğrudu: Önde gelen Merkez Bankası yetkilileri aynı şekilde mevduat sigortasına karşıydı.²⁰

Sonuç olarak böylesine kapsamlı bir reformun açıklaması ancak krizin ciddiyeti olabilir. Finans sistemi ve ekonomiyi dizlerinin üzerine çöktürmüştü. Sahip oldukları menkul kıymet şirketlerini elde tutma isteklerini tümüyle silmişti. Mevduat sigortası gibi reformlara yönelik olarak kemikleşmiş çıkarların mihalefetini alt etmeye yeterli bir destek dalgası yaratmıştı. Bankacılık krizi milyonlarca Amerikalı’nın bir ömür boyu biriktirdiği tasarrufunu tehlikeye atmıştı. Onların telaşı mevduat sigortası ve daha genel anlamda kapsamlı mali reformlar için çok güçlü bir destek yarattı.²¹ Bu da reformculara sadece yetki değil ama oy da kazandırdı.

Ve mali reform için doğru olan daha geniş anlamda da doğrudu. Bunalım’ın derinliği ve sebep olduğu güçlük ve sıkıntılar toplumsal reform talebine ivme kazandıran temel faktörler olmuştu.

2008 sonrasındaysa, bunun aksine, politika belirleyicilerin en kötüyü önlemedeki başarısı, reformcuların hevesini kursağında bıraktı. 1930’larda batan dokuz bini aşkın bankaya karşılık, iflas eden banka sayısı bini bulmuyordu. Dow Jones ortalaması dibe vurduğu 1929’dan 1933’e kadar neredeyse yüzde doksan değer

kaybetmişken, Standart and Poor's 500'ü, Ekim 2007'den sonraki on yedi ay içerisinde çok daha az, yüzde 56 oranında düşüş kaydetti. Bu bile varlık değerlerinde endişe verici bir düşüşe tekabül ediyordu hiç kuşkusuz ama 1930'lara kıyasla sönük kalırdı.

Aynı şekilde, 2008-09'da bir mali ve bütçesel cevabın organize edilmesi, üç seneyi aşkın bir süre değil, sadece aylar aldı. İşsizlik 2009'da hâlâ can sıkıcı bir yüzde 10 zirvesindeydi ama bu bile 1933'ün yıkıcı yüzde 25'inden çok daha azdı. Yokluk ve sıkıntı vardı. Açlık ve evsizlik yaygındı. Ama yine de çekilen sıkıntılar 1930'lu yılların Hoovervilles ve Dust Bowl'u (ABD'de Büyük Bunalım'ın yanı sıra bazı bölgelerde yaklaşık on yıl süren kuraklık ve toz fırtınalarının evsiz bıraktığı insanlar içilen açılan kamplar) seviyesine çıkmadı.

2008'den sonra normal ticaretin artık imkanı kalmamış olabilirdi ama normale yakın bir ticaret hâlâ mevcuttu. Tam da yirmi birinci yüzyıl politika yapımcılarının yaşadıkları krizin bir başka Büyük Bunalım'a dönüşmesini önleme becerisi, böylece radikal reformlara olan desteği sınırladı. Başkan Obama'nın, FDR'nin tam tersine, canlanmaya reform karşısında tanığı öncelik bilinçli olmayabilirdi. Ama o şekilde sonuçlandı.

Menkul kıymetler piyasası düzenlemeleri ancak reformcular boş bir kağıda yazıyor oldukları ölçüde farklıydı. 1933 Menkul Kıymetler Yasası'ndan önce ABD sermaye piyasalarına yönelik hiçbir anlamlı federal düzenleme bulunmuyordu. Yatırımcıların hileli işlere karşı korunması eyaletlere bırakılmıştı. Seyyar finans satıcılarının saf yatırımcılara hayali maden şirketi hisseleri sattığına dair şikayeler gelmesi üzerine Kansas 1911'de menkul kıymet komisyoncularının kayıt altına alınmasını öngören ilk mavi gökyüzü yasasını meclisten geçirdi.²² Bu yolla başarılanlara dair abartılı iddialar ve Florida'daki arsa patlamasıyla ilgili finansal aşırınlıklar üzerine diğer eyaletler de aynı şeyi yaptı.

Bu işe yaramaz yasalar finans ürünleri satan satıcılarını asgari ölçüde tutma niyetiyle çıkarılmış olsalar da, eyalet dışından posta yoluyla menkul kıymet satan komisyoncular tarafından kolayca aşıldı. Eyalet organlarının çoğu yasaları uygulama gücünden zaten yoksundu. Sadece sekiz eyalet tam zamanlı bir menkul kıymetler komisyonu çalıştırabilmek için gerekli kaynakları ayırabilirdi. Bu tür komisyonlar, tam zamanlı çalıştıkları yerlerde bile sahtekarlıkları tesbit edip cezalandırma kapasitesinden yoksundu. Mali sahtekarlıklarla mücadele etmek için 1921'de kabul edilen Martin Yasası'nı uygulamak için didinen New York başsavcısının durumu buydu.²³

Menkul kıymetler piyasası profesyonelleri kendilerini savunurken güçlü iç-denetime işaret ettiler. New York Borsası, hevesli menkul kıymet sürümcülerini bu sözde yasalara sahip eyaletlerin tümünden –ve özellikle New York eyaletinden- daha şeffaf standartlara tabi tuttuğunu iddia etti. Borsa kotu komisyonu sürümcülerden bilanço, kâr ve şirket yönetimi bilgilerini sunmasını istiyordu. Ama bu beyanların bilgi içeriği görünenden azdı. Genel kabul görmüş muhasebe standartlarının yokluğunda, menkul kıymet ihraççıları, hangi bilgileri nasıl raporlayacaklarını tercih edebiliyordu. New York Borsası’nda işlem gören 580 firma üzerine 1929’da yapılan bir araştırma bunların ancak yarısının brüt gelir beyanında bulunduğunu ortaya çıkardı.²⁴ Ayrıca zaten bir firma bu şartları fazla kısıtlayıcı bulduğunda, daha az beyan gerektiren Curb Exchange’e (daha sonra Amerikan Borsası oldu) kolayca kayıtlı yapabiliyordu.

İç denetim de içeriden bilgiye dayalı işlemleri ve piyasa yönlendirmelerini önlemedi. Tam aksine, bizzat New York Borsası kota komisyonunun üyeleri 1920’li yıllarda hisse fiyatlarını aşağı ya da yukarı çekmesiyle tanınan havuzların düzenleyicileri arasında yer aldı. Bu tür uygulamalar Brandeis yanlılarını teşşlandırdı; yargıcın 1914’teki makalelerini bir araya getiren Başkalarının Parası, paranın nasıl güce dönüştüğüne odaklanıyordu. Brandeis, bir sorunu tanımlamanın yanı sıra, bir çözüm de öneriyordu: Şeffaflık. “Toplumsal ve sınai hastalıklara çare olarak,” diyordu Brandeis, Başkan Roosevelt’in alıntı yapmaya bayıldığı bir pasajında, “aleniyet önerilir haklı olarak. Güneş ışığının en iyi dezenfektan olduğu söylenir; elektrik lambasının en etkili polis olduğu.”²⁵

Brandeis’in yardımcıları, Felix Frankfurter ve takipçilerinin şahsında, şimdi bu ilkeleri hayata geçirme fırsatını ele geçirmiş durumdaydı. Yeni menul kıymet ihraçlarını düzenleyen 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası (Securities Act) ve ikinci piyasa işlemlerini denetim altına alan Menkul Kıymet Borsa Yasası (Securities Exchange Act), Brandeis’in dezenfektanlarını bol bol kullandı.

Sorun, kamu sektörü rolünün nereye kadar zorlanacağıydı. Yani sorun, beyan şartına ek olarak, resmi denetim kurumlarına bu beyanı değerlendirip ona göre harekete geçme yetkisinin verilip verilmeyeceğiydi. Hükümetin Kongre’ye gönderdiği yasa tasarısı, borsaya girme tekliflerinin liyakatını değerlendirme ve başvurunun yetersiz olduğuna hükmettiğinde yasak getirme yetkisine sahip bir federal komisyon oluşturulmasını öneriyordu.²⁶

Ticaret Komisyonu’nun güçlü başkanı ve geleceğin Temsilciler Meclisi sözcüsü, milletvekili Sam Rayburn için bu fazla ileri gitmek demekti. Frankfurter’in

elemanları tasarımı revize etmek üzere geri çağrıldı. Tasarı revize edilmiş haliyle, kâr, zarar ve firma çalışanları gelirlerinin hükümet tarafından değil standart muhasebe prosedürlerini kullanan bağımsız denetçiler tarafından değerlendirilmesini önerdi. Bu da muhasebecilik mesleğini Büyük Bunalım'dan en kârlı çıkan birkaç işten biri haline getirdi.

Ama çok daha bilgi verici kotasyon kaydı belgelerinin yeterince koruma sağlamadığı, 1920'lerin havuzları gibi, başka uygulamalar da olabilirdi. Böylece 1934 yasası piyasa yönlendirmelerini de yasa dışı ilan etti ve bunun takip etme yetkisine sahip bir devlet kurumu, SEC'i oluşturdu. Menkul Kıymetler Borsa Yasası, Madde 10 (b) bendiyle, bu kuruma diğer dairelerin kapsamına girmeyen içeriden bilgiye dayalı alım satım ve dolandırıcılık gibi yolsuzluk uygulamalarının üzerine gitme yetkisi tanıdı.

ABD menkul piyasalarının denetimine yirminci yüzyılın büyük bölümü boyunca yol gösteren şablon buydu. Bir yandan sorumluluk alıcıya aittir ilkesini kutsarken, tek tek alıcıların sorumlu tutulamayacağı uygulamaların varlığını da tanıdı. Üzerine gidilmemiş olsa bu tür suistimaller, tıpkı 1930'lu yılların nesillerine yaptığı gibi, gelecek nesillerin de borsaya katılma konusundaki cesaretlerini kırabilirdi. Gözetim sadece yatırımcıyı korumak için değil, menkul kıymet piyasaları ve ekonominin serpilmesini sağlamak için de lazımdı. Bu yeni şablon da iç denetimi böylesi bir gözetimin temeli olarak kabul etmedi. Bunun yerine gerekli olan, piyasa yönlendirmesi ve dolandırıcılığın kökünü kazımaya yetecek bir insan ve finans özkaynağına sahip SEC gibi bir kurumdu.

Bu model elli seneyi aşkın bir süre ülkeye gayet iyi hizmet etti. Ama 1930'lu yılların anıları soldukça, iç denetime olan güven de dirildi. Ve piyasasının arıza yapma ihtimalini kabul etme eğiliminde olanlar arasında bile az ücret ödenip aşırı vergi alınan kamu çalışanlarının bu arızayı tesbit etme becerilerine dair bir şüphe başladı.

Sonuçta bu şüphe kendi kendini gerçekleştirdi. SEC'in fonlaması 1990'lı yıllarda enflasyona zar zor ayak uydurdu ve hisse ihracının gerisinde kaldı. 11 Eylül 2001'den sonra başka türlü bir güvenliğe -ulusal güvenlik- bütçeden kaynak ayırma ihtiyacı hissedilip de bu bir de Bush yönetiminin borsa gözetimi konusundaki şüpheleriyle birleşince, SEC özkaynakdan mahrum kaldı. 1920'li yıllarda New York başsavcısının eyalet mavi gökyüzü yasalarını uygulayacak kaynaklardan yoksun kalması gibi, SEC de şimdi finans piyasalarını layıkıyla gözetim altına alacak kaynaklardan yoksundu. Sonuç, yeni bir Charles Ponzi oldu. Bu seferkinin ismi Bernie Madoff'tu.

Konut ipoteği yardımı, bunalıma 1930'lu yıllarda verilen yanıtın son yıllardakin-den daha kapsamlı olduğu son alandır. Ama bu örnekte daha ciddi bir krizin daha sağlam bir yanıtı yol açtığını ileri sürmek mümkün değildir. Konut fiyatları ve inşaat sektöründe 2006 sonrası düşüş, 1930'lardaki kadar ciddiydi ve konut piyasası önderliğindeki daha önceki gelişmenin boyutlarını yansıtıyordu. Her iki örnekte de satış fiyatları tepe ve dip noktaları arasında üçte bir oranında düş-müştü. Tarım dışı konut piyasası Bunalım'ın en derinleştiği dönemde 1920'li yıl-lardaki seviyesine göre sadece yüzde 10'luk bir düşüş göstermişti; buna karşılık 2010'da 2005 seviyesinin yüzde yirmi beşine ancak ulaşıyordu.²⁷

Eğer konut fiyatlarındaki daha belirgin bir düşüş değilse, o halde 1930'lu yıl-ların daha sağlam yanıtını ne açıklar? Bunun yanıtı konut piyasası finansmanının yapısında yatıyor. Kredi verenler, hatırlayalım, satın alma fiyatının yarısı kadar bir ön ödeme almak zorundaydı. Sonuçta çok az ev sahibi, fiyatlar üçte bir ora-nında düştüğü zaman bile evinin değerini aşan bir ipotek kredisi bulur elinde. Bu da bankaları büyük zararlara uğratabilecek ve vergi verenlere önemli maliyeti olacak olan ana borcun defter değerini düşürme gibi radikal uygulamalara olan gereksinimi ortadan kaldırdı. Konut finansmanının akışını sürekli kılan ve faiz ödemelerine yardımcı olan köprüleme önlemleri de bu sayede kriz çözülünceye kadar idare edebildi.

Hoover ilk başlarda bu probleme karakteristik olarak iradeci bir yaklaşım gösterdi ve konut piyasası üzerine çalışmaları için uzman komisyonlar görev-lendirip Aralık 1931'de konut yapımı ve sahipliği üzerine bir konferans topladı. Ama Senato Yeniden İnşa ve Üretim Komisyonu'nun (New York senatörü Wil-liam M. Calder'ın başkanlığındaki Calder Komisyonu) Bir Federal Konut Kredi-si Banka Sistemi oluşturarak I. Dünya Savaşı sonrası konut yetersizliğinin üzerine gitmeye yönelik daha önceki önerisini de yeniden gündeme getirdi. Calder bir inşaatçının oğluydu. Marangozluk eğitimi aldı ve zamanında Brooklyn İlçesi'nin inşasında hükümet temsilcisi olarak görev yaptı; konut piyasasına olan ilgisi de bu arada gelişti.²⁸ Konut Kredisi Banka Sistemi onun yaklaşımına göre, yeni oluşturulan Merkez Bankası Sistemi'nin rakip ticari bankalara sağladığı likidite ve gözetime benzer bir likidite ve gözetimi inşaat ve kredi kurumlarına sağlaya-caktı. Hoover'ın şimdi yeniden gündeme getirme peşinde olduğu öneri buydu. Aralıkta başkanlık sarayındaki konferans bunu uygun buldu ve Kongre de buna uyarak 1932'de Federal Konut Kredisi Banka Yasası'nın kabul etti.

Ama Federal Konut Kredisi Bankaları sadece yapı ve kredi kurumlarına borç verirken (bu da hiç şaşırtıcı değildi çünkü ABD Yapı & Kredi Ligi taslağın ya-salaşmasına yardım etmişti) diğer konut kreditorlerinin sorunlarını görmezden

geldi. Üstelik borçlulara faiz oranı yardımı konusunda da hiçbir şey yapmadılar. Daha kapsamlı ve etkili önlemler için kurum yönetiminin değişmesini beklemek gerekecekti.

Bu önlemler de bir başka Yüz Gün ürünü, Konut Sahipleri Kredi Kurumu (Home Owners Loan Corporation: HOLC) biçiminde ortaya çıktı. HOLC ipotek kredilerini uzattı, borçlulara faiz oranı yardımıyla bulundu ama ana borca dokunmadı. Geleneksel kredilerin yüzde 6 ve 8 arasında değişen oranlarına karşı, kendi verdiği ipotek kredilerine yüzde 5 faiz uyguladı ve eşi benzeri görülmemiş bir on beş yıllık vade verdi.²⁹

Kurnazlık, banka bilançolarına zarar vermeden ya da halkın cüzdanını zorlamadan ipotek kredilerini kuruma transfer etmekte. HOLC, hükümet garantili tahviller karşılığında ipotek senedi satın aldı. Bu tahviller sadece yüzde 1 ile 3.5 arasında bir faiz oranına sahipti ama ödenmeme riski yoktu. HOLC tahvillerinde bir likit ikincil piyasa hızla gelişti ve bankalara bunları nakite çevirme imkanı sağladı. Önemli olan, bankaların HOLC tekliflerini geri çevirme serbestisine sahip olmalarıydı. Bu da ipotekli komut kreditörlerinin bu programdan yararlandığı anlamına geliyordu.

HOLC'un kazandığı ile tahvil sahiplerine ödediği arasındaki fark, işlerliğini sürdürebilmesine yetecek bir marj sağlıyordu. Kredileri gayrimenkul değerinin yüzde 80'iyle sınırlayarak risklerini daha da azalttı.³⁰ Böylece borçlular da yatırımları karşılığında risk almış oldu. Fiyatların daha da düşmesi artık önem kazanmış, bir başka ifadeyle, yaygın ödeme güçlüklerini tetiklemiş olmak zorundaydı. Yüzde 80 eşiği, tam da yüzde 50 ön ödeme yapmış olan ama mülkünün değerinin üçte bir oranında düşmüş olduğunu gören borçlunun evinde kalmasına olanak sağlayacak kadar yüksekti.³¹

HOLC yürürlükte kaldığı süre boyunca bir milyondan fazla ipotek senedi satın aldı. 1936 itibarıyla çiftlik olmayan ve sahibinin oturduğu konut ipotek senetlerinin onda birini ve konut ipotek borçlarının da tam yüzde 20'sini elinde tuttu.³² Zehirli atık ipotek senetlerini banka bilançolardan alarak, bankacılık krizinin çözümüne katkıda bulundu. Konut piyasasına da yardımı dokundu. Charles Courtmache ve Kenneth Snowden, HOLC ofisi bulunan ilçelerde, ki kurum faaliyetlerinin en yaygın olduğu yerlerdi bunlar, 1930'lu yılların sonunda evlerin değerlerinin ve ev sahipliği oranının da daha yüksek olduğunu saptadı. Price Fishback ve yardımcı yazarları ise HOLC'un ödeme güçlükleri ve ipotek hacizleri olaylarını azaltarak inşaat faaliyetlerini teşvik ettiğini bulguladılar. Kurumun verdiği krediler, birkaç yerel bankanın yaşadığı sorunların inşaat sektörü ve genel olarak ekonomi üzerinde büyük sonuçlara yol açabileceği daha küçük kentlerdeki konut arzını özellikle artırdı.³³

Bütün bunlar fazla bir bedel ödemeden kazanıldı çünkü ön ödemeler, ana borçta indirim yapma gereği bırakmayacak kadar büyüktü. Bu da dolayısıyla, bankaların ana borç indirimleri cinsinden bir zarara uğramalarına gerek bırakmadı; devlet de HOLC'un krediler için daha fazla maliyete katlanması durumunda uğrayacağı zarardan kurtuldu.³⁴

Yine de birilerinin konut değerlerinin düşmüş olmasından zarar uğramış olması gerekiyordu. Bu örnekte o birileri ev sahipleri oldu. Ödeme güçlüklerini sınırlandırarak ev fiyatları üzerindeki aşağı doğru baskıyı hafifletmek dışında HOLC bu durumu değiştirmek için hiçbir şey yapmadı.³⁵ Ama ipotekli konut kredilerinin akışını sağlayıp faiz oranlarını düşürerek aileleri evlerinde tutmayı başarabildi ve önemli bir sıkıntı kaynağını da önledi.

İronik olan, HOLC ve 1934'te uzun vadeli ipotek senetlerini sigortalamak için kurulan Federal Konut İdaresi gibi diğer New Deal konut reformlarının bu piyasaya verdiği yeni şekille sahneyi 2008-09 krizleri için hazırlamış olmasıydı. İpotek senetleri artık federal güvence altındaydı bu da finans kurumlarını daha az ön ödemeye razı olmaya teşvik etti. HOLC tarafından yerleştirilen yüzde 20 normu kurum tasfiye edildikten sonra bile ön ödeme standardı olarak yerini korudu. Bunalım dönemi politikaları ülke çapında bir değerlendirme ve inşaat standardı yaratarak fonların konut piyasasının yükselişte olduğu bölgelere daha bol akmasını teşvik etti. En tartışmalı konu, yerel bankalardan Federal Konut idaresi sigortalı konut ipotek senetleri satın alarak yeni kredileri teşvik etmek için kurulan Fannie Mae'nin 1938'de kuruluşu oldu.

1930'lu yıllardaki bu değişimlerin yeni yüzyılın başlamasıyla birlikte konut piyasasının yaşadığı ani yükseliş ve düşüşlerin sorumlusu olduğunu ileri sürmek doğru olmaz. Ama onlar olmadan da, konut piyasasındaki patlama ve yüksek risk faizli ipotek senedi krizleri bu şekli alamazlardı.

NOTLAR

1. Bölüm 2’de anlatıldığı gibi.
2. Bu yeni parasal çerçevenin iyi bir izahı için Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999).
3. Bkz. Bölüm 12.
4. Bank of Taiwan, Tayvan yönetimine karşı sorumlu bir Japon bankasıydı.
5. Karar merkezleri 1923’te ve ardından 1927’de bir kez daha bu ihtimal üzerine düşünüp taşınmıştı ama her iki fırsatta da diğer zorunluluklar baskındı.
6. Inoue, hiç de tesadüfi olmayan bir biçimde, bankanın önceki başkanıydı.
7. Bölüm 10’da anlatıldığı gibi.
8. Yene karşı spekülasyonda başı çeken bankaların listesi, Takahashi’nin biyografi yazarı Smethurst’tan (2007), sf. 251.
9. İlk görev gününde bunu yaptı. Onun bu kararına geçerlilik kazandırmak yeni başbakana danışmanlık veren Privy Konseyi’nin üç gününü aldı.
10. Detaylar için bkz. Shima (1983).
11. Bu diğer merkez bankası yönetimleri, bankanın para arzındaki artışı silip süpürecek bu açık piyasa operasyonlarının kullanarak eninde sonunda devlet tahvillerini piyasaya satabileceği beklentisindeydi. Sonunda merkez bankası bu türden bazı satışlarla bizzat uğraştı, ama bu satışlar satın alımlara ayak uydurmakta çok zorlandı. Bkz. Ide (2003)
12. Smethurst (2007), sf. 250.
13. Bkz. Bölüm 15.
14. Ülkesinin deniz aşırı askeri maceralara girmesine karşı olan Takahashi’nin sonunda bir subay tarafından düzenlenen suikaste kurban gitmesinde bu yüzden ironik birşeyler vardır (bkz. aşağıdaki not). Genç Takahashi, California’daki ayarlamalarda ona yardım sözü veren bir Amerikalı iş adamının desteğiyle çalışmalarını ABD’de devam ettirmeyi amaçlıyordu. Oraya vardığında, aslında ulaşım masraflarını geri ödemek için bir uşak olarak çalışmak zorunda olan bir tür sözleşmeli köle olduğunu anladı. Bu tecrübenin yine de onun İngilizce konuşma yetenekleri için olumlu içerimler taşıdığı hayal edilebilir.
15. Nanto ve Takagi (1985), sf. 372.
16. 1934’teki bir durgunluğun ardından ekonomideki etkileyici büyüme kaldığı yerden devam etti ve 1930’ların geri kalanı boyunca da bu özelliğini sürdürdü. Burada verilen rakamlar Maddison veritabanından alınmadır (<http://www.ggd.net/maddison/maddison-project/home.htm>).
17. Böyle bir anlaşmanın olmayacağı ortaya çıkınca, Milletler Topluluğu ve İmparatorlukla döviz kuru sabit ama altına karşı ayarlanabilir olacak bir para cephesi oluşturmak için

- uğraştı. Howson (1975), sf. 84-85; Morrison (2013), sf. 33-34. Sonuçta Milletler Topluluğu üyeleri ve İmparatorluk sterlinin dolar karşısında düşüşünü takip edip sonra daha düşük yeni seviyesinde pounda sabitlerken, bir sterlin cephesi oluştu.
18. Yeni bakan Chamberlain ailesinin geleneksel kocakarı ilacının uygulanaşına nezaret etti: İthalat üzerine yüzde 33'lük kapsamlı bir gümrük vergisi.
19. Rock (1969), sf. 86
20. Howson (1980), sf.48
21. Bunlar M3 para arzına ilişkin Capie ve Weber'den (1985) alınan rakamlardır.
22. Birleşik Krallık 1932'deki geniş ölçekli bir savaş borcu tahviliyle bu başarıyı pekiştirdi; daha önceki yüksek faizli bonoları üzerine yüzde 2 faiz oranı taşıyan yeni sürümleriyle değiştirdi. Britanya için geçerli olan diğer Milletler Topluluğu üyesi ülkeler ve Britanya'nın peşinden altından vazgeçen sterlin bölgesi için de geçerliydi (aşağıda anlatılıyor). Crafts (2003), bu gruptaki ülkelerin gerçek faiz oranlarını 1920'li yıllardaki yüzde 5'i aşan seviyesinden 1930'ların başında yüzde 2'ye kadar indirebildiğini hesapladı. Cameron hükümetinin 2010'dan başlayarak izlediği ve bütün bir Euro Bölgesi'nde izlenen politikalarla (bkz. Bölüm 24 ve 26) -ve Avrupa Merkez Bankası'nın tam da destekleyici olmayan politikalarıyla- aradaki zıtlık apaçktır.
23. Urban'ın (2009) parmak bastığı bir konudur bu. Ragnar Nurkse (1944), iki savaş arası döviz tecrübesine dair klasik açıklamasında, sterlin bölgesindeki döviz kurlarının istikrarı ve hükümetlerin bu sözde daha yüksek hedef uğruna mali özerkliklerini feda etmedeki isteklilikleri konusunda benzer yorumda bulunur.
24. Wicksell 1898'de bu konuda önce İsveç Ekonomi Derneği'ne bir sunum yaptı. Sözü edilen ekonomistlerin etkisine vurgu yapan bir çalışma için bkz. Berg ve Jonung (1998).
25. Kreuger krizi için bkz. Bölüm 9. Sterline karşı iskonto haddi 1929'dan itibaren aslında yaklaşık yüzde 6 gibi nispeten ılımlı bir seviyeyeydi.
26. Bu tez Straumann ve Woitek (2009) tarafından geliştirildi. Benzer şekilde, modern bilim de İsveçli karar merkezlerinin Keynes'ten önce Keynesyen bir bütçe politikası izlemiş olduğu düşüncesine rağbet etmez.
27. Venezuela bütün bu dönem boyunca döviz kurunu dalgalanmaya bırakan bir ülke oldu, parası ve ekonomisi güçlü petrol ihracatının desteğindeydi (McBeth 1983).
28. Sığır eti ihracatı için halen ağır bir biçimde Britanya piyasasına bel bağlamış olan Arjantin, bir istisnaydı. Bu nedenle borçlarını ödemeye devam etti, pesoyu sterline sabitledi ve Birleşik Krallık piyasasına erişimini güvence altına alan bir anlaşma imzaladı (ismini Arjantin başkan yardımcısı ile British Trade Board başkanından alan Roca-Runciman Anlaşması). Bkz. Diaz-Alejandro (1970).

29. Latin Amerika ülkelerinin 1929'un üretim hacmini daha 1932-33'te yeniden yakalamayı nasıl başardıklarını kısmen açıklar bu durum (Bunalım sırasında bile korunan tarımsal üretimi), öte yandan hiç kuşkusuz, burada anlatılan politika tecihlerinin de bir rolü olduğu yadsınmaz (bu konu için bkz. Campa 1990).
30. Fishlow (1972), bu dönem Latin Amerika'sındaki ithal ikameci politikaların klasik anlamıdır.
31. Aynı olgu, daha önceden yüksek enflasyon yaşayıp şimdi döviz denetimi uygulayan Orta ve Doğu Avrupa'daki diğer ülkeler için de geçerliydi. Onlar da aynı şekilde para arzlarını büyümek ve deflasyona karşı koymak için bu yeni keşfedilmiş mali manevra alanını kullanmakta tereddüt ettiler. (Mitchener ve Wandschneider 2013).
32. Alıntı, Ritschl (2000), sf. 1. Askeri sanayi komplekslerine yapılan yatırım sermaye yoğun olduğundan diğer seçeneklere göre daha az istihdam yarattı. Daha emek yoğun olan otoban inşaatı böyle değildi ama ancak 1835'te önemli bir katkıda bulunabildi.
33. Obama yönetimi, karşılaştırmak için anımsayalım, federal hükümetin bütçe açığı 2008'de GSYH'nin yüzde 3'ünden 2009'da yüzde 10'una çıkmıştı.
34. Kindleberger (1989), sf. 179.
35. Altın standartından çıkmış olan ülkeler bile, ekonomik canlanmanın hayal kırıklığı yaratması üzerine gümrük vergilerine bel bağladı. Böylece de Britanya sadece devalüasyon yapmakla kalmayıp Şubat 1932'de genel bir gümrük tarifesi de uyguladı (bkz. yukarı) ve Milletler Topluluğu ve İmparatorluk ile Ottawa Anlaşmasını imzaladı. Bank of England'ın faiz oranlarında daha süratli bir kesintiye gitmedeki başarısızlığı ve Britanya ekonomisinin tepki vermekte gecikmesi, bu başka açılardan kendine özgü yanıtın izahına büyük katkı sağlar.
36. Broadberry ve Crafts (2010), gümrük tarifeleri uzun vadedeki ekonomik performansa dair literatüre giriş niteliğindedir. Gerçekten de, kimileri bugünkü Avrupa Birliği'nin kökenlerini Almanya tarafından 1930'lu yıllarda inşa edilen ve II. Dünya Savaşı sırasında pekiştirilen ticaret bloğunda görür; Wolf ve Ritschl'in (2011) tartışmaya açık vargısı budur.
37. Daha sonraları, Üçüncü Reich, savaş zamanında kontrolü altına giren Orta ve Batı Avrupa ülkelerinden hammadde ve endüstriyel kaynaklar çıkarmak üzere bu sistemin yoğunlaştırılmış bir versiyonunu kullanabildi.

Büyük Bunalım, sadece ABD'le sınırlı kalmayan bir dünya kriziydi. Anı-lardaki en ciddi küresel krizdi. Birçok ülke açısından I. Dünya Savaşı'dan bu yana yaşanan en ciddi kriz oldu.

Bu büyüklükte bir krizin iş başındaki hükümet ve merkez bankalarını şoke etmiş olacağı düşünülebilirdi. Ama yetkililer, savaş döneminde başvurmuş oldukları istisnai türden önlemlere bel bağlamakta tereddüt ettiler. Bütçe dengesi ya da bir şekilde ona ulaşmanın zorluğu nedeniyle, bütçe dengesi özelemleri hiç gündemden düşmedi. Ortodoks yaklaşımların kendisini hemen bir ulusal ayakta kalma mücadelesine kaptırdığı 1914 krizine verilen yanıtın çok çok farklıydı bu.

Benzer şekilde, altın standardı çökmüş olabilirdi ama merkez bankaları ve onların politika belirleyen efendileri bu yeni kazanılmış özgürlükten kendi menfaatleri için faydalanma yolunu seçmediler. Bunun yerine, ulusal para birimlerini artık altına olmayacağına göre sterlin ya da dolara sabitleyerek mümkün olduğunca hızlı bir şekilde bu standardı terk etme peşine düştüler. FDR'yi daha Ocak 1934'te doları onsu 35 dolardan altına sabitlemeye ve hükümet harcamalarının kısmak için elinden geleni yapmaya götüren içgüdüler hiçbir şekilde Roosevelt'e, ya da bu örnekte Amerika'ya özgü bir benzeri daha olmayan içgüdüler değildi.

Detayları hiç kuşkusuz, her ülkenin kendi yaşadığı deneyimin ayırdedici özellikleri şekillendirdi. Bununla birlikte, bunalıma hemen her yerde verilen ekonomi-politik yanıtları, ya da verilemeyen yanıtları, etkileyen ortak faktörleri tanımlamak mümkündür. Hane halkı bütçesiyle hükümet bütçesi arasındaki benzerliğe yönelik bir inanç vardı mesela. Hükümetler ayağını yorganına göre uzatmalıydı ve başka türlüsüne yönelik herhangi bir eğilim sadece acı getirebilirdi. Keynesyen karşı-konjonktürel maliye politikaları henüz geliştirilmemişti, iyi de

olsa kötü de olsa. (Bu konuda fikirler farklı.) Ekonomi tarihçileri, bir ekonomik durgunlukta açık bütçe harcamalarını savunan tezi önceden sezebilen Fransa'dan Paul Reynaud ve İsveç'ten Bertil Ohlin gibi o dönem figürlerine işaret etme konusunda hemfikirdir. Ama o dönem yazılarında erken ön-Keynesyen tezleri yeniden keşfetmek popüler bir spor olsa da, bu tür tezlerin fazla bir etkisi olduğu ileri sürmek güçtür. Hükümetleri, I. Dünya Savaşı'nda yaptıkları gibi, harcamaları artırmaya ve bütçe açıklarını bir ulusal ayakta kalma meselesi olarak hoşgörmeye götüren yeniden silahlanma zorunlulukları çok daha önemliydi bu bağlamda. Bütçe açığıyla finanse edilen bu silahlanma harcamalarının büyük bölümü daha sonra, krizin artık yaşını başını almış olduğu bir zamanda, 1930'lu yılların ikinci yarısında gerçekleşti.

Buna ilaveten, bütçe açıkları ve merkez bankası kredi oluşumunun enflasyonla birleşmesi durumu vardı; ilki I. Dünya Savaşı sırasında ve daha sonra da 1920'li yıllarda.¹ Almanya gibi ülkelerde halk enflasyon travması yaşıyordu. Bu anılar henüz canlıyken, mevcut koşullar ne kadar radikal bir biçimde değişmiş ve ne kadar dolaylı olursa olsun hükümetler bu deneyimin nüksetmesini davet eder gibi görünecek herhangi bir şey yapmayı akıllarından bile geçirmekte isteksizdi. Daha kayda değer olansa, bu anılarınca diri tutulan o aynı enflasyon korkularının, enflasyon olgusunu ancak ikinci elden yaşamış Birleşik Krallık gibi diğer ülkelerdeki politikalara ket vurup, şekil vermesidir.

Bu korkular, maliye politikalarının çıpası olarak döviz kurunun terkedilmesine yönelik neredeyse evrensel bir isteksizlikle birleşti. Altına karşı döviz kuru, merkez bankası karar alma süreçleri için yıllardır bir baz olmuştu. Bunun barış zamanlarındaki tek istisnası, 1920'lerin ilk yarısında, bir enflasyon ve mali istikrarsızlık faciası oldu. Altın standartı kullanım dışı kalmıştı ama mali politikaların yürütülmesinde başka uygun seçenek de yoktu ortada. Çok daha sonra, 1990'lar da, merkez bankaları 'esnek enflasyon hedefi' olarak bilinen bir kavramsal çerçeve geliştirdi.² 2007-08 krizi vurduğunda, kendi para birimlerinin hareketine, bu hareketlenme fiyat ve çıktıların istikrarına yöneltilmiş para politikalarının doğal bir sonucuysa, izin vermeye istekli oldular. Ama 1930'larda, para politikalarına yönelik geleneksel döviz kuru merkezli yaklaşıma uygun bir alternatifin olmayışı, merkez bankalarını bu yaklaşımı terk etme konusunda isteksiz bırakmıştı. Bu da dolayısıyla onların sadece fiyatları değil ama aynı zamanda ekonomiyi ve onun finansal sistemini de istikrara kavuşturma kapasitelerini sınırladı.

Bu isteksizlik de Bunalımın derinleşmesine ve süreklilik kazanmasına imkan hazırladı. Bu derinleşme ve süreklilik ise mevcut ekonomik düzenlemele-
rin inanırlılığını yitirmesinde büyük rol oynadı. ABD'de olduğu gibi, kimi ö-
meklerde bu durum piyasa sistemini onarma ve itibarını iade etme çabalarına

yöneltti. Finans piyasalarına istikrar getirmeye dönük düzenleyici reformların, para politikalarının yürütülmesini sağlamlaştıracı kurumsal reformların ve kendilerini koruyamayacak durumda olanları korumaya yönelik toplumsal politika reformlarının önünü açtı. Almanya gibi diğer örneklerdeyse, Bunalım ve politika yapıcılarının bunalıma eğilimdeki başarısızlığı daha az yapıcı sonuçlar verdi. Piyasa sistemi devlet yönetimi lehine reddedildi. Parçalanmış piyasa ekonomisini onarmaya yönelik bu alternatif, daha sonra ortaya çıkacaktı ki, çok daha beterd.

Bu kuralın, bir hükümet uyumlu bir biçimde harekete geçtiği zaman nelerin mümkün olduğunu sergileyen bir istisnası, Japonya'ydı. Ülke, 1919'la 1929 arasında yıllık yüzde 1'i bile bulmayan bir büyüme oranıyla zaten zor bir on yıla göğüs germiştir. Bankalardan mevduat kaçıışı ve finansal panikler nedeniyle tüm faaliyetler kesintiye uğramış durumdaydı. Osaka merkezli Masuda Bill Broker Bank'ın Nisan 1920'deki iflası, ülke çapında bir mevduat kaçışını tetiklemişti. Şubat 1922'de bu kez emtia spekülasyonu yapan bir kereste firması Ishii Corporation iflas etti ve Osaka, Kyoto ve Kochi Bölgesi'nde Ishii ve birbirleriyle bağlantısı olduğu düşünülen bankalardan mevduat kaçışlarını ateşleyen kıvılcıma çıktı. 1923 Kanto Depremi, Tokyo'daki tüm banka binalarının yüzde 80'ini yerle bir ederek fiziksel olduğu kadar mali hasara da yol açtı ve borç ödemelerinde moratoryuma sevk edip daha fazla mevduat kaçıışı korkusuna neden oldu. Hükümet, Bank of Japan'ı depremden etkilenen bölgelerde ticari senet ve ödenmesi gereken diğer yükümlülüklerde iskonto yapmaya teşvik etti ve tıpkı ABD Maliye Bakanlığı'nın 2008'de Fed'e Bear Stearns'ı kurtarması sonucunda uğrayacağı her türlü zararı ödeme taahhütünde bulunması gibi, Japon hükümeti de merkez bankasının zararını karşılamayı öndören bir olağanüstü hal yasasını kabul etti.³ 1927'de ikinci bir tur mevduat kaçıışı daha yaşandı; Diet'te (Japon Parlamentosu) tazminat maddeleri üzerine çıkan bir tartışma sırasında yetkililer Kobe'deki büyük ticaretevi Suzuki & Co. ile finans ortağı Bank of Taiwan'daki mali sorunların varlığını açık etmişlerdi.⁴

Bu ardarda gelen acılar ve merkez bankasının her fırsatta müdahale etme zorunda kalması altına geri dönüşte gecikmelerle sonuçlandı.⁵ Japonya, nihayet 1930 Ocak ayında, aşırı derecede bir kötü zamanlamayla bunu yaptı. Sonuçlarsa Britanya'da olduğunda farksızdı; sadece daha kötü. Fiyatlar, Britanya'da olduğu gibi, savaş sırasında sert bir yükseliş sergiledi. Ama Japonya'da bu fiyatları Britanya'da 1920'lerde olduğu kadar hızlı bir biçimde tekrar aşağı çekmek mümkün olmadı. Bunun yerine Bank of Japan bankaları sürekli yaşam desteğinde tutmak için kredi sağlamak zorunda kaldı. Bu yüzden de döviz kurunu sterlin ve dolar karşısında savaş öncesi seviyelerine getirmek mümkün olmadı.

Sonunda koşullar 1930'da döviz kurunun sterlin ve dolar karşısında savaş öncesi seviyelere çekilmesine yetecek kadar normalleştiğinde, yen önemli ölçüde aşırı değerlenmişti. Bu da beraberinde ticaret açıkları ve altın kayıplarını getirdi. Britanya Eylül 1931'de altın standartını terkettiğinde, Japonya'nın da mecburen onu izleyeceği yönündeki beklentiler arttı.

Minseito Partisi, 1928 genel seçimlerinde kampanyasını müsrif kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi ve altın standartının yeniden tesis edilmesi üzerine kurdu. 1929'dan itibaren başbakan olan Osachi Hamaguchi, maliye bakanlığına Junnosuke Inoue'yi getirdi çünkü altın standartına aynı derecede sıkı sıkıya bağlı olan Inoue'nin bu politikayı başarıyla uygulayabileceğini düşünüyordu. Katı ve dürüst Inoue bunu başarıyla yaparken statüko politikasına fazla yatırım yaptı. Britanya'nın altın standartını terk etmesinin ardından hemen parasal standardın savunulacağını bir kez daha teyid etti. Bank of Japan onun isteklerini gerçekleştirme çabası içinde Ekimde reeskont oranlarını yükseltti, Kasım da bir kez daha yükseltti.⁶

ABD Merkez Bankası da, Britanya'nın altından ayrılışının zemin hazırladığı rezerv kayıplarına karşı benzer bir yanıt verdi.⁷ Ama Amerika altını sabitlerken Japonya bunun yapmadı. Japonya'nın yakın zamanlarda çok daha geniş bir mali istikrarsızlıklar kaydı vardı. Bankacılık sisteminin halinden endişelenen ve merkez bankasının finansal piyasalardan likidite boşaltmayı sürdürebilme kapasitesinden şüphelenen National City Bank, Hong Kong and Shanghai Bankimng Corporation (HSCB), Sumitomo, Mitsui ve Mitsubishi dolar karşılığında yen sattı. Altın çıkışı hiç hız kesmeden devam etti.⁸ Minseito liderliğindeki hükümet bu gidişatı dizginleyecek adımlarda görüş birliğine varamadı ve 12 Aralıkta istifa mecbur oldu.

Bu da iktidara muhalefetteki Seiyukai Partisi'nin ve özellikle de Maliye Bakanlığı'na Korekiyo Takahashi'nin gelmesine yol açtı. Yaşlı Takahashi başarı ihtimali uzak bir devrimciydi. Edo Şatosu'ndaki bir saray ressamının evlilik dışı çocuğu olarak 1854'te, Kaptan Perry'nin kara gemilerinin gelmesinden bir yıl sonra doğmuş, daha bir çocukken en alt dereceden samuraylığa kabul edilmişti. Genç bir adam olarak önce Eğitim Bakanlığı'nda, ardından Tarım ve Ticaret Bakanlığı'nda giriş düzeyi memurluk hizmetinde bulunmuş, sonra da Bank of Japan'da çalışmaya başlamıştı. Ülkesinin Rusya'ya karşı savaşını finanse eden dış borçların ayarlanmasındaki katkılarından dolayı 1905'te asilzadeliikle ödüllendirilmişti. 1913'te, daha kırk yaşına bile girmeden, maliye bakanlığına getirildi. 1931'de bu görevindeki beşinci dönemini yaşıyordu. Bu seferki besbelli ki bir mali acemilik dönemi değildi.

Takahashi, 1931 itibarıyla Japonya'nın on yılı aşkın bir süredir parasal politikalarını altın standartının desteği olmaksızın formüle ediyor oluşunun fazladan avantajına sahipti. Para politikasını o tanıdık yapı olmaksızın saptamak bu yüzden onun da Japon halkının daasına olmadığı bir şey değildi. 1930'da altın standartına geri dönme kararı selefi tarafından, bir muhalefet partisi üyesi tarafından alınmıştı ve Takahashi hiç rahatsızlık duymadan bu kararı tersine çevirebilirdi.⁹ Üstelik, Inoue ile Takahashi arasında bir rekabet duygusu da vardı. Inoue sadece altın standartından yana olmakla kalmayıp, mali kemer sıkma politikalarını da savunuyordu; rakibi Takahashi ise kendisini bunun tam karşısında konumlandırmaktan mutluydu.

Britanya'nın ardından altından ayrılma kararı, ileride de göreceğimiz gibi, bir dizi başka ülkenin verdiği karşılıktan farksızdı. Benzersiz olan, Takahashi'nin ekonomiye hızlı bir başlangıç yaptırtmak için sıkı bir politika izlemesi oldu. Altın ihracatına hemen amborgo uygulayıp, deflasyon beklentilerini boşa çıkartmak ve ihracatta rekabet gücünü artırmak amacıyla döviz kurunu aşağı çekmek üzere harekete geçti. Mart 1932'de Bank of Japan'ın para arzını genişleterek piyasaya sürülmüş bütün yeni hükümet tahvillerini doğrudan satın almasını teklif etti. Bu aslında bir tekliften fazlasıydı çünkü Bank of Japan bağımsız değildi ve gerçekte Maliye Bakanı'nın gözetimi altındaydı; Bank of Japan Yasası'nın 16. Maddesi maliye bakanının merkez bankasına hükümet tahvilleriyle işlem yapması için talimat vermesine yasal zemin sağlıyordu. Banka içinde de çok az bir direniş vardı zaten; tersine, Takahashi kendisi gibi İngilizce konuşan dostu, başkan yardımcısı Eigo Fukai'nin entelektüel ve politik desteğini aldı.¹⁰ Bankanın yönetsel hiyerarşisinde yer alan diğer üyeler daha şüpheliydi ama, çok da başarılı bir geçmiş olmayan merkez bankasında, itiraz edecek konumda değillerdi.¹¹

Takahashi Haziranda kırsal bölgelere yardım ve ordunun Mançurya'daki askeri operasyonları için yeni harcamalara izin veren bir katma bütçe sundu; Japonya'nın oradaki sömürge varlıklarını koruyan fırari subaylar terörist bir eylem sahneleyip suçu Çinli haydutların üzerine atmış ve kendilerine karşı bir polis operasyonunu başlatma imkanı yaratmışlardı. Takahashi şahsen Japon ordusunun Mançurya'ya müdahalesinden yana değildi ama yine de bunu kendi ekonomik stratejisini geliştirmek için kullanabilirdi.¹²

Bütün bunlar, Takahashi'nin teklifine göre, tahvil ihracıyla finanse edilmeliydi. Bank of Japan'ın bu tahvilleri alabilmesi önünde kalan son sınırlamalar da, çok geçmeden bankanın piyasaya sürebileceği desteksiz parayı 120 milyon yenden 1 milyar yene çıkartan bir yasa ve dışarıya sermaye akışını kontrol eden ikinci bir önlemle kaldırıldı. Takahashi'nin hareket tarzı ve açıklamalarına bakıl-

dığında gayet net olan beklenti, Bank of Japan'ın onun açıklarını finanse etmek için üzerine düşeni yapacağı yolundaydı. Hükümet ve merkez bankası deflasyon ve ekonomik bunalıma son vermek için aktif bir biçimde görevlerinin başında çalışıyor olacaktı.

Bu, o halde, bütçe genişlemesiyle muteber kılınan saldırgan biçimde reflyonist bir para politikasıydı. Bir başka ifadeyle, tam da FDR yönetimi altındaki ABD'de izlenmiş olduğu, hatalı bir biçimde, iddia edilen politikaydı bu.¹³ Ama Japonya'da, ABD'den farklı olarak, mali genişleme sahiciydi.

Ekonomik analizin muhtemelen bir rol üstlenmiş olduğu en azından bir örnektir bu. Takahashi, daha on bir yaşında Amerikalı misyonerlerle çalışmak üzere Yokohama serbest bölgesine gönderildiği sırada kusursuz bir İngilizce konuşmayı öğrenmiş, Batılı ekonomik literatürün birinci elden bilgisine sahip birisiydi. (Takahashi, Japonya'nın ayakta kalabilmek için özellikle ABD ve Britanya'dan askeri teknoloji ithal etmeye ihtiyacı olacağını ve dil becerilerinin de bir sonraki nesle bu amaca ulaşmak için gerekli olacağını anlamış bir ileri görüşlü samuray tarafından yabancı dil öğrenmesi için seçilmişti.¹⁴) Takahashi, Keynes'in döviz kuru istikrarı ile fiyat istikrarı arasındaki ayrımı vurguladığı ve ikincisine öncelik verme gereğinin altını çizdiği 1923 tarihli kitabı *Tract on Monetary Reform*'a (Para Reformu Üzerine Bir denem) aşınaydı. London *Times*'ın hırslı bir okuru olarak da daha sonraki entellektüel gelişmeleri yakından takip ederdi.¹⁵

Girişiminin sonuçlarıysa dramatik oldu. Kısa vadeli para faiz oranları yüzde 15'ten 1'e düştü. Para arzı 1932'de istikrara kavuştuktan sonra 1933'te sert bir yükselişe geçti. 1931 Aralıktan sonraki yıl içinde yen pound karşısında yüzde 40'ı aşan, dolar karşındaysa yüzde 60'lara varan bir değer kaybına uğradı. Toptan eşya fiyatları 1932'de yüzde 7, 1933'te ise yüzde 13 oranında arttı; sanayi üretimi ise daha da hızlı yükseldi. Reel GSYH 1932'de yüzde 7, 1933'te ise yüzde 8 büyüdü.¹⁶

Bu, Takahashi için değilse bile ekonomi için bir mutlu sondu. Japonya 1935'te tam istihdama geri dönerken, Takahashi savunma harcamalarında kesintiye gitti ve bunun sonucunda da muhalif ordu subaylarının suikastına uğradı.

Japonya deneyimi işte bu yüzden, mali teşvikle desteklenen uyumlu parasal genişlemenin neler yapabileceğini gösterir. Ancak benzeri başka örnekler bulmak zordur. Daha tipik olanı Bank of England'ın yanıtıydı. 10. Bölüm'de de görmüş olduğumuz gibi, Bankanın eli, Montagu Norman'ın yokluğunda konvertibilitenin askıya alınmasıyla sonuçlanan sterline hücumla birlikte güçlenmişti. Ama o zaman bile bir sonra olacaklar net olmaktan uzaktı. Pound, dalgalanmaya bırakılmasının ilk haftasında, dörtte bir oranında değer kaybederek 3,40 dolara düştü. Kısa bir canlanmanın ardından, Aralık başında daha da düşerek 3,23 dolara kadar indi.

Bu noktada da, Norman'ın daha öte bir düşüşün güveni ölümcül bir biçimde sarsacağına yönelik endişeleri büyüdü. Yokluğunda politika belirleyecileri arasına girmiş olan diğer başkan ve direktörlerin endişelerini de dikkate almak zorunda kalmıştı. Norman, başkanlığa getirildiği 1920 yılından beri, Bank of England'ı neredeyse şahsi derebeyliğine çevirmişti. Ama yaz aylarında iş göremez durumda oluşu ve ülkenin en kritik finansal anında ortada olmayışı, kurum içi karar alma süreçlerini dönüştürmüştü. Onun yokluğunda komisyonlar kurulmuş, danışmanlardan görüş alınmıştı. Onun dönüşünden sonra da bunlar toplanmaya ve danışmanlık vermeye devam ediyordu. Kararlar artık kolektif olarak alınıyor, kolektif umut ve endişeleri yansıtıyordu.

Panik halindeki pound satışlarının devam etmesi halinde Britanya'nın Fransa ve Almanya'yı 1920'li yıllarda saran türden bir enflasyona karşı koyamayacağına yönelik özel bir toplu endişe vardı. İşsizliğin yüzde 22 olduğu bir zamanda –yani asıl mevcut tehlike deflasyon iken- enflasyonun endişe kaynağı olması, ancak Kıta düzeyinde yaşanan bu son deneyiminin şekillendirdiği kolektif psikoloji ışığında anlaşılabilir.

Norman ve mesai arkadaşları sterlinin eşikte olduğu endişesiyle bankanın politika oranını sene sonuna ve 1932 başlarına kadar yüzde 6'da tuttu. Sterlini çöküşe hazır tutma düşüncesi zorlama bir yaklaşımdı kuşkusuz. Milletler Topluluğu ve İmparatorluk sınırları içindeki hükümet ve bankalarla, Britanya'yla yoğun ticari ilişkileri olan diğer ülkelerde sterlinin hâla sadık izleyicileri vardı. Ama altın standartı yüz yılı aşkın bir süredir politikanın mihenk taşı olmuşken, şimdi bilinmeyenden duyulan korkudan daha tutucu bit itki kalmamıştı ortada.

Norman, öngörülebileceği gibi, daha düşük bir paritede de olsa altın standartına geri dönüşü istediğini hiç gizlemedi. Churchill'in 1925'teki altına geri dönüş kararına yönelttiği eleştiriyse bilinen Keynes bile, şimdi altın fiyatlarının yüksekliğine ve fiyat istikrarı için gerekli destek oranlarının düşüklüğüne rağmen, hükümeti altın konvertibilitesinin yeniden tesisine yönelik uluslararası bir anlaşma peşinde koşması için teşvik ediyordu. Ama bir altın sabit oranı üzerinde anlaşmak yakalanması zor bir hedef olarak kaldı.¹⁷

Bu bağlam, ihtiyatlı politik yeni yönelimlerin anlaşılmasını kolaylaştırdı. Eski kaygıların yatışması için zaman gerekiyordu. Bank of England, ancak 18 Şubat'ta, konvertibilitenin kaldırılmasından neredeyse beş ay sonra, nihayet faiz oranlarını yüzde 6'dan 5'e indirdi. Ne döviz kuru çöktü ne de enflasyonist bir patlama yaşandı; oranlar Martta önce yüzde 4'e, ardından 3.5'a indirildi ve nihayet Temmuzda 2 oldu. Eski rejimini çökmesinden on uzun ay sonra Britanya 'ucuz para' politikasının o dönemde gelip çatdığı nokta bu oldu.

Aslına bakılırsa, Japonya'daki gibi önemli politik yenilikler hep tutucu olmuş merkez bankası tarafından değil, Maliye Bakanlığı tarafından üstlenildi. Joseph Chamberlain'ın oğlu Neville Chamberlain (baba Chamberlain Birmingham valiliği, Parlamento üyeliği yapmıştı ve kendi zamanında ülkenin önde gelen korumacı politika yanlılarından biriydi), Ekim 1931'de yapılan ve başarısız İşçi Partisi hükümetini kesin olarak reddederek Muhafazakarların hakim olduğu bir hükümeti işbaşına getiren genel seçimler sonucunda Chancellor of the Exchequer (İngiltere Maliye Bakanı) oldu. Sonuçta, Chamberlain ismi yatıştırma politikalarının eş anlamlısı haline gelecekti. Ama bir başbakan ve jeo-politika stratejisti olarak bir facia olsa da, dönemin standartlarına göre tuhaf bir biçimde etkili bir bakan oldu.

Zamanın standartlarına göre etkili demek, Chamberlain'ın meclisteki Muhafazakar çoğunluğu da arkasına alarak gerçekleştirmek üzere bir heves işe koyulduğu bütçe dengesi demektir.¹⁸ Kendisinin biyografisini yazan William Rock geçerli değerler sistemini iyi yakalar: "Vergilerde bir hafifleme yoktu; halkın güvenini yeniden canlandırmaya başlayan çabalarda erken bir gevşemeye yol açabilirdi bu. Harcama-gelir dengesinde bir normalleşme sağlanıncaya kadar zorlayıcı bir ekonomi gerekiyordu; dolayısıyla da zorlayıcı ekonomiler sürecekti."¹⁹ David Cameron liderliğindeki Muhafazar-Liberal hükümetin 2010'dan başlayarak izlediği politikalarla benzerlik yüzeysel olmanın ötesindedir.

Chamberlain'ın Maliye içinde bir Kambiyo Denkleştirme Hesabı (Exchange Equalisation Account, EEA) oluşturması da aynı derecede sonuç verici oldu. Bu hesabın amacı, yabancı döviz piyasasına müdahale ederek sterlinin değerindeki dalgalanmaların yatıştırılması şeklinde açıklandı. Buna karşılık uygulamada, bu müdahale esas olarak ulusal para biriminin yükselmesini önlemek için sterlin verip döviz satın almak olarak şekillendi. EEA'nın gayriresmi tarihçisi Susan Howson'ın da sağduyulu bir şekilde belirttiği gibi, "Yetkililerin poundun değişim değerindeki dalgalanmaları azaltma isteği netti, özellikle de yukarı doğru dalgalanmaları."²⁰

Chamberlain, EEA'yı kullanarak sterlini rekabet gücü olan bir seviyede tuttu ve yeterli miktarda bir yurtiçi kredi arzını sağlama aldı. Her ne kadar Bank of England'a danıştıysa da, bu politik tutum konusunda nihai kararı veren bakan oldu. Tıpkı Takahashi gibi, harekete geçme konusunda tereddüt eden bir merkez bankasının elinden dizginleri alan bir başka politik lider örneği idi bu. Bunun bir başka örneği de, daha önce görmüş olduğumuz gibi, Ekim 1933'te, FDR fiyatları yukarı, doları aşağı çekmek için altın piyasasına müdahale ettiğinde yaşanmıştı.

Buna karşılık, ABD'de olduğu gibi ve Japonya'nın tersine, bu parasal genişlemeye eşlik eden büyük ölçekli bir bütçe açığı ve merkez bankası üzerinde de bu açığı finanse etmek üzere ihraç edilen tahvilleri satın alma baskısı olmadı. Üstelik, Britanya'da o an geçerli olan yüzde 2'lik bir merkez bankası reeskont oranı

da, Mervyn King ya da Ben Bernanke standartlarında bir ucuz para değildi. Para ve kredi arzı ancak döviz girişi izin verdiği ölçüde arttı ki, o da çok geçmeden EEA tarafından sterlin karşılığı değişim için emildi. Bunun da kararsız olduğu zamanlar olabiliyordu; yeni seçilen ABD Başkanının bir dolar devalüasyonuna gidebileceği ihtimaline yönelik kaygıların arttığı 1932 Aralığında döviz girişleri de büyüdü ama diğer zamanlarda bu dalgalanma küçük, hatta negatif oldu. Britanya para arzı, geniş anlamda tanımlanırsa, 1932'de yüzde 10 büyüdü ama çok geçmeden 1933'te durdu.²¹ Sterlini aşağı çekme ya da para arzını daha atak bir biçimde genişletme yönünde hiçbir çaba olmadı. FDR altın satın alım programını tamamlar tamamlamaz da sterlinin dolara karşı oranı esas olarak 1931 başlarındaki seviyesine geri döndü ve orada istikrar kazandı.

Japon standartlarına göre biraz fazla sulu bir çorba olsa da, bu politika hiç yoktan iyiydi. Ulusal para cinsinden altın fiyatının yükselmesi daha yüksek fiyat seviyesi demektir. Toptan eşya fiyatlarındaki düşüş, bu yeni politik yönelimle tutarlı bir biçimde 1932 yazında durdu. Sanayi üretimi üçüncü çeyrekte dibe vurduktan sonra dördüncü çeyrekte yükselmeye başladı. Bunu izleyen canlanmayı faiz oranlarına duyarlı harcamalar sürükledi, özellikle de konut piyasasındaki kıpırdanmalar, motorlu araç satışları ve 1934'te başlayan sanayi yatırımları. Faiz oranlarının indirilmesi ve fiyat seviyelerindeki daha ileri düşüşlerin engellenmesi, I. Dünya Savaşı'ndan miras kalan ağır kamu borçlarının ödeme maliyetlerini de düşürdü. Britanya, daha şiddetli kamu harcamaları kesintilerine göğüs germek zorunda kalmaksızın borç sürdürülebilirliğinde devamlılığı sağlayabiliyordu.²² Japon usulü bir kuvvetli canlanma değildi bu ama kör topal da olsa bir canlanmaydı.

Milletler Topluluğu ve İmparatorluk üyeleriyle, Britanya'nın yoğun ticari ilişkiler içinde bulunduğu diğer ülkeler ise yola nasıl devam edecekleri konusunda kararsızdı. Şimdi partnerlerinin altın standartını terk etmesiyle birlikte, o sisteme bağlı olmanın avantajları da net bir biçimde ortadan kalkmıştı. Britanya piyasasındaki rekabet gücü kaybını sınırlamak amacıyla para birimlerinin sterlinle birlikte değer kaybetmesine izin verme yönünde bir dürtü vardı. Ama atak bir eylem rotasında Takahashi'nin peşinden gitmekten çok, Chamberlain'i izlediler ve 1931'den önce geçerli olan seviyeden genelde pek de farklı olmayan bir noktada poundu yeniden sabitlediler. Sonuçta, sterlin bölgesi üyelerinin fiyat seviyesini belirleyen politikayı uygulayan, maliye bakanı ve Bank of England teknisyenleri oldu.

Daha sonra izlenen politikaların faiz oranı merkezli kalma derecesi çarpıcıdır.²³ İsveç, fiyat seviyesi hedefleme formunda tutarlı alternatifler geliştiren bir ülke olma özelliğini düzenli olarak korudu. Ülkenin merkez bankası, Riksbank, apaçık bir fiyat seviyesi belirledi ve politikasını da buna uygun olarak ayarladığını söyledi. İsveç politikasını Gustav Cassel ve Eli Heckscher gibi altın standartının

faidalarından kuşku duyan ekonomistler şekillendiriyordu. Ülke, büyük İsveçli ekonomist Knut Wicksell'in öncülüğünde, merkez bankasının gerçek hedefi olarak fiyat seviyesinin istikrarına öncelik vermek konusunda uzun bir entelektüel geleneğe sahipti.²⁴ Ve İsveç'in, Alman –ya da Fransız- tarzı yıkıcı bir enflasyona maruz kalmamış olmak gibi, yetkililere alternatifler üzerine düşünme imkanı veren, kritik önemde bir avantajı vardı.

Fiyat seviyesini istikrara kavuşturmanın yararları hakkında biraz fazla retorik bulunuyordu. İsveç Parlamentosu, ya da Riksdag'ın merkez bankasını denetleme görevini yürüten Bankacılık Komisyonu, alternatifleri dikkate alan bir komisyon oluşturdu. Bu komisyon altın konvertibilitesine alelacele geri dönülmesi aleyhine uyarılarda bulundu ve hem deflasyon hem de enflasyondan kaçınma konusunda ısrar etti. Riksbank araştırmacıları ise merkez bankasına fiyat seviyesi eğilimlerini daha iyi gözlemlene olanağı sağlayan yeni bir tüketici fiyatları endeksi geliştirdi.

Ama yeni bir tüketici fiyatları endeksi ya da değil, Riksbank yönetim kurulunun aklı döviz kuru istikrarına takılı kaldı; bu ölçüt, enflasyonist veya deflasyonist eğilimlerin en güvenilir göstergesi sayılmaya devam etti. Krona çok geçmeden, 1933 ilkbaharında aşırı derecede güçlenme belirtileri göstermeye başladığında, II. Dünya Savaşı'nın patlamasına kadar değişmeden kalan bir seviyede pounda sabitlendi. 1932 Krueger krizi sırasında sert bir şekilde değer kaybetmiş olan bu para birimi şimdi rekabetçi bir biçimde değerlendirilmişti.²⁵ Ama bu değerlendirme, bilinçli bir maliye politikasından çok, krizin elde olmayan bir sonucuydu. Döviz kuru merkezli politikalara alternatif olarak fiyat seviyesi hedefleme politikaları da buraya kadardı.²⁶

Latin Amerika'da da hikaye, yine benzerdi. Birçok Orta ve Güney Amerika ülkesinin en önemli ticaret ortağı Birleşik Krallık olmaktan çok ABD olduğu için, kendi para birimlerini dolara sabitlediler.²⁷ Bu ülkelerin hükümetleri yurtdışından büyük borçlar almıştı, para ayarlamaları bu borçla ilgili birileri bir şeyler yapmaya kadar ertelendi; aksi halde, değeri düşen para birimi dolar cinsinden yapılan bu dış borçların ödenmesini imkansız kılardı. Döviz üzerindeki denetimler ithalat kısıtlamasını dayattı. Latin Amerika ülkeleri birbiri ardısıra, sonrasında para biriminin devalüasyonunu gerektirebilecek bu borç ödemelerini askıya aldı. Faiz ödemelerini durdurarak kreditorleri kendine düşman etmek ideal bir yol değilse de, dış krediler zaten çökmüş durumdaydı ve şu an birisinin tahvillerinin New York ve Londra borsası kotundan silinmesinden daha beter felaketler söz konusuydu. Yabancı ticaretin çökmesiyle birlikte ticari misilleme korkusu da aynı şekilde azaldı.²⁸

Altından yakasını kurtarmış olan para ve ödemeler dengesi şimdi mamul mal ithalatı üzerindeki dayatmacı gümrük vergileri tarafından destekleniyordu. Latin Amerika ülkeleri bu dönem öncesinde endüstriyel kalkınma yolunda fazla

bir yol ketetmiş değillerdi.²⁹ Bu durum şimdi, para biriminin değer kaybetmesi ve korumacı gümrük tarifeleri hane halkı ve bireylerin ithal mamul malları yerli imalat firmalarının ürünleriyle ikame etmesine neden olunca, değişmeye başladı.³⁰ Buna ilaveten başka faydalı hükümet müdahaleleri de oldu; Brezilya'daki Kahve İstikrar Komisyonu'nun sırf dünya pazarlarındaki fiyatı desteklemek için on dört milyon çuval kahveyi satın alıp yaktıktan sonra denize atması, bunun örneklerinden biriydi.

Ama yine de bu, Almanya ve kısa süre sonra onun yörüngesine girecek olan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki müdahalelerin derecesi karşısında lafı bile edilmeyecek kadar önemsiz kalırdı. Almanya, Avusturya ve Macaristan, 1920'li yıllar hiperenflasyonunun kurbanları olarak, para manüplasyonu şeklinde yorumlanabilecek herhangi bir şeyi akıllarından bile geçirmeye şiddetle karşıydı. 1931 mali krizinden sonra bile, gerçekte olmasa bile, altın standardı varmış gibi davranmaya devam ettiler. Kendi para birimlerini dalgalanmaya bırakmaktansa, sermaye kaçışlarını sınırlamaya yönelik döviz denetimleri uyguladılar. Macaristan, eski emperyal ortağı Avusturya'daki bankacılık krizinin kendisine de sıçradığı Temmuz 1931'de bunu ilk yapan ülke oldu. Birkaç ay içerisinde Çekoslovakya, Bulgaristan, Romanya ve Yugoslavya, tümü birden onu izledi.

Döviz kısıtlamalarının otoriter hükümetler açısından bir avantajı da, ekonomiyi kontrol edebilecekleri fazladan bir manivela sağlıyor oluşuydu. Döviz tahsisatını kontrol ederek ithalatın kaynağı ve bileşimini de belirleyebiliyorlardı. Döviz denetimi böylece piyasa sosyalizmine, nihai olarak da merkezi planlamaya doğru bir adım oldu. Hükümetlerin, özellikle de Alman hükümetinin imtiyazlar talep edip, ticari ortaklarıyla hangi ekonomik kaldıraca sahip olacakları üzerine çift taraflı anlaşma pazarlıkları yaptıkları bir dış politika enstrümanı oldu.

Almanya bunu başka bağlamlarda da yaparken bu yıkıcı eğilimleri aşırıya götürdü. Hitler şahsen ekonomik meselelere özellikle vakıf birisi değildi. 1933'te Başkan Paul von Hindenburg tarafından başbakanlığa atanması üzerine, bir çırpıda 1924 istikrarını sağladığı söylenen Sihirbaz, Hjalmar Schacht'ın rehberlik ve tavsiyelerine çevirdi yüzünü. Schacht, her zamanki gibi iktidara aç birisi olarak, başbakan adayıyla dostluğunu ilerletmiş ve Nazilerin 1932 seçimlerindeki güç gösterilerinden sonra tereddüt eden Hindenburg'u Hitler'i ataması için teşvik etmişti. Böylece, Hitler'in de ilk icraatlarından birisi Reichsbank başkanlığına Hans Luther'in yerine Schacht'ı yeniden atamak oldu.

İktidara aç ya da değil ama Schacht altı ayı aşkın bir süre boyunca ekonomide reflasyona neden olacak parasal kudretlerinden hiçbirini kullanmadı. Her yerde hazır ve nazır hiperenflasyon anılarıyla, 1933'teki denge için kullanmak üzere düşüşü koruyarak para arzına izin verdi.³¹

Ama mali reflasyonun yokluğunda, ekonomiye istikrar kazandırmak için daha az iştah açıcı yöntemlere başvurmak zorunlu oldu. Naziler ücretleri düşük tutarak istihdamı artırma peşine düşerken, grevler yasaklandı, sendika yöneticileri tutuklandı. Fiyatlar denetim altına alındı ve gözetim altında tutmak için de bir fiyat komiseri atandı. Naziler öncelikle tarım fiyatlarını desteklemek ve sonra da ekonomi canlanırken düşük tutmak için, tarımsal ürünleri satın alma özel yetkisine sahip pazarlama komiteleri oluşturdu. Sanayi gruplarıyla ürünlerini sabit fiyatlardan satın almak üzere uzun vadeli sözleşmeler imzaladılar; elverişli fiyatları sağlama almak için kamulaştırma tehdidini kullandılar. Buradan artık Hermann Göring Atölyeleri ve diğer devlet mülkiyetindeki girişimlere küçük bir adım kalmıştı.

Gerçek iktidarın nerede yattığını kavramış olan Schacht, 1934'te bir yandan merkez bankası başkanlığını da sürdürürken, Ekonomi Bakanlığı'nı yürüttü. Orada, merkez bankası yöneticilerinin ancak rüyalarında görebilecekleri türden bir buyruk verme gücünün tadına vardı. Her türlü döviz alım satımını denetlemeye yönelik 'Yeni Plan'ını ilan ettiği Eylül'den başlayarak, ülkesine bağlı olarak değişen ticari döviz kuruyla, ithalatın bileşiminde tüketici mallarından yeniden silahlanma için gerekli malzemelere doğru çok keskin bir kayma oldu. Bu noktadan sonra da Schacht, ülkenin uluslararası işlemlerdeki kontrolünü tümüyle kendi ellerine aldı.

Bu önlemler ne kadar iştah kaçırıcı olursa olsun, hükümet amacına ulaşmıştı. 1933 ile 1935 arasında reel GSYH, 1928'de ulaşılan zirveyi gerilere iterek, yüzde 25 arttı. Bütün bunlar yeniden silahlanma uğruna yapılmış ve sadece raslantısal bir canlanma yakalanmıştı ama bir önemi yoktu. Büyüme, askeri sanayi komplekslerine (çelik, kimyasallar, uçak ve motorlu araçlar) harcanan sermaye öncülüğünde oldu. Cambridge ekonomisti Joan Robinson'ın ifade şekliyle, "Hitler, daha Keynes tanımlamayı bitirememişken, işsizliğin çaresini bulmuştu."³²

Bu bir abartıydı. Reich'in bütçe açığı 1932'de sıfırken 1934'te GSYH'nin yüzde 3'üne çıkmış ve 1937'ye kadar da o seviyede kalmıştı. Zamanın standartlarına göre önemli bir mali teşvik demekti bu ama işsizlik oranının yüzde 20'yi aşmış, ürün çıkışının yüzde 25'ten fazla potansiyelin altına düşmüş olduğu bir ekonomide, tam istihdamı geri getirmeye yetmeyecek kadar da küçüktü.³³ Bütçe açığı ile enflasyon arasındaki ilişki, Hitler için bile agresif bir bütçe genişlemesine kalkışılmayacak kadar canlıydı.

Üstelik, yaratılan istihdam her ne olusa olsun, bunun tüketici harcamalarını uyarması gibi bir durum da yoktu ortada. Ücretler denetim altındaydı. Tüketim maddeleri her yerde bulunamıyordu. Çiftçilerin modernizasyonu finanse etmek ya da işletme sermayesi olarak kullanmak üzere borçlanması yasaktı. O ünlü **'Tereyağı değil, silah'** sloganı, aslında Nazi propaganda bakanlığı tarafından 1935'te Alman halkını öncelikler konusunda etkilemek amacıyla icat edilmişti.

Hitler tam istihdamın yeniden tesisini hedeflemiş olabilirdi ama bu hedefe ulaşmanın temel mekanizması, 1935'te yürürlüğe giren zorunlu askerlik hizmeti; gönüllü işgücü hizmetinin, on sekiz ile yirmi beş yaş arası erkeklerin altı ay boyunca çalışmaya zorunlu tutulduğu Reich Labor Service'deki mecburi hizmete dönüşmesi ve kadınların işgücüne katılımına karşı Nazi propaganda kampanyası, yoksa Joan Robinson'un hayranlıkla sözünü ettiği o Keynesyen teşvik değil.

Naziler, her ne kadar ana akım partilerinin sonuçlarıyla baş etmekte pek az beceri sergilediği derin ekoomik bunalımlar yaşayan diğer ülkelerdeki sistem karşıtı partilerle benzerlikler gösterebilir de, Almanlara özgü bir sapkınlığı temsil ediyordu. Ama sonucun siyasi aşırılıklar olmadığı yerlerde bile deflasyon, müdahaleci bir yanıtı teşvik etti.

Bu, altın standartına sıkı sıkı tutunmuş Fransa, Belçika, Hollanda ve İsviçre gibi deflasyon ve ekonomik bunalımın en şiddetli yaşandığı ülkelerde özellikle dikkat çekici bir olguydu. Arzı yetersiz nihai ürünlere yapılan harcamaları bastırmak için bu ülke hükümetleri gümrük tarifeleri ve kotalara bel bağladı. On altıncı yüzyıldan beri serbest ticarete sadık kalmış olan Hollanda, şimdi ithalat vergilerini yüzde 25 yükseltip, hem ithalata hem de ihracata kota ve ruhsat harcı uyguluyordu.³⁴ 1920'li yıllar boyunca vizyoner bir Pan-Avrupa yanlısı olan dışişleri bakanı Aristide Briand liderliğinde komşularıyla ticaret anlaşmaları için müzakerelerde bulunmuş olan Fransa, şimdi ürün ürün ve ülke ülke kota uyguluyordu. Misilleme korkusuyla yabancı ürünlere vergi koymakta isteksiz davranan bir açık ekonomi olarak Belçika, kendini koruma çabası içinde güçlü komşusu Fransa ile özel çift taraflı anlaşma görüşmeleri yaptığı 1920 ile 1935 arasında gümrük tarifelerini iki misline çıkardı. İtalya ise, Mussolini tarafından 1927'de tesis edilen güçlü lirasının arkasında durarak, gümrük tarifesinde Almanya dışında kalan bütün ülkeler arasındaki en büyük mutlak artışı uyguladı ve ticaret ortaklarıyla Alman tarzı çift taraflı kliring anlaşması görüşmelerinde bir manivela olarak kapsamlı bir döviz denetimine gitti.³⁵

Hükümetler bu yıkıcı müdahalelere başvurmuştu çünkü varolan kurum ve politikalar toplumsal olarak kabul edilebilir bir sonuç ortaya koymamıştı. Eğer serbest ticaret ortaya ticari ürünler koyamamışsa, bundan çıkacak sonucun ticaretin yönetilmesi gerektiği olacağı açıktı. Eğer dışarıya kredi verme beraberinde istikrarsızlık getiriyorsa, o zaman dışarıya açılan kredilerin denetimi zorunluydu. Gerçekte, Büyük Bunalım'ı büyüten, ticari sorunlar ya da hatta dışarıya kredi verme de değil, kusurlu bir para ve bütçe rejminden kaynaklanan kusurlu para ve bütçe politikalarıydı. Ama sözü edilen rejim kökü kazınamayacak kadar derinlere gömülmüş olduğundan, bunalıma bütçe ve para araçlarıyla yanıt veremeyen hükümetler bildikleri tek yöntemle, ticaret ve sermaye akışını kontrol altına alarak yanıt verdiler.

Alternatif tedavilerin, tıpkı bir kanser hastasına uygulanan kemoterapi gibi, tatsız yan etkileri vardı. Gümrük vergilerine getirilen zam bütün ürünleri kapsamıyordu. En cömert koruma, yatırım cazibesi açısından en umutsuz durumda olan ve yabancı rakipleri karşısında pazar kaybetme riski en yüksek olan en az verimli tarım ve sanayi sektörlerine sağlandı. Bu sektörler, doğal olarak, üzerinde en yoğun yardım lobileri yapılan ve çoğunlukla da bunu alan sektörlerdi. Koruma önlemlerine yaslanan bu sektörler devlet desteğine daha fazla alıştı ve bu desteğin gelişmesi için lobi faaliyetlerinde uzmanlaştı. Tarım gibi, 1930'lu yıllarda devlet müdahalesinden yararlanan bu sektörler, II. Dünya Savaşı'ndan sonra da yine en cömert koruma önlemlerinin muhatabı oldular.³⁶

Uluslararası ilişkiler açınsındansa sonuçlar daha da kötü oldu. Almanya uyguladığı ticaret politikası manivelalarını Doğu Avrupalı komşularının kendisine olan ekonomik bağımlılığını artırmak için kullandı.³⁷ Dolayısıyla da ticaret politikaları arasındaki çatışmalar, müttefiklerin Reich'a karşı bir birleşik cephe oluşturma çabalarını aksattı.

2008-09'dan sonra merkez bankaları faiz oranlarını sıfıra düşürdüğü ve kendi ekonomilerinde fiyatları yükseltmek için bilançolarını şişirdiği için eleştirilirken gerekçe, bu politikaların finansal koşulları tahrif ettiği, bir enflasyon patlaması tehdidi yarattığı ve başka zararlı yan etkilere sahip olduğuydu. 1930'lu yılların daha dikkatli bir okumaya tabi tutulması, merkez bankalarının hiçbir şey yapmaması gibi bir karşı ihtimalin çok daha zararlı sonuçlar verebileceğini ortaya koyar.

NOTLAR

1. Balke ve Gordon'a göre (1986), sf. 804, 1933 ikinci çeyreği ile 1937 ikinci çeyreği arasında gerçek GSYİH'deki değişimdir bu. Sanayi üretimi rakamları Miron ve Romer'den (1990).
2. Kamusal iş yardımlarında çalışanlar da istihdama dahil edilirse, rakam yüzde 9'dur.
3. Alıntı, Warren (1996), sf. 66.
4. Muhtemelen daha da güçlü bir popülist rakip olan Senatör Huey Long, Eylül 1935'te bir suikaste kurban gitti. Coughlin'in Union Parti'si ise sonunda Balkan adayı olarak, Kuzey Dakota'dan sıradan bir kongre üyesi olan ve ancak çok düşük bir oy alabilen William Lemke'yi gösterdi. Coughlin ile ilgili daha fazla bilgi için, bkz. Bölüm 10.
5. Firma davranışlarına dair kanıt için bkz. Calomiris ve Hubbard (1995). Yüksek getirili yatırım projeleri tartışması için Field (2011); bkz. ayrıca Bölüm 1.
6. Eccles'in bu dönemde önemli sonuçları olan bir dizi başka girişimde de parmağı vardı; örneğin, Mississippi Senatörü Patton Hairrison'a yazdığı mektup, dağıtılmamış kâr vergisi fikrinin doğmasına neden oldu.
7. Kurul daha önceleri ancak bir olağanüstü durum ilan ettikten sonra ve başkanın onayıyla mevduat ihtiyat miktarlarını değiştirebiliyordu.
8. FDR, 1935 Bankacılık Yasası'nda önce, Kasım 1934'te Eccles'i aday gösterdi ama Eccles kabul etmek için FDR'nin bu yasaya destek vermesini şart koştu (Hyman 1976, sf. 159). Başkan, daha sonra, Bankacılık Yasası'nın Şubat 1936'da yürürlüğe girmesinin ardından onu bir kez daha yeniden organize olmuş başkanlar kurulu başkanlığına aday gösterdi.
9. Eccles (1951), sf. 56-61. Ya öyle ya da Eccles 1931'de yaşanan olaylara dair anlatımında bu filmde olanlardan ilham aldı.
10. FDR'nin altın fiyatını sabitlemesinden hemen sonra kabul edilen 1934 Altın Rezerv Yasası (Gold Reserve Act), devalüasyondan elde edilen kârları kullanarak 2 milyar dolarlık bir Döviz İstikrar Fonu (Exchange Stabilization Fund: ESF) yarattı ve başkanın onayıyla hareket etmek kaydıyla maliye bakanına bu fonu piyasadaki devlet tahvillerinin alım satımında kullanma yetkisi verdi. Fed'in şimdi geçersiz kılmaya çalıştığı da işte merkez bankası politikalarına karşı koymaya yönelik bu yetkiydi. Henry Paulson yönetimi altındaki maliye bakanlığının Eylül 2008'de para piyasası yatırım ortaklıklarındaki hesapları sigortalamak için kullandığı ESF de yine bu aynı ESF'ydi (Bölüm 13).
11. Friedman ve Schwartz (1963), sf. 526.

12. Bkz. Cargill ve Mayer (2006). Park ve Van Horn'un bölünmüş veriler kullanan daha sonraki bir çalışması da (2013), aynı sonuca ulaşır.
13. Bkz. Calomiris, Mason ve Wheelock (2011).
14. Hyman (1976), sf. 216. Eccles'in de geriye dönük olarak 1951'de yazdığı gibi, "Bu karar bir ihtiyati tedbir niteliğindeydi. Kurul'un ucuz para ve kredi politikalarını hiçbir şekilde tersine çevirmedi... Olağanüstü ihtiyatlarda emilen 1.790.000.000 doların sadece ticaret, sanayi ve tarımın ihtiyaç fazlasını ortadan kaldırdığı, sonraki gelişmelerce doğrulandı. İhtiyatlar buna rağmen o kadar büyük ve araları kadar iyi ayarlanmıştır ki, üye bankaların çok azı dışındaki hemen hepsi 15 Ağustos kararını ya kendi olağanüstü ihtiyat bakiyelerini merkez bankalarında değerlendirerek ya da bizim muhabir bankalarımızda kullanarak karşıladı. Üstelik yapılan değişikliğin krediler üzerinde hiçbir etkisi olmadı." Eccles (1951), sf.290.
15. Standart uygulama, satın alınan altını alım değerine eşdeğer altın sertifikası basarak ödemek ve bunları banka ihtiyatları olarak kullanılabilecekleri Merkez Bankası'nda depolamaktı. Maliye şimdi bunun yerine, sertifikaları kredi genişlemesine destek olarak yararlanılamayacak bir kullanılmayan hesapta tutuyordu.
16. Parasal taban 1937'de, sıkıntılı dönem yaşanmasa gerçekleşecek olandan tam yüzde 10 oranında daha düşüktü. Bu tartışma için bkz. Irwin (2012).
17. Bu noktadan sonra, ilave para ve kredi enjeksiyonunun finansmanı için bir önceki yıl elde edilen altını kullandı.
18. Bunun iki tipik örneği için bkz. Romer (2009b) ve Crafts ve Fearon (2010).
19. Aday daha önce kışkırtıcı bir biçimde iş dünyasından nefret etmekte serbest olduğunu öne sürmüştü. 'Nefret' açıklaması 31 Ekim'de Madison Square Garden'daki İkinci New Deal ilanı konuşmasında yapıldı (<http://docs.fdrlibrary.marist.edu/od2ndst.html>). 'Ekonominin kralcıları' ifadesi ise hemen ardından 1937 açılış töreni konuşmasında kullanıldı.
20. Bkz. Higgs (1997), aktaran Boudreaux (2011).
21. Higgs (1997), sf. 577. Söz konusu anket 1939 ilkbaharında yapıldı.
22. Higgs, burada (1997, sf. 584), Ogden Mills gibi, 1936'da "Hükümet Amerika'yı bir kolektivist devlete çevirmek istediği sürece tam bir ekonomik canlanma yaşayamayız" diye şikayet eden çağdaşlarının görüşlerini tekrarlıyor (Mills 1936, sf. 65).
23. Ekonomistler buna, faiz oranlarının vade yapısının bir ekonomik canlanma sırasında yükselme (uzun vade oramları kısa vadeye göre yükseldiği için) ve bir durgunluk yaklaşıırken de 'ters yüz olma' (uzun vade oranları kısa vadeli faiz oran seviyesinin altına düştüğü için) eğilimi olarak atıfta bulunur.

24. Her ne kadar istihdam da büyüyor olsa bile, istihdam edilmiş işçilerin bir yüzdesi olarak artış oransal olarak bir parça daha azdı (yüzde 15,1'e karşılık yüzde 8,5). Bkz. Mayer (2004), ek tablo A1.
25. 1938'de satışlar da çok geçmeden düştü. Hausman'ın gösterdiği gibi coğrafi olarak da doğrudu: İmalat sanayi istihdamında en büyük oransal düşüş Yukarı Ortabatı'da ve tek başına en büyük düşüşü yayaşan Michigan bölgelerinde oldu. Hausman (2012) bu bilginin kaynağıdır.
26. Mouré'nin (1991, sf. 197) de anlattığı gibi, Reynaud daha sonraları bu dönüşümünün, yakın bir tarihte, 1933'te gerçekleştiğini idda etti ama bunu destekleyen pek az kanıt vardır. Mouré, Reynaud'nun frank devalüasyonunu savunmasının çok yeni olduğu konusundaki iddasının da aynı şekilde abartılı olduğunu gösterir.
27. Reynaud, daha sonraki olaylar haklılığını gösterinceye kadar politik olarak dışlanmış biri haline geldi. 1938'de –yani, onun görüşlerini haklı çıkaran devalüasyondan sonra- Edouard Daladier maliye bakanı olacaktı. 1940'da Vichy hükümetine katılmayı reddetmesinin ardından, Reynoud tutuklandı, Almanya'ya gönderildi ve vatandaşı Léon Blum gibi, II. Dünya Savaşı'nın sonuçlanmasına kadar da orada tutuldu.
28. Bankanın 1935 yıllık raporundan.
29. İlaveten, Bank of France şimdi altın külçelerle ödeme yapıyordu, madeni parayla değil ve bir külçenin bedeli 216.000 franktı. Bu durum küçük tasarruf sahiplerinin rezervleri tüketmesini engelledi ama esnafın kaynaklarını birleştirip bir külçe edindikten sonra onu parçalara ayırdığına dair da haberler vardı.
30. Bu kırsal güvenlik ağının varlığının bir yansıması olarak Fransa, işsizlik sigortası ve kamusal iş yardımı sağlama konusunda Britanya'ya göre daha az zahmete girdi. Gerçekte, kapsamlı bir işsizlik istatistiği oluşturma zahmetine bile girmedir.
31. Bu, 17 Temmuz 1933'te oldu. Laval, FDR'den esinlenmede bir adım daha giderek bir de kendisine ekonomik konularda danışmanlık verecek bir 'beyin takımı' oluşturdu; devlet demiryolları direktörü Raoul Dautry, La Journée Industrielle editörü Claude-Joseph Gignoux ve Raymond Poincaré'den Charles deGaulle'e kadar bütün Fransız başbakanlarına danışmanlık yapmış olan ultra-ortodoks ekonomist Jacques Rueff bu ekipte yer aldı. Komünist muhalefet bu ekibe 'tröstlerin beyni' adını taktı (Brains Trust: Beyin takımı ya da danışmanlar grubu, Trust kelimesinin aynı zamanda Tröst anlamına gelmesinden harekete 'brain of trusts';) (Jackson 198 sf. 105).

32. Nakleden, Warner (1068), sf. 90.
33. Daha önce, aşırı sağ antiparlamentarist güçlere karşı birleşik bir cephe oluşturmak üzere 1934'ten başlayarak sivrilen bir Eylem Birliği Anlaşması imzalamışlardı.
34. Blum ve müttefikleri, buna ilaveten, üç yıl önceki FDR gibi, çalışma haftası süresinin azaltılmasını, tarım ürünleri fiyatlarını yükselterek mağdur durumdaki çiftçilere yardımı amaçlayan önlemleri ve vergi isteminin artan oranlılık ilkesini daha da pekiştirecek bir vergi reformunu da savundu.
35. Alıntı Lacotute (1982), sf. 362.
36. Shamir (1989), sf. 219-22. Fransa'nın Londra mali ateşesi Emmanuel Mönick, döviz dene-timinin diğer demokratik ülkelerle işbirliğini güçleştirerek Fransa'yı 'Almanya yörüngesi-ne' düşüreceği konusunda Blum'un ikna edilmesinde önemli bir rol oynadı.
37. Ayrıntılar için bkz. Roselli (2006).

Bir finansal krizden sonraki ekonomik canlanmanın normal bir ekonomik durgunluktan sonraki canlanmaya göre daha yavaş olacağı, çok kullanılan bir klişedir. Eğer öyleyse, ABD'nin 1933'ten başlayarak yaşadığı deneyim bir istisnadır. Sanayi üretimi 1933'ün ilk yarısıyla 1937'nin ilk yarısı arasında ikiye katlandı. Reel GSYH yüzde 50 arttı.¹ Başlangıç noktası düşüktü kuşkusuz, ama bu tempoda bir canlanma herşeye rağmen etkileyicidir.

O noktadan sonra üretim hacmi yeniden aşağı döndü. Çifte dipli bir durgunluk Amerika'nın en son ihtiyacı olan şeydi kuşkusuz. 1937'da üretim hacmi hâlâ 1920'li yıllardaki seviyesinin çok altındaydı. İşsizlik oranı hâlâ yüzde 14'tü.² Bunalımın açtığı hasarın, belki de işsizi artık istihdam edilemez hale getirerek, ekonominin üretici potansiyelini bir şekilde erittiğine inanılmadığı sürece, canlanmanın hâlâ ilerleyebileceği alan vardı.

Dolayısıyla da bir başka ekonomik durgunluk yaratmak için FDR'den başlayıp aşağılara kadar herkesin ortak bir çabası gerekti. Başkan bir kez daha bütçe dengesi konusunda takıntılı davranmaya başlamıştı. Büyük bütçe açıkları, ona göre, ekonominin hâlâ hasta olduğunun bir göstergesiydi. Dengelenmiş bir bütçe ise, öte yandan, olağanüstü halin bittiğine işaret edecekti. Bunu yapmak piyasaya olan güvene sevindirici bir destek sağlayacaktı.

İşin içinde bir politik amaçlara uygunluk öğesinin de var oluşu, ekonomi politika tarihinde son kez rastlanan bir olgu değildir. 1932 seçim kampanyasını bütçe dengesi vaadi üzerine oturtmuş olan FDR, 1936 seçimleri yaklaşırken bunu artık bir sabit fikir haline getirmişti. Başkanı endişelendiren Cumhuriyetçi Sağ'dan çok fazla eleştiri gelmesi değildi. O daha çok, zenginlere karşı yeterince sert davranmadığı ve bankerlere aşırı kolaylık gösterdiği için kendisine saldı-

ran radyo rahibi Peder Chasles Coughlin'in şahsında, Sol'dan gelecek meydan okumalardan kaygılanıyordu. Coughlin, 1932 seçimlerinde FDR'yi desteklemiş olmasına karşın, şimdi New Deal'ı yeterince hırslı bulmadığı için aleyhine dönmüştü; New Deal, "iki yıllık bir teslimiyetin, iki yıllık ekonomik başarısızlığın, iş ve finans dünyasının fütursuzca ahlaksızlıklarına idealistlerin çocuğu, çıtkırdım zekalarıyla rakip olduğu iki yılın," simgesiydi.³ Coughlin'in kendi politik programı ise, devlet ve vergi sisteminin sadeleştirilmesinden, önemli endüstrilerinin ulusallaştırılmasına kadar uzanan bir muhafazakar ve radikal fikirler karmaşasıydı. Bu radyo rahibinin adayı ciddiye alınmayabilirdi ama türedi partisi Union Party, oyları cebe indirebilme kapasitesine yine de sahipti.⁴

Böylece bütçe dengesi ile popülist bir vergi politikası el ele yürüdü. Bu politik strateji, FDR'nin 100 bin doların üzerinde geliri olan bireylere daha yüksek vergi uygulama önerisinin ve Demokratların hakimiyeti altındaki Kongre'nin de bunu onaylamasının önünü açtı. Başkanın varsayımına göre zenginlerin gelirleri için bir sığınak olarak kullanmakta oldukları dağıtılmamış firma kârlarına da yeni bir vergi kondu.

Bu daha yüksek vergilerin bir yararı olmadı ama 1937'de başlayan ekonomik durgunluk da bütünüyle bununla izah edilemez. Gelir vergisine getirilen zam, en yüksek kazanç sahiplerinin sadece yüzde 1'lik bir bölümünü etkiledi. Dağıtılmayan kârlar vergisinin ise, firmaları dağıtılmayan kazançlarını sermaye projelerinin finansmanında kullanmak yerine temettü dağıtmaya teşvik etmek suretiyle yatırım harcamalarını düşürmüş olduğu söylenebilirdi. Buna karşılık Charles Calomiris ve Glenn Hubbard'ın bu vergi üzerine yapmış olduğu son derece detaylı çalışma, cazip yatırım fırsatlarına sahip olan firmalardan pek azının bundan feragat etme eğiliminde olduğu sonucuna varmıştır. Bunalım döneminde yüksek getiri vaat eden sayısız yatırım projesi ertelenmişti. Firmalar şimdi dağıtılmamış kazançlarını bunların finansmanında kullanmaya istekliydiler, dağıtılmamış kâr vergisi olsun ya da olmasın. 1936'nın ikinci yarısındaki GSYH'nin en güçlü büyüyen bileşeninin yatırım olması, ekonomik durgunluğu tek başına dağıtılmamış kar vergisine bağlamayı güçleştirir.⁵

Para politikasındaki kısıtlayıcı dönüş, kesinlikle bundan daha önemliydi. Ham madde ve ilkel ürün fiyatları canlanmayla birlikte yukarı doğru hareketlenmeye başlamıştı. 1920'li yılların tecrübelerini aklından çıkarmayan Fed, derhal yüksek fiyatların finans piyasalarına taşabileceği ve bir başka finansal spekülasyon dalgası halinde yayılabileceği uyarısında bulundu. Dow Jones endüstri ortalamaları, adeta talimat almışçasına, Temmuzda yükselmeye başladı.

Merkez Bankası Kurulu başkanlığına daha yeni oturmuş olan Utahlı iş adamı ve banker Marriner Eccles, meslektaşlarının çoğundan daha az endişeliydi.

Daha önceki bir doğu seyahati sırasında karşılaşmış olduğu Rexford Tugwell tarafından FDR'yle tanıştırılan Eccles, 1935 Bankacılık Yasası taslağını hazırlayanlar arasında yer almıştı.⁶ Bu yasa, reeskont faiz oranlarını ayarlama ve açık piyasa işlemlerini yürütme yetkisini bir kalemde merkez bankalarından alıp başkanlar kuruluna veriyor ve üye bankaların mevduat ihtiyat miktarlarını değiştirme yetkisini de kurula bırakıyordu.⁷ Reeskont oranlarını ayarlama yetkisinin merkezleştirilmesi, merkez bankalarının politikalarını kendi aralarında koordine etmekte başarısız olduğu 1920'li yılların feci tecrübesinin tekrarlanmasından kaçınma imkanı vaat ediyordu. Kurula mevduat ihtiyat miktarlarını değiştirme yetkisi vermek, banka kredilerini etkileyebilecekleri bir başka enstrüman vermek demekti.

Yetkinin bölgelerden Washington D.C'ye aktarılması, merkez bankasının ademi merkeziyeçi yapısını kuran orijinal yasa taslağına katkıda bulunmuş olan Senatör Carrer için lanetli bir şeydi. Ama daha fazla merkezileşme FDR için tatsız birşey değildi. Daha genel anlamda, merkez bankasının Bunalım'ı kontrol altına alma ve bankacılık krizini önlemedeki başarısızlığı, Glass'ın ademi merkeziyetçi modeline olan desteğin altını oydu. Glass ve banker Owen Young'ın da aralarında bulunduğu müttefikleri, para politikası karar sürecini 'politik kontrol'e tabi kıldığı için bu reforma itiraz etti. Ama politik kontrol artık açıkça karşı çıkılan birşey değildi çünkü apolitik karar süreçlerinin yetersizliği ortaya çıkmıştı.

Bankacılık Yasası, Kongre'den kolayca geçti ve FDR bundan mantuki sonuçlar çıkarmakta aceleci davranarak yeniden organize olmuş Fed'in başına kendi şahsi mali reformcusu Eccles'i atadı.⁸ Eccles, lehine çalışan Wall Street'ten hiçbir işbirliği talep etmedi. Açık sözlü tavırları ve kör bir kapalı vagon öncüsünün torunu olarak evveliyatı, ona şüphenin lehine yorumlanması imkanı sağladı. Üç eyalete yayılmış yirmi sekiz birimden oluşan bir bankalar zincirini yönetmiş ve fiilen de zincir bankacılık modelini keşfetmiş olması, başka bağlamlarda bir yığın soruna yol açmış olan bu özelliği, tıpkı sahibi olduğu inşaat şirketinin daha sonraları Hoover Barajı olarak bilinen kamu bayındırlık işlerine yoğun bir biçimde bulaşmış olması gerçeği gibi, kolayca gözardı edildi. Eccles'in bazan, *It's a Wonderful Life*'daki George Bailey karakterine esin kaynağı olduğu söylenmiştir. Otobiyografisinde, 1931 yılında Ogden'deki First National Bank'ta yaşanan mevduat kaçışları sırasında, mevduat sahiplerini bankanın yeterli nakiti olduğuna ikna etmek için nasıl bankonun üzerine çıktığını anlatır.⁹

Ama Eccles, yeni görevine başlar başlamaz, elindeki yetkilerin etkisiz olduğunu farkederek büyük bir hayal kırıklığına uğradı. Altının şimdi yükselmiş olan dolar fiyatı, Avrupa'daki istikrarsız koşullarla birleşince, yabancı fonların ABD'e akıp, bankalarda yığınlar halinde birikmesine neden olmuştu. Nakit içinde yüzen bankaların Fed'e borçlanmaya hiç ihtiyaçları yoktu. Sonuçta, Merkez Bankası'nın finansal koşullara ayar verme enstrümanı olarak bel bağladığı reeskont oranları değişiminin, bankaların davranışı üzerinde hiç bir etkisi kalmamıştı.

Eccles'in yönetimi altındaki Merkez Bankası Kurulu'nun mevduat ihtiyat miktarlarını Ağustos 1936'da yüzde 13,5'tan 19,5'a, Mart 1937'de 22,5'a ve Mayıs'ta yüzde 26'ya yükseltmesi, merkez bankasının geleneksel politika araçlarının etkinliğini yeniden tesis etmeye yönelikti.¹⁰ Ama Milton Friedman ve Anna Schwartz, bu yüksek mevduat ihtiyatlarının 1937-38 ekonomik durgunluğuna neden olan kör enstrümanlar olduğunu ileri sürer.¹¹ Banka kredilerinin, 1937'nin ilk yarısında, zorunlu karşılıklardaki ikinci artışla tutarlı olarak ve sanayi üretimindeki gerileme döneminin hemen öncesinde, zirve yaptığını gözlemlediler. Bunun mevduat ihtiyat miktarlarındaki artışlardan başka bir nedeni olamazdı.

Modern bilim ise onların bu tezine pek de rağbet etmemiştir. Thomas Cargill ve Themaz Mayer, Merkez bankası'na üye olan bankaların buna verdiği yanıtı üye olmayan ve daha yüksek mevduat ihtiyatlarına maruz kalmayan bankalarınkiyle karşılaştırır. Bunu izleyen kredi verme davranışları arasındaki farkın, 1937-38 durgunluğuna önemli bir katkısı olmayacak kadar küçük olduğunu bulurlar.¹² Charles Calomiris, Joseph Mason ve David Wheelock ise özellikle üye bankalar üzerine odaklanarak, benzer şekilde, mevduat ihtiyat miktarlarındaki artışın banka davranışları üzerinde son derece küçük bir etkisi olduğunu buldular.¹³ Varılan bu sonuçlar, mevduat ihtiyat miktarlarındaki artışların ekonomin mevcut durumu üzerinde çok az etki yaratmış olduğuna ama Fed'in politika enstrimanlarının gelecekteki etkinliğini tesis etmeye yönelik olduklarına inanan Eccles'in kendi görüşleriyle de uyumluydu.¹⁴ Bu yüzden banka kredilerindeki yavaşlamaya zemin hazırlamış bile olsa, durgunluğun başka kaynakları olmak zorundaydı.

Hazine Bakanı Morgenthau da enflasyon heyulası tarafından zihni esir alınmış olanlar arasındaydı. Morgenthau, kamuoyu karşısındaki performanslarında ve kabinedeki müdahalelerinde açığa çıktığı gibi, hiçbir formel ekonomi eğitimi almamıştı ve iş dünyasında çok az deneyimi vardı. Kabinedeki koltuğunu da Dutchess County'den komşusu FDR'yle kişisel ilişkilerine ve selefi William Woodin'in vakitsiz ölümüne borçluydu. Ama bunlar şimdi onun cesaretini kırmıyordu; enflasyon anlaşılması yeterince kolay bir problem. Benjamin Strong'un 1924 ile 1928 arasında izlediği politika, bankacılık ve finans sistemi içinde aşırı miktarlarda kredi oluşmasını sağlamış, nihai olarak da istikrarsızlaştırmacı sonuçlar doğurmuştu. Ya da Morgenthau ve çevresinin tarihsel belleği bu şekildeydi.

Üstelik aşırı para ve kredi bir tehdit olsa bile, Maliye Bakanlığı bu sorunun üzerine giderek kontrolü ele geçirmişti. Morgenthau Maliyesi, Aralık 1936'dan itibaren altının iç kredi piyasalarına akışının etkilerini yok ederek bu sözde enflasyonist tehditin üzerine gitme arayışına girdi. Yurtdışından ülkeye akan altının her bir onsu hâlâ 35 dolardan Maliye Bakanlığı'na satılabiliyor ve ilke olarak mevcut arza çok daha fazla para ve kredi ekleyerek enflasyonu ateşliyordu. Maliye Departmanı enflasyon tehditini etkisizleştirmek için şimdi kendi portföyünden aynı miktarda tahvil satıyor, fazla nakiti silip süpürerek dolaşımdan çekiyordu.¹⁵

Bu operasyonun 1937-38 ekonomik durgunluğunda oynadığı önemli role işaret eden muhtelif kanıt parçaları vardır. İlki, bu girişimleriyle ekonomik durgunluk arasındaki dokuz ay, bir mali şokun ekonomiye aktarılması için normalde yaklaşık olarak gerekli olan zaman süresidir. İkincisi, Maliye'nin bu operasyonları para arzını kabaca yüzde 10 oranında düşürmüştür, büyük bir miktar.¹⁶ Son olarak, Maliye operasyonları, mevduat ihtiyat miktarlarından farklı olarak, canlanmanın zamanlamasını da izah edebilir. Maliye, yurtiçine altın akışının ekonomi üzerindeki etkisini silme politikasına Şubat 1938'de, bir ekonomik durgunluğun yolda olduğuna dair emarelere cevaben son verdi. Nisan'da da çok geçmeden önceki operasyonlarının tersini yapmaya başladı.¹⁷ Beklenebileceği üzere, para arzı ve banka kredileri üzerinde olumlu anlamda şiddetli bir şok etkisi yarattı bu durum.

Ekonomik faaliyetler 1938 Haziranında dibe vurdu ve ekonomi canlanmaya başladı. 1929 sonrası düşüş yaklaşık dört yıl boyunca devam etmişken, bu seferki sadece bir yıl sürdü. Aradaki fark parasal koşullardaki rahatlamının hızını yansıtıyordu. Politikanın gücünün bundan daha iyi bir şekilde sergilenebileceğini hayal etmek zordur.

Fed'in piyasaya uyumlu mali tutumunu erken terketmiş olabileceğinden endişelenenler, bu tarihsel deneyime 2009'dan itibaren bir ibret hikayesi olarak yaygın bir biçimde atıfta bulundu.¹⁸ Bir finansal krizden henüz çıkmış bir ekonominin daha uzun bir mali destek dönemine ihtiyaç duyabileceği yolunda uyarıda bulunmak için bu döneme başvurdular. Para politikalarının üretim hacmi yüzde 15 gibi muazzam bir seviyede potansiyelin altında kalmışken bile kısıtlayıcı önlemlere döndüğü bu tarihsel aşama, Bernanke Fed'ini altı yılın büyük bir bölümü boyunca görelî olarak uyumlu bir tutumu sürdürmeye sevk eden şeyin bir yanıydı.

1937-38 çöküşünün bir başka popüler izahı da, başkanın iş dünyasına düşmanlığı olmuştur. Cumhuriyetçi başkan aday, Kansas Valisi Alf London, 1938 başkanlık seçimlerinde Roosevelt'e muhalefet ederken vurguladı bunu. FDR de dolayısıyla adaylığına iş dünyasından gelen muhalefete fazla önem vererek, eleştirmenlerini 'ekonominin kralcıları' olarak niteledi.

Robert Higgs, 2008-09 krizinin ardından hatırı sayılır bir ilgi gören çalışmasında, 1937-38 çifte düşüşünden, ekonomiye burnunu sokan hükümetin ve yasal düzenlemelerdeki belirsizliğin sorumlu olduğunu ileri sürdü.²⁰ Sosyal Güvenlik Yasası, Ulusal İşçi-İşveren İlişkileri Yasası ve Bankacılık Yasası; bunların tümü de iş dünyasının muhalefetine rağmen çıkarılmıştı. Anti-tröst yasası, iş yasası, sosyal güvenlik yasası ve vergi yasalarında bir yayılım ateşini andıran değişiklikler – New Deal'ın alameti farikası olan yayılım ateş değişiklikleri- işyeri sahiplerini

huzursuz etmişti. Amerikan Kamu Oyu Enstitüsü (American Institute of Public Opinion) tarafından yapılan ankette iş adamları ezici bir çoğunlukla ekonomik canlanmanın sürüncemede kalmasından, belirsizliği ve başkanın iş dünyasına yönelik düşmanlığını sorumlu tuttular.²¹

Higgs'in öne sürdüğü belirsizlik hipotezi için gösterdiği temel kanıt, özel yatırımların inşaat sektöründeki payının 1935-36 yıllarında 1920'li yılların ikinci yarısına göre daha düşük olmasıdır. İnşaat sektörü ekonomik belirsizlik karşısında cesareti kırılmaya en yatkın sektördür çünkü inşaat projeleri zaman alır. Ama Bölüm 1'de görmüş olduğumuz gibi, 1920'li yıllardaki inşaat projelerinin hatırı sayılır bir bölümü ticari ve konut gayrimenkulleriydi. Bir önceki on yıla ait konut ve işyeri inşaatlarının, neden 1930'lu yıllardaki sanayi tesisi ve donanımlarına yapılan yatırımların yeterliliğine dair bir ölçü olarak alınması gerektiğini anlamak güçtür. O önceki gayrimenkul patlamasının bıraktığı en önemli miras, kimsenin kullanmadığı ticari yapılardan oluşan bir fazlalıktı. Emlak profesyonellerinin 'Empty State Building' diye dalga geçtikleri (Empty: Boş). Empire State Building'in bütün katları 1930'lu yıllar boyunca boş kaldı. O zamanlar bir konut taşması ve HOLC'un ancak kısmen çözebildiği bir ipotekli konut kredisi krizi vardı.

Higgs'in bir diğer kanıtı da, kısa ve uzun vadeli özel sektör tahvillerinin faiz oranları arasındaki farktır. Kısa vadeli şirket tahvillerinin faiz oranı 1934'ten başlayarak yükselmiş ama uzun vade oranları daha da hızlı yükselmişti. Higgs uzun vadeli tahvillerdeki bu orantısız faiz artışını ekonominin geleceğine dair belirsizliğe bağlar. "Yatırımcıların, ülkenin en güvenilir firmalarınca vaadedilen uzun vadeli faiz ödemeleri ve anapara geri ödemelerini tahsis edebileceklerine olan güvenleri 1934 başlarıyla 1936 başlarında sert bir biçimde düştü," diye yazar Higgs.²² Kaygılı tahvil sahipleri, bu belirsizliğe yanıt vererek, söz konusu firmalar üzerindeki uzun vadeli haklarını elde tutmak için fazladan bir getiri talep ediyordu.

Ancak uzun vadeli devlet tahvillerinin faiz oranları da devletin kısa vadeli yükümlülüklerine göre daha fazla yükselmiş ama kimse devletin borcunu ödeme taahhütünü yerine getiremeyeceğinden ciddi olarak kuşkulananmamıştı. Bu ortak hareketlenmelerin izahı ise basittir. Roosevelt, yatırımcıları deflasyondan çok enflasyon beklentisine sevk ederek altın fiyatını yukarı çekmişti. Ekonominin canlanmaya hazırlanmasıyla birlikte, kredi talebinin de bununla birlikte canlanacağı beklentisi oluştu. Daha fazla kredi talebi daha yüksek faiz oranı anlamına gelecekti. Daha yüksek gelecek faiz beklentisi de bu yüzden 1934'ten itibaren uzun vadeli oranları yukarı çekti. Bu aslında canlanma dönemlerindeki standart faiz oranları hareketidir.²³ Bir ekonomik durgunluğun yaşanmasıyla birlikte -1937'de olduğu gibi- uzun ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki makasın kapanması da benzer şekilde standart bir harekettir.

1937-38 durgunluğunun arz cephesinden izahında ısrar edenler işgücü piyasalarına bakmak zorundadır. Hükümet, deflasyona karşı verdiği savaşın bir parçası olarak ücret ve fiyatları yükseltme arayışına girmişti. Daha önce de görmüş olduğumuz gibi, işgücü maliyetlerini çığıncasına yükselten ve işsizliğin yüzde 25 olduğu bir dönemde işe alimlerden vazgeçirten bir ücret artışını sağlamakta daha başarılı olmuştu. 1935'te imzalanarak yürürlüğe giren Ulusal İşçi-İşveren İlişkileri Yasası, emek örgütlerine üye işçilere yönelik ayrımcı yaklaşımları yasaklayıp işverenleri işçilerin seçilmiş temsilcileriyle toplu sözleşmeye zorlayarak, çok geçmeden sendikalaşmayı teşvik etmişti bile. Bu derece takviye edilen sendika üyeliği, iki senede iki katına çıktı.²⁴

İşçiler, hiç vakit kaybetmeden bu yeni haklarını nereye kadar zorlayabileceklerini belirleme peşine düştü. Üç büyük otomobil firması, karmaşık üretim zincirleriyle bu zorlamanın apaçık mekanıydı. Bileşenlerden birinin tek kaynağı olan bir tesiste üretimi kesintiye uğratan bir grev, tek başına tüm firmaya kepenk kapattırabilirdi. 1936'nın başında Ohio, Akron'daki Firestone ve Goodyear lastik ve kauçuk firmalarında oturma grevleri başladı. Roosevelt'in oyların büyük çoğunluğunu alarak kazandığı zaferin ardından, Michigan Flint'deki General Motors'a ait Fisher Body No. 1'e yaydılar grevleri. (GM'in 1937 model otomobilleri üretmekte kullandığı iki pres kalıbından birinin yer aldığı bu tesis, Bölüm I'deki Carl Fisher ve Florida gayrimenkul hikayesinde rol alan Fisher Body Corporation'ın bir mirasıydı.) GM'in Aralık 1936'da elli bini aşan haftalık üretimi, iki ay sonra bin beş yüze düştü ve firmaya Birleşik Oto İşçileri'yle derhal bir anlaşmaya gitmek dışında seçenek bırakmadı. Onu birkaç hafta içinde Chrysler izledi. Sadece sendikalaşmanın yeminli düşmanı olan Henry Ford, 1941'e kadar dayandı ama Ford Motor Company bile sendikaları uzak tutmak için cömert ücret artışları sundu.

Otomobil endüstrisinde ortalama saat ücretleri Ekim 1936 ile Temmuz 1937 arasında yüzde yirmiden fazla arttı. Otomobil firmaları bu dönem boyunca fiyatlarında bir değişiklik yapmadı ama herkes maliyetteki artışların 1937'nin ikinci yarısında, otomobil firmalarının reklamlarında öngörüldüğü gibi yeni model yılının gelmesiyle birlikte, ürün fiyatlarında yükseliş anlamına geleceğini biliyordu. Yeni bir araba almayı düşünen müşteriler bu şekilde fiyat artışları gelmeden satın almaya teşvik edildi. Joshua Hausman'ın da gösterdiği gibi satışlar 1937'nin ilk yarısında beklentilerin üzerine çıkarken ikinci yarısında sert bir şekilde düştü. Zamanlama neredeyse tam olarak ekonomik durgunlukla örtüşür.²⁵

Soru, Roosevelt yönetiminin militan işçi hareketinin bu yükselişinden sorumlu olup olmadığıdır. Aslına bakılırsa FDR, asıl savunucusu kıdemli bir işçi hakları taraftarı Robert Wagner olan Wagner Yasası'nın ılımlı bir destekçisinden daha fazlası değildi. Ne olursa olsun, sadece yasalardan daha fazlası iş başındaydı.

Bunalım'ın başlamasından beri yüzde 50'yi bulan muazzam ücret kayıplarına uğramış olan GM ve diğer otomobil firmaları işçilerinin, ürünlerine olan talebin canlanmasıyla birlikte zam peşinde koşmalarında şaşırtıcı birşey yoktur.

1929'da olduğu gibi, çöküşün yurtdışında negatif yansımaları oldu. Uluslararası ticari ve finansal bağlantılar 1920'lerden bu yana gevşemiş de olsa, ABD ekonomisi başka bakımlardan hâlâ çok önemliydi. Mamul ve yarı mamul mal ithalatı çift dipli durgunlukla birlikte düştü. Hammadde fiyatları, canlanmayla birlikte, uzun süredir mağdur olan Latin Amerikalı ihracatçıların yararına yükseldi. Artık sadece ABD'de değil ama küresel olarak da ters yönde ilerliyorlardı.

Yine de dünyanın geri kalanındaki ekonomik gerileme dönemi 1929-1931'e kıyasla kısa süreli ve yüzeysel oldu. ABD'ye yapılan ihracat yavaş yavaş bitince, merkez bankaları ve hükümetler de artık kendi döviz kurlarının zayıflamasını engellemek için faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmadı. Şimdi artık ortadan kalkan ABD harcamalarını ikame edecek fazladan yurtiçi harcamaları teşvik etmek amacıyla faiz oranlarını indirmekte özgürdüler.

Ama bu noktaya ulaşmak kolay değildi. 1936'lara kadar Avrupa ülkelerinin çekirdek kadrosu önceki yılların altın standartına hâlâ sıkı sıkıya bağlıydı. Fransa, Belçika, İtalya ve Polonya'da 1920'li yılların enflasyon ve bütçe açıklarını doğuran türden bir çıkar grupları arası iç çatışmaya kapı açma konusunda isteksizlik vardı. Anglo-Sakson spekülörlerin, iddiaya göre on yıl önce yapmış oldukları gibi, döviz kuru ve paranın istikrarının bozacakları endişesi vardı. Hollanda ve İsviçre için altın standartına sarılmak, Amsterdam ve Zürih'in birer finans merkezi olarak konumlarını sağlamlaştırmak açısından önemliydi. Polonya içinde Fransa'yla mali ittifak, Almanya'ya karşı finansal korunma inşa etmenin bir yoluydu.

Kemer sıkma politikalarına karşı politik tepki, bu geriye kalan son altın bloğunun da fişini çekti. Fransa, anımsayalım, 1920'li yılların büyük bir bölümünü bütçe açığıyla geçirmişti. 1931'de vergi gelirlerinin çökmesiyle bu bütçe açıkları çok geçmeden geri dönünce, yenilenmiş bir enflasyon ve kriz tehdidini de beraberinde getirdi ya da Fransız liderlerin uyarısı bu yönde oldu. Bütçe dengesi bu yüzden güvenin korunması, yatırımların teşvik edilmesi ve büyümenin diriltilmesi için hayati önemde görüldü. Pierre Laval liderliğindeki sağ kanat koalisyonu gibi kimi Fransız hükümetleri kemer sıkma politikalarını hevesle izlemişse de, Édouard Herriot liderliğindeki sol kanat koalisyonu gibi diğerleri bunu gönulsüzce yapmıştı. Herriot, 1925 Bank of France skandalının kurbanı olmasının ötesinde, iyi yürekli biri olarak tanınırdı ve bu, 1932'de tekrar başbakan seçilmesinde muhtemelen rol oynamıştı. Ama Herriot bile, tahvil piyasası kurnazlarının pek yakında doluşacak olması ihtimali karşısında sinmişti.

Altın standartını terketme konusu üzerinde düşünmeye de izin yoktu. Uzman Fransız yorumcular ucuz paranın Britanya ve ABD ekonomilerinin istikrara kavuşmasına yardım ettiğinden haberdardı ama bu şekilde ulaşılmış ekonomik canlanmanın geçici ve sürdürülemez olduğu konusunda da uyarıyorlardı. Bunalımın sancıları nedeniyle narkoz etkisi altında uyuyan spekülâtörler, 1929 çöküşüyle sonuçlanan pervasız girişimlerine kaldıkları yerden devam etmek için hiç vakit kaybetmeyeceklerdi.

Kemer sıkma politikalarının refaha giden rota olup olmadığını sorgulayan az sayıda kişiden biri de, Sorbonne mezunu avukat, amatör istatistikçi ve 1930'ların başlarında Millet Meclisi'nde Paris'in Bank of France çevresindeki seçim bölgesini temsil eden maliye bakanı, Paul Reynaud'ydu. Kendisinin Merkez Sağ kökenli olması bu konudaki inançlarını değiştirmiş olmasını özellikle etkili kılıyordu. Ama Reynaud, deflasyon ve devalüasyonun geçerli tek seçenek olduğunu ve imkansız başarmanın başka bir yolu olmadığını parlamentodaki meslektaşlarının çoğundan daha net bir şekilde farketmişti. 'Ne deflasyon ne de devalüasyon' gibi gerçeklikten umutsuzcasına uzak bir sloganı olan Sosyalist Parti üyeleriyle ters düşmekti bu.

Reynaud, bir Sağcı olarak, deflasyonu tercih ediyordu. 1934'te, hem Gaston Doumergue liderliğindeki Muhafazakar Ulusal Birlik hükûmetine hem de Radikallerin yönetimindeki Edouard Daladier hükûmetine ücret ve maliyetleri aşağı çekme amacıyla daha acımasız bütçe kesintilerine gitmedikleri için aynı şekilde saldırdı.²⁶ Ama giderek sivrilen saldırılarının sonuç üretmedeki başarısızlığı ve birbiri ardısıra gelen Fransız hükûmetlerinin, farklı politik renklere sahip olmalarına rağmen özellikle esnaf, kamu görevlileri ve çiftçileri karşılına almak anlamına geldiği için daha aktif bir deflasyon politikası izlemekteki gönülsüzlükleri, Reynaud'un deflasyon yoluyla rekabet gücünü yeniden kazanmanın uygulamada olanaksız olduğu sonucuna varmasına yol açtı.

Reynaud'yu benzersiz kılan ise, deflasyonun güçlüklerini takdir etmesinden çok içerimini farketme becerisi oldu. Madem deflasyon uygulanamazdı, o halde devalüasyon -altın standartının terkedilmesi- zorunlu seçenektir. Reynaud hiçbir şekilde devalüasyon yanlısı değildi ama, Keynes'in de söyleyeceği gibi, olgular değiştiğinde bakış açısını değiştirecek bir entellektüel esnekliğe sahipti. Paranın talebin arzı aşması ve enflasyon nedeniyle 1920'li yıllardaki değer yitirisinin sonuçlarını, sorunun talep yetersizliği olduğu şu o anki değer yitirisinin sonuçlarından ayırdedebilen az sayıda kişi arasında yer aldı.

Ama Reynaud'nun bir döneç olarak tarzı –diplomatik ve askeri meselelerde de benzer şekilde alışılmamış bakış açılarını benimsemişti- meslektaşları arasında pek sevilmeyen birisi yaptı onu. Mizacı da öyle. Reynaud odadaki en zeki insandı ve kendisi de bunu bilirdi. Parlamentodaki meslektaşlarının itirazları arttıkça onun müdahaleleri de o kadar rahatsız edici, müstehzi ve etkisiz bir hal aldı.²⁷

Bu özet, aslında dönemin Fransız düşüncesinin bire bir kesinlikteki bir portresi olmasa, 1930'lu yıllar Fransa'sında geçerli fikirlerle yirmi birinci yüzyıl Euro Bölgesi'nin ekonomi-politik dogmaları arasındaki paralelliklerin bir karikatürü olarak, neredeyse bir kenara bırakılabilir. Altın standartının savunulması bir ahlaki buyruk olarak görülüyordu. 1935'te Bank of France'ın başkanlık koltuğuna henüz oturmuş olan Jean Tannery'e göre bu, "yalnızca bir millî zorunluluk değil," ama aynı zamanda, "çok daha geniş kapsamlı bir görev"di. "Kesinlik ile yanılısma arasında, tutumluluk ve spekülasyon arasında, üretken çalışma ve günü kurtarma arasında" bir seçimdi.²⁸ 2009 sonrası Avrupa'da kemer sıkma politikalarına olan sadakatin altında yatan ahlaki bakış açısının aynısı çınliyordu Tannery'nin sözlerinde.

Fransa'da altın standartına yönelik kör inancın neden Britanya ve ABD'e göre çok daha uzun süre ayakta kalabildiği bütünüyle açık değildir. Fransız liderler ilk başlarda ülkenin Bunalım'a karşı genetik bağışıklığı gibi görünen bir özelliğe başvurabiliyorlardı bunu izah etmek için. Frank'ın istikrara kavuşması gecikti ve onu önceleyen uzun çalkantı dönemi de, gerçekleştirilmeyi bekleyen ve suistimali büyümenin bir süre daha sürdürülmesine olanak tanıyan bir yatırım projeleri birikmesi bıraktı arkasında. Düşük değerli frank, Fransız endüstrisine bir destek sağladı ve ülkenin savaşta toplanan altını biriktirmesine yardım etti. Bu da Bank of France'a bir hata yapma marjı sağlıyordu. 1933'ten sonra altın kaçışları hızlandığında faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmak yerine, altın kayıplarını tolere etme imkanı sağladı Bank of France'a.²⁹

Üstelik Fransa Büyük Bunalım'ın yükünü olanca ağırlığıyla hissettiği zaman bile işsizlik oranındaki yükselme sınırlı kaldı. Britanya ve Almanya'ya nazaran Fransa, daha bir ağırlıkla tarım toplumuuydu. Yakın zamanlarda şehirlere taşınmış olan işçiler kırlarla olan bağlantılarını koparmamıştı ve imalathanelerde iş bulamayınca köylerine geri döndüler. Sonuç bolluktan çok kıt kanaat geçimdi, ama geçim de hiç yoktan iyiydi.³⁰ Bu fiili güvenlik ağı, Bunalım'dan sorumlu politikaklara karşı siyasi reaksiyonu sınırladı. Sonuçta ortaya çıkan durum büyümede bir çöküş ve deflasyonist bir kriz yaşamış olan 1990'lı yılların Japonya'sından çok da farklı değildi; ama erken emeklilik, işin paylaşımı ve büyük işverenler üzerindeki politik baskı sayesinde işsizlik artışı da benzer şekilde sınırlı kaldı ve siyasi reaksiyon da şaşıtıcı derecede ılımlıydı.

Fransız halkının neden hoşgörölü tutumunu sürdürdüğünü ve o bunu yaptığı sürece, 1935'te ikinci kez başbakanlığa dönen Pierre Laval'ın da politikalarına devam ettiğini anlamanın tek yolu budur. Laval, her ne kadar kendisi dört dörtlük bir siyasi operatör ve artık zengin birisi olsa da, Auvergne'deki bir köyde kasap ve kafe sahibi olan bir babanın en küçük çocuğu olarak mütevazı bir

geçmişten geliyordu. Siyasi hayatına bir Sosyalist olarak başlamış ve grevcileri, sendikacıları sol kanat ajitatörleri savunan bir avukat olarak isim yapmıştı. 1911'de kendisinden Paris'in Neuilly-Boulogne seçim bölgesini temsilen Sosyalist Parti'den Millet Meclisi'ne adaylığını koyması istenmiş, bu başarısız girişimin ardından 1914'deki ikinci denemesinde parlamentoya girmişti. Laval servetini iki şehir gazetesi, *Le Moniteur de Puy-de-Dôme* ve *Lyon R publicain*'a ve  nc  Radyo-Lyon'a yapt ı yatırımlardan kazanmıştı. Politika ve medya arasındaki sinerjinin kıymetini bildi ı apaçık meydanda olan bankalar ve bir yatırım tröstünün yardımlarıyla finanse etti ı yatırımlardı bunlar.

Varlık kazanınca önce Merkez'e, sonra da Sa 'a kaydı. 1931'de, Andr  Tardieu hükümetinin Oustric bankacılık sakandalı sonucunda düşmesinden sonra, Laval'dan yeni bir Merkez-Sa  hükümetin başına geçmesi istendi. Creditanstalt krizi sırasında Avusturya h k metine acil kredi verilmesini engelleyen ve sonra da savaş tazminatları yüzünden Hoover ile arası açılacak olan hükümetti bu. Laval'ın çok kuvvetli bir pozitif sicili olmadı ve hükümeti de 1932'deki bir güven oylamasıyla d   r ld . Time dergisinin kendisini 1931'de 'Yılın Adamı' seçmesi, pozitif bir başarıdan çok, ABD gezisinde de ortaya çıktığı gibi, onun uzla tırıcı halk adamı imajını yansıtıyordu.

Laval'ın hükümet lideri olduğu yılın en kayda değer özelliği, bu koltuğun kendisine sağladığı Heinrich Brüning ile t te- -t te (yüz yüze) görüşme fırsatıydı. 1931 Eylülünde Berlin'e yapt ı ziyaret, o düzeydeki bir Fransız devlet adamının Alman ba kentine yarım yüzyıldır yapt ı ilk resmi ziyaretti. Başta gelen sonucu da, öyle görünüyor ki, Brüning'in ekonomi yönetimi konusunda Laval'ın takdirini kazanmış olmasıydı.

Fransız Bunalım'ı 1935 yılının başlarında tam anlamıyla ba ladı. Yatırımcılar frankın da sterlin, dolar ve yakınlardaki Belçika frankının yolundan gideceği konusunda giderek artan bir endişeye kapıldı. Bank of France, yalnızca Mayıs 1935'te altın rezervinin yüzde 10'undan fazlasını kaybetti. Pierre-Etienne Flandin'in muhafazakar hükümeti güveni yeniden tesis etmedeki beceriksizli i nedeniyle düştü ve Haziranda Laval iktidarı yeniden ele aldı.

Laval  imdi memur ve emeklilerin maaş ve ödeneklerinde kesintiye gitmek için Brüning tarzı kararname yetkileri istiyordu. FDR'yi örnek olarak bir   mine ba  s yle isinde açıkladığı bu politikalara hiç değilse daha sempatik bir yüz kazandırmaya çalıştı.³¹ Laval, alçakgönüllü bir köylü olarak verdiği imajdan yararlanarak basit mesajını aktarabilmek için dolambaçsız bir dil kullanıp naif bir tutum takındı; zor zamanlar yaşayan bir hane halkı gibi Fransız devletinin de kemerleri sıkması gerekiyordu ve bütçenin dengelenmesi de her taraftan zahmetli fedakarlıklar gerektirecekti. Laval'ın kanun gücündeki kararnamaları merkezi ve yerel idare harcamalarını yüzde on azalttı, kamu görevlilerinin ücret ve maa larında da aynı miktarda kesintiye gidildi. Bunlar sancılı fedakarlıklar olsa da

başka seçenek yoktu. “Cebinizdekinden daha fazlasını harcamak istiyorsanız,” diye izah etti Naval bir halk adamı diliyle, “kısa sürede iflası boylayacağınızı far-
ketmeniz için bir uzman ya da finansçı olmanız gerekmez. Bireyler için doğru olan,” diye devam etti sesine ton katıp klasik Keynes öncesi mantığa atıfta bulunarak, “ulusal topluluklar için de doğrudur.”³²

Öngörülebiyecek sonuç, Laval’ın harcamalarda kesintiye yaptığı vurgunun zenginlerin lehine olacağına inanan Sol’dan gelen itiraz oldu. Komünist ve Sosyalistler bir ortak bildirge yayınlayarak Laval’ın ‘sefalet kararnameleeri’ni ifşa ettiler. Bu bildirge, ücret kesintisiyle gözdağı verilen Britanyalı askerlerin görev almayı reddettikleri Invergordon ‘başkaldırı’sında yankısını buldu ve Brest ile Toulon’daki donanma cephaneliklerinde çalışan işçilerle yerel polis arasında çatışmalar çıktı. Bu sol ajitasyondan telaşa düşen muhafazakarlar eski askerlerden oluşan ve Croix de Feu (Ateş Haçı) olarak bilinen ön-faşist örgüte destek sağladılar.

Laval’ın buna yanıtı ikinci bir kararnameleeri setiyle, daha önce Brüning’in yaptığı gibi, bahsi iki katına çıkarmak oldu. Ağustos ayında çıkarılan bu kararnameleeri, harcama kısıntılarını kamuyounu etkilemek üzere tasarlanmış bir göstermelik bayındırlık işleeri programıyla biraraya getiriyordu. Burada bir kez daha, bütçe dengesini hayat pahalılığındaki artışı sınırlamaya yönelik önlemler ve ekonomiyi canlandırma düşüncesine saygı duruşuyla birleştirmiş olan FDR’ye elde olmayan bir takdir vardı. Laval’ın ferman sağanağına tutarlı bir çehre kazandırma girişiminde yapılabileceklerin en iyisiydi bu.

1936’nın ilk aylarında Fransız halkına bile gına gelmişti artık. Radikaller, Sosyalistler ve Komünistler, Nisan ve Mayistaki milletvekili seçimleeri için bir Halk Cepheleeri oluşturdu.³³ Sonuç, Halk Cepheleeri’ne, ama aynı zamanda Aşırı Sağ partileeri de, giderek artan bir destek oldu. Sol’un küçük bir çoğunluğuyla, Radikaller ve Sosyalistler, Komünistlerin de desteğini alarak Léon Blum liderliğinde bir hükümet kurdu.

Blum, Laval’ın antiteziydi; seçmenleeri bu dönemde başarısız liderleeri mizaç ve siyasal olarak tam zıtlarıyla değıştirme eğiliminde olmuştı. Paris’te, taşrada değıil, hali vakti yerinde bir ailenin çocuğı olarak doğan Blum, prestiji yüksek École Normale Supérieure’de okudu; oysa Naval Lyon’da sadece 1 yıllık eğitim almıştı. Sağ’ın çekimine kapılmış olan Naval’ın tersine, Blum hayatı boyunca bir Sosyalist olarak kaldı. Naval Nazilerle işbirliği yapıp bir hain olarak yargılanarak hüküm giyerken, Blum, Marshall Petain’e tam yetki verilmesine karşı çıktı ve bu da onun tutuklanmasına ve Buchenwald ve Dachau’da hapsedilmesine yol açtı.

Blum 1936 seçim kampanyasını, kamu harcamalarında kesintileeri son verme, geniş ölçekli bir bayındırlık hizmetleeri vaadi ve Bank of France’da radikal

bir reform temalarını içeren bir zeminde yürüttü.³⁴ Ama o bile çok uzak bir hedef olarak devalüasyonu dışarda bıraktı. 1932'deki FDR gibi, gelirleri yukarı çekip harcamaları özendirerek ekonomiyi istikrara kavuştursa bile, devalüasyon yapmayacağı konusunda ısrar etti. Bir 'mali coup d'état' (darbe) olmayacak diye güvence verdi, endişeli Millet Meclisi'ne.³⁵

Ama yeni başbakanın imkansız nasıl başaracağı net değildi. Tıpkı Roosevelt konusunda olduğu gibi Blum'un da seçimlerden önce devalüasyona gitmeye karar vermiş olduğundan kuşkulanan yorumcu sayısı az değildi. Roosevelt gibi, Blum da büyük bir ihtimalle nasıl ilerleyeceği konusunda emin değildi. Yeni hükümet deflasyonla ilişkilendirdiği Jean Tannery'yi Bank of France başkanlığından aldığı anda, yerine devalüasyon yanlısı olarak bilinen müdür yardımcısı Pierre Quesnay'yı değil, bu konudaki görüşleri net olmayan Émile Labeyrie'yi getirdi.

Fransız otomobil işçileri, yıllardır süren ücret düşüşlerinin ardından, 1936'daki ABD'li otomobil işçileri gibi, kendilerine seçim kampanyasında vaat edilen yüksek ücret ve daha rahat çalışma koşullarını elde etme girişimleri için hiç zaman kaybetmedi. İlk oturma grevleri, bir otomobil, kamyon ve otobüs imalathanesi olan Berliot'daki işçilerin 1 Mayıs'ı tatil ilan ederek kutlamaları ve cevaben üzerlerine ateş açılmasıyla başladı. Grevler çok geçmeden uçak endüstrisindeki metal işçilerinin 11 Mayıs'ta iş bıraktığı La Havre'a sıçradı. Oradan da Paris'teki metal fabrikalarına, Renault'ya ve ekonominin geri kalanına yayıldı. Grevciler sadece fabrikalara değil ama bar ve fabrikalara da, önemli güvenlik ve idari hizmetler dışında neredeyse tüm ekonomiye kepenk kapattırmayı başardı.

Yeni hükümeti Haziranda iş başına geçtiği sırada karşılayan koşullar böyleydi. Hükümetin buna yanıtı, ismini başbakanın ikametgahı Matignon Hotel'den alan Matignon Sözleşmeleri oldu. Sendikalarla işveren konfederasyonu arasında görüşülen ve hükümetin de arabulucu olarak katıldığı sözleşme, ABD'de olduğu gibi yasallaşmadı ama New Deal'dan esinlenme gayet açıktı. Matignon sözleşmeleri grev hakkını tanıdı. Özel sektördeki ücretlere yüzde 15 zam yaptı. İki haftalık bir yıllık izin ve haftada kırk dört saatlik çalışma süresi sundu.

Ama asıl etkisi, NIRA'nunki gibi, üretim maliyetlerini artırması oldu. Sanayi üretimi Hazirandan itibaren düştü ve işsizlik de hemen artmaya başladı. Sert bir biçimde yükselen maliyet ve fiyatlar ihracatı düşürdü ve Ağustosta altın kayıplarına yol açtı.

Blum devalüasyon istemiyordu ama başka ne yapacağını da bilmiyordu. Sosyalist Parti'nin finansal konulardaki sözcüsü ve maliye bakanı Vincent Auriol'un yapıcı bir seçenek sunamaması da işleri zorlaştırdı. Auriol'un reflasyonla altın standartını bağdaştırma stratejisi güvenin çok yakında geri döneceğini öngörmek ve aynı zamanda da para spekülâtörlerinin sermaye denetimi ile tehdit etmektir. Bunlar kesinlikle bağdaşabilir –ya da güven ilham edecek politikalar değildi.

Daha fazla deflasyon seçimlerle ihtimal dışı bırakılmış bulunuyordu ve şimdi geriye kalan tek alternatif devalüasyon ve döviz denetimiydi. Labeyrie ve diğerleri suçu spekülâtorlerin üzerine atma konusunda Auriol'a katıldı ve denetimlerden yana oldular. Blum sonunda Nazileri değil Amerikalıları izlemeyi tercih etti; ittifak politikaları, Sosyalist ekonomi düşünceleri kadar ağır bastı.³⁶ 25 Eylülde altın standartı terkedildi. Auriol, görünüşü kurtarmak için olayı devalüasyondan çok 'parasal ayarlamalar' olarak süslemeye çalıştı.

Bununla birlikte bu ayarlamaların gerçek niteliği konusunda hiçbir kuşku yoktu. Haber üzerine frank yüzde 25 oranında düştü. Dalgalanmaya bırakılmış frankı yönetmek ve altın standartından önceki seviyesinin yüzde 25 ila 35 altındaki bir aralıkta tutmak için alelacele Britanya Maliyesi'nde kurulana benzer bir döviz denkleştirme para kurumu oluşturuldu.

Fransız devalüasyonunun ilanını izleyen Cumartesi günü, sadece bir kaç saat içinde İsviçre Ulusal Bankası frankı altına çevirme taleplerinin istilasına uğradı ve Federal Konsey gerçeği kabullendi: 'İsviçre Müteessir'di, New York Times'ın habere attığı manşetle. Ancak teessür, yatırımcılara hakim olan duyguyu yansıtmıyordu. O haftasonunu izleyen ilk işlem gününde İsviçre devlet tahvilleri yüzde 7 yükseldi, İsviçre demiryolu tahvilleriye yüzde 10.

Baskı hemen ardından Amsterdam'a kaydı; Hollanda hükümetinin havlu atması sadece saatler aldı. O noktada, aynı kalan bir paritede hâlâ altın standartına bağlı tek ülke, Roma'daki siyasi hamisinden büyük miktarlarda kredi almayı sürdüren Arnavutluk oldu.³⁷ Arnavut ulusu, 1939'da işgal edilip İtalya'yla siyasi birliğe mecbur edildiğinde bu finansal desteğin bedelini çok ağır ödeyecekti.

Şimdi artık mali özerkliklerini –ya da daha doğrusu, kendilerine dayatılmış mali özerkliği- yeniden kazanmış ülkeler için soru, halkın buna nasıl tepki vereceğiydi. İşçi ve işverenlerin ekonomik olduğu kadar dinsel bağlamlarda da öteden beri çok örgütlü olduğu Hollanda'da toplumsal tarafları biraraya getirmek ve yatırım için ücret kısıtlaması öngören bir anlaşmaya varmak basitti. Şimdi ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte fiyatlar yükselmiş ama maliyetler artmamıştı. Sonuç, büyük bir kârlılık artışı oldu; hisse senedi fiyatlarıysa izleyen yılda yüzde 60'a yakın yükseldi. Sanayi üretimi 1937'nin ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 37 daha yüksekti. Paranın değer kaybetmesi, 'sıkıntı' avukatlarının uyarımsı olduğu gibi güvenin altını oymak ve kaygı verici sermaye kaçışlarına neden olmak şöyle dursun, fonları sanayi için daha rahat erişilebilir kılıp, yatırımı uyarak kaçan sermayeyi geri ülkeye dönmeye teşvik etmişti.

İsviçre’de de durum benzerdi. İsviçre frankının değeri kaybetmesi, ihracattaki rekabet gücünün sert bir yükselişini getirdi beraberinde. İhracata dönük firmaların kâr oranlarındaki iyileşme, hisse senedi fiyatlarını ve yatırımları yukarı itti. İsviçre bankalarındaki mevduat, altın standartını terketmenin İsviçre’nin güvenli bir sığınak ve finans merkezi olma konumunu yok edeceğini ileri sürenlerin beklentilerinin tersine, devalüasyonun hemen ardından yükseldi.

Her bir durumda, para biriminin değeri kaybetmesi içerde devalüasyon baskısını ortadan kaldırdı. Firmadan firmaya, sanayinin bir dalından diğerine ücret ve maliyetleri düşürme ihtiyacını sınırladı. İhracat fiyatları bir hamlede yukarı çekilebildi. Hollanda ve İsviçre ücret artışı ve kamu harcamaları baskısını sınırlamakta kullanılabilecek sosyal dayanışma kurumları olan küçük ülkelerdi; bu gelişmelerin ardından maliyetlerin yükselmesini önlemek mümkün oldu.

Fransa, öte yandan, beş yıllık deflasyonun kutuplaştırdığı büyük bir ülkeydi. En fazla mağdur olanlar, işçi sınıfı mensupları, şimdi bunun telafî edilmesini talep ediyor, ücret kısıntılarını imkansız bir hale getiriyorlardı. Önceki yılların bütçe disiplini inandırıcılığını yitirmişti; kamu harcamalarının büyümesini sınırlamak adına yapılabilecek çok az şey vardı.

Üstelik Hollanda ve İsviçre hükümetleri kendi kontrolleri dışındaki olayların suçunu devalüasyona atabilirken –parmaklarıyla Paris’i işaret edebiliyorlardı–, Fransa’da devalüasyon hükümetin kendi politikalarındaki çelişkileri yansıtıyordu. Blum’un frankın devalüe edilmeyeceği yolundaki önceki ısrarı, ilacın yutulmasını kolaylaştırmadığı gibi vaatlerinin inandırıcılığını da yükseltmemişti. Devalüasyon için doğru zaman Haziran olurdu, Takahashi tarzı, göreve başlar başlamaz. Altın kaybı ve yetersiz rekabet gücü gibi sorunları da böylece önceki hükümetin kapısına bırakmak mümkün olurdu.

Blum, bunun yerine, bocaladı. Bunun sonucunda, devalüasyon nihayet çıkıp geldiğinde, Fransız ekonomisini canlandırma noktasında çok az işe yaradı. Başlarda, ülkeden kaçmış finans sermayesinin bir kısmı yaz sonunda geri içeri aktı ve Paris borsasını batmaktan kurtardı. Ama Frankın değeri kaybı, Sterlinin 1931 yılındaki dolarınsa 1933’teki değeri kaybindan daha düşük oldu. ABD ve Birleşik Krallık, Fransa’nın fazla agresif davranması halinde kendi para birimlerini daha da aşağı çekme tehdidinde bulunabilir, Blum hükümetini frankın değeri kaybını sınırlamaya yönelik bir anlaşma imzalamaya mecbur bırakabilirlerdi. Maliyetlerdeki yükselişle birlikte bu, rekabet gücünde çok az iyileşme kaydedileceği anlamına gelirdi.

Kasımla birlikte sermaye bir kez daha dışarı kaçtı ve sanayi üretimi düşüşe geçti. Laval’ın daha önce kararname yetkisi kullanmasını eleştirmiş olan Blum, şimdi bu yetkiyi kendisi için istedi. Senato onun bu talebini geri çevirince de istifa etti. Fransa için devalüasyon kaçırılmış bir fırsat oldu.

NOTLAR

1. Balke ve Gordon'a göre (1986), sf. 804, 1933 ikinci çeyreği ile 1937 ikinci çeyreği arasında gerçek GSYİH'deki değişimdir bu. Sanayi üretimi rakamları Miron ve Romer'den (1990).
2. Kamusal iş yardımlarında çalışanlar da istihdama dahil edilirse, rakam yüzde 9'dur.
3. Alıntı, Warren (1996), sf. 66.
4. Muhtemelen daha da güçlü bir popülist rakip olan Senatör Huey Long, Eylül 1935'te bir suikaste kurban gitti. Coughlin'in Union Parti'si ise sonunda Balkan adayı olarak, Kuzey Dakota'dan sıradan bir kongre üyesi olan ve ancak çok düşük bir oy alabilen William Lemke'yi gösterdi. Coughlin ile ilgili daha fazla bilgi için, bkz. Bölüm 10.
5. Firma davranışlarına dair kanıt için bkz. Calomiris ve Hubbard (1995). Yüksek getirili yatırım projeleri tartışması için Field (2011); bkz. ayrıca Bölüm 1.
6. Eccles'in bu dönemde önemli sonuçları olan bir dizi başka girişimde de parmağı vardı; örneğin, Mississippi Senatörü Patton Hairrison'a yazdığı mektup, dağıtılmamış kâr vergisi fikrinin doğmasına neden oldu.
7. Kurul daha önceleri ancak bir olağanüstü durum ilan ettikten sonra ve başkanın onayıyla mevduat ihtiyat miktarlarını değiştirebiliyordu.
8. FDR, 1935 Bankacılık Yasası'nda önce, Kasım 1934'te Eccles'i aday gösterdi ama Eccles kabul etmek için FDR'nin bu yasaya destek vermesini şart koştu (Hyman 1976, sf. 159). Başkan, daha sonra, Bankacılık Yasası'nın Şubat 1936'da yürürlüğe girmesinin ardından onu bir kez daha yeniden organize olmuş başkanlar kurulu başkanlığına aday gösterdi.
9. Eccles (1951), sf. 56-61. Ya öyle ya da Eccles 1931'de yaşanan olaylara dair anlatımında bu filmde olanlardan ilham aldı.
10. FDR'nin altın fiyatını sabitlemesinden hemen sonra kabul edilen 1934 Altın Rezerv Yasası (Gold Reserve Act), devalüasyondan elde edilen kârları kullanarak 2 milyar dolarlık bir Döviz İstikrar Fonu (Exchange Stabilization Fund: ESF) yarattı ve başkanın onayıyla hareket etmek kaydıyla maliye bakanına bu fonu piyasadaki devlet tahvillerinin alım satımında kullanma yetkisi verdi. Fed'in şimdi geçersiz kılmaya çalıştığı da işte merkez bankası politikalarına karşı koymaya yönelik bu yetkiydi. Henry Paulson yönetimi altındaki maliye bakanlığının Eylül 2008'de para piyasası yatırım ortaklıklarındaki hesapları sigortalamak için kullandığı ESF de yine bu aynı ESF'ydi (Bölüm 13).
11. Friedman ve Schwartz (1963), sf. 526.
12. Bkz. Cargill ve Mayer (2006). Park ve Van Horn'un bölünmüş veriler kullanan daha sonraki bir çalışması da (2013), aynı sonuca ulaşır.
13. Bkz. Calomiris, Mason ve Wheelock (2011).
14. Hyman (1976), sf. 216. Eccles'in de geriye dönük olarak 1951'de yazdığı gibi, "Bu karar bir ihtiyati tedbir niteliğindeydi. Kurul'un ucuz para ve kredi politikalarını hiçbir şekilde tersine çevirmedi...Olağanüstü ihtiyatlarda emilen 1.790.000.000 doların sadece ticaret, sanayi ve tarımın ihtiyaç fazlasını ortadan kaldırdığı, sonraki gelişmelerce doğrulandı. İhtiyatlar buna rağmen o kadar büyük ve araları kadar iyi ayarlanmıştı ki, üye bankaların çok azı dışındaki hemen hepsi 15 Ağustos kararını ya kendi olağanüstü ihtiyat bakiyelerini merkez bankalarında değerlendirerek ya da bizim muhabir bankalarımızda kullanarak karşıladı. Üstelik yapılan değişikliğin krediler üzerinde hiçbir etkisi olmadı.." Eccles (1951), sf.290.

15. Standart uygulama, satın alınan altını alım değerine eşdeğer altın sertifikası basarak ödemek ve bunları banka ihtiyatları olarak kullanılabilecekleri Merkez Bankası'nda depolamaktı. Maliye şimdi bunun yerine, sertifikaları kredi genişlemesine destek olarak yararlanılamayacak bir kullanılmayan hesapta tutuyordu.
16. Parasal taban 1937'de, sıkıntılı dönem yaşanmasa gerçekleşecek olandan tam yüzde 10 oranında daha düşüktü. Bu tartışma için bkz. Irwin (2012).
17. Bu noktadan sonra, ilave para ve kredi enjeksiyonunun finansmanı için bir önceki yıl elde edilen altını kullandı.
18. Bunun iki tipik örneği için bkz. Romer (2009b) ve Crafts ve Fearon (2010).
19. Aday daha önce kışkırtıcı bir biçimde iş dünyasından nefret etmekte serbest olduğunu öne sürmüştü. 'Nefret' açıklaması 31 Ekim'de Madison Square Garden'daki İkinci New Deal ilanı konuşmasında yapıldı (<http://docs.fdrlibrary.marist.edu/od2ndst.html>). 'Ekonomi-nin kralcıları' ifadesi ise hemen ardından 1937 açılış töreni konuşmasında kullanıldı.
20. Bkz. Higgs (1997), aktaran Boudreaux (2011).
21. Higgs (1997), sf. 577. Söz konusu anket 1939 ilkbaharında yapıldı.
22. Higgs, burada (1997, sf. 584), Ogden Mills gibi, 1936'da "Hükümet Amerika'yı bir kolektivist devlete çevirmek istediği sürece tam bir ekonomik canlanma yaşayamayız" diye şikayet eden çağdaşlarının görüşlerini tekrarlıyor (Mills 1936, sf. 65).
23. Ekonomistler buna, faiz oranlarının vade yapısının bir ekonomik canlanma sırasında yükselme (uzun vade oramları kısa vadeye göre yükseldiği için) ve bir durgunluk yaklaşırken de 'ters yüz olma' (uzun vade oranları kısa vadeli faiz oran seviyesinin altına düştüğü için) eğilimi olarak atıfta bulunur.
24. Her ne kadar istihdam da büyüyor olsa bile, istihdam edilmiş işçilerin bir yüzdesi olarak artış oransal olarak bir parça daha azdı (yüzde 15,1'e karşılık yüzde 8,5). Bkz. Mayer (2004), ek tablo A1.
25. 1938'de satışlar da çok geçmeden düştü. Hausman'ın gösterdiği gibi coğrafi olarak da doğrudu: İmalat sanayi istihdamında en büyük oransal düşüş Yukarı Ortabatı'da ve tek başına en büyük düşüşü yaşayan Michigan bölgelerinde oldu. Hausman (2012) bu bilginin kaynağıdır.
26. Mouré'nin (1991, sf. 197) de anlattığı gibi, Reynaud daha sonraları bu dönüşümünün, yakın bir tarihte, 1933'te gerçekleştiğini idda etti ama bunu destekleyen pek az kanıt vardır. Mouré, Reynaud'nun frank devalüasyonunu savunmasının çok yeni olduğu konusundaki iddasının da aynı şekilde abartılı olduğunu gösterir.
27. Reynaud, daha sonraki olaylar haklılığını gösterinceye kadar politik olarak dışlanmış biri haline geldi. 1938'de -yani, onun görüşlerini haklı çıkaran devalüasyondan sonra- Edouard Daladier maliye bakanı olacaktı. 1940'da Vichy hükümetine katılmayı reddetmesinin ardından, Reynaud tutuklandı, Almanya'ya gönderildi ve vatandaşı Léon Blum gibi, II. Dünya Savaşı'nın sonuçlanmasına kadar da orada tutuldu.

28. Bankanın 1935 yıllık raporundan.
29. İlaveten, Bank of France şimdi altın külçelerle ödeme yapıyordu, madeni parayla değil ve bir külçenin bedeli 216.000 franktı. Bu durum küçük tasarruf sahiplerinin rezervleri tüketmesini engelledi ama esnafın kaynaklarını birleştirip bir külçe edindikten sonra onu parçalara ayırdığına dair da haberler vardı.
30. Bu kırsal güvenlik ağının varlığının bir yansıması olarak Fransa, işsizlik sigortası ve kamusal iş yardımı sağlama konusunda Britanya'ya göre daha az zahmete girdi. Gerçekte, kapsamlı bir işsizlik istatistiği oluşturma zahmetine bile girmede.
31. Bu, 17 Temmuz 1933'te oldu. Laval, FDR'den esinlenmede bir adım daha giderek bir de kendisine ekonomik konularda danışmanlık verecek bir 'beyin takımı' oluşturdu; devlet demiryolları direktörü Raoul Dautry, La Journée Industrielle editörü Claude-Joseph Gignoux ve Raymond Poincaré'den Charles deGaulle'e kadar bütün Fransız başbakanlarına danışmanlık yapmış olan ultra-ortodoks ekonomist Jacques Rueff bu ekipte yer aldı. Komünist muhalefet bu ekibe 'tröstlerin beyni' adını taktı (Brains Trust: Beyin takımı ya da danışmanlar grubu, Trust kelimesinin aynı zamanda Tröst anlamına gelmesinden harekete 'brain of trusts', Ç.N) (Jackson 198 sf. 105).
32. Nakleden, Warner (1068), sf. 90.
33. Daha önce, aşırı sağ antiparlamenterist güçlere karşı birleşik bir cephe oluşturmak üzere 1934'ten başlayarak sivrilen bir Eylem Birliği Anlaşması imzalamışlardı.
34. Blum ve müttefikleri, buna ilaveten, üç yıl önceki FDR gibi, çalışma haftası süresinin azaltılmasını, tarım ürünleri fiyatlarını yükselterek mağdur durumdaki çiftçilere yardımı amaçlayan önlemleri ve vergi isteminin artan oranlılık ilkesini daha da pekiştirecek bir vergi reformunu da savundu.
35. Alıntı Lacotute (1982), sf. 362.
36. Shamir (1989), sf. 219-22. Fransa'nın Londra mali ateşesi Emmanuel Mönick, döviz denetiminin diğer demokratik ülkelerle işbirliğini güçleştirerek Fransa'yı 'Almanya yörüngesine' düşüreceği konusunda Blum'un ikna edilmesinde önemli bir rol oynadı.
37. Ayrıntılar için bkz. Roselli (2006).

Bank of England Başkanı Mervyn King, 2011 yılında *Daily Telegraph*'a verdiği bir röportajda, krize verilen yanıtla neyin başarılı olmuş olduğunu kısa ve öz bir biçimde özetledi. “Bir Büyük Bunalım’ı önledik,” diye ifade etti bunu King, lafı eğip bükmeden. Okurlar bir merkez bankası yöneticisinden gelen bu yorumu, kibirli bir abartı olarak görüp, kulak ardı etme eğiliminde olabilirlerdi ama King’in iddiası olgularla bağdaşmıyor değildi. Küresel GSYH 1929 ile 1932’deki tepe ve dip noktaları arasında yüzde 15 gibi feci bir oranda düşmüştü. 2008 ile 2009 arasındaysa, tersine, sadece yüzde 1 oranında düştü ve büyüme de 2010’da kaldığı yerden devam etmeye çoktan başlamıştı.¹ En sert darbeyi yiyen gelişmiş ülkelerde bile 2009’daki düşüş GSYH’nin yüzde 3,5’iyle sınırlı kaldı ve büyüme bir sonraki yıl tekrar pozitifte döndü. Bütün bunlar sevimli şeyler değildi kuşkusuz ama hiç değilse yaşanan da asla bir Büyük Bunalım değildi.

Ekonomi politikayı belirleyenlerin bu konuda en fazla övgüyü hakettikleri kesindir. Tümüyle onların başarısı değildi bu, kuşkusuz. Ekonomik yapının aradan geçen on yıllar boyunca yaşadığı değişimler de, görece olarak daha dengesiz olan sanayi sektörünün ileri ekonomilerdeki önemini giderek yitirip daha istikrarlı olan hizmet sektörünün ağırlık kazanması ölçüsünde, çöküşün hafifletilmesine katkıda bulundu. Hükümetlerin gelişmesi, esas olarak gelirler düştüğünde vergi ödemelerini de düşürmek suretiyle çalışan otomatik bütçe dengeleyicilerinin etkisini güçlendirdi. Vergiler GSYH’nin çok daha küçük bir payına tekabül ettiği ve hükümetler bütçe açığının doğmasını önlemek için ellerinden geleni yaptığı için 1930’lu yıllardakine benzer hiçbir şey yaşanmadı. Küresel ticaret sisteminin bağlayıcı nitelikte uyumazlıkları çözme yetkilerine sahip Dünya Ticaret Örgütü’nün oluşumuyla sonuçlanan kurumsallaşması, komşunun-canı-cehen-neme anlayışındaki ticari kısıtlamalara bel bağlama politikaları üzerinde caydırıcı

bir etkide bulundu.² Uluslararası Uzlaşmalar Bankası'ndaki düzenli toplantılarla merkez bankası işbirliğine teşvik edildi. G20 tarzı devlet başkanları ve bakanlar toplantılarıyla hükümetler arası dayanışmalar şekillendirildi.

Bu kurumsal gelişmeler sırasıyla 1930'lu yılların dersleri üzerine inşa edildi. Hükümetlerin gelişmesi, görünüşe bakılırsa Büyük Bunalım'ın ardından kaçınılmaz bir biçimde, kendi aygıtlarına bırakılan bir piyasanın istikrarsız olacağı kanaatini yansıtıyordu. Kapitalizm ayakta kalacaksa, bireylerin istikrarsız bir piyasanın kararsızlıklarından kendilerini koruma imkanına sahip olmadığı zamanlarda devlet tarafından korunmaları gerektiği konusunda varılan sonucu yansıtıyordu. İş bulma yardımı, işsizlik sigortası ve Sosyal Güvenlik konularını yerleşik kılan New Deal programları tümüyle bu ışık altında anlaşılacaktı.

Benzer şekilde, bütçe dengeleyicilerinin önemine olan inanç da, John Maynard Keynes'in Bunalım'a cevaben geliştirdiği kuramların bir içerimiydi. Bu kuramlar, faiz oranlarının sıfıra yaklaştığı bir bunalımda bütçe politikalarının özellikle etkili olduğunu gösteriyordu. Ekonomistler, bu deneyim temelinde, hükümetlerin bir çöküş döneminde yapabilecekleri en kötü şeyin vergileri yükseltip kamu harcamalarını kesmek olduğu sonucuna vardılar. Merkez bankaları 1930'ların mali hatalarının tekrarlanmasını önleyecek şekilde yeniden organize edildi. Karar verme yetkisi, görmüş olduğumuz gibi, merkez bankalarının çelişik hedeflere hizmet etmesini önlemek için Merkez Bankası Kurulu'nun elinde toplandı. Uluslararası ekonomik işbirliği kurumlarını güçlendirme çabaları da, benzer şekilde, 1930'lu yıllarda feci başarısızlıklara uğramış oldukları görüşünden hareketle canlandırıldı.

Kurumlar genellikle bozulmadan ayakta kaldı, oysa oluşumlarına ilham veren tarihsel dersler için aynı şey söylenemezdi. Başlangıçta merkez bankaları gelişmiş yetkilerinden de faydalanarak 1929'a göre daha güçlü bir yanıt verdiler. Hükümetler özel talepteki düşüşü dengelemek için kamu harcamalarını yükseltip vergi kesintisine gitti. Nisan 2009'da, uluslararası işbirliğinin en yüksek noktası olan Londra G20 zirvesinde, bütçe inisiyatiflerinde işbirliği yapmayı ve komşunun-canı-cehenneme politikalarından kaçınmayı kabul ettiler. ABD Kongresi işsizlik yardımının süresini doksan dokuz haftaya uzattı. Krizin en savunmasızlar üzerinde orantısız bir etkisi olduğunu idrak ederek yiyecek karnesi alma şartlarını azalttı ve yardımları artırdı.

Detayları ülkeden ülkeye değişse de, krize verilen yanıt, niteliksek olarak her yerde aynı oldu. Krizin katlanma hızı göz önünde bulundurulursa, kurumlara ve Büyük Bunalım'a verilen karşılık sırasında geliştirilen içgüdülere güvenmek dışında bir seçenek yoktu. Ve eşi benzeri görülmemiş haber akışına anlam vermenin güçlüğü dikkate alındığında, Bunalım sonrası düşüncenin 1930'lu yıllardaki kadar ciddi bir kriz için uygun gördüğü türden parasal ve mali teşviklere, finansal öncelik belirlemelere ve güvenlik ağının genişletilmesine çok az itiraz vardı.

Buna karşılık bu ilk atağın ardından tartışmaların ve onunla birlikte verilen politik yanıtın yönü değişmeye başladı. Muhafazakar eleştiriler çoktan beri hükümetlerin büyümesinden endişeliydi ve aşırı bütçe açıklarına karşı uyarılarda bulunmaktaydı. Şimdiye artık bütçe açıklarını ve mali teşvikle ilgili hükümet programlarını geri püskürtmeye başlamışlardı. Yüksek istihdam ve büyümeden çok borcun sürdürülebilirliği öncelik kazandı. 2010 Şubatında Kuzey Kanada ülcrasındaki Iqaluit’te, maliye bakanları ve merkez bankası başkanlarının katıldığı Yediler Grubu toplantısında, kemer sıkma teklifi Kuzey Işıkları altında memnuniyetle kabul edildi. Ekonomiler krizden tümüyle kurtulmaktan uzak olsalar da, mali teşvik yerine bütçe konsolidasyonu odak noktası haline geldi.

Avrupa’da ise mali konsolidasyon adına sağlık hizmetleri ve emekli ödeneklerinde kesintiye gidildi. Birleşik Devletler’deki 2012 başkanlık seçim kampanyalarına işsizlerin içinde bulunduğu durumdan çok, Cumhuriyetçi aday Mitt Romney’nin sözleriyle, nüfusun “devlete bağımlı yüzde 47”si damgasını vurdu. Romney kazanamamış olabilirdi ama etkili sözleri ve iddiaları kazandı. Ya da yiyecek karnelerine erişimi sınırlayan Kongre’ye ve işsizlik ödeneklerini genişletmek yerine yardım kesintilerine giden Kuzey Carolina’ya göre öyle oldu.

Benzer şekilde, mali aktivizmin muhalifleri de merkez bankası bilançolarının saldırgan bir biçimde genişlemesinin enflasyon alameti olduğu ve ipotek senedi destekli menkul değerlerin ABD Merkez Bankası tarafından, devlet tahvillerinin de Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank: ECB) tarafından satın alınmasının özel ve kamu maliyesinin zorunlu konsolidasyonunu geciktirdiği uyarısında bulundu. Bu kurumlar faiz oranlarını düşük tutarak, devlet ve bireyler üzerindeki kemer sıkma baskısını azaltıyorlardı. Bu eleştiriler, *Wall Street Journal* sayfaları ve başka yerlerde merkez bankası politikalarına yönelik sert hücumlarla birleşti. Bunun klasik örneği, 15 Kasım 2010’da *Journal*’da yer alan açık mektuptu. Başkan Bernanke’ye hitaben yazılmış ve ekonomistler, yatırımcılar ve siyasal stratejistlerden oluşan yirmi üç imzalı mektubun para konularıyla ilgili kısmında şunlar yazılıydı: “Merkez Bankası’nın geniş kapsamlı aktif varlık satın alımı (sözde ‘parasal gevşeme’) planının yeniden düşünülmesi ve durdurulması gerektiğine inanıyoruz. İçinde bulunduğumuz koşullarda böyle bir planın gerekliliğine ve tavsiye edilebilir nitelikte olduğuna inanmıyoruz. Planlanan aktif satın alımları paranın değerini düşürme ve enflasyon riski taşımaktadır ve Fed’in istihdamı teşvik etme hedefine ulaştıracağını da sanmıyoruz.”³ Avrupa’daki dil farklı olabilirdi ama duyarlılıklar aynıydı.

Merkez bankasının paranın değerini düşürme eğiliminde olduğu kaygısı, hiç kuşkusuz, uzun süredir devam ediyordu. Avrupa’da bu kaygı, 1920’li yılların deneyimlerine kadar kök salmıştı. Zihinleri hep meşgul etmiş olan bu kaygı, şimdi maliye yetkililerinin piyasanın işleyişine müdahale ettikleri ve ekonomiyi yapay bir biçimde destekleyerek yapısal reformlara girişme yönündeki baskıyı zayıflatmaları endişesiyle iyice güçlenmişti.

Bu tezler, işaret ettikleri tehlikeler büyük ölçüde asılsız olsa da, giderek artan derecede şekillendirdi politikaları. Canlanma yarım kaldığı, laçkalık yaygınlaştığı ve faiz oranları sıfıra yakın olduğu sürece enflasyon da kontrol altında kaldı. Merkez bankasının vidaları sıkması halinde yapsial reformların daha hızlı ilerleyeceği varsayımı ise adı üzerinde, sadece bir varsayımdı.

Ama, asılsız ya da değil, bu eleştiriler merkez bankasının uyguladığı politikaların olumsuz sonuçları üzerine kara kara düşünmesine yol açtı. Federal Açık Piyasa Komisyonu üyeleri, Fed'in izlediği uyuşmacı politikaları nasıl terkedeceğini izah etmek durumunda kaldılar. Her ne kadar sahici bir terkediş geleceğın bir meselesi olarak kaldıysa da, bunun konuşulması bile moral bozucu bir etki yarattı. ECB Başkanı Mario Draghi, ECB'nin hükümet tahvilleri alımlarının yapısal ve bütçesel reformların kovalanması şartına bağlı olduğu uyarısıyla eoruyu savunmak için “ne gerekiyorsa yapılır” taahhütünü yumuşatmak zorunda kaldı.⁴ Ama meseleyi bu şekilde nitelemek de ne gerekiyorsa yapılacağı taahhütünün etkisini azalttı. Merkez bankaları üzerindeki baskı, ister ABD Temsilciler Meclisi'nde Ron Paul ve onun 'Fed'in Denetimi' üzerine verdiği yasa tasarısı olsun, isterse ECB'nin Doğrudan Parasal İşlemler'inin (Outright Monetary Transactions) anayasaya uygunluğunu değerlendirmek için tetikte bekleyen Alman Anayasa Mahkemesi, resmi oturumlarda dile getirilen eleştirilerin yol açtığı münakaşalar ölçüsünde daha da arttı. Bütün bunlar, ekonomik durgunluk sonrası canlanmanın zayıf kalması gerçeğine rağmen merkez bankalarının neden daha fazlasını yapmakta tereddüt ettiklerini izah etmeye yardımcı olur.

Böylece, Büyük Bunalım'la kurulan benzerliklerin karar merkezlerinin zihninde en önemli yeri kapladığı ve önceliğın ne pahasına olursa olsun ekonomiyi istikrara kavuşturmaya tanındığı 2008-09 sonrası kısa bir dönemin ardından, vurgu değişti. Öncelik şimdi bütçe dengesindeydi. Merkez bankaları açınsındansa bir enflasyon patlamasını, ne kadar saçma olusa olsun, önlemektı. Bu vurgu kayması, canlanmanın düş kırıklığı yaratmaya devam etmesi olgusuna rağmen gerçekleşti. Karar merkezleri, 1930'lu yılların hatalarından kaçınmak şöyle dursun, adeta onları yineleme niyetinde gibi görünüyorlardı.

Barack Obama'nın 4 Kasım 2008 seçim zaferi, hiçbir tartışmaya yer bırakmayacak denli kesindi. Rakibi, Arizona Senatörü John McCain'e krizin bir yardımı dokunmamıştı. McCain, George W. Bush'un şimdi gözden düşmüş politikalarının devamını temsil ediyordu. Karmaşık finansal meseleler konusundaki bilgisi zayıftı. 25 Eylülde, McCain tarafının ısrarlı istekleri üzerine Beyaz Saray'da düzenlenen ve yankıları büyük olan bir toplantıda Obama kriz konusuna ne denli vakıf olduğunu sergiledi. Demokrat Parti'nin adayı üzerinde düşünülmüş bir analiz sunarken, Cumhuriyetçi rakibi taş gibi sessiz oturmuş ve ancak daha sonra vergi verenlerin korunması üzerine belirsiz kişeleri dile getirebilmişti.

Beyaz Saray'daki bu toplantının katılımcıları için aşikar olan, kamuoyu için de aşikardı. Obama muktedir bir kriz yöneticisinin serinkanlı tavrını daha iyi yansıtmıştı. Krizi ve bunu çözmeye yönelik hükümet icraatı meselesinin anlamını kavrayabilme konusunda daha iyiydi. 4 Kasım'da McCain'e oy veren seçiciler kurulu üye sayısı 173'te kalırken Obama 365 üyenin oyunu alarak başkan seçildi. Obama'nın 2008'deki bu zaferi her ne kadar Roosevelt'in 1932'de zaferi kadar parlak değilse de –FDR 472 seçici kurul üyesinin oyunu alırken Hoover 59'da kalmıştı–, Demokratlar hem Kongre'nın iki meclisinde de yeniden kontrolü ele geçirdiler.⁵

Seçimle resmen göreve başlama arasındaki dönem artık 1932'den daha kısaydı. Bu ara dönemim kısaltılmasına verilen destek, bu konuda bir Anayasa değişikliği öneren girişimler çoktandır sürmekteyse de, aslında Hoover ile Roosevelt arasındaki dört aylık uzun geçiş döneminin yarattığı ekonomik sorunlar nedeniyle güçlenmişti. Ama görev teslim tarihi Mart ayından Ocak'a alınmış olmasına rağmen, yönetim boşluğu yaratan bir on haftalık ara halen vardı. Bu sırada iş, finansal sistemi su yüzünde tutmaktı.

Bu dönem boyunca ağır yükün büyük bölümü, diğerleri gibi, Merkez Bankası'nın omuzlarına bindi. Fed, 25 Kasım 2008'de, menkulleştirme piyasalarındaki sıkıntı emarelerine karşılık olarak, ipotek senedi ve konut piyasalarının yeni bir başlangıç yapması için Fannie Mae ve Freddie Mac ile Federal Konut Kredisi Bankaları'nın 100 milyar dolara kadarki doğrudan yükümlülüklerini ve ipotek senedi destekli menkullerinin de 500 milyar dolarlık kısmını satın alacağını ilan etti. Bununla birlikte ipotekle dayalı menkul kıymet alımı Fed kadrosunun deneyimli olduğu bir konu değildi. Söz konusu duyuru bundan dolayı merkez bankasının bu işlemi yürütmek üzere özel fon yöneticileri işe alacağını gösteriyordu. Bu da parasal kolaylaştırma (quantitative easing) olarak biline gelecek olan politikanın ilk raundunu resmen başlattı.

Fed, daha önce benzeri görülmemiş ikinci adımında, menkulleştirilmiş tüketici kredileri alımlarını finanse etmeleri için serbest yatırım fonları ve diğer özel yatırımcılara kredi vermek üzere Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kurumu'nun (Term Asset-Backed Securities Loan Facility: TALF) oluşturulduğunu duyurdu. Tüketicilere kredi vermek, yanına yaklaşılamaz derecede riskli bir hale gelmişti. Üstelik bu kredilerin finansmanı da imkansızdı. Alışılmış uygulama, bankaların bunları bir paket haline getirip, alımları için gerekli paranın çoğunu borçlanan serbest yatırım fonlarına satmasıydı. Ama şimdi, para piyasası durmuş durumdaydı ve bankalar da kredi vermeyi reddediyordu. İpotek kredileriyle ilgili menkuller piyasasını çökerten sorunların aynı zamanda menkulleştirilmiş tüketici kredileri piyasasına da bulaşıp bulaşmadığını kim bilebilirdi?

Ortaya çıkan sonuç endişe vericiydi. Eğer tüketiciler satın alımlarını finanse edemezlerse, harcama yapamazdı. Daha az harcama daha fazla işsizliğe, daha fazla ödeme güçlüklerine ve finansal sistem için daha fazla probleme neden olurdu.

Fed'in şimdi kırmaya çalıştığı kısır döngü buydu. Bernanke ve arkadaşları, serbest yatırım fonları ve menkulleştirilmiş tüketici kredisi satın alan diğerlerine 180 milyar dolara kadar kredi tedarikine hazır olduklarını duyurdu. Ama kredi teklifi, temerrüde düşen tüketicilerin endişelendirdiği yatırımcılar borçlanmakta tereddüt ediyorlarsa, yeterli olmazdı. Fed de bundan dolayı, çok sayıda tüketicinin temerrüde düşmesi halinde verdiği kredileri geri istemeyeceği vaadinde bulundu. Maliye de, kendi adına, merkez bankasının zararına kısmen de olsa teminat olarak TARP'ın 20 milyar dolarını koydu ortaya.⁶

Maliye'nin kıt sermayesiyle borçlanarak yapılmış zekice bir yatırımdı bu. Paulson'ın finansal mühendislik konusunda Goldman Sachs yıllarından gelen ustalığının da kanıtıydı. Planın beraberinde getirdiği kusursa, diğer finansal mühendislik dalaverelerinde olduğu gibi, karmaşıklığıydı. Hangi menkullerin değerlendirileceği ve serbest yatırım fonlarının bu riski alacağını nasıl garanti edildiğine ilişkin sorular vardı. Serbest yatırım fonları ve diğerlerinin kredilerine karşı ek teminat göstermek için Fed'in bu yeni imkanından borçlanmaları şart koşularak bu ikinci soruna bir çözüm bulundu. Diğer güçlükler için de eninde sonunda hükümet avukatları tarafından bir çözüm bulunacaktı. Ama bu 'eninde sonunda'nın dört ay sonra anlamına geldiği ortaya çıktı; tüketici kredilendirme programını düzgün ve sorunsuz çalıştırmanın aldığı süreydi bu.

Fed'in kredi piyasasına müdahalelerinin neden bu kadar tartışma yarattığını hiçbir şey bundan daha iyi resmedemez. Serbest yatırım fonlarına doğrudan kredi, gölge bankacılık sisteminin önemine ilişkin, Lehman'ın iflasından sonra, geç kalmış bir farkındalığı yansıtıyordu. Geç olması hiç olmamasından iyidir. Ama bu kredileri garanti etme girişimi, ahlaki tehlike korkularını ve Fed'in yine bir başka gizli kurtarma operasyonuna, bu kez kendileriyle alış veriş olan serbest yatırım fonları ve bankalara yardım eli uzattığına dair şikayetleri alevlendirdi. Üstelik Maliye'nin 20 milyar doları da Fed'in olası bütün zararlardan kurtulacağını garanti etmez ve vergi verenlerin parasını kesinlikle ateşten almazdı. Maliye'nin TRAP fonlarının musluğu açmasına yardım için Fed'in kullandığı türden karmaşık manevralar, geleneksel para politikalarına uzak yöntemlerdi. Olağanüstü dönemler olağanüstü önlemler ister ama olağanüstü önlemler de şayet kolay izah edilemiyorlarsa eleştirileri davet eder.

Bu geleneksel olmayan politikaları harekete geçiren dürtü, hiç kuşkusuz, finans piyasalarındaki sıkıntıydı. Ve Fed'in sonsuzcasına genişleyebilir bir bilanço ya ve süratle yanıt verme kapasitesine sahip tek kurum oluşu da bir gerçeklikti.

Geleneksel para politikalarının sınırına gelmiş olması da, Fed'i geleneksel olmayan adımlar atmaya mecbur bırakan fazladan bir motivasyon kaynağı oldu. FOMC, federal fonlar için hedef faiz oranını 8 Ekimde yüzde 1.5'a, ardından 29 Ekimde yüzde 1'e çoktan indirmiş, finans piyasalarını likiditeye boğmuştu. FOMC 16 Aralıkta da Fed fonları için hedef faiz oranını yüzde sıfır ile 0.25 arasına indirdi. Politika faiz oranı, olabilecek en düşük seviyedeydi. Fed, aslında, finans piyasalarına ihtiyaç ne kadar çok olursa olsun, kredi sağlamayı taahhüt ediyordu, sıfır maliyetle.

Merkez Bankası tarihinde eşi benzeri görülmemiş bir uygulamaydı bu. FOMC, daha önce sadece bir kere, o da 11 Eylül 2001'in ardından, Fed fonlarının faiz oranlarını yüzde 1'e kadar aşağı çekmişti. Ve asla daha aşağı inmemişti. Büyük Bunalım'ın derinleştiği günlerde bile, Fed fonları hedef faiz oranlarının 1930'daki karşılığı olan reeskont oranları asla yüzde 1,5'in, sadece New York bölgesinde 1931'de ulaşılan bu seviyenin, altına inmemişti.⁷ O zaman bile, altın rezervesini idareli kullanma endişesi taşıyan diğer merkez bankaları buna eşlik etmekte duraksamıştı. Merkez Bankası kredilerine aslında sıfır maliyetle sınırsız erişim sağlayan bu para politikası ise çok farklıydı. Bakış açısı 1930'lu yılların tecrübesiyle şekillenmiş yetkililerin ellerindeki bütün parasal gücü finansal sisteme istikrar kazandırmak ve ekonominin deflasyona yenik düşmesini engellemek için seferber etmeye hazır olduklarının bir göstergesiydi

Bernanke, bu kararın kendisinin, ya da 1930'larda olduğu gibi, New York Fed'in bir kararı olarak değil de sistemin bir kararı olarak algılanması gerektiğini düşünüyordu. Merkez Bankası'nın Bunalım'daki yükümlülükleri hakkında soru işaretleri doğmasına yol açan türden iç bölünmelerle Fed'in güven ilham etme kapasitesinin düşmesini önlerdi bu. Başkan, bu yüzden, 16 Aralık FOMC kararı yaklaşırken atılacak adım lehine bir konsensus oluşması için çaba sarfetti. Sıfıra düşürme üzerinde bir anlaşma sağlanması bu şekilde başarıldı.

Bu konsensusa ulaşmak, Merkez Bankası yöneticilerine bir ağızdan konuşma ve piyasalar üzerinde en kötüsünü önleme kararlılıklarına dair bir izlenim yaratma imkanı sağladı. Bunun yapılması, yakın gelecekteki finansal çöküş tehdidine eğilmek açısından önemliydi. Ama izlenecek politikaya oybirliğiyle karar vermek, Fed'in süregelen deflasyon tehdidine ve hemen ardından da canlanmanın düşkırı tempasına daha atak bir karşılık vermesini de önledi. Birçok merkez bankası başkanının daha fazla menkul alımı, ucu açık taahhütler ve izlenen politikanın sayısal hedefleri gibi hepsi de daha hızlı bir ekonomik canlanmayı desteklemeye yardımcı dokunabilecek konularda şüpheleri vardı. Bu şüpheler, Fed'in sağlamış olduğu teşvikleri yeterince hızlı bir biçimde 'geri alma' konusunda başarısızlığa uğrayarak enflasyona ve finansal aşırılıkların yeniden ayaklanmasına yol açacağı endişeleri üzerinde temelleniyordu. 2008 yazında olduğu gibi, konsensusa daha az önem veren bir başkan bu itirazları elinin tersiyle geri çevirebilirdi. Ama Başkan Bernanke değil.

Bu girişimler –bankalara sınırsız miktarda kredi sağlanması, ticari senet satın alımlarının finanse edilmesi ve Freddie Mac ile Fannie Mae’den ipotek senedi destekli menkul alımı- yetkili çevrelerin sorunun bir likidite sorunu olduğuna dair inançlarını yansıtır. Güven iyice kurumuştur. Kuşkular, teminat ödeme çağrılarına sevketmiş bu da borçluları tehlikedeki aktiflerin satışına yönelterek sonuçta daha fazla ödeme çağrısına neden olmuştu. Bu teşhisten çıkan reçete de açıktı: Eğer yetkililer bu piyasalara likidite enjekte ederek menkul alımlarında devreye girerse, koşullar normalleşirdi.

Sorunun bir likidite sorunu olduğuna dair teşhis, özel olarak Paulson’a aitti. Varlık satın alımları, anımsayalım, Paulson Maliyesi tarafından Eylül sonunda Kongre’ye sunulan TARP teklifinin odağındaydı.⁸ Sorunun temelde bir likidite meselesi olduğu fikri, Goldman Sachs’daki tecrübeleriyle finansal piyasaların iç işleyişine vakıf olmuş bir maliye bakanı nezdinde kabul gördü. Bu teşhis ve işaret ettiği ekonomi-politika, Maliye’ye tek tek finansal kurumlara kurtarma paketleri sunuyor olduğunu inkar etme olanağı tanınması açısından, politik olarak da elverişliydi; şayet TARP’ın AIG kurtarma operasyonunun hemen ardından Kongre’den onay alma şansı olacaksa, böyle inandırıcı bir inkar da hayati derecede önemliydi. Üstelik, Fed ve Maliye’nin bu haraç mezat alımları yaptıkları sürece bir kazanç elde etme ihtimalleri olduğu bile ileri sürülebilirdi.

Sadece iki problem vardı. İlki, menkul alımları için gerekli vasıtaların devreye sokulması haftalar, hatta aylar alacaktı. Söz konusu menkuller karmaşık ve çeşitliydi; zaten o aynı aktiflerdeki yatırımcıların daha önce başının derde girmiş olmasının da nedeni hiç kuşkusuz kısmen buydu. Bunların satın alınması, Maliye’nin aralarında o menkullerin piyasaya sürümüne karışmış aynı finansal kurumlardan gelenlerin de yer aldığı, piyasaya vakıf özel fon yöneticilerini işe almasını gerektirecekti. Fon yöneticisi performansının izlenmesine yönelik mekanizma ve tazminat düzeneklerinin ayarlanması gerekecekti. Bütün bunlar zaman alırdı. Ve zaman, likiditeden de daha az bulunan bir şeydi.

İkincisi, sorunun sadece bir likidite meselesinden daha fazlası olduğunu farketme konusunda bir isteksizlik –Paulson tarafında bir isteksizlik- vardı. Em-lakla ilişkili yatırımlar üzerine büyük bahisler oynamış bankalar büyük kayıplara uğramıştı. Şimdi bu kayıplara karşı bir tampon olacak sermaye yetersizliği içindeydiler ve bu da onları borçlanamaz kılıyor, kredi vermekte isteksiz davranmalarına yol açıyordu. Ellerindeki menkulleri geçerli piyasa fiyatlarına yakın bir para karşılığında satın alıp onlara likidite sağlamanın bu sorunun çözümüne fazla bir katkısı olmazdı. Bir Büyük Bunalım öğrencisi olarak Bernanke, FDR’nin yeniden açılmasına izin verilen her bankanın yeteri derece sermayelendirilmiş olacağı konusunda halka güvence vermek için banka tatillerinden nasıl yararlanmış olduğunu hatırlayabiliyordu. Fed Başkanı, daha Eylül ayında, TARP’ın

Kongre'den geçmesinden önce, güveni tesis etmek ve banka kredilerini yeniden başlatmak için Paulson'a sermaye enjeksiyonunun gerekli olabileceği önerisinde bulundu.⁹

Paulson ve Arkadaşları'nın bu gerçekleri kabul edip banka sermayelerinin yapısını yeniden düzenlemek için 250 milyar dolarlık TARP parasını kullanmayı kabul etmesi, TARP yasasının kabulünden sonra on gün aldı. Kolomb Günü'ne denk gelen 13 Ekim Pazartesi günü, Paulson, Bernanke, New York Fed Başkanı Geithner ve FDIC başkanı Sheila Bair, dokuz bankanın CEO'su ile şimdilerde efsane olan o toplantıyı düzenledi. Yetkililer orada bulunan bankalara kamu sermayesini hepsinin birden kabul etmesinin önemini açık açık anlattı. Herhangi birisinin geri çevirmesi halinde yardım alan bankalar zayıf halkalar olarak seçilip ayrılacak ve RFC'yi 1932 ortalarından itibaren alt üst etmiş olan aynı soruna yol açacaklardı. Bankalar tarafında ciddi bir isteksizlik vardı ve kimsenin şov yapmak gibi bir niyeti de yoktu, ya da gazeteler bunu iddia etti.¹⁰ Geithner ve Paulson, karşı koyan CEO'ların telefonlarına bir daha kesinlikle geri dönüş alamayacaklarını konusunu net bir şekilde bildirdi.

Şartlar da o kadar ağır değildi. Bankaların yüzde 5 kâr payı ödemeleri gerekecekti ki bu, piyasadan sermaye artırmaya gitseler, üstelik hiç kuşkusuz piyasaya erişebileceklerini varsaymak kaydıyla, ödeyecek olduklarından çok daha azdı. En güçlü konumdaki banka, Goldman Sachs, özel sektörden, Warren Buffet'in Berkshire Hathaway'inden 5 milyar dolarlık bir sermaye artırımını daha yeni başarmış, ama bu ayrıcalık için hatırı sayılır bir mebla ödemesi gerekmişti. Buffet'e hisselerinden yüzde 10 kâr payı, yani şimdi hükümet tarafından teklif edilenin iki katını, vaat etmişti.¹¹ Üstelik hükümetin bu yeni sermayesi beraberinde oy hakkı da getirmiyordu. Maliye sadece oy hakkına sahip olmayan imtiyazlı hisseleri almış olacak ve bankanın gelecekteki faaliyetlerine müdahale etme imkanı sınırlı kalacaktı.¹²

TARP fonlarının bu şekilde kullanımını tartışmalı hale getiren, tam da bu hükümler oldu. Paulson'ın hâlâ bunalıma bir yanıt vermekte zorlandığı görüşlerini destekledi. Yale Üniversitesi vakfını yöneten David Swensen'in de ifade ettiği gibi, karar merkezleri “olağanüstü derecede tutarsız,” davranmışlardı. “Bu problemlerin üzerine gitmek amacıyla üretmiş oldukları muazzam yöntemler yelpazesine ulaşmak için, işleri tutarsız ve kararsız bir biçimde yapmaya yönelik adeta özel bir çaba sarfetmiş olmanız gerekirdi.”¹³

Bu tür şüpheler bütünüyle isabetsiz değildi. Paulson, kendi görev süresinde benzer krizlerle karşılaşmış olan Clinton dönemi maliye bakanı Robert Rubin'den farklı olarak, kendi karar alma süreçlerine yol gösterecek kapsayıcı bir dünya görüşüne sahip değildi. Rubin, anılarında, piyasa dinamikleri konusundaki kendi özgün düşüncesini ve bunun kendisini karar verme süreçlerine sistematik bir yaklaşımı hiç değilse dış görünüş itibarıyla yaratan yolu beninsemeye yöneltişini

anlatır. Rubin kişisel bir tarafsızlık duygusunu korumuştı, oysa Paulson bir çözümden diğerine savrularak olaylara duygusal tepki verdi. Anı kitabına verdiği isim, *Eşikte* (On the Brink), adeta onun bu ruh durumuna bir göndermede bulunuyor gibidir.

Nitekim, olayların bu iki adamı bir araya getirmesi için de sadece birkaç gün yetti. Buna vesile olan olayların sadece Paulson'ın değil ama aynı zamanda Rubin'in itibarı için de içerimleri olacaktı.

Paulson, 250 milyar dolarlık TARP fonunun yeniden sermayelendirme için dağıtılmasının bir kereye mahsusluk bir olay olduğunu, bakiyenin de yine aktif alımları için kullanılacağını ileri sürmeye devam etti. Kongre'den TARP için onay alma peşinde koşarken de bunu vaat etmişti ve bu şimdi yön değiştirmeyi bir sorun haline getiriyordu.¹⁴

Gerçekte ise zehirli atık aktifleri tamamıyla satın almaktan vazgeçmesi bir ay bile sürmedi. Piyasa koşulları kötüleşmeye devam ediyor, kapsamlı bir satın alım operasyonuna hiç zaman bırakmıyordu. Sermaye enjeksiyonu parasının karşılığının almayı daha fazla vaat ediyordu.

Mesele sadece karmaşık finansal mühendislik işleri için hiç zaman kalmamış olması değil; geline nokta sorunu, menkul değer piyasalarından bankalara, finansal sistemin çarpan kalbine göç etmiş bulunuyordu. Bankaların sermaye açığı verdiği gerçektir. Basın yine de yeni bir politika değişikliğine daha anlam vermek için didiniyordu. Paulson'un 12 Kasım'da bu yeni strejiyi ilan ettiği basın toplantısına gazete manşetlerinin verdiği tepki soğuk oldu. Maliye bir kez daha rota değiştirerek, yüzde 5 düşmesine neden olduğu piyasaları rahatsız ediyordu.

Yetkililerin şimdi bankaları yeniden sermayelendirmeye odaklanması, denetçilerin henüz başkalarının bilmediği birşeyleri biliyor olduğunu ima ediyordu. Yatırımcılar, derhal ABD'nin hâlâ ayakta duran en büyük bankası Citigroup'un zayıf halka olduğu sonucuna vardı. Endişelerinin kaynağında, Citi'nin yirmi birinci yüzyıl bankacılığının bütün kötü özelliklerini bünyesinde barındırdığı bilgisi vardı. Sınırlı bir mevduat tabanıyla toptan fonlandırmaya yaslanmıştı. Çokuluslu bankacılığın tarihi 1920'li yıllara kadar giden bir öncüsü olarak, toptan fonlandırmalarının çoğu ürkek yabancı yatırımcılardan geliyordu. Tüketici kredileri, kuşkulu bir biçimde garanti edilmiş ticari gayrimenkul ve yüksek risk faizli ipotek kredilerine bağlı teminatlı borç yükümlülüklerinde, geniş çaplı bir pozisyonu elinde tutuyordu. Banka yönetimi yatırımcıları gerçeğin sanıldığı gibi olmadığına inandırma çabasıyla temettü dağıtmayı sürdürse de, 2007'nin ikinci çeyreğinden bu yana kâra geçememişti.

Yeni yeni başlayan korkular Kasım 19'da, Citi'nin yüksek risk faizli ipotek senedi destekli CDO'lara büyük yatırımlar yapmış bir yapılandırılmış yatırım aracını tasfiye etmek zorunda kaldığını bildirmesi üzerine, paniğe dönüştü. His-seleri yüzde 23 oranında düştü, bu da bir kaç ay süren sert düşüşlerle sonuçlandı.

Ama bu yaralı haliyle bile Citigroup kendi özel amaçlı fon hesaplarında saklı tuttuğu 3 trilyon dolardan fazla aktife sahipti. Eğer iflas edemeyecek kadar büyük bir ABD bankası varsa –bilinçli olarak iflas edemeyecek kadar büyüyecek şekilde düzenlenmiş bir banka varsa- o da buydu. Rubin, şimdi Citigroup yürütme kurulu başkanı sıfatıyla, tipik olarak ‘gösterişten uzak’ bir dizi telefon konuşmasıyla Paulson’a bu gerçeği hatırlatıyordu.¹⁵

Bernanke, Geithner ve Paulson’ın Lehman Brothers’ın batmasına izin verme kararında atıfta bulunduğu yasal incelikler bu zor koşullarda bir kenara bırakıldı. Sheila Bair, bir kurtarma operasyonu ile yola devam etme kararına muhalif olanların önde gelenlerindendi. Kurumunun 35 milyar dolarlık sigorta fonunu idareli kullanma kaygısı içindeki Bair, Citigroup’a bağlı sigortalı ulusal banka Citibank’ın yeddiemine teslim edilmesini önerdi. Bernanke, Geithner ve Paulson’sa, hep birlikte, Citibank’ın bir parçası olduğu ana finansal grup yapısı içinden kolay kolay ayırlamayacağını iddia ettiler. Mesele sadece Citigroup’un Lehman’dan da büyük olması değil ama daha uluslararası bir kurum olmasıydı. Lehman’ın iflası ve Britanyalı denetçisinin hesaplarını dondurduğu zaman ortaya çıkan türden problemler bu kez çok daha yıkıcı olabilirdi. Bütün bu nedenlerden dolayı, Maliye ve Fed yetkilileri 22-23 Kasım’a denk gelen hafta sonu, kurumu grup olarak kurtarma dışında bir seçenek olmadığında ısrar ettiler.

Planın nihai şeklinde, devlet 20 milyar dolar hisse sermayesi enjekte edecek ve karşılığında da yine imtiyazlı hisseleri alacaktı. Bernanke adi hisse senedi önerdi ama Paulson kabul etmedi. Hükümet adi hisseleri kabul etmiş olsaydı, Paulson’ın daha sonraları ifade ettiği gibi, ‘bankanın büyük bölümünün sahibi’ haline gelivermiş olacak ve ulusallaştırma konulu sevimsiz manşetleri teşvik edecekti.¹⁶ Kurtarma operasyonunun duyurulmasından hemen sonra Citigroup’un piyasa değerinin 20 milyar doların biraz üstüne düşmüş olduğu dikkate alınacak olursa, hükümet aslında bankanın neredeyse yarısına sahip olmuştu bile. Aradaki tek fark, yine, hükümetin elindeki hisselerin beraberinde oy hakkı getirmemesiydi.

Yetkililer buna ilaveten Citigroup’un zehirli atık aktiflerinden uğradığı 300 milyar dolarlık zararı bölmeyi kabul ettiler. Söz konusu zararın ilk 29 milyar dolarını Citi’nin üstlenmesinden sonra, hükümet de TARP, FDIC ve Fed eliyle yüzde doksanı devralacaktı. Bu da Maliye’nin sınırlı fonlarıyla borçlanarak hisse senedi almasının bir başka yoluydu.¹⁷ Üstelik, ipotek senediyle ilişkili yatırımlardan kaynaklanan zararı sigorta etmek, daha fazla sermaye enjekte etme veya o aktifleri doğrudan satın almaya göre, yardım sağlamanın daha az şeffaf bir yoluydu. Yetkililerin bir başka mega kurtarma yardımı sağladıklarına dair suçlamaları savuşturmanın da bir yoluydu.¹⁸

Bu kurtarma operasyonu, söz konusu bankanın Glass-Steagall'ın tasfiye edilmesinde lokomotif işlevi görmüş olduğunu hatırlayanlarda buruk bir tat bıraktı. Citi şimdi, aynı zamanda Paulson'ın bir zamanlar Goldman Sachs'dan mesai arkadaşı da olan Rubin'den danışmanlık alıyordu. Bankanın denetleyici gözetimini ise, başkanı Timoth Geithner olan New York Fed üstlenmişti; Rubin'in Clinton Maliyesi'nde olduğu yıllarda çırağı olan ve yeni seçilen Başkan Obama tarafından maliye başkanlığına atandığı daha yeni duyurulmuş olan Geithner. Bunun yol açtığı komplo teorileri aşırı abartılıydı ama olayın kamu oyu tarafından algılanış şekli bu bankanın, ya da daha sonraları rakiplerinin kurtuluşunu daha da güçleştirdi.¹⁹

Gerçeklik ise, Kongre'nin banka yönetiminin değiştirilmesi, oy hakkının vergi verenler adına elde tutulması gibi sert şartlar getirmeden yapılan kurtarma operasyonlarına yönelik itirazını bu tür finansal mühendislik araçlarının da yardımıyla geçiştirmiş olmanın, bankacılık sisteminin sermaye yapısını değiştirmeye yönelik daha da güçlü adımlar atma konusundaki şüpheleri beslemiş olduğuydu. Yine de kalıp dökülmüştü. Hükümetin Bank of America'yı kurtardığı Ocak ayında tekrar kullanıldı.

Başkan Bush bu görevi yeni yönetime bırakmayı ummuştu. Kongre henüz TARP fonlarının ikinci yarısını serbest bırakmayı onaylamamıştı ve Bush da bunu talep etmekte isteksizdi çünkü son icraatının bu ödemeyi yasaklayan bir kongre tasarısını mecburen veto etmek olması ihtimalinden korkuyordu. Kongre'nin red kararına ilişkin bu gözle görülür işaret, yol açacağı mahcubiyete ilave olarak, finans piyasalarına güven de vermeyecekti. Ama Bank of America'nın yakın bir zamanda duyuracağı 2 milyar dolar tutarında kendi adına ve bir 22 milyar dolarlık da yeni satın aldığı yatırım bankacılığı departmanı Merrill Lynch adına olan zarar, başka bir paniği daha tutuşturacak bir kıvılcım olma tehdidi taşıyordu. Bush ofisteki son günlerinde harekete geçme noktasında, Hoover'dan daha istekli çıktı. 12 Ocak 2009'da, TARP fonlarının ikinci dilimini talep etti ve Kongre isteksizce de olsa onayladı. Üç gün sonra, 20 milyar dolarlık bir yeni sermayenin Bank of America'ya enjekte edilmesi için TARP'ın kullanılması karara bağlandı. Hükümet ve banka, ipotek senediyle ilgili aktiflerden kaynaklanan 118 milyar dolarlık zararın, Citigroup'a uygulanan formül izlenerek banka tarafından üstlenilecek ilk on milyar dolardan sonraki onda dokuzunu devralmayı kabul etti.

Ve bu devlet desteğinin yürürlüğe girmesiyle birlikte, Bank of America da ertesi sabah çeyrek dönem sonuçlarını ilan edebildi.

NOTLAR

1. 1929 ile 1932 arasında düşüş, gelişmiş ülkelerde ve bir bütün olarak dünyada neredeyse tam olarak aynıydı. Maddison veritabanından (<http://www.ggd.net/maddison-project/home.htm>) alınan veriler, 1929 ile 1932 arasında gelişmiş ülkelerdeki GSYH, küresel GSYH'den kümülatif bir yüzde 1 puan daha az düştü. IMF'in World Economic Outlook veritabanının 2014 edisyonuna (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>) göreyse 2008 ile 2009 arasındaki küresel GSYH düşüşü ise 0,4 yüzde puanıydı.
2. WTO (Dünya Ticaret Örgütü) 1995'te kuruldu. Çokuluslu şirketlerle küresel arz zincirinin iş dünyasına serbest ve açık ticaretten sağlam bir çıkar sağlayacak şekilde büyümesiyle, örgütün etkisi de arttı –bazıları bütün nüfuzunu bu büyümeye borçlu olduğunu söyleyecektir.
3. <http://blogs.wsj.com/economics/2010/11/15/open-letter-to-ben-bernanke/>.
4. Bkz. Bölüm 26.
5. Demokratlar 2006 ara seçimleriyle her iki meclisin de kontrolünü ele geçirdi ama karşılarına Cumhuriyetçiler'in kontrolündeki bir Beyaz Saray çıkmıştı. Şimdiyse Beyaz Saray'ı güvence altına almaya ilaveten hem Temsilciler Meclisi hem de Senato'daki çoğunluklarını artırdılar.
6. Bu 20 milyar dolar, ilk kayıp dilimi olarak bilindi; borçluların ilk 20 milyar dolarlık zararlarını telafi edecekti.
7. 1937'den itibaren ve II. Dünya Savaşı boyunca uzatılarak New York oranları yüzde 1'e düştü.
8. Bkz. Bölüm 13.
9. Paulson (2010), sf. 323.
10. Wessel (2009), sf. 237-40; Suskind (2011), sf. 122-23; Irwin (2013), sf. 157.
11. Buffet buna ilaveten kendisine 115 dolarlık bir işlem fiyatıyla 5 milyar dolarlık daha adi hisse senedi satın alma olanağı sağlayan garantiler elde etti. Goldman hisseleri, vade bitimini 2013 sonuna ayarlayan bu teminatlarla, 150 dolar civarında alınıp satılıyordu.
12. Hükümet de, Buffet'in açtığı yoldan giderek, krediye hak kazanan bankalardan tercihli hisse infüzyonunun yüzde 15'ine denk gelen bir miktarda adi hisse satın alımı garantisi talep etti. Bu garantiler, bankacılık sistemi sonunda canlanırsa ve canlandığında vergi verenlere getirilerden bir pay vermeyi hedefliyordu ama Maliye'ye bir oy hakkı sağlamayacaktı.
13. Alıntı, Zingales (2009), sf. 73. Paulson'un baş ekonomisti Phillip Swagel, Maliye'nin 'kronik örgütsüzlüğü'nden ve 'yönetim katındaki 'gelişigüzel politika belirleme süreçleri'nden bahseder. (Swagel 2009, sf.5).
14. Kongre bu yaklaşıma kısmen de olsa değer verdi çünkü bankaların elindeki ipotek destekli menkullerin hatırı sayılır bir bölümünün devletin eline düşmesi anlamına geliyordu ve bu ipotek kredilerinin esaslı bir bölümünün yeniden yapılandırılmasını kolaylaştıracaktı.
15. Paulson (2010), sf. 406-8.
16. Aynı eser, sf. 413.

17. Hükümet tercihli hisselerden teminat harcı, artı önceki sermaye enjeksiyonlarındaki garanti harçları olarak bir 7 milyar dolar daha elde etti.
18. Swagel (2009), sf. 3.
19. Hükümet resmi raporlara bakılırsa sonuçta bu yatırımdan pozitif bir getiri elde etti (Congressional Budget Office 2009). Ama aynı zamanda, TARP muhasebe verilerinin ve dolayısıyla da bu veriler üzerine kurulu CBO raporlarının, hükümetin ödediği maliyetin tam ve doğru bir dökümünü sağlayıp sağlamadığını soran Barofsky'ye de (2012) bakınız.

Bütün bunlar olurken yeni seçilmiş başkan ve ekibi endişeli gözlerle izlemekteydi. Obama'nın Ulusal Ekonomik Konsey'in başına atadığı Lawrence Summers ve Ekonomi Danışmanları Konseyi başkanlığına seçilen Christine Romer, adalet ve ahlaki tehlikeler temelinde daha fazla el altından şirket kurtarma düşüncesine karşı koydu.¹ Sözüm ona iflas edemeyecek kadar büyük kuruluşlara el koyma, yeniden sermayelendirme ve sonra yeniden açmanın bir yolunu bulmayı tercih ediyorlardı – yani ulusallaştırma ve süratle yeniden özelleştirme, bu süre zarfında da kapalı tutma. İktidar koltuğununa uzak diğer akademisyenler ise ulusallaştırma üzerinde daha güçlü bir şekilde durdular.² Bu akademisyenlere göre İsveç tarafından 1990'larda bankacılık sistemindeki arızaları gidermek için benimsenen yaklaşım oldukça cazipti: Devlet yetkilileri sıkıntıdaki finansal kuruluşlara el koymuş ve zehirli atık niteliğindeki aktiflerini devlet tarafından işletilen ve zamanla bunların hepsini satın bitirecek bir 'sorunlu banka'ya aktarmışlardı. Hisse senedi sahiplerinin bütün borçları ödenip bitirilmiş ve yönetimi bu sırada görevden alınmış olan bu yeniden yapılandırılan bankaların sermaye yapılarının düzenlenmesi ve kapılarını yeniden açması ancak ondan sonra mümkün oluyordu.

Ama Obama'nın politik danışmanları, Kurmay Başkanı Rahm Emanuel'den alt kademelere kadar, hükümet şayet bu banka sermayelerini yeniden yapılandırmaya yönelik daha fazla fon için Kongre'ye geri giderse, daha kalıcı bir şok yaşanacağından korkuyorlardı. Banka ulusallaştırmak, bankacılık lobisi şöyle dursun, Amerikan halkının büyük bir kesimi için bile lanetli bir şeydi. Bunun akademik çevrelerdeki taraftarları, Hazine Bakanlığı'na atanan Timothy Geithner'in tersine, banka kurtarma operasyonlarını son raunduna

bulaşmamışlardı ve bu da onlara ulusallaştırma ve yeniden özelleştirmenin pürüzsüz çalışacağına dair idealize edilmiş bir fikir geliştirme imkanı sağlıyordu. Beyaz Saray danışmanları, halen sıkıntıda olan Citibank'ın bariz aday olduğu tek bir banka üzerinde İsveç yaklaşımını test etme fikrini akıllarından geçirmemiş değillerdi ama hesaplar iç karartıcıydı.

Geithner ise, kendi adına, iş dünyasının olağan akışını kesintiye uğratacak ve ekonomik canlanmanın başarı şansına zarar verecek her türlü müdahaleye karşıydı. Bir bankayı ulusallaştırmanın diğerlerinin de peşinden geleceği yolunda beklentiler yaratma ihtimali onu korkutuyordu. Geçici ulusallaştırma diye bir şeyin olduğundan da kuşkuluydu. Bu adım, ulusallaştırılmış kurumların satışını olanaksız kılarak, piyasaların moralini bozardı. Ulusallaştırma rotasında ilerleyen Birleşik Krallık gibi ülkelerin de zaman geçtikçe anlayacağı gibi, en azından bu konuda haklıydı.

Ancak ulusallaştırmadan kaçınmak, bir alternatifle ortaya çıkmayı gerektiriyordu; Raymond Moley ve William Woodin'in ifade etmiş oldukları gibi yeni bir yönetimin ilk günlerinde söylemesi yapmasından daha kolay olan bir şeyle. Paulson'ın Maliye'si karmakarışık, Geithner'inki de kadro yetersizliğinden muzdaripti. Üst düzey atamaların güvenlik incelemeleri zahmetliydi ve kongrenin onaylayacağı da hiç garanti değildi. Paulson yönetimindeki Maliye Bakanlığı'nın ekonomist ve finans uzmanı kadrosu zayıfsa da, Geithner yönetimi altında durum daha da beterdi.

Sonuç, fikirden yoksun olan Roosevelt yönetiminin kendilerinden öncekilerin banka rehabilitasyon planını benimsemesi gibi oldu. Geithner'ın planı da, benzer şekilde, zehirli atık niteliğindeki borç ve aktifleri bankalardan satın almak için, uygun bir kaldıraç oranıyla TARP fonlarını kullanmak –bunun için fırsat kollamaktı. Bu da esasında tüketici kredilerini hedefleyen TALF'ın ipotek senedi destekli menkullere, gayrimenkul kredilerine ve CDO'lara genişletilmesiydi. 23 mart 2009'da kuruluşu ilan edilen ve 22 milyar dolarlık bir TARP fonunun tahsis edildiği Miras Aktifler için Kamu-Özel Yatırım Programı'nın (Public-Private Investment Program for Legacy Assets: PPIP) özü de buydu.

Devamlılığın başka öğleri de vardı. Menkul alımı, Paulson'ın menkul satın alım programında olduğu gibi, özel fon yöneticileriyle ortaklık gerektirecekti.³ Hükümetin TALF içindeki ortakları olan serbest yatırım fonları gibi, bu fon yöneticilerinin de ellerini taşın altına koymalarını garanti altına almanın bir yolunu bulmak gerekecekti. Bir başka ifadeyle, eğer hükümet için menkul satın alıyorsa, fazla ödeme yapmadıklarının bir garantisi olarak aynı fiyattan kendileri için de menkul satın almaları gerekirdi. Doğrudan menkul alımı için TARP fonlarının yığılmasına ilaveten, Maliye, FDIC ve Merkez Bankası da her bir menkul değer havuzunu yatırımcılar tarafından teklif edilen miktarın yüzde 85'ine kadar, yani Citigroup ve Bank of America'dan miras kalan aktiflere sağlamış oldukları yüzde 90 garanti kadar, sigorta edeceklerdi.⁴

PPIP, bu daha önceki müdahalelerle aynı gerekçelerle çok fazla olumsuz eleştiriye hedef oldu. Uygulamayı anlamak güçtü. Bir kere tam da krizi doğurmuş olan finansal mühendislik fonlarına, yani ipotek senedi menkulleştirme ve kaldıraça dayanıyordu. Vergi verenleri zarar riskine açık hale getiren bir başka ucu açık garantiyi devreye sokmuştu. Zehirli atık niteliğindeki akiflere yine fazla ödeme yapıyor gibi görünüyordu çünkü bankalar zararına satışa isteksiz olacaktı.

Ama en ciddi problem, Paulson'ın menkul alımıyla ilgili orijinal programını da raydan çıkartanla aynıydı; yani ölçek büyütmek için gerekli zaman. TALF'ı düzgün ve sorunsuz çalışır hale getirmek Fed'in tam dört ayını almıştı ve Maliye'nin elinde tecrübeli personel de yoktu. PPIP nihayet Eylül 2009'da işlerlik kazandı. Banka bilançolarındaki 1 trilyon dolar tutarında batık kredi ve aktif temizlemek yerine, program sadece 40 milyar dolar gibi ancak finans kovalarında bir damla olabilecek bir rakama ulaşabildi.

Ulusallaştırmanın seçenek dışı, PIPP'in ise sürüncemede kalmasıyla, Maliye'nin elinde tek seçenek olarak kala kala bankalara stress testi planını desteklemek kaldı. Bakan Geithner, dikkatlerin aktif satın alım programı üzerine odaklandığı 10 Şubatta olumsuz tepkiler alan bir basın toplantısı düzenleyerek bu fikri ortaya attı. Şimdi de stres testi, stratejinin en önemli parçası haline gelmişti. Fed ve FDIC'teki uzmanlar, Maliye ile birlikte çalışarak, bankaların ipotek senedi kredileri, kart kredileri, otomobil kredileri ve diğer aktiflerinin performansı için senaryolar geliştirecekti. On dokuz büyük banka bundan sonra denetçileriyle birlikte, olumsuz senaryo olarak adlandırılan koşullar altındaki zararını hesaplayacaktı; 'olumsuz', 'en kötü durum'un bir alt kademesini tanımlıyordu. Şayet bir bankanın rezervleri deliği kapamayacak kadar küçükse, daha fazla sermaye toplaması gerekecekti. Bu sermayeyi yatırımcılardan toplama konusunda sorun yaşarsa, bunu devletten almak zorunda kalacaktı. Sadece ihtiyacı olan kuruluşların kamu fonlarını kullanmasıyla da, vergi verenlerin sırtındaki yük de sınırlı kalacaktı. Ve bankaların yeterli derecede sermayelendirilmesiyle de yatırımcılar güvence altına alınmış olacaktı. Kredi vermeye yetecek kadar özkaynak ve tampona sahip bankalar da ekonomik canlanmayı teşvik edebilirlerdi.

Uygulama yatırımcılar, bilinçli kamuyou ve hatta Beyaz Saray tarafından şüpheyle karşılandı. Denetçiler karmaşık menkulleri değerlendirecek uzmanlıktan yoksundu ve bu da onları bankalar ve onların kurum içi modellerine boyun eğmeye mecbur bırakıyordu. Senaryoları fazla iyimser olur ve gereken yeni sermaye miktarı küçük olursa piyasalar bu süreci bir zırva olarak bir kenara bırakabilirdi. Ama senaryoları zor ve sermaye miktarı da büyük olursa, bankalar bunu toplayamayabilir, hem yatırımcıların hem de resmi yetkililerin korktuğu ulusallaştırma senaryosu içinde devletin eline düşmeye mecbur kalırlardı. Her iki olasılıkta da güven, yeniden tesis edilmek yerine zarar görürdü.

Stres testi yapanlar bu yüzden bir ayarlama sorunu yaşıyordu: Çorbanın ne çok soğuk ne de çok sıcak olması lazımdı. Banka aktiflerini piyasada geçerli fiyatlardan değerlemek zorunda olmadıklarından, fiyatları belirlemek için kullandıkları hesaplama modeline, arzulan sonuçları yaratacak ince ayarlar çekebilirlerdi. Ya da bankaların gelecek kazançlarının büyümesine dair varsayımlarını ayarlayabilirlerdi.

Sonunda seçilen tutar- çünkü seçilmişti- hiç de şaşırtıcı olmayan bir biçimde, 75 milyar dolar oldu; yani 35 milyar dolar ve 125 milyar dolar olarak belirlenen en alt ve en üst tahminlerin kabaca yarısı.⁵ Ne bir bağış olarak bir kenara atılacak kadar düşüktü bu rakam, ne de toplanması imkansız olacak kadar yüksek. Hükümetin daha birkaç ay önce dokuz bankayı almaya mecbur ettiği 125 milyar dolardan azdı. Her ihtimale karşı, Maliye'nin TARP fonları bakiyesinden de daha azdı.

Sonuçların açıklanmasıyla birlikte banka hisseleri fırladı.⁶ Geriye dönüp bakıldığında bunun kriz için sonun başlangıcı olduğu açıktı. Ama bugün bile, nedeni açık değildir. Geithner'in önsezisi, kendisinden önceki Paulson gibi, bankaların gerçekte iflas etmediği ve zaman içinde ve yatırımcıların desteğiyle sağlıklarına yeniden kavuşabilecekleriydi. Bankaların iflas etmiş olduğunu ve ancak muazzam miktarlarda kamu fonu emerek istikrara kavuşabileceklerini ileri sürmüş olan sözüm ona uzmanların sayısı da az değildi. Gerçekte ise bu uzmanlar yanılırken, Geithner haklı çıktı. Bankalar bir sihirli değnek dokunmuşçasına tekrar kredi vermeye başlamamış olabilirlerdi –aslında bir süre yoğurdu üfleyerek yediler- ama kendi kendilerine düzlüğe çıkmayı başardılar, sermayelerini arturdılar ve iş dünyasına geri döndüler.

Bunu yapmak biraz da yatırımcı güveni gerektiriyordu kuşkusuz. Burada da, stres testlerinin Bear Stearns, Citigroup ve Bank of America'nın daha önceki kurtarılışlarından farklı olarak, bir hafta sonu gelişigüzel uydurulmamış olmasının yardımı oldu. Güven ilham edecek kadar inandırıcıydılar. Görüntü, bu örnekte, gerçeğe uygundu. Bu da bankacılığın doğasıdır, güven bir algı meselesidir.

1933'te banka tatilleri ilan edildiği zaman, Roosevelt yönetimi de aynı şekilde cesur görünmüştü. Resmi olarak, sadece borçlarını ödeyebilecek durumda olan bankaların yeniden açılmasına izin verileceği duyurulmuştu. Gerçekte ise, izleyen iki hafta içinde tek tek her finansal kuruluşu özenli bir teftiştten geçirme imkanı, bu yöndeki şehir efsanesinin aksine, neredeyse yoktu. Hükümet buna rağmen, yeterince sermayelendirildiklerine dair sadece sözlü bir güvence vererek, bankaların büyük çoğunluğunun yeniden açılmasına izin vermişti.

Stres testleri de şimdi aynı resmiyetle uygulandı ve aynı sonuçları verdi. Sonuçları göz önünde tutulursa, 1933 banka tatili ve izleyen olaylara belli ölçülerde farklı bir ışık altında bakmak ve tıpkı stres testleri gibi, birazcık şovmenlikten daha fazlasını içerdiğini teslim etmek bir zorunluluk haline gelir.

Sonuçtan bu kadar memnun olmayan bir yorum da, testler sonucunda verilen Hamaratlık Onay Belgesi (Good Housekeeping Seal of Approval) ödülünün devasa bir hükümet garantisine eşdeğer olduğu yönündeydi. En büyük on dokuz bankaya özel bir ilgi gösterilmişti. Maliye bunların borçlarını ödeyebilir durumda olduğunu açıkladı. Goldman Sachs ve JPMorgan Chase'in başını çektiği dokuz tanesinin sermaye ilavesine ihtiyacı yoktu. Citigroup, Bank of America ve bunların daha az iyi durumdaki sekiz rakibi sadece 75 milyar dolarlık bir ilave sermaye toplayabilirlerse sermaye yapıları yeterli hale gelecekti ya da hükümetin iddiası buydu. Eğer ondan sonra da sıkıntı yaşayacak olurlarsa, buna kendi kontrolleri altında olmayan olayların neden olduğu sonucuna varılacak ve sağlamlıklarını beyan etmiş olan devlet tarafından kurtarılacaklardı.

Krize verilen yanıt bu bağlamda da, Olağanüstü Bankacılık Yasası'nın Merkez Bankası'na uygun gördüğü çek, senet, poliçe ve akseptansları kırma yetkisi verip bankalara mudilerinin taleplerini karşılamak için ihtiyaç duydukları likiditeyi sağlama imkanı verdiği 1933'ü çağrıştırır. Ve 1933'te olduğu gibi, krize yanıt olarak uygulanan politika, bankacılık sistenini istikrara kavuşturmuş ama bunu geniş ölçekli bir ahlaki tehlikeye kapı açarak yapmıştı.

Ya da belki de, 1933'te olduğu gibi, bankacılık sistemine yönelik önlemler mutlu sona ulaştıran diğer politikalar kadar etkili değildi.

Kriz politikaları arasında en çok ihtilaf yaratanlar ise, Obama yönetiminin 787 milyar dolarlık mali teşvik paketi ve Merkez Bankası'nın üç raundluk parasal kolaylaştırma operasyonları oldu. Teşvik paketi o zamanlar sonu gelmeyen tartışmalara neden oldu ve bugün de halen olmaya devam ediyor. Mesele, bakış açıları 1930'lu yılların deneyimince şekillendirilenler için apaçıktı. Hoover ve Roosevelt yönetimleri kişisel harcamalardaki düşüşü önlemek için çok az şey yapmıştı. New Deal her ne kadar, Grand Coulee Barajı'ndan Triborough Köprüsü'ne kadar önemli kamu harcamaları projelerine ağırlık vermişse de, harcamalardaki artış iki rakamlı işsizlik oranlarında kayda değer bir gedik açamayacak kadar küçüktü. Bu ise, kamu harcamalarındaki bir artışın buna orantılı miktarda bir özel harcamayı dışarı itme tehlikesi yaratmayacağı sıfıra yakın faiz oranı koşullarında iki misli talihsizlikti. Obama'nın Ekonomik Danışmanlar Konseyi Başkanı Christina Romer'in araştırması, dönemin mali girişimlerinin problemin büyüklüğü karşısında küçük kalması nedeniyle, bütçe politikasının ekonomik canlanmaya ancak sınırlı bir katkıda bulunduğu sonucuna işaret ediyordu.⁷

Obama teşvik paketinin tekerrüründen kaçınmayı hedeflediği yanlış da buydu. Bin yüz sayfalık bir yasa tasarısını üç haftadan biraz fazla bir süre içinde ilk taslak halinden yasalaştığı nihai metne taşımak hatırı sayılır bir başarıydı. FDR'nin Yüz Gün standartlarına göre bile hızlı ve Obama'nın da FDR'den

sonraki her seçilmiş ama henüz koltuğuna oturmamış başkan kadar çalışmış olduğu (ki Obama onların çoğundan daha gayretliydi) bir icraattı bu. Temsilciler Meclisi Tahsisatlar Komisyonu (House Appropriations Committee) Başkanı David Obey, bu icraatı “İç politikada 1930’lardan bu yanaki en büyük değişim” olarak selamladı. Bu türden sadece Washington ve çevresinin dar çıkarlarına hizmet eden meselelerin gönüllü savunucusu Washington Post ise, teşvik yasasının “federal hükümeti ülkenin ekonomik canlanmasının merkezine yerleştiren yeni bir ideolojik çağın başlangıcı,”nı temsil ettiği sonucuna varıyordu.⁸

Bu yüksek beklentiler hesaba katıldığında, ardından bir düş kırıklığının geleceği kaçınılmazdı. Ara dönem sırasında, çok yakında Jared Bernstein ile birlikte Başkan Yardımcısı Biden’ın ekonomik danışmanlığına atanacak olan Romer, kişisel harcamalardaki düşüşü önlemek için ne kadar mali teşvik gerektiğini hesaplayan basit bir model kullandı. Bu, önce harcamalardaki düşüşü ve dolayısıyla da doldurulacak boşluğu hesaplamayı gerektiriyordu. Romer ve Bernstein bundan sonra da sonucu ders kitaplarındaki basitlikte bir mali çarpan oranına böldüler.⁹ Bundan daha kolay ne olabilirdi?

Birçok şey, olduğu çıktı ortaya. İlk olarak, üretim miktarı zaten çoktandır herkesin fark ettiğinden daha hızlı düşmekteydi; bu da işsizliği kaçınılmaz olarak daha da yükseltecek ve Romer-Bernstein takımını fazla iyimser gösterecek bir sonuçtu. Krizin istisnai niteliği –kredi alma imkanı bulamayan firmaların üretimi kısımları ve envanterlerini eşi görüşmemiş bir oranda aşağı çekmeleri- hesaba katıldığında, hükümet araştırmalarının üretim hacmindeki bu hızlı düşüşü tam olarak yakalayamamış olmasında şaşırtıcı bir yan yoktur. Yine de, işsizliğin reklam edildiği gibi yüzde 8’de istikrar kazanmamış olmaması, eleştirmenlere bu politikanın etkinliğini sorgulama imkanı tanıdı. Onların eleştirileri de kemer sıkma politikasına erken dönüş yanlılarına cephane sağladı.

Üstelik sonunda kabul edilen teşvik miktarı da Romer ve Bernstein’ın kendi hesaplamalarında önerilenden daha azdı. Onların modellemeleri, üretim hacmi açığını kapatmanın, kanallardaki daralmanın büyüklüğü ve Merkez Bankası politikalarına bağlı olarak 1,2-1,8 trilyon dolarlık bir teşvik gerektirdiğini gösteriyordu. Ama 1 trilyonun üzerindeki rakamlar Kongre’deki Demokratların midesinde bile bir yanma etkisi yaratıyordu. Cumhuriyetçilerse rakiplerine çoktan vergi ve harcama partisi yaftasını takmış bulunuyorlardı. Amerikan halkının büyük hükümete (big government: muhafazakar ve liberaller tarafından aşırı derecede geniş, yoz ve savurgan buldukları hükümetleri tanımlamak için kullanılan terim) olan içgüdüsel düşmanlığına seslenerek karaladılar yasayı. Meclis azınlık lideri John Boehner’in ifadesiyle “Bu yasa tasarısı sözüm ona istihdam, istihdam ve istihdam için teklif edilmişti ama harcama, harcama ve harcamadan başka birşey olmadığı ortaya çıktı.”

Seçimler daha yeni yapılmış olabilirdi ama bu, ara seçimlerin sadece iki yıl uzakta olduğu anlamına da geliyordu. Demokratların Kongre’deki çoğunluğunu devam ettirmesi, bütçe açığının aşırı büyütölmemesini gerektirirdi. Bir trilyon dolar tuzak teliydi; politik aktörler teşvik paketinin bunun altında olması gerektiği konusunda hemfikirli. Bu nedenle de 800 milyar doların yeterli olduğunu savunan argümanlar sunuldu. Bundan daha büyük bir teşvik paketi piyasaları paniğe sürüklerdi. İşsizlikteki yükseliş zaten beklentilere dahildi; önlemek için hiçbir şey yapılamazdı. Bu bahanelere inanan birilerinin olup olmadığı belli değil. Politik amaçlar adına yedeğe alınmış ekonomi mantığıydı bu.

Birkaç Beyaz Saray stratejisti Kongre’nin problemlerini çözme ihtimalinin hayalini kurdu. Meclis ve Senato kendi detaylarını ekledikten sonra, tasarının nihai hali yönetimin talep ettiğinden daha da geniş olacaktı. Ama bu yaklaşım, her türlü araç kullanılarak ya da Meclis’teki Cumhuriyetçilerin işbirliği yapmayı reddetmesi yoluyla devletin küültölmesini savunan gevşek popölüst koalisyon, Tea Party’nin doğuşunu hesaba katmadı. Krizin ve buna karşılık olarak yapılan firma kurtarma operasyonlarının harekete geçirdiği politik hıncı hesaba katmadı.

Daha büyük bir teşvik paketinin doğruluğuna inanmış bir hükümet ve bir başkan bunun için mücadele edebilirdi. Obama son seçim zaferiyle elde ettiği politik sermayesini buna yatırabilirdi. Seçimlerde iki parti arasında gidip gelen Maine ve Pennsylvania gibi eyaletlerin Cumhuriyetçi senatörlerinden destek alabilirdi. Kongre engelini aşmak için halka başvurabilirdi. Ama Obama’nın iğüdüşü seçenekleri tartmaktan yana oldu, kendi programı için mücadele etmekten değil. Üşüne gitmek değil uzlaşmak. Bu davayı savunmasında ona yardım edebilecek ekonomi danışmanları bir ağızdan konuşmadı. Politik danışmanlarsa, daha büyük bir teşvik paketi için atak bir kampanyanın, başkanın politik sermayesini en iyi kullanma şekli olmadığını kabullendi.

Sonuçta, anında ekonomik etkiler vaat eden hazır projelerle ülkenin alt yapısını yenilemeye, enerji verimliliğini artırmaya ve insanlarına yatırım yapmaya yönelik uzun vadeli bir gündem arasında anlaşmazlığa düşüldü. Hızla piyasaya sürülebilecek harcamayı özendirme biçimleri üzerine odaklanmak krizi kontrol altına almak açısından hayati bir öneme sahipti. Harcamaları acilen yukarı çekmeden, özel sektör kaldırasızlığı ve finansal sektör sıkıntısı kısır döngüsünü kırmak hiçbir işe yaramazdı. Teşvik paketinin önemli bölümünün ilk aşamada yüklenmesi de bunun hükümet tarafından istisnai koşulların zorlaması altında başvurulmuş istisnai bir önlem olduğu ve kriz geçtikten sonra vazgeçileceği sinyali vermenin bir yoluydu. Bu tartışmaların bir yansıması olarak toplam teşvik paketinin yansından fazlası 2009-10’da toplandı.

Ama vurgu buna yapılıyorsa, ülkenin yapısal sorunlarına eğilinmemiş demekti. Geithner, geçiş dönemi sırasında Obama’nın akıllı enerji ağı gibi ilham verici projelere büyük umut bağladığını ama danışmanlarının onu vazgeirdiğini

anlatır.¹⁰ Obama yönetiminin yaklaşım tarzlarına sürekli bir destek arayışında işaret edebilecekleri bir Grand Coulee Barajı yoktu. Hızlı ın için dokuz milyar dolar bunun yanında sönük kalıyordu. Teşvik paketinin elle tutulur bir miras bırakmayacak olması, şüphecilere elde edilecek sonuçları kötüleme ve derhal geri dönüşü savunma imkanı sağladı.

ABD kısa bir ekonomik durgunluğu izleyen kuvvetli bir ekonomik canlanma yerine, uzun bir yüksek işsizlik dönemi yaşadı. Canlanmanın yavaşlığı, ekonominin görücüye çıkması yıllar alacak altyapı yatırımlarından fayda göreceği anlamına geliyordu. Fazladan hükümet harcamasına duyulan ihtiyaç ise, sadece altyapıya değil ama ülkenin yirmi birinci yüzyılın sorunlarını daha iyi bir konumda karşılamasına yönelik temel araştırma ve eğitime de harcama yapması için tutarlı bir plan geliştirme fırsatıydı.

Ama bu, 787 milyar dolarlık teşvik paketinin çoğunu 2009-10'da eyalet ve yerel yönetimlere transfer etmekten vazgeçip daha sonraki yıllarda uzun vadeli altyapı projelerine harcamanın daha mantıklı olduğunu söylemekle aynı şey değildir. 2009'da eyaletlere daha az para transferi, daha fazla işsizlik ve finansal sıkıntı, yani altyapı yenilemesi için yüksek bir bedel ödemek anlamına gelecekti. İmkansız başarmak ancak, bir yandan eyaletlere yapılan transferlerde kesintiye gitmeden, altyapı harcamaları için ödenekleri artırarak mümkün olabilirdi. Ama hükümetin kısa vadeli harcamalarda kesintiye gitmek zorunda kalmaksızın henüz hazır olmayan projelerin peşinde koşmasına olanak sağlayacak daha büyük bir teşvik paketi, politik kartlar içinde yer almıyordu. Üstelik karar merkezlerinin finansal sistemin durmasını önleme mücadelesi verdikleri bir kriz eşiği, ulusal bir kalkınma planına kafa yormak için son derece biçimsiz bir zamandı.

Teşvikle ilgili değerlendirmeler birbiriyle ters düşmeye bugün de devam ediyor. Ama bu, aleyhte olanların, işsizlik oranının yüzde 10,1, yani başlangıçta vaat edilenden tam iki puan daha yüksek bir seviye ile tavana vurmuş olduğu gerçeğine dikkat çekmelerine yetmez. Mervyn King tarzı, bir başka Büyük Bunalım'ın önlenmiş olduğu gözlemi için de yeterli değildir. Sorun, karşılığusal tarih içindeki bir sorun olarak konmak zorundadır. Teşvik olmamış olsa, işsizlik ne kadar yüksek olacaktı? Teşvik olmasa, Büyük Bunalım benzeri bir ekonomik kriz olacak mıydı?

Bu sorulara cevap vermeye yönelik ciddi bir çaba, her adımı teşviğin olduğu ve olmadığı durumlarla sınava çekilebilecek bir ekonomi modeli gerektirir. Farklı modeller, öngörülebileceği üzere, farklı sonuçlar verecektir. Büyük maliye politikası çarpanı kullanan Keynesçi modeller büyük pozitif etkilere işaret eder. Bunun tersine, faiz oranlarının kamu harcamalarıyla birlikte yükselip aynı oranda bireysel harcamayı dışarı ittiği klasik tam istihdam modelleri ise, hiçbir pozitif etki ortaya koymayacaktır. Kanıtsız modelleme dünyasında, her şey olabilir.

Ama modelleme dünyası ve daha genel anlamda bizatihi dünya, kanıtsız değildir. Modellerin, dışsal geçerlik testi olarak kanıtlarla karşılaştırılabilecek çıkarımları vardır. Bütünüyle de rastgele olmayan bir örnek seçmek gerekirse, klasik model teşviklerin faiz oranlarını yukarı çekmesi gerektiğini öngörürken, Keynesçi model bunu öngörmez. Faizlerin düşük kalması olgusu, bu yüzden bir modeller grubunu diğerine karşı destekler.

Kongre Bütçe Bürosu gibi hükümet organları tipik olarak politika analizi amaçlı bir çok model kullanıyor olsa da, yararlandıkları modeller çıkarımları olgularla çılgıncasına bağdaşmaz olmayanlarla sınırlıdır. CBO, bir dizi veri-uyumlu model kullanarak, sonrasında etkinin azaldığı 2010'un ikinci çeyreğinde, gerçek GSYH'nin teşvik varken, olmadığı koşullara göre yüzde 1,7-4,5 daha yüksek olduğunu hesapladı.¹¹ 2007 ile 2009 arasında GSYH'deki gerçek düşüş ise yüzde 3,4'tü. CBO'nun yüksek ve düşüş hesaplamalarının orta noktası, dolayısıyla, üretim hacmi kaybının teşvik olmasa yaklaşık iki misli daha fazla olacağını ima eder. Tam gün istihdamlı iş sayısı da, CBO'nun hesaplamalarına göre, teşviğin olmadığı koşullara göre 2,0-4,8 milyon daha fazlaydı.¹²

Politika ve ekonomik sonuçların farklı olduğu diğer ülkelerin deneyimleri de, ABD deneyiminin değerlendirilebileceği bir başka temel sunar. Şayet teşvik harcamalarının daha az olması dışında koşulların benzer olduğu ülkelerde ekonomik durgunluk daha derin ve daha uzun süreliyse, aradaki farkın büyüklüğü ilgili karşı olgusallığı tanımlamakta kullanılabilir. IMF gibi uluslararası örgütler bu türden bir karşı olgusal düşünme tarzına angajedir. Kurumun önde gelen ekonomisti Olivier Blanchard, 1'in üzerindeki mali politika çarpanlarına dikkat çeker (tahmin ettiği alt üst sınır aralığının ortası 1,3'tür.) Bu da, diğer şeyler eşitken, 2010 takvim yılındaki 400 milyar dolarlık bir harcama teşviğinin GSYH'yi 520 milyar dolar, ya da 13 trilyon dolarlık bir ekonomide, kabaca yüzde 4 oranında artıracağını varsayar.¹³ Bu sonuç, CBO'nun modelinde varsayılan aralıkla uyumludur.

Buna benzer bir strateji de, ABD'nin farklı miktarlarda federal fondan yararlanan eyalet ve illerindeki üretim hacmi ve istihdam değişikliklerini karşılaştırmaktır. Dartmouth College'dan bu yaklaşımı benimseyen James Feyrer ve Bruce Sacerdote, yardımın düşük gelirliyle altyapı harcamaları üzerindeki azımsanmayacak sonuçlarını ve teşviğin geneldeki büyük etkisini gün ışığına çıkardılar. Etki, CBO ve IMF'in hesapladığından daha küçük ama yine de kayda değerdir. Stanford, Berkeley'den bir ekip ve MIT ekonomistleri de benzer bir yaklaşımı benimseyerek, teşvik paketinin sağladığı Medicaid eşleştirme fonlarının (yoksullara sağlık yardımı) eyaletler arasında büyük değişimler göstermesi olgusundan yararlandılar. (Kişi başı bazında, Washington D.C., Utah'a aktarıldan neredeyse beş kat fazla yardım aldı.) Vardıkları sonuç, fazladan her 100 bin dolarlık eşleştirme fonunun istihdamı 3.5 iş-yılı (job-year: Obama yönetiminin 'keşfettiği'

bir istihdam ölçüm birimi; yaratılan yeni iş sayısını değil, işin süresini baz alıyor. Örneğin iki yıl süresince bin kişiye iş sağlayan bir inşaat projesi, bin yeni iş imkanı değil, 2000 iş-yılı yaratmış oluyor.) artırdığı ve her bir ilave 100 bin dolarlık federal harcamanın, nihai harcamaları 200 bin dolar yükselttiği idi.¹⁴ Bu da, diğer yaklaşımlardan daha da büyük bir etkiyi varsayar.

Son olarak, tarihsel deneyim karşı olgusalın tasavvuru için bir temel sağlar. Seksen yıllık bir bilim, New Deal politikalarının etkileri üzerine bir mutabakat yaratmamış olabilir ama neyin işleyip neyin işlemediği üzerine, daha önemli ve önemsiz politikalar üzerine ve neyin denenmesi gerektiği ama denenmediği üzerine bir geniş fikir birliği yaratmıştır. Maliye politikalarının denendiği yerlerde işe yaradığını ama denenmediği yerlerde yaramadığını düşündürür. 1936 Gazi İkramiyeleri gibi, tüketicinin cebine para koyan politikaların verimliliğine dikkat çeker ama aynı zamanda altyapı projelerini finanse etmek için münferit düşük borç faiz oranlarından yararlanma vakalarına da işaret eder. İster yeniden silahlanma için olsun isterse başka amaçlarla kamu harcamalarının sıfıra yakın faiz oranı koşullarında özellikle büyük etkileri olduğunu gösterir. Bütün bunlar da, Obama teşvik paketinin fayda sağladığını ama eğer karar merkezleri daha yükseğini hedeflemiş olsalar daha da fazla fayda sağlamış olacağını gösterir.

NOTLAR

1. Suskind (2011), sf. 212.
2. Bkz. Bölüm 15, dipnot 12.
3. Program, banka kredileri konusunda, bankaların en yüksek fiyatı verene ipotek paketleri satmasıyla ilgili program içeriğinin denetleme organı olarak Federal Mevduat Sigortası Kurumu'nu (Federal Deposit Insurance Corporation) öngörüyordu.
4. Tek fark, bu garantinin örtük olmasıydı; Maliye satın alma fiyatının yüzde 85'ini verecek olmasına karşın, bu kredi 'geri ödemesiz' olacaktı, yani, hükümet sadece varlıkların bakiye değerini geri alacaktı.
5. İlaveten, bankaların belirtilen asgarinin ne kadar üzerinde ilave sermaye tutmaları gerektiğine karar verme konusunda takdir hakkı için de bir pay bırakılmıştı.
6. Ya da daha kesin söylemek gerekirse, tam açıklanmalarından önce kilit önemdeki bulgular piyasaya sızdırıldı.
7. Romer, Obama'nın görevdeki ikinci ayı sırasında Brookings Institution'da yaptığı konuşmada, "1930'lu yıllardan alınacak mühim derslerden biri(nin) de, küçük bir bütçe genişlemesinin ancak küçük sonuçlar doğurabileceği," olduğunu belirtti. Sözü edilen araştırma için bkz. Romer (1992), Mart 2009'daki bu konuşma ise Romer (2009a).
8. Murray ve Kane'in (2009) sözleriyle.
9. Aslına bakılırsa, Fed'in faiz oranlarının yükselmesini ve özel harcamaları dışarı itelemesini önleyecek adımlar atacağı beklentisiyle hesaplanan çarpan aralığının üst sınırından bir değer seçtiler. Bu da dolaylı olarak, harcama için gerekli teşvik konusundaki son tahminlerini aşağı çeken bir etkide bulundu.
10. Geithner (2014), sf. 259.
11. CBO, Mekez Bankası ve iki ekonomik danışma firmasının, Macroeconomic Advisors ve Global Insight'ın öngörü modellerini kullandı. Kurum, faiz oranlarının üretim hacmindeki artışa yanıt verme derecesini -faiz oranlarının hiçbir yanıt vermediği bulgusuyla uyumlu olarak- azaltmak amacıyla, bu modellerin daha büyük bir karşılgusal değişiklik üretecek klasik formülasyonunu 'değiştirmiş' olduğunu belirtti. (Congressional Budget Office 2010, sf.10)
12. Obama'nın resmen göreve başlamasına on gün kala yaptığı radyo konuşmasında, teşviklerin "muhtemelen üç ile dört milyon arasında iş imkanını koruyacağı ya da yaratacağı"na ilişkin açıklamasıyla karşılaştırdı. Konuşmanın deşifresi için, <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=85391&st=jobs&st1=#axzzIOPNVsvHI>. Üç ile dört milyon

arasında iş imkanı, hali hazırda tam ve yarı zamanlı olarak yaklaşık 140 milyon istihdan edilmiş çalışanı buunan bir ekonomi için oldukça iyi bir rakamdır. CBO tarafından hesaplanan işsizlik oranı da bu durumda 0,7 ile 1,8 yüzde puanı daha az oldu.

13. Bkz. Blanchard ve Leigh (2013). İncelemeleri -gerçekleşen ve öngörülen- büyüme oranlarındaki varyasyonlar ve Avrupa ülkelerinin bütçe politikalarındaki değişim öngörülleri üzerine dayanıyordu.
14. İlk çalışma Feyrer ve Sacerdote (2011), ikincisi ise Chodorow-Reich, Feiveson, Liscow ve Woolston'a (2012) aittir. Eyaletler arası karşılaştırma yönteminin sorunu, durgunluğun en sert vurduğu eyaletlerin orantısız miktarlarda ilave federal fon almış olabilecekleridir. Eğer bu sayede çöküşten çıkmak için daha fazla imkanları olmuşsa, basit korelasyonlar teşvik paketinin bu toparlama etkisi lehine hatalı bir sonuç verecektir. Feyrer ve Sacerdote, karşılaştırılan fonların sadece eyaletin Meclis'teki delegasyon önceliği ile açıklanabilecek- yani aynı dönemin ekonomik faktörlerinin aksine politik faktörlerle izah edilebilecek- miktarını hesaba katarak hesaplamalarını buna göre ayarladılar. Chodorow-Reich ve diğerleri ise, Medicaid yardımında, sadece durgunluk öncesi Medicaid harcamalarının yapısıyla izah edilebilecek artışı hesaba kattılar.

Bundan daha da ihtilaflı olan bir konu, eğer daha fazlası mümkünse, Merkez Bankası politikaları oldu. Fed hem çok fazla şey yaptığı hem de çok az şey yaptığı için aynı derecede eleştirildi. Çok-fazla ekolünün üyeleri, Fed'in faiz oranlarını düşük tutma ısrarının bir enflasyon patlaması alameti olduğu konusunda uyarılarda bulundu. Bu enflasyon bir türlü olmayınca da, bu sefer Fed'in kredi piyasası müdahalelerini, ülke maliyesinin zorunlu konsolidasyonu engelleyen bir girişim olarak reddettiler. Merkez bankası, onların uyarılarına göre, krize neden olan türden finansal aşırılıkların daha fazlasına zemin hazırlamaktan başka bir şey yapmıyordu.

Çok-az ekolünün temsilcileri ise öte yandan, Fed'in tam istihdam konusundaki sorumluluğundan feragat etmiş olduğu yönünde şikayetlerde bulundu. Kredi piyasasının içinde bulunduğu koşullara kafayı takmış ve hırçın eleştirilerden yılmış olan merkez bankası geleneksel olmayan politikalara dönmekte tereddüt ediyor ve bunu yapmaya kalktığında da izlenecek politika konusunda katı üst limitler belirleyerek müdahalelerinin etkinliğini azaltıyordu. Enflasyonun normal seviyeleri ıskalamasına izin vermişti. Nominal gelirin yerinde saymasına izin vermişti.

Fed, anımsayalım, Lehman Brothers'ın iflasından sonra, ekonomiye büyük miktarlarda kredi enjekte etmeye başlamıştı. Bu da Fed fonlarının faiz oranını sıfıra ulaşıncaya kadar aşağı çekti ve 16 Aralık 2008'de hedef faizi yüzde 0-0,25 aralığına oturttu. Ama o zaman bile düşük faiz oranlarının arzulan sonucunu yaratacağına dair pek az belirti vardı. Yüksek riskten nefret söz konusuysen, hane halkı ve firmalar nezdinde borçlanma ve harcamaya dair gözle görülür bir isteksizlik vardı.

Soru, bir sonraki adımın ne olacağıydı. Burada da üç seçenek vardı (bunlar ilk kez, Fed'in 15-16 Aralık'ta yaptığı iki günlük politika toplantısında ele alındı). Birincisi, beklentileri biçimlendirmek amacıyla gelecek politikaları açıklamak ve bu kanaldan harcamaları etkileme girişiminde bulunmaktı. Eğer Fed daha yüksek bir enflasyon beklentisi yaratmak için niyet açıklamalarını kullanabilirse, fiyatların yükseleceği beklentisine girecek olan firma ve bireysel tüketiciler de harcama yapmaya daha fazla eğilim duyacaklardı.¹ 1933'te Fed, 'sözüm ona uluslararası bankerlerin zamanın gerisinde kalmış fetişlerini' yüksek sesle reddederek, gelecekteki fiyat ve politikalara dair beklentileri şekillendirme girişiminde bulunmuştu. Belki Fed şimdi de daha az kışkırtıcı ama aynı derecede güçlü bir şeyler söyleyebilirdi.

Fed yetkililerinin önündeki güçlükse, gelecek politikalar konusunda inandırıcı açıklamalar yapmaktı. Şayet enflasyon politik olarak tatminkar bir seviyenin, diyelim ki yüzde 2'nin üzerine çıkmış olsaydı, Federal Açık Piyasa Komisyonu'nun üzerindeki baskı da artardı. Tahvil sahipleri ve diğer sabit gelirli memnuniyet-sizliklerini açığa vururlardı. Fed de politik baskıyı hissederti.

Üstelik para politikasını belirleyenlerin beyinleri nesillerdir yarım hamileliğin imkansızlığı fikriyle yıkanmıştı. Eğer enflasyonun alışlagelmiş seviyenin üzerine çıkmasına izin verilirse, merkez bankasının kontrolü yitirebileceğinden korkarlardı. Fiyat istikrarını koruma taahhüdünün inandırıcılığı hasar görür, bu da hedeflerine ulaşma kapasitesini mahvederdi. 1970'li yılları bizzat yaşamış olanlar için o on yılın hatıraları, yaşamamış olanlar içinse o aynı yılların tarihi, yetkililerin bakış açısını güçlü bir biçimde belirliyor, politikalara şekil verip kısıtlıyordu.

Bütün bu nedenlerden dolayı, enflasyonun yüzde 2'nin üzerine çıkmasına izin verilmesi ve orada sabit tutulması kolay olmayacaktı. Bu sonucu yaratmaya yönelik açıklamalar, merkez bankasının düşük ve sabit enflasyon taahhüdüne ters düşmesi tehdidi taşıyordu. Bu koşullar altında sorumlu politikanın, sorumsuzca hareket ederek enflasyonun geçici olarak yükselmesine izin vermek olması, krizin çelişkilerini özetliyordu. Bu türden dolambaçlı tezler, merkez bankası yöneticilerinin dolambaçsız tutumlarıyla kolay kolay bağdaşmazdı.

FOMC, hem kabul edilebilir hem de etkili olabilecek bir dil bulmakta zorlandı; sorun, kabul edilebilir olanın etkisiz, etkili olanınsa büyük ihtimalle kabul edilemez olmasıydı. Aralık 2008'den başlayarak 'federal fon faiz oranlarının bir süre için istisnai derecede düşük seviyede' tutulmasına izin veren şartlardan bahsetti. 'Bir süre için' ibaresi, 'işsizlik oranı yüzde 6,5'a düşünceye kadar' veya 'büyüme istikrarlı olarak yüzde 3'ü aşındırmaya kadar' şartlarından daha zayıftı. Daha güçlü bir açıklama, FOMC'un diğer faktörlere de enflasyona tanındığı kadar öncelik tanındığının onayı olurdu. Bunu yapmaksa istisnai bir kriz koşullarına uygun davranmak olurdu. Sorumsuz politikalar konusunda sorumlu davranmak olurdu.

Ama bu çelişki, para politikasını belirleyenlerin taşıyabileceğinden daha büyüktü.

Bu ikilem, buna yakın bir başka seçeneğin, yani belirgin bir enflasyon hedefi benimseme politikasının düşünülmesine yol açtı. Fed, diyelim ki yüzde 3'lük bir hedefi destekleyebilir ve bunu yakalamaya yönelik politikalar her neyse izlemeye hazır olduğunu ilan edebilirdi. Bernanke, daha önceki akademik hayatında enflasyon hedefi belirlemekten yana olmuştur.² Resmen belirlenmiş bir hedefe ulaşmanın kolay olduğunu iddia etmişti. Buna ulaşmaya yönelik politikaların izahı ve haklı gösterilmesi de kolay olurdu. Böylece bunalımdaki bir ekonomiyi desteklemeye yönelik atak girişimlerin Fed'in fiyat istikrarı konusundaki taahhütlerinden vazgeçtiği şeklinde yanlış yorumlanması ihtimali de azalırdı. Politikanın verimliliği artardı.

Ama bir hedefin inandırıcı olması için, her türlü güçlüğü katlanarak kovalanması gerekecekti. Bu hedef ekonomi ister kötü gitsin ister iyi, politikanın yol göstericisi olmak zorundaydı. Ekonomiye hatırı sayılır bir itici güç sağlaması için kısa vadede yüksek bir seviye belirlenmeliydi. Ama o zaman da akabinde aşağı doğru bir baskı olabilirdi. Ve şayet bu hedefin değiştirilemez olmadığı herkes tarafından bilinirse, Fed'in bunu ulaşma taahhüdüne bağlı kalıp kalmayacağı da kaçınılmaz olarak sorgulanacaktı.³

Fed'in bunalımlı bir ekonomide enflasyonu yüzde 3'e yükseltme kapasitesine sahip olup olmadığı sorusunu kuşkucular da sordu. Resmi bir enflasyon hedefinin, politik karar merkezlerinin kontrol edemeyecekleri bir değişkeni asla hedef almamaları şeklindeki temel kuralı ihlal edeceği konusunda uyarıda bulundular. Çok daha sonraları, 2012'de, Fed, yüzde 2'lik bir enflasyonu kendi etki alanı için en uygun oran olarak belirleyen bir 'uzun vadeli hedefler ve politika stratejileri açıklaması' yayınlarak bir enflasyon hedefi belirleme yönünde kısmi bir adım attı. Bir yıl sonra FOMC, işsizlik oranı yüzde 6,5'a ulaşınca kadar faiz oranlarını düşük tutma taahhüdünde bulundu.

Bu, sonuçta, Fed'in fazla ürkek olduğundan şikayetçi olanlarca 2009'da savunulan rakamsal bir kılavuzdu. Ama 2009'a geri gidildiğinde, krizin eşiğindeyken bu türden rakamsal hedefler taahhüt etmek konusunda bir görüş birliği yoktu.⁴ Daha önceki on yıllar süresince para politikaları için benimsenen ve merkezinde düşük enflasyonun kovalanması direktifi olan kurumsal aygıtlar, yol göstermeyi ve politikaları sınırlandırmayı sürdürüyordu. Başkanı değilse bile, merkez bankası başkanlarının büyük bir bölümü FOMC'a hizmet sunarken dönüp tarihe, enflasyon patlamasının merkez bankasının inandırıcılığına zarar verdiği 1970'li yıllara baktı. Belli rakamsal rehberler tanımlamak gibi hiç alışılmamış koşullara uygun hiç geleneksel olmayan politikalar o zamanlar henüz seçenekler arasında yoktu.

Üçüncü ve son seçenek, aktif alımlarıydı. Bu da, Fed'in deflasyondan kaçınma kararlığı konusunda sinyal vermek ve piyasa beklentilerini biçimlendirmek üzere başvurabileceği bir yöntemdi. Konut ipotek kredisi piyasası gibi belirli piyasalar için krediyi erişilebilir kılmakta kullanılabilirlerdi. Fed fonlarının faiz oranlarını sıfıra çekmek, bankaların birbirlerine açtıkları krediler için geçerli kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkili olmuş ama konut ipotek kredileri ve şirket bonolarının faiz oranları üzerinde ancak dolaylı bir etki yaratmıştı. Fed, aktif destekli men-kulleri satın alarak bu ikinciler üzerinde de doğrudan bir etki yaratma girişimin-de bulunabilirdi.

Parasal kolaylaştırmanın ilk raundu QE1, Kasım 2008'de, Fed'in Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Konut Kredisi Bankaları'nın 600 milyar dolarlık kredi ve menkul değerini satın alacağı ve 180 milyar dolarlık tüketici kredisini satın almak için de TALF'ı kurduğunu duyurduğu zaman yelken açtı. Fed, çok geçmeden, Mart 2009'da konut ipoteği destekli menkul kıymet alım tavanını yükseltti ve 300 milyar dolarlık uzun vadeli hazine kağıdı satın alacağını duyurdu. Ama olası sonuçlar nüfuz ettikçe yatırımcılar bu mesajın muğlak olduğunu farketti. Piyasaları her ne gerekiyorsa yapacağına ikna etmek, Fed'in deflasyon riski atlatılınca kadar aktif alımını sürdürmeyi taahhüt etmesini gerektiriyordu. Ama QE1 sınırlı bir hacme sahipti. Yatırımcılar merkez bankasının bilançolarını takip ederek programın ne zaman sona ereceğini tesbit edebilirlerdi. Özellikle de, 2009'un ikinci yarısında sona ereceğini görebilirlerdi.

Ama Bernanke ve FOMC'daki mesai arkadaşları ucu açık bir taahhüt altına girmekte tereddüt ettiler. İtirme mesafesindeki herkesi, işler ne kadar kötüye giderse gitsin, ABD için Japonya tarzı bir çöküş riski olmadığı ve Fed'in çaresizlik içinde ucu açık bir gevşemeye sürüklenmediği konusunda güvence vermek için çırpındılar. Fed'in müdahaleleri, onların nitelemelerine göre, seçici ve cerrahiydi. Finansal sistemin tıkalı arterlerini açmak ve serbest kredi akışını yeniden tesis etmek üzere tasarlanmışlardı. Bernanke, Fed'in Japonya tarzı bir parasal gevşemeyle değil, belli kredi piyasalarına yeniden işlerlik kazandırma amaçlı bir 'kredi gevşemesi'yle meşgul olduğunu altını çizerek vurguladı.

Ne yazık ki, bu kılı kırk yarma tutumu politikanın etkisini sınırladı. Beklenen enflasyon 2009'un büyük bir bölümü ve 2010 boyunca tehlikeli bir biçimde sıfıra yakın kaldı. Özel sektör istihdam büyümesi ayda yüz bin işin, yani işsizlik oranını düşürmek için gerekli olanın yarısının da altında seyreliyordu. ABD'i çok geçmeden Avrupa'daki borç krizi vurdu ve çifte dipli bir ekonomik durgunluk endişesini harekete geçirdi. Fed'in içinde de dışında da ABD ekonomisinin durma noktasına doğru yavaşladığı endişesi hakimdi. Bütün bunlar daha fazlasının yapılması için birer kanıttı. FOMC içindeki tartışmalar, 2008'de komisyonun çoğu üyesinin zihnini meşgul etmeye devam etmiş olan enflasyondan, 2010'da

Japonya tarzı bir deflasyon riskine kaydı. St. Louis Merkez Bankası Başkanı James Bullard'ın –önceleri enflasyon uyarısında bulunanların önde gelenlerinden biri- deflasyon tehlikesi kampına kayması bunun göstergesiydi.⁵

Bir merkez bankası yöneticisinin daha önceki düşünsel kabuğunu değiştirme becerisinin etkileyici bir sergilenişiydi bu. Hayranlık verici bir esneklik ve koşulların değişmiş olduğunu fark etme becerisiydi –hiç değilse, aynı derecede radikal bir politik doğrultu değişimi için koca bir dört yıl ve merkez bankasının elindeki parasal kontrolün yürütme organına devrinin gerekmiş olduğu 1930'lu yılların standartlarına göre. 1930'lu yılların deneyimine ait kayıtların, Friedman ve Schwartz gibilerinin öğrettiği gibi, bu karşılıklı şüphesiz bir ilgisi vardı.

Yine de 2010 sonlarına kadar Fed ayda sadece 30 milyar dolarlık hazine bonosu satın aldı; daha önce satın alınan menkul değerlerin vadesi dolarken bilançosunun küçülmesini zar zor önlemeye yeten bir miktardı bu.⁶ Daha fazlasını yapma konusundaki bu isteksizlik, merkez bankasına dışardan gelen eleştirilerin gümbürtüsünü yansıtıyordu. Kurumun sahneyi enflasyonist bir patlamaya hazırladığı yolundaki uyarılar aralıksız devam ediyordu. Her ne kadar bu iddia, en yalın biçimiyle, bunu dinleyicinin ilgisini çekmenin bir yolu olarak gören radyo sohbet programları sunucuları tarafından dile getiriliyorsa da, Merkez Bankası Kurulu üyeleri ve bölgesel merkez bankası başkanları bu eleştirileri ellerinin tersiyle bir kenara itmekte tereddüt ediyorlardı. Britanya'nın 1931'de altın standardından ayrılışını izleyen aylarda, Bank of England'ın Weimer tarzı bir enflasyon ihtimalinin olmadığı en nihayetinde açıklığa kavuşuncaya kadar faiz oranlarını düşürme konusundaki isteksizliğini hatırlamamak mümkün değil.

Merkez bankasının menkul alımı politikasının verimini sorgulayan başka eleştiriler de oldu ve bunlar söz konusu politikanın belirsizliği gidermekten çok çoğalttığını öne sürdü. Fed'in faiz oranları canlandığında uzun vadeli yatırım portföyünde zarara uğrayacağı konusunda söylenip duruyorlardı. Aktif balonu uyarısında bulundular. Parasal gevşeme politikası firma ve tüketicilere harcamalarını bugüne çekmeleri için bir teşvik sağladığı sürece, bunun yarınki harcamalarını azaltmaktan başka bir işe yaramayıp ekonomiyi ayakta tutabilmek için sonsuz bir parasal gevşeme talebi yaratmasından endişeleniyorlardı. Fed'in ucuz likidite sağlayarak, Kongre ve başkan nezdinde, hâlâ sermayeleri yetersiz olan bankaların sermaye yapılarını güçlü bir şekilde yenileme baskısını kaldırdığı uyarısında bulunuyorlardı. Ekonominin aşırı bir yeni konut arzı, kaynakları inşaatın diğer faaliyetlere kaydırma ihtiyacı ve hane halkının ağır bir borç yükü altında bulunması gibi tek başına parasal icraatlarla çözülemeyecek problemlerce geriletildiğini Fed'in fark etmesi gerektiğini ileri sürüyorlardı.

Aslında ileri sürülen, parasal gevşeme politikasının ilk raundu esas olarak konut ipotek senediyle ilgili menkullerin satın alınmasından ibaret kaldığı süreç, bunun konut piyasasındaki kaçınılmaz düzenlemeleri geciktirmekten başka bir işe yaramayacağıydı. Bu tür yapısal problemler Kongre düzeyinde bir yanıt gerektirirdi. Yani, Merkez Bankası girişimlerinin bu yapısal sorunları hasır altı ederek yaptığı tek şey, politikacılar üzerindeki harekete geçme baskısını kaldırmasıydı. Eleştiriler Fed'in para biriminin korunmasından sorumlu bir kurum olarak yetkilerini aştığından yakınıyor ve bu girişimlerini kendi kendine dizginlemeyecekse bu işi onun yerine yasa koyucuların yapması gerektiğini söylüyordu.

Bu eleştiriler haklı görülebilir ya da görülmeyebilirdi. Fed politikalarının maliyeti yararından çok olabilir ya da olmayabilirdi. Ama bu konudaki yaklaşım ne olursa olsun, bu eleştirilerin FOMC üyelerini daha fazlasını yapmaktan alıkoyduğu kesindi.

Bu politik bağlam hesaba katıldığında, parasal gevşeme politikasının ikinci rundunu devreye sokma kararının zamanlaması çok da şaşırtıcı olmadı. Bu karar 3 Kasım'da, kongre ara seçimlerinden bir gün sonra geldi. QE2, sekiz aya yayarak 600 milyar dolarlık hazine kağıdı alımını içeriyordu. Bu yeni alım, Fed'in bir önceki yıl yapmış olduğu satın alımın yaklaşık iki buçuk katı oranındaydı. Piyasaların buna tepkisi QE1'deki gibi oldu; yani olumlu denebilecek bir yanıt. 2011 başlarında enflasyon beklentisi deflasyon bölgesine rahatsız edici bir biçimde yakın olan yüzde 1,4'ten daha sağlıklı bir seviyeye, yüzde 3'e çıktı.

QE2, ülkeye bir enflasyon patlaması tuzağı kurduğu gerekçesiyle Temsilciler Meclisi'nin kontrolünü henüz ele geçirmiş olan Cumhuriyetçilerin hücumuna uğradı. Hazine bonolarının faiz oranlarındaki indirim, hükümetin borçlanmasını kolaylaştırmıştı ve Cumhuriyetçiler bunun ülkenin borç ve bütçe açığı problemlerine eğilme konusunda Kongre ve Beyaz Saray üzerindeki baskıyı azalttığını iddia ediyordu. Uygulanan politika, finans piyasasının aşırılıklarını teşvik ederek, şimdi değilse bile yakın gelecekte, çok daha sarsıcı bir krize zemin hazırlıyordu.

Bu arada Avrupa, Asya ve Latin Amerika'daki maliye bakanları da QE2'yi doları aşağı çekmekle suçladı. Bu politikayı Amerika'nın kendi problemlerini yabancı ülkelerin zarar görmesi pahasına çözme girişimi olarak tanımladılar. Brezilya Maliye Bakanı Guido Mantega, ABD merkez bankasını bir para savaşına kalkışmakla itham etti. Almanya Maliye Bakanı Wolfgang Schäuble ise Fed'i 'para basarak doların döviz kuru oranını suni olarak indirmek'le eleştirdi.⁷ Yabancı ülkelerden gelen bu eleştirilerin farklı saikleri vardı. Avrupa'dan gelen eleştiriler, euronun dolar karşısında güçlenmesinin hayat mücadelesi veren Euro Bölgesi periferisinin rekabet gücü konusunda yaşadığı zorlukları büyütmesinden endişeliydi. Latin Amerika'da da yerel para birimlerinin dolar karşısında güçlen-

mesi rekabet gücü konusunda benzer sorunlar yaratıyordu. ABD’de faiz oranlarının düşüklüğü sermayenin getirilerin dah yüksek olduğu yükselen piyasalara doğru akışını teşvik ediyor, şişmiş aktif piyasalarını ve aşırı banka kredilerini besliyordu. Etkileri faklıydı ama bütün bu ülkelerde ortak olan bir şey, ABD para politikasından memnun olmayışlarıydı.

Tarih bu eleştirilerin isabetsiz olduğunu gösterecekti. ABD’deki eleştirmenlerin kehanetlerinin aksine, enflasyon sadece izlenen programın ömrü süresince değil ama izleyen birkaç yıl boyunca da yüzde 2’nin altında seyretmeyi sürdürdü. Ekonominin problemi yetersiz talebe karşıt olarak bütçe açığı ve yapısal dengesizlikler değil, her ikisi birdendi. Ve Fed’in tam kapasiteyle yetersiz talep sorununa eğildiği yerde de bunu yaparak karar merkezlerinin üzerindeki diğer meseleleri ele alma baskısını azalttığına ilişkin tek bir kanıt bile yoktu. QE2, ABD politik karar merkezlerinin bütçe açığı sorununa el atmalarını engellemedi; varlıklılar üzerindeki vergiyi yükseltmekten ya da keyfi harcamalardaki büyümeyi sınırlamak için 2013’te Müsadere Yasasını (Sequester) uygulamaya koymaktan alıkoymadı. Ve hane halkı ve firmaları harcamalarını bugüne çekmeye teşvik etmenin, merkez bankasını kaçamayacağı bir koşu bandının üzerine yerleştirerek, gelecekteki harcamaları azaltılabileceği kaygıları da, ancak zaman içinde yeniden dağıtılabilecek sabit bir harcama şişkinliği olduğu yanılgısını yansıtıyordu.

Yabancı yetkililer ise, öte yandan, şayet ABD merkez bankası harekete geçmemiş olsa daha iyi durumda olup olmayacaklarını sormadı. Çünkü Fed bunun yerine ABD’nin ekonomik durgunluğa geri kaymasına izin vermiş olsaydı, dünyanın geri kalanı için yıkıcı olurdu bu. Ama yanıltılmış ya da değil, eleştirel yorumlarıyla Fed’in menkul alım programlarını daha da ileri götürmek şöyle dursun, plana sadık kalmasını bile zorlaştırdılar. Kasım 2010’da Güney Kore’nin başken Seul’de yapılan G20 zirvesinde, Başkan Obama’nın arkasında pek de mutlu bir fon oluşturmuyorlardı. Başkan Obama ise kendisini bir uluslararası ekonomik ve mali işbirliği şampiyonu olarak konumlandırmayı ummuştu. Bunun yerine, Fed’in QE2’yi ilan eden ‘bomba mesajı’, zirvenin daha çok 1933 Dünya Ekonomik Konferansı havasında geçmesine neden oldu.

Daha fazlasını yapma konusundaki gönülsüzlüğü hesaba katıldığında Fed’in bu politikası ancak geçici bir çare olabilirdi. Enflasyon beklentileri, 2011 başında yüzde 3’e çıkmasının ardından tekrar düştü ve yaz başında programın süresi dolduğunda bir kez daha zar zor yüzde 1 etrafında geziniyordu. QE2’de de, kendisinden önceki QE1’de olduğu gibi, açık uçlu bir taahhüte girme konusundaki isteksizlik, Fed politikasının sadece geçici bir şeker yükselmesinden öteye geçmemesine neden oldu.

Üçüncü raundsa, neyse ki, nazarlık oldu. Fed, Eylül 2011’de, elinde mevcut olan daha kısa vadeli hazine menkullerinin satışından elde ettiği hasılatı kullanarak on yıllık hazine bonoları satın alım planını duyurdu. Program, konut piyasası

ve genel olarak yatırımı teşvik etme amacıyla, on yıl boyunca hazine bonoları ve ipotek senedi faiz oranlarını düşürmek üzere tasarlanmıştır. Fed bilançosunun daha da şişmesini gerektirmiyordu. Uygulanacak politika daha çok, uzun vadeli faiz oranlarını kısa vadeliye göre indirmek amacıyla, portföy kompozisyonunun daha uzun vadeli kağıtlara doğru kaydırılmasını içeriyordu. Faiz oranlarının vade yapısını tersine bükme üzere tasarlanmıştır, da diyebilirsiniz.

Yeni program bu gerçeğe işaret etmek için 'Bükme Operasyonu' (Operation Twist) olarak adlandırıldı. Bu adlandırmanın avantajı, ismin OE3 olmaması ve dolayısıyla benzerlerinin uğradığı saldırıya uğrayamayacak olmasıydı. İsmi tarihsel bir örnekten, yani, ödemeler dengesini desteklemek için kısa vadeli faiz oranlarını yüksek tutarken yatırımları teşvik etmek için uzun vadeli faiz oranlarını aşağı çekme hedefiyle 1961'de yürürlüğe giren daha önceki bir Bükme Operasyonu'ndan alıyordu. 2011'de, Fed emsalsiz müdahalelerinden dolayı ardı arkası kesilmeyen eleştiriler altındayken, bu geçmiş örnek, politik bir kalkan sağladı. Merkez bankası bilançosunun daha fazla şişmesinden kaçınmak, aynı zamanda, menkul alımlarının enflasyonist sonuçlarından endişelenen FOMC üyelerini ikna etmenin bir yoluyla.

Baştaki plan, Ekim 2011 ile Temmuz 2012 arasında 400 milyar dolarlık uzun vadeli hazine bonosu satın almaktı. 2012 yazında istihdamdaki büyümenin hâlâ yavaş olması üzerine FOMC çok geçmeden, yalnızca bir merkez bankası başkanı, Richmond'dan Jeffrey Lacker'ın muhalefetiyle, programı yıl sonuna kadar uzattı. Eylülde ekonominin hâlâ zayıf olması üzerine, ister istemez QE3 olarak damgalanan bir hamleyle, 40 milyar dolarlık bir ilave ipotek senedi kesim alımı daha yaptı. 2012'nin sonunda, işsizlik halen yüzde 7,7 olunca FOMC bu kez de Fed'in ayda 45 milyar dolarlık hazine bonosunu önceki oranlardan almaya devam edeceğini duyurdu; ne var ki şimdi artık bu alımlar esas olarak, aynı miktarlarda satmayacağı kısa vadeli menkullerin geliriyle karşılanmayacaktı. İpotek senedi destekli menkul alımları da devam edecekti. Richmond Merkez Bankası Başkanı Lacker bir kez daha karşı oy kullandı.

Bu, artık, önceki politikadan ciddi ölçüde sapmak demekti. Fed, ilk kez, ekonomi sağlığına kavuşuncaya kadar faiz oranlarını düşük tutmak ve menkul alımlarına devam etmek üzere ucu açık bir taahhütte bulunuyordu. İşsizlik yüzde 6,5'un üzerinde olduğu ve enflasyon da yüzde 2,5'un altında kaldığı sürece rahatlatıcı politikalar da yerinde kalacaktı. Bu taahhüt, beklentileri etkilemek üzere tasarlanmıştır ve etkiledi de. Sıfırın etrafında gezinip 2012'nin ikinci yarısında alarm zillerini çaldırarak negatif bölgesine düşen enflasyon beklentisi, şimdi yüzde 1'e doğru çıkıyordu.

Problemse enflasyon beklentilerinin daha yükseğe çıkmayışydı. Merkez bankasının yüzde 2 hedefinin yanından bile geçmiyordu henüz. Fed'in menkul alımlarını sadece önceki tempoda sürdüreceğini taahhüt etmesi ve daha fazla artırmaması, bu hedefin neden sürekli olarak ıskalandığını açıklar büyük bir ihtimale.

Mali teşviklere bir değer biçmenin güçlüğü, farklı sonuçlar veren farklı modellerdir. Parasal gevşeme meselesindeyse, esas olarak hiç bir model olmadığı için bu problem daha da içinden çıkılmaz bir hal alır. Merkez bankası tarafından kullanılan makroekonomik modeller, finans sektörlerini ayrıntılı bir biçimde belirlemekten uzak kalmıştır. Bu modellerin finansal koşullardaki değişimlerin ekonomi üzerindeki etkilerini etkin bir biçimde saptamadaki yetersizliği, başka şeylerin yanısıra, 2008 dönemi öncesi finansal dengesizliklerin tespit edilmemiş olmasının bir nedenidir.

Politikanın değerlendirilmesi, değerlendirilen politika gibi, bu durumda mecburen içgüdüsel olarak ilerler. Bakılacak yerlerden ilki ve apaçık olanı, faiz oranlarındaki değişimdir. On yıllık hazine bonolarının getirisi, parasal gevşemenin ilk raundundan önce yüzde 3,35 iken, 2008 sonunda yüzde ikinin biraz daha üzerinde bir seviyeye düştü. Soru, bunun ne kadarının uygulanan politikadan, ne kadarının zayıf bir ekonomi, deflasyon korkusu ve güvenli yerlere kaçış gibi tümü de hazine getirileri üzerinde aşağı doğru bir baskı uygulayan faktörlerden kaynaklandığıdır. Bunun için de sonucun ne kadar dayanıklı olduğuna bakmak gerekecektir; hazine oranları 2009'da yeniden yükselmeye başlayarak kimi eleştirmenleri uygulanan programın geçici bir etkiden ötesine geçmediğini varsaymaya sevketti. Bu durumda özel yatırım kararlarıyla daha ilişkili olan daha riskli aktiflerin faiz oranları üzerindeki etkisini bilmek gerekir. Ve son tahlilde söz konusu olan, tabii ki, istihdam ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisidir.

Politika analistlerinin, Lego parçalarından kule inşa eden bir çocuk gibi, farklı kanıt kaynaklarını kullanarak parçaları bir araya getirip yanıtı ulaştırmaktan başka şansları yoktur. Fed'in on yıllık hazine bonoları ve ipotège dayalı menkul kıymet alımının etkisini ölçmek için, bu menkullerin söz konusu programın ilan edilışinden önce ve sonraki getirilerini karşılaştırdılar. Bunun ardından da firma tahvili faiz oranlarının hazine getirilerindeki değişime verdiği tepkiyi incelediler. Son olarak, üretim hacmi ve istihdam üzerindeki etkisini ölçmek için, firma tahvili getirilerinin geniş ölçekli bir ekonomi modeli içindeki değişimine bakabilirlerdi.

O halde ilk adım, on yıllık hazine bonusu faiz oranlarını politikanın ilan edildiği tarih civarlarında incelemektir. Bu dönem kısaysa, -duyurudan sadece bir gün öncesiyle bir gün sonrası, örneğin- o zaman oranlarda gözlenen değişimi izleyen günlerdeki ortaya çıkan kafa karıştırıcı faktörlerle değil politikanın duyurulmasıyla açıklamak akla uygun olur. Joseph Gagnon ve Merkez Bankası'ndaki üç meslektaş, duyurunun hemen öncesi ve sonrasındaki faiz oranlarını karşılaştırarak parasal gevşemenin ilk raundunu değerlendirmek için bu yaklaşımı kullandı.⁸ On yıllık hazine bonusu getirisinin yüzde 1'den biraz daha az düştüğünü

buldular.⁹ Merkez bankasının bu büyüklükte bir etkiye ulaşabilmek için federal fon oranlarını tam yüzde 2 oranında düşürmüş olması gerekirdi, Fed fonları zaten sifıra çekilmemiş olsa, kuşkusuz.

Buna ilaveten, on yıllık hazine bonolarının getirisi, iki yıllıkların getirisinden de daha fazla düştü. Bu da Fed'in uzun süreli menkulleri piyasadan boşaltacak olduğuna işaret eden politika duyurusunun esas etken olduğunu akla getirir. Yatırımcılar, FOMC'un menkul alım programını duyurarak uzun bir dönem boyunca politika faiz oranını düşük tutmayı vaat ediyor olduğundan şüpheliymiş gibi göründüler. Buna inanmış olsalardı, duyuru kısa vadeli faiz oranları üzerinde de aynı derecede güçlü bir etkiye bulunurdu. Bu da, QE1'in kapsam olarak sınırlı olmasından dolayı Fed'in gelecek politikalarına dair beklentileri değiştirmekte de sınırlı bir etkisi olduğu görüşüyle tutarlıdır.

Bu dört Fed ekonomistinden sonra yazan Arvind Krishnamurty ve Anna Vissing-Jorgensen'in ise QE1 kadar QE2'yi de hesaba katma imkanları oldu.¹⁰ Sadece hazine bonolarının faiz oranlarına değil ama gayrimenkul kredileri ve firma yatırımları için önem arz eden ipotek teminatlı menkul değerler ve firma tahvillerinin faiz oranlarına da baktılar. Ayrıca, politikanın duyurulmasından hemen önceki ve sonraki dakika ve saatleri karşılaştırdılar. Bu daha kısa süreli dönemlerin hesaba katılması, faiz oranlarından gözlemlenen değişimlerin diğer faktörlerden kaynaklanması ihtimalini daha da azalttı.¹¹

Krishnamurty ve Vissing-Jorgensen, QE1 ve QE2'nin on yıllık hazine bonoları üzerinde olduğu kadar, diğer görece olarak güvenli aktiflerin faiz oranları üzerinde de aşağı doğru bir baskı uyguladığını bulguladı. Daha da önemlisi, QE1, Fed'in 1 trilyon doları aşan ipotek bağlantılı yükümlülükleri satın aldığı süreç içinde, riskli ipoteğe dayalı menkul kıymetler üzerinde olduğu gibi, daha az olmak kaydıyla firma tahvilleri üzerinde de negatif bir etkiye bulunmuştu.¹² Hazine bonoları alımı daha sınırlı olan QE2'nin ise, tersine, ipotek teminatlı menkuller üzerinde ancak sınırlı bir etkisi olmuş, firma tahvillerini hiç etkilememişti. Bu da, QE3 devreye girdiği zaman Fed'in neden bir kez daha ipotek teminatlı menkullere odaklandığını –ve konut piyasasının neden 2013'te canlandığını– açıklayabilir.

Şu halde Fed güvenli aktifleri satın aldığı anda, güvenli aktiflerin faiz oranlarını aşağı çekmeyi esas olarak başarmıştı. Politik olarak tartışmalı olduğundan ancak belli aralıklarla yaptığı riskli aktif alımlarındaysa, bu kez riskli aktiflerin getirilerini büyük ölçüde aşağı çekmeyi başardı. Her iki durumda da, menkul alımı yaparak politika oranlarını uzun bir dönem boyunca düşük tutacağı ya da enflasyon beklentilerini yükselteceğine dair sinyal vermek konusunda çok az bir başarı sağlayabildi. Krishnamurty ve Vissing-Jorgensen, Enflasyon Korumalı Hazine Menkulleri (Treasury Inflation Protected Securities: TIPS) fiyatlarında, enflasyon beklentileri üzerinde ılımlı bir olumlu etkiye işaret eden bazı değişim

belirtileri bulguladı. QE duyurularının, yatırımcılar sanki bu duyuruları Fed'in politika faiz oranlarını daha uzun bir süre daha da düşük tutacağını bir sinyali olarak algılamışlarcasına, kısa vadeli hazine bonolarının faiz oranları üzerinde ılımlı bir negatif etkisi olduğuna dair bazı işaretler de buldular. Apaçık ki, Fed bu politikayı ne kadar çok tekrarlarsa, yatırımcıları plana sadık kalmaya hazırlıklı olduğu konusunda ikna etmekte o kadar başarılı olmuştur.

Buna rağmen, enflasyon beklentileri Fed'in yüzde 2 hedefini ıskalamaya devam etti. Bugün geriye dönüp bakıldığında, daha büyük alımlar ve daha gözüpek açıklamaların daha iyi olacağı görülüyor. Ama politik baskıların varlığında bu böyle olmadı.

Sonuçta, bir ekonomi modeli kullanılarak tarihin Fed'in aktif alımları olmayan bir versiyonu canlandırılabilir. O dönemde Merkez Bankası Para Kurulu Başkan Yardımcısı olan Janet Yellen, 2011 başlarında Merkez Bankası'nın kurum içi modelini kullanan böyle bir çalışmayı raporladı.¹³ Sonuç, QE1 ve QE2'nin yokluğunda işsizlik oranının 1 ile 1,5 puan daha yüksek olacağını gösteriyordu. Kadrolu özel sektör istihdamı ise kabaca 2 milyon kişi daha düşük olacaktı.

Finansal piyasalarla ekonomi arasındaki bağlantılsa, daha önce belirtildiği gibi, bu sınıf modellerin güçlü yönlerinden biri değildir. Bunula birlikte elimizdeki en iyi hesaplamalar da bunlardır. Mali teşviklerin etkilerine dair hesaplamalarla bir araya getirildiklerinde, işsizlik oranında Ekim 2009'da yüzde 10'dan 2013 başlarındaki yüzde 7,5'a düşüş, büyük ölçüde uygulanan politikaya atfedilebilir gibi görünür. Mervyn King'in de ileri sürdüğü gibi, politik karar merkezleri bir başka Büyük Bunalımı önlemişti. İşsizlik oranının ısrarlı bir şekilde yüzde 10'un üzerinde seyretmesini onlar engelledi.

Ama aynı zamanda, daha fazlasını da yapabilirlerdi. Ve bunu yapamamış olmaları, ekonomik canlanmanın neden bir hayalkınlığı yaratmayı sürdürdüğünü büyük ölçüde izah eder.

NOTLAR

1. Bu tür açıklamalara sözle yönlendirme olarak bilinir, ya da daha tanıdık bir ifadeyle, merkez bankasının geleneksel açık piyasa işlemlerinden ayırdetmek için 'açık ağız işlemleri' olarak.
2. Bernanke ve Mishkin (1997) ve Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999).
3. Diğerleri Fed'in bunun yerine, ekonomi zayıfken daha fazla, ekonomi güçlü bir biçimde büyürken ise daha az enflasyon doğuracağını teslim ederek, nominal GSYH'de yüzde 5'lik bir artış oranı hedeflemesi gerektiğini öne sürdü. Ancak bir nominal GSYH hedefinin izah edilmesi zor olabilirdi. Fed'in iletişim stratejisi önünde güçlükler çıkarabilirdi.
4. 2012'den sonra bile, Fed yetkililerinin bu rakamsal taahhütlere bağlı kalmasının önemi konusunda sorular vardı. Yüzde 2 enflasyon hedefi defalarca ıskalandı. Başkan Bernanke'nin Haziran 2013'te, merkez bankasının menkul alımlarını çok yakında 'yavaş yavaş azaltmaya' başlayabileceği yolundaki uyarısı, ipotek faiz oranlarının hızla yükselmesine neden oldu ve merkez bankasının mevcut rahatlatma politikasını ekonomi önemli ölçülerde güçleninceye kadar sürdürme konusundaki kararlılığına dair şüpheler doğurdu.
5. New York Times'da da (29 Temmuz 2010) yazdığı gibi, Bullard (2010) deflasyon tehlikesi konusundaki görüşlerini belirtir.
6. Fed'n bu değerlendirmesi, yetkililerin deflasyondan kaçınmak ve sağlıklı bir ekonomik canlanmayı başlatmak için ne gerekiyorsa yapmaya hazır olduklarına ilişkin retoriğinden etkilenen dönem gözlemlerinin değerlendirmesinden açık bir biçimde farklıdır (bkz. örneğin, Wessel 2009 ve Irwin 2013). Krippner (2012) gibi ekonomistler, bu zaman dilimindeki genişlemeci politikanın niteliği hakkında hüküm verebilmek için faiz oranlarının 'yapı'sı terimini kullandı. Fed her ne kadar kısa vade faiz oranlarını sıfırın altına çekmeye muktedir değilse de, aktif alımlarıyla orta -ve uzun- vadeli faiz oranları üzerinde beklenti kanalları üzerinden hatırı sayılır bir etkide bulunabilirdi. Krippner 'yapı' terimini diğer gözlemlenebilir ekonomik değişkenlerle ilişkilendirir ve aktif alımlarına ayarlı 'gölge' Fed fon oranının, Fed fon hedefini üretim açığı ve enflasyon oranına bağlayan basit bir Taylor Kuralı'nın çok daha düşük olması gerektiğini önerdiği 2009 başında, yaklaşık yüzde -1 olduğu sonucu varır. Wu ve Xia (2013) ise, farklı yöntemler kullanarak, aynı sonuca ulaşır. Daha mesafeli -ve daha sistematik- ekonomik analiz, bu nedenle, Fed politikasının mevcut koşullar altında gerektiği kadar genişlemeci olmaktan çok uzak olduğunu ileri sürer.
7. Mantega, döviz savaşları bayrağını bir hafta önce, Brezilyalı sanayi liderlerinden oluşan bir dinleyici topluluğu önünde yaptığı konuşmada çoktan yükseltmişti ve bu ifadeyi daha sonra tekrarlamakta aceleci davranmıştı.
8. Bkz. Gagnon, Raskin, Remache ve Sack (2010).
9. Yaptıkları hesaplamalara göre, kurumun on yıllık borç getirisi 156 baz puan ve ipotek destekli menkul değerler getirisi de 113 baz puan düşmüştü. Ocak 1985'ten finansal krizin hemen öncesine, Haziran 2008'e kadarki zaman dilimine yayılan aylık verileri kullanan zaman serisi analizi de, Canlin ve Wei (2012) tarafından yapılan zaman serisi çalışmasında olduğu gibi birazcık daha küçük sonuçlara ulaşsa da, bu sonuçları doğrular.
10. Bkz. Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen (2011).
11. Aynı zamanda, QE1 ve QE2 çetrefil politikaları ve dolayısıyla da sadece duyuru civarındaki dakika ve saatler hesaba katılması, yatırımcıların bunu değerlendirmesine ve etkinin tam olarak gerçekleşmesine yeterli bir zaman olmayabilir.
12. Fed bu program kapsamında doğrudan firma tahvilleri satın almadı ama bunlar ipotek destekli menkul değerlerin yerini almaya nispeten yakındır.
13. Bkz. Yellen (2011).

KISIM IV

Bir Sonrakini Atlatmak

Daha önceki Roosevelt yönetimi gibi, Obama yönetiminin krize verdiği yanıt da sadece bütçesel ve parasal araçların kullanımından çok daha fazlasını zorunlu kılıyordu. Söz konusu yanıt, konut ve motorlu taşıtlardan finansal hizmetlere kadar belirli sektörleri hedefleyen etkileyici bir girişimler yelpazesini içeriyordu.¹ Buna karşılık, bunların hiçbiri değilse de pek azı, tutku ve başarı açısından, New Deal döneminde başlatılan girişimlere yaklaşılabildi.

Obama yönetiminin özellikle sıkıntıdaki ev sahiplerine konut ipoteği yardımı sağlama çabaları, 1930'da Konut Sahipleri Kredi Kurumu tarafından başarılanların sönük bir taklidiydi. Konut piyasasının doğasındaki değişimler müdahale döneminde ipotek senetlerinin hem bankalara hem de vergi mükelleflerine büyük kayıplar dayatmaksızın yeniden yapılandırılmasını güçleştirdi ki bu, hem politik hem de ekonomik açıdan bir başarısızlıktı. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve 2010'daki Tüketici Koruma Yasası, başarıma tutkuları açısından 1933'ün Glass-Steagal Yasası ya da 1934'teki Menkul Kıymetler Borsası Yasası'nın yanından bile geçemedi. Karar merkezleri parasal ve bütçesel araçları daha başarılı uygulayarak bu kez en kötüsünü önlemişti. En kötüsünü önleyerek de hüküm süren finans sisteminden yarar sağlayan yerleşik çıkarların yeniden toparlanmasını sağladılar. Köklü reform baskısını azalttılar.

Konut inşaatı, 2005'te ABD GSYH'sinin yüzde 6'sına tekabül ediyordu; şimdiki payı ise yüzde 2'ye kadar düşmüştü. İnşaat falliyetleri hiç şüphesiz ekonomik durgunlukta sert bir düşüş gösterir. Ama şimdi endişe verici olan, zayıflamış konut inşaatının ekonomi canlanmaya başlamışken bir direnç unsuru olarak hareket etmeyi sürdürmesiydi.

Gözlemciler inşaat sektörünün canlanamamasını izah etmek için, yapı sektöründe 2006 öncesindeki aşırı yükselmeyi ve ekonomik durgunluğun potansiyel konut alıcılarını havuzdan boşaltan anormal sertliğine işaret ettiler. Bankacılık sistemi ve menkulleştirme piyasalarındaki sorunlar da yeni parselasyon girişimleri ve apartman inşaatlarının finansmanını güçleştirmişti. Daha önceki gevşek standartlara alışmış olan konut ipoteği yüklenicileri, şimdi öteki uca savrulmuştu. Denetçiler kredi faaliyetlerini çok daha ince eleyp sık dokuyordu.

Her şeyin ötesinde, ipotek kredisıyla ev almış altmış milyon Amerikalı ev sahibinin dört milyon gibi büyük bir bölümü 2009'un ilk ayları itibarıyla ödemelerini geciktirmiş ve ipotekli mülklerin haczi riskiyle karşı karşıya kalmıştı. Bu muazzam envanterin kapkara gölgesi piyasanın üzerinde asılı dururken, yeni bir parselasyona yatırım yapmak da alışılmamış derecede günlük güneşlik tabiata sahip bir müteahhite kalıyordu. İpotekli borç altına girmiş bir on-on beş milyon hane de şimdi evlerinin değerini aşmış vaziyeteydi. Şimdilik ipotek senetlerini döndürebiliyorlardı ama her an evlerini sahibi banka olan mülkler listesine ekleyip basıp gitme riskleri vardı. İnşaat sektöründeki bu geri çekme direncine ilaveten bankaların zararları da söz konusuydu. Bakımsız mülklerin mahvettiği semtlerde değer kayıpları oluyordu. Bütün bunlar bir yana, evlerini kaybeden ailelerin mağduriyeti ve alt üst oluşu gündemdeydi.

1930'lu yıllarda Konut Sahipleri Kredi Kurumu (Home Owners Loan Corporation, HOLC) bu sorunların hafifletilemesine yardımcı olmuştu.² Ama şimdi HOLC yoktu. Bunun yerine Obama yönetimi kendi ılımlı emellerini bile gerçekleştirmekte başarısız olan bir dizi sınırlı girişimle yanıt verdi bu soruna. Bütçeye Uygun Konut Modifikasyon Programı (Home Affordable Modification Program, HAMP), bankalarla ve ipotekli konut hizmeti sağlayan kurumlara aylık taksitlerini ödeyemeyen dört milyon ev sahibinin faiz oranlarını düşürmeleri için finansal teşvik sağlamak üzere tasarlandı. Programın şartlarına uyan hizmet kurumlar, borçlunun sistemde kalması halinde 1000 dolarlık bir avans ödemesi, ilaveten de mütevazı ödemeler aldı. Ama 2013 sonu itibarıyla bu programın modifiye etmiş olduğu konut ipoteği sadece 1,3 milyondur. Hükümet bu amaç için tahsis edilmiş TARP fonlarının dörtte birini ancak harcamıştı.

Bütçeye Uygun Konut Yeniden İpotek Programı (Home Affordable Refinance Program, HARP) ise acil bir haciz riskiyle karşı karşıya olmayan ilave bir beş milyon ev sahibine düşük faiz oranlarıyla yeniden ipotek imkanı sağlamak üzere devreye sokuldu. Bu programdan yararlanmak için ipoteğin Freddie Mac veya Fannie May tarafından edinilmiş olması zorunluydu. Bu bakış açısına uygun olarak da Fannie ve Freddie artık ABD konut kredilerinin büyük bir bölümünün sahibi ya da teminatçısı oldu. Buna karşılık Fannie ve Freddie'nin Devlet Destekli Kurumları rehabilite etmekle görevli bağımsız yöneticisi Ed DeMarco, bunların desteklenmesine direndi. 2011 ortaları itibarıyla zar zor 1 milyon ev

sahibine yardım edilmişti ve 2013 sonlarında, yani krizin tam altıncı yılında, 3 milyondan daha az ev sahibi bu programdan yararlanmış durumdaydı. İşsiz ev sahiplerine kredi açma ve eyaletlere anti-haciz programları kapsamında para aktarma girişimleri de oldu. Ama bu hükümet programıyla yardım edilen ev sahibi sayısı toplamın otuzda birinden daha azdı; 1930'lu yıllarda ise bu oran onda bir olmuştur.

Karar merkezleri hem ahlaki hem de bütçesel ikilemlerle boğuştu. Borcunu ödemiş ev sahiplerini zar zor hedefleyen bir program, evleri aynı şekilde piyasa değerini aşan bir borca batmış olduğu halde yine de ödemelerini aksatmayan diğerlerinin vergilerini kullanarak, ödemeleri durdurmuş olanları ödüllendiriyordu. İpotek borçları evlerinin değerini aşmış yirmi milyon ev sahibinin tümünün sorunlarına eğilen bir programın bedeli, buna karşılık, hızla politik açıdan zehirli bir hale gelecekti.

Haciz sorununa, buna alternatif bir yöntemle, statüde değişikliğe giderek eğilmek mümkündü. Hakimlere tıpkı diğer borçları yeniden yapılandırdıkları gibi ipotek borçlarını da kişisel iflas davalarında yapılandırma yetkisi verilebilirdi.³ Senatör Obama yasal mevzuatın bu şekilde değiştirilmesini desteklemiş, Aday Obama da bu fikri korumuştur. Ama süre uzatmayı ve konut piyasasının canlanmasıyla birlikte problemleri kredilerin geri ödeneceğini umar gibi yapmayı tercih eden Başkan Obama için bu, bankaların zarar etmesi anlamına gelecekti. Bazı kredilerin zarar kaydedilmesi gerekebilirdi ama bankalar bu zararları daha sonra, daha güçlü oldukları bir zamanda gerçekleştirmeyi tercih etti.

Üstelik, bu kurtarma operasyonlarına rağmen bankalar güçlü bir lobi faaliyeti sürdürmeye devam etti. Yerel bankalar, tıpkı 1930'larda mevduat sigortasına karşı yürütmüş oldukları lobi faaliyetleri gibi, şimdi de iflas hakimlerinin ipotek davalarına burunlarını sokmasına izin veren yasal mevzuata karşı lobi faaliyetleri yürüttüler.⁴ Bu da, yargıçlara ipotek borçlarını yeniden yapılandırma yetkisi veren yasal mevzuatın Senato'da gerekli nitelikli çoğunluk oylarını kazanabileceği şüphesini doğurdu. Her ne olursa olsun kredi verenler için büyük zararlar ifade eden bir politika, Maliye'nin finansal sistemi rehabilite etmeye yönelik, bankaların kendi kendilerine sağlığa kavuşmaları üzerine kurulu stratejisini baltalayacaktı. Bakan Geithner, bankaların zarara uğraması anlamına gelecek herhangi bir müdahale biçimine karşı çıktı. Senato'ya iflas reformunun Maliye'nin öncelikleri arasında olmadığı fısıldandı ve statüyü revize etmeyi hedefleyen yasal mevzuat bir anı ölümlü gündemden çıktı.

1930'lu yılların farkının bankacılık krizini çözmeye yönelik kararlı eylem olduğu öne sürülmüştür. FDR'nin bankaları tatil edip, sorunlu bankaların kapısına kilit vururken sadece sermaye yapıları uygun mevduat kurumlarının açılmasına izin vererek, bankacılık sistemini daha iddialı bir ipotek kredisi yeniden yapılandırma girişiminin zararlarını emebilecek derecede güçlendirdiği söylenir.⁵ Bu,

daha önce de görmüş olduğumuz gibi, hatalı bir yaklaşımdır. FDR'nin asıl yaptığı şey, bir soğuma süresi, birkaç yatıştırıcı söz ve 1933'deki Olağanüstü Hal Bankacılık Yasası aracılığıyla Merkez Bankası'na son çare olarak başvurulacak bir kreditor niteliğiyle hareket etme kapasitesi sağlamaktı. Bankalar o zaman da şimdi olduğu gibi, hükümetin kendilerini büyük borçları emmeye mecbur bırakamayacağı kadar zayıftı. Konut Sahipleri Kredi Kurumu, hatırlayalım, sadece finans kurumlarının isteyerek sattıkları ipotekleri satın almıştı.

Aslına bakılırsa HOLC da, devasa bütçe maliyetlerine yol açmadan ve bankalarla diğer ipotekli konut kreditorlerinin sırtına büyük borçlar yüklemeyen ev sahiplerinin ancak onda birine yardım edebilmişti çünkü sunduğu yardım, faiz oranı desteğiyle sınırlıydı. Ev sahiplerinin bütün istediği de buydu çünkü yüzde elli gibi büyük ön ödemeler hesaba katılacak olursa, ev fiyatlarında sert düşüşler yaşansa bile pek azının borcu evlerinin değerini aşmış durumdaydı. 2009'da daha küçük ön ödemeler yapmış olmalarının bir sonucu olarak daha fazla ev sahibinin bu duruma düşmüş olması, haciz krizinin çözümünü daha içinden çıkılmaz bir hale getiriyordu.⁶

Sonuçta ipotekli konut kredisi finansmanının daha karmaşık bir hale gelmesi, yeniden yapılandırmayı daha zorlaştırdı. Yatırımcılar, şayet bir ev taksitleri ödenemediği için geri alınmışsa, bu evin ipotek senedini satın almaları halinde yüzde 40'lara varan bir zarara uğrayabilirlerdi; oturanların tahliye edilmesi, eve çeki düzen verilmesi ve yeniden piyasaya sürülmesinin böyle bir maliyeti vardı. Bu yüzden de borçluyu evinde tutmak için en azından ana borçta bir indirimi kabul etmeye teşvik edildiler. Ancak ev sahipleri yatırımcılarla değil, yapabilirlerse aylık taksitleri toplamak, yapamazlarsa ipotekli mülkü sahibinin elinden almak üzere kurulmuş ipotekli konut hizmet şirketleriyle muhataptılar. Hizmet şirketlerinin, daha sonraki kayıp evrak ve ciddi yanlış anlama hikayeleriyle de açıklığa kavuştuğu gibi, ipotek boçlarını yeniden yapılandırma yetkileri yoktu. 1000 dolarlık HAMP ödemesi ihtimali de onlar açısından bu yetkiyi elde etmek için fazla teşvik edici olmadı.

İlke olarak bu, kamu sektörünün çözüme kavuşturabileceği bir sorundu. 1930'larda federal hükümet, HOLC'u yönetmesi ve ipotekli konut kredisi yeniden yapılandırmalarını denetlemek üzere yirmi bin uzmanı işe almıştı. Bu kez, ipotekli konut kredisi finansmanının daha karmaşık bir hal alması da hesaba katıldığında, daha da büyük bir insan gücüne ihtiyaç duyulacağı açıktı. Ama büyük hükümete yönelik yaygın güvensizlik şimdi buna benzer bir şeyin yapılması önündeki bir engeldi.

Büyük Bunalım ve bankacılık krizi, Glass-Steagall Yasası'nın geçmesine, Sermaye Piyasası Kurumu ve Federal Mevduat Sigortası Kurumu'nun oluşturulmasına ve Merkez Bankası'nın son çare kreditorü olarak yetkisini artıran önlemlere yol açmıştı. Bu reformlar daha önceki bankacılık ve finans sisteminin bütün izlerini silip atmamıştı. ABD hâlâ çok sayıda denetçiye karşılık düşen çok sayıda bankaya sahipti. Tarihin gölgesi bunun başka türlü olmasını engelleyecek kadar uzundu. Yine de, mevduat sigortasını oluşturarak, gerçek bir son çare kreditorü tesis ederek ve bankalarla menkul piyasalarını daha sıkı bir denetim altına sokarak, karar merkezleri doğru dersler çıkarmıştı. Bankacılık ve finans sistemine olan güveni güçlendirip risk almayı sınırlandırarak, geriye doğru bakıldığında yarım yüzyıl süren tek finansal istikrar dönemini başlattılar.

Bu seferki finansal reformsa daha sınırlıydı. Daha önce de belirtildiği gibi üzerinde anlaşılan en önemli konu, karar merkezlerinin daha kötüsünü önlemedeki başarısıydı. 1930'lu yılların derslerine dayanarak Büyük Bunalım ölçeğinde bir ekonomik badireyi atlattılar. Bunalım, miras alınan finansal düzenlemelerin itibarını sarsmıştı. İç patlama o kadar muazzamdı ki, radikal bir reformla riske atılacak çok az şey vardı. Bear Stearns, AIG ve Bank of America'nın kurtarılmasıyla Lehman Brothers'ın iflasi hiç tartışmasız bir şoktu. Ama bu şok, bankacılık ve finans sisteminin kepenk kapattığı, para standardı temelinin askıya alındığı ve ekonomik faaliyetlerin durma noktasına geldiği 1933 faciasına kıyasla sönüktü. İşler bu kadar kötüyken muhalifler açısından da köklü bir reformun işleri daha da kötüye götüreceğini iddia etmek zordu.⁷

1930'lar tarzı daha temel bir reformun yoluna çıkan bir diğer faktör de, finansal sistemin çapı ve karmaşıklığıydı. Citigroup, Bank of America ve Wells Fargo gibi mega bankaların karmaşıklığı, bu kurumların dağıtılmasını, bunu savunanlar ne kadar tersini iddia ederse etsin, söylendiği kadar kolay olmaktan çıkarıyordu. Mesele sadece bu bankaların hâlâ faaliyette olması değil ama devlet yetkililerinin nezaretinde düzenlenen zorunlu evliliğin bir sonucu olarak daha da büyümüş olmalarıydı. Ayrıca serbest yatırım fonları, sigorta şirketleri ve para piyasası yatırım ortaklıkları gibi denetim ağı içine sokulması gereken daha da geniş bir finansal kurumlar ve araçlar yelpazesi vardı. Finansal sistemin çarkları birbiriyle iç içe geçmiş olduğundan, hüküm süren kurallarda radikal reform, diğerleri için istenmeyen sonuçlara yol açabilirdi. Para piyasası fonları maliyeti yüksek bir sermaye bulundurmaya mecbur bırakılsa örneğin, sağladıkları getiriye düşürmek zorunda kalırlardı. Bu durumda da yatırımcılar onlara uzak durur ve para fonlarını ticari kağıt alımlarını kısımaya zorlardı. Dolayısıyla da para piyasası fonlarını yöneten kurallarda reforma gitmenin ticari senet piyasası üzerinde olumsuz etkileri olabilir ve bir bütün olarak finansal sistemin işleyişini aksatabilirdi.

Benzer şekilde, geniş bir yelpazeye yayılan çeşitli türev araçlarının varlığı da bunların ticaretini takas odalarına ve borsalara sokma çabalarını karmaşıklaştırıyordu. Standartlaştırılması kolay menkuller bu tür gereklilikleri atlatsa da, diğerleri atlatamayabiliyordu. Hangisinin hangisi olduğu ya da atlatabilenlerin ağırlıklı olarak çiftçiler tarafından riskten korunma amaçlı kullanılan araçlar mı yoksa spekülâtorlerce manipülasyon amaçlı kullanılanlar mı olduğu belli değildi.

Üstelik türev menkullerin ticareti sadece Birleşik Devletler’de değil uluslararası çapta yapılıyordu. Sermaye akışlarının kontrol altında olduğu 1930’lu yıllarda, ülkeler için tek taraflı olarak ilerlemek mümkündü. Ama şimdi eğer diğer ülkeler denetimlerin sıkılaştırılmasında ABD’yi izlemeyecek olurlarsa, ticari işlemler ve bunu üstlenen kuruluşlar AIG Financial Products’ın krizden önce yapmış olduğu gibi kolaylıkla denizaşırı piyasalara yönelebilirlerdi. JPMorgan’a bağlı Chief Investment Office de benzer şekilde denizaşırı piyasalarda gerçekleşen 6,2 milyar dolarlık bir ticari zarara uğramıştı. Eski Senatör, bir zamanlar Joe Biden’a kurmay başkanlığı yapmış olan ve finansal hizmetler sektörüne hiç dostça yaklaşmayan Ted Kaufman’ın belirttiği gibi, JPMorgan’ın bu olaydan doğrudan sorumlu borsa simsarı Bruno Iksil Philadelphia’da çalışsa lakabı London Whale (Londra Balinası) olmazdı.⁸

Denetleme aygıtları da aynı derecede karmaşıktı. ABD’de her birinin kendine ait bir bölgesi olan yedi ayrı banka denetçisi vardı. Denetleyenler tarafından olduğu kadar denetlenenler tarafından da sürdürülen lobi faaliyetleri, birleştirilmiş tek bir banka denetçisi gibi radikal bir reformu ulaştırılması imkansız hale getirmişti. Üstelik şimdi artık sermaye ve likidite konularında ABD’in de uyum göstermek zorunda olduğu uluslararası standartlar, yani Basel Accord (Basel Mutabakatı) mevcuttu. 1933’e kıyasla daha fazla fiili gerçek olduğu açıktı. Kademeli bir reform hâlâ mümkün olmakla birlikte, radikal bir reform dört bir tarafından kısıtlanmış durumdaydı.

1933’te nasıl iki saygın kongre lideri, Carter Glass ve Henry Steagall varsa, şimdi de Kongre üyesi Barney Frank ve Senatör Christopher Dodd’un kişiliğinde aynı derecede etkili iki lider vardı. Kongre Finansal Hizmetler Komisyonu Başkanı Frank, kongre standartlarına göre bile büyük beden bir egoya sahipti. Güçlü demeçlere ve berbat şakalara yatkın ve kongrenin en pratik zekalı üyesi olarak şöhretinin bilincinde olan Frank, muhaliflerine kara çalmaktan hiç çekinmezdi. Ama karmaşık teknik meselelerle başa çıkabiliyordu ve komisyon vasıtasıyla tartışmalı yasal mevzuatlarda yol gösterme hüneri vardı. Senato Bankacılık Komisyonu başkanı Dodd ise, 2008’de talihsiz bir başkanlık kampanyası yürütmüş, ayrıca ‘Angelo’nun dostu’ olarak da Washington D.C. ve Connecticut’daki evleri için Countrywide Financial’dan ipotekli konut kredisi

almış biriydi. Ama iki partili bir konsensus oluşturmaya kararlıydı ve Ocak 2010'daki seçimlerde yeniden aday olmayacağını ilan etmiş olması nedeniyle görev döneminin sonuna yaklaşmış bir seçilmiş olarak, arkasında başarılı bir finansal reform yasasını miras bırakma niyetindeydi.

Sonuç, sistemi alaşağı etmek yerine güçlendirmeyi hedefleyen 2010 Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Yasası oldu. Reformun merkezinde sermaye ve likidite yükümlülüklerini yükselten önlemler ve sistemin istikrarıyla tüketiciyi korumadan sorumlu bir denetim kurulunun oluşturulması yer alıyordu. Dodd-Frank, sermaye yükümlülüğünü ticari banka alt kuruluş seviyesinde değil, bankanın sahibi olan ana şirket düzeyinde uygulayarak ana şirket dalaverelerini sınırlıyordu. Banka sahibi holdinglerin finansal türevleri için daha zorlu sermaye yükümlükleri getirdi. Genelde daha fazla sermaye şartı koydu.

Uzun bir yorumlama döneminin ardından denetçiler bu direktifler doğrultusunda kurallar belirledi. Bankalara ellerindeki risk ağırlıklı kalemlerin yüzde 7'si tutarında özsermaye bulundurma mecburiyeti getirildi.⁹ Bu risk ağırlıklı aktifleri manipule etme ve bilançolarından çıkarma imkanlarını kısıtlamak için, uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bankalar, bilanço dışı risklere maruz kalma durumlarını da kapsayan yüzde 5'lik basit bir kaldırma oranına (borcun özsermayeye oranı) tabi tutuldu (sekiz büyük banka için bu oran yüzde 6 olarak belirlendi). Büyük bankalar, sistemin tümü açısından oynadıkları rolün önemi nedeniyle, daha sonra belirlenecek bir sermaye ilave bedeline tabi tutulacakları konusunda uyarıldı.¹⁰

Adım doğru yönde atılmış olsa da, çoğu kişinin ölçülü bulduğundan hâlâ daha az sermaye ve daha fazla borç öngörüyordu. Ama Fed, FDIC ve Para Başkontrolörü, sermaye yükümlülüklerinin yükseltilmesi konusunda, daha yüksek bir sermaye yükümlülüğünün kendilerini iş dünyasından dışlayacağı uyarısında bulunan yerel bankaların muhalefetine takıldı. Büyük bankalara daha yüksek bir sermaye ve likidite yükümlülüğü uygulanması konusundaysa, daha ağır yükümlülüklerin ABD bankalarının uluslararası rekabet gücüne zarar vereceği yolundaki uyarıların etkisinde kaldılar. Bu tümü de zihin bulandırıcı derecede karmaşık olan sorunlar, halkın lobicilere karşı çıkma imkanlarını kısıtladı.

Sadece tek tek finansal kurumların esenliğinden değil ama sistemin istikrarından da sorumlu bir denetleme mekanizmasının oluşturulması da, aynı şekilde, söylenmesi yapılmasından daha kolay bir şeydi. Her ne kadar bu işlevi üstlenecek kurum bariz bir biçimde Fed ise de, şehrin en sevilen kurumu değildi. Konu, Mart 2009'da, daha yeni kurtarılmış olan AIG Financial Products'ın kritik pozisyonlardaki yetmiş üç çalışanına işte kalmaları karşılığında 6,4 milyon dolara varan pey akçeleri ödemekte olduğunun öğrenilmesinden hemen sonra gündeme geldi. AIG'in kurtarılması için gerekli parayı Fed sağlamıştı. Bu ikramiye ödemelerinden haberdar olmuştu ama bunu engelleme yetkisi yoktu ya da

öyle olduğu iddia edildi. Daha sonra, AIG'in Goldman Sachs'a olan borçlarını 'bir dolar eşittir yüz sent' hesabı üzerinden ödemek için kurtarma fonlarını kullanmasına izin verildiği ortaya çıktı. Fed bu meseleden haberdar olmakla kalmamış, AIG avukatlarına bu ödeme yetkisini veren SEC'e dahili yazışmalarını gizli tutma talimatı da vermişti.

Bu iddiaların doğruluk derecesi ne olursa olsun, bu koşullar altında Fed'i ilave yetkilerle ödüllendirmek politik açıdan başarı şansı olmayan bir girişim olurdu. Bu yetkilerin Maliye Bakanlığı'na verilmesi de kamuyu nezdinde hoş karşılanmayacaktı. Sheila Bair'in de teşvikiyle, Frank en az dirençle karşılaşacak yol olarak bir komisyonda karar kıldı. Mali İstikrar Denetleme Konseyi (Financial Stability Oversight Council) adıyla bilinegelen bu komisyon, başkan olarak Maliye Bakanı'nın yanı sıra, Fed ve sekiz başka denetçiden oluştu.¹¹

Komisyonlar yavaş çalışır ve kararlı adımlar atmaktan da kaçınılırlar. Denetleme Konseyi'nin de banka olmayan iki finans kurumu, AIG ve General Electric Capital'in sistem açısından işgal ettikleri önemli konumdan dolayı takviyeli bir denetime tabi tutulacaklarına karar vermesi neredeyse üç yıl aldı.¹² Tek bir sistem istikrar denetçisi yerine bir komisyonu tercih etmek bu açıdan bir talihsizlikti. Bu sonuç da, bir kez daha, AIG'in ikramiye ödemelerinin zamanlaması türünden tesadüfi olayların nasıl uzun vadeli sonuçları olabileceğini gösteriyordu.

Chris Dodd, tüketiciyi finansal ürünlerden koruyacak bir komisyonun bir politik kazanım olduğu fikrine sarılmakta acele etmişti. Frank ve Beyaz Saray ise benzer şekilde bunu Sokak için bir şeyler yapıyor olmanın en azından sembolik bir yolu olarak gördüler. Tüketici Finansal Koruma Bürosu (Consumer Financial Protection Bureau), tükenmeyen enerjisiyle kişisel iflas hukukunda uzmanlaşmış Oklahoma doğumlu Harvard hukuk profesörü Elizabeth Warren tarafından savunuldu. Warren'ın kampanyası, bu yeni büronun başına getirilmesine liberalleştirme yanlısı Cumhuriyetçilerin taş koymasına yetecek kadar etkili oldu. Olaylar, bu engellenmenin Warren'ı 2012'de bir ilerici Demokrat olarak Senato üyeliğine aday olmaya sevk edip kazanmasıyla ironik bir hal aldı.

Yeni büro, anlaşılması mümkün olmayan ipotek belgelemeleri ve gerçekleşmemiş borç erteleme hizmetleri için avans ücreti gibi yağma ve istismara yönelik uygulamaların kökünü kazımakla görevlendirildi. Yerel bankalar, bu tür uygulamalarla zaten işlerinin olmadığı ve bir tüketici koruma bürosunun gereksiz yere devreye girmesinin hayatlarını zorlaştıracığı gerekçesiyle buna da itiraz etti. Ama dipten gelen destek dalgası karşı konulamaz boyutlardaydı. Finansal hizmetler lobisinin hiç vakit geçirmeden, büronun teftiş ekiplerinde icra avukatlarını kullanması ve avukat-müvekkil gizliliği tarafından korunanlar da dahil olmak üzere işleyiş her türlü iç uyum belgesini teslim etmek üzere düzenlenmiş birimleri zorunlu kılan politikasından şikayetçi olması, büronun hızlı bir başlangıç yaptığıının göstergesiydi.

Türev ürünlerin denetlenmesi de bir başka önemli gündem maddesi oldu. Hükümet AIG'i elindeki 446 milyar dolarlık iki taraflı düzenlenmiş, yani ödenememesi durumunda karşı tarafların da çökmesine yol açabilecek, kredi borcu takas sözleşmesinden dolayı kurtarmak zorunda kalmıştı. Reform paketini hazırlayanlar şimdi borsa simsarlarının açık pozisyonlarını sınırlayacak bir önlemlerle, bu tür finansal araçlarla yapılan işlemlerin elektronik ortamda yakalanıp temizlenebilecekleri borsaya taşınmasını öneriyordu. Bunu savunanların en başında ise Gary Gensler vardı. Bu Gary Gensler, bir zamanlar Goldman Sachs'a ortak yapılan en genç kişi ünvanı taşıyan ve Clinton Maliyesi'nde yurt içi mali müsteşar olarak görev yaptığı sırada kredi borcu takas sözleşmeleri ticaretini liberalleştiren Vadeli Emtia Ticari İşlem Yasası'na (Commodity Futures Trading Act) yol gösteren o Gary Gensler'dı. Ama kriz onun da gözlerini açmıştı ve Obama'nın Vadeli Emtia Ticari İşlem Komisyonu başkanı olarak şimdi şiddetle türev ürünlerin alım satımının elektronik borsaya taşınmasını talep ediyordu.

Ama borsa tabanlı alım satımlar bankalar açısından daha düşük hizmet ücreti demekti. Türev araçların standardizasyonunu ve sipariş üzerine yapılan işlerin de saf dışı edilmesini gerektirecekti. Tatmin edici olmaya daha yakın bir uzlaşma, türev işlemlerinin düzenlenmesini borsaya değil takas odalarına aktarma noktasında sağlandı. Finans kurumları tarafından işletilen ve kendi kendine örgütlenen takas odaları, Merkez Bankası'nın ortaya çıkmasından önce bankaların iflaslarla baş etmek ve ödemeleri tahsis etmek için başvurduğu başlıca yöntemdi. Bu modeli izleyerek türev menkullerin alım satımını bir takas odası üzerinden gerçekleştiren bütün kurumların bir ihtiyat akçesi yatırması gerekiyordu. Bu ihtiyat akçeleri de daha sonra içlerinden birinin iflası durumunda diğer tarafların sağlam kalması için kullanılabilirdi.

Sorun, takas odalarının riski bu şekilde paylaştırarak onu aynı zamanda yoğunlaştırıyor olmalarıydı. Eğer bir kaç üye aynı anda iflas edecek olursa, takas odasının bizzat kendisi borcunu ödeyemez duruma gelir ve kurtarılması gerekebilir. Dolayısıyla bu reform, bir şekilde, daha da çok iflas-edemeyecek-kadar-büyük kurum yaratılmasına yol açabilir. Bunun ileriye doğru atılmış bir adım olup olmadığını ise sadece zaman söyleyecektir.

Denetim açığını kapamaya odaklı kalan diğer değişiklikler ise krizden ilham alıyordu. Dodd-Frank, Maliye içinde sigorta endüstrisini gözetim altına alarak bir sonraki AIG'i engelleme umuduyla bir Federal Sigorta Bürosu oluşturdu. Kredi derecelendirme kurumlarını denetlemek üzere SEC içinde bir Kredi Derecelendirme Bürosu kurdu.¹³ Fed'e 50 milyar dolar ve üzeri toplam aktif olan banka sahibi holdinglere yıllık stres testi uygulama zorunluluğu getirdi.¹⁴ Serbest yatırım fonlarına SEC'e kaydolma mecburiyeti getirip on beşten daha az müşterisi

olan yatırım danışmanlarının sahip olduğu muafiyeti iptal ederek denetim çeperini genişletti.¹⁵ Yararlı adımlar olmalarına rağmen, devrimci olmaktan uzak önlemlerdi bunlar.

Ayrıca Dodd-Frank'ın yapmadığı şeyler de vardı. Bankalarla ilişkilerini kesmek ya da, Glass-Steagall gibi riskli yatırımlara girmelerini yasaklamak suretiyle, iflas-edemeyecek-kadar-büyük kurumları saf dışı etmedi.¹⁶ Bunun yerine, altı en büyük bankanın -JPMorgan, Goldman Sachs, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo ve Morgan Stanley- 2013 sonu itibarıyla krizin zirve yaptığı 2008-2009'a göre yüzde 37 oranında daha büyümesine izin verildi. Dodd-Frank, FDIC'e usulüne uygun tasfiye yetkisi –yani, iflas etmiş kurumların hisse sahibi ve kreditorlerine zararı yükleme yetkisi-vermiş olsa da, sadece bu yetkinin verilmiş olması kurumun özellikle de piyasada aksamalara ve diğer finans kurumlarına sirayet etmesiyle sonuçlanacaksa, bunu kullanacağı anlamına gelmez. Büyük finans kurumlarının sınır ötesi faaliyetleri olması gerçeği de zaten, usulüne uygun bir tasfiye kararının, Lehman Brothers iflasının ardından yaşandığı gibi azgın bir mal varlığı kapışmasından kaçınılacaksa, bir dizi ülkedeki mahkeme ve denetçiler arasında yakın işbirliği gerektireceği anlaşıma gelir. Sadece ABD'deki bir kuruma, usulüne uygun tasfiye kararı verme yetkisi sunmak bu konuda bir ilerleme sağlamaz.

Dodd-Frank'ın bununla ilgili bir hükmü de, yüzden fazla büyük finansal kuruluşa, bir iflas durumunda işlerini nasıl tasfiye edeceklerini tarif eden bir 'yaşama iradesi' (living will: Koma, bitkisel hayat gibi, kendisi hakkında karar veremeyecek kadar ağırlaşması durumunda hastanın ne tür bir sağlık hizmeti tercih ettiğine dair önceden verdiği yazılı talimat) yazarak denetçilere sunma mecburiyeti getiriyordu. 2012'de sunulan bu türden ilk vasiyetlerde bankalar bir umut çeşitli departmanlarının ne kadar pürüzsüz bir biçimde rakiplerine satılacağını tarif ettiler. Ama bu planlar kriz yaşanırken iflas etmiş bir mega bankanın faaliyetlerini kimin satın alabileceği konusunda hiçbir şey söylemiyordu. Denetçilerin büyük bir bankaya, yol açabileceği sonuçlar bu kadar belirsizken, ötenazi uygulamaya neden istekli olacakları konusunda da inandırıcı bir gerekçe sunmuyordu. Yetkililer iflas-edemeyecek-kadar-büyük sorununa son vermek için bol bol konuşuyordu. Gerçeklik ise farklıydı.

İflas-edemeyecek-kadar-büyük'ün alternatifi, iflas-edemeyecek-kadar-sağlam olabilirdi. Mevduat toplayan bankalar sadece güvenli ve likit yatırımlar yapmasına izin verilen 'dar bankalar'a dönüştürülebilirdi. Warren tarafından da savunulduğu gibi, Glass Steagall'ın daha katı bir versiyonu diriltilebilirdi. Ama, bir kez daha belirtmek gerekirse, radikal reform haddini aşmaktı. Obama yönetimi bunun yerine, bayraktarlığını eski Fed Başkanı Paul Volcker yaptığı için Volcker Kuralı olarak bilinegelen ve bankaların risk azaltmanın bir yolu olarak ya da müşterileri adına olmaktan çok kendi portföyleri için alım satım yapmalarını

yasaklamakla yetinen düzenlemeye razı oldu. Bu da yönetim açısından güçlü bir icraatta bulunuyormuş gibi gözükmenin bir yoluydu. Ocak 2010'daki ara seçimde Scott Brown'ın sürpriz bir zafer kazanıp Senatör Edward Kennedy'nin yerine seçilerek kırk yıl sonra Massachusetts'i temsil eden ilk Cumhuriyetçi olması, başkanın daha popülist, banka karşıtı bir konum belirlemesine yetti.¹⁷ Volcker Kuralı da bu amaca hizmet eden bir araçtı.

Ama usûlüne uygun tasfiye yetkisi ya da yaşama iradesi gibi bunun da etkinliği tartışma götürürdü. Volcker Kuralı, finansal hizmetler endüstrisinin itirazlarını karşılamak için sulandırıldı ve Senato'daki engellemeleri aşmasını sağlayan altmışıncı oyu da bizzat Brown'dan aldı.¹⁸ Bankaların özsermayeleriyle ticaret yapmasını yasaklamak yerine, bu tür ticari işlemlerde özkaynaklarının yüzde 3'üne kadar yatırım yapmalarına izin veriliyordu. Her durumda, bankaların yasalara uygun risk azaltma faaliyetleriyle bir tarafta piyasa oluşturunca ticaret, diğer tarafta kendi portföyleri için spekülasyon ticaret yapmaları arasındaki ayrım çizgisinin nereye çekileceği belirsizdi. JPMorgan'ın, Londra Balinası'nın oynadığı kumardan 6,2 milyar dolar zarara uğraması, bu ayrımın tartışmalı niteliğine ışık tutuyordu. JPMorgan bunu Volcker Kuralı'na uygun, 'portföy riskini azaltmaya yönelik meşru operasyon' olarak tanımladı; oysa mahcup denetçisi 'Para Başkontrolörü'ne çalışan bir müfettiş aynı işlemi "yalandan bir 'bileşik tedbir' (composite hedge), voodoo büyüsü' olarak reddetti.¹⁹

NOTLAR

1. Otomobil sektörü kurtarma operasyonunun hikayesi bizi konunun çok dışına götürür; burada onu anlatmak, bir parça, Tennessee Valley Authority'nin hikayesini anlatmak gibi olur. Kurtarmanın arkasında yatan neden, 2008-09'un sıkıntılı mali koşullarında, Chrysler ve General Motors'un faaliyetlerini sürdürmek için gerekli işletme sermayesini temin edememiş olmalarıydı. Bu durum tasfiyelerine yol açabilir, bu da gereksiz bir karmaşaya ve aslında kurtarılabilecek bir iş kaybına neden olabilirdi. Bu firmaların iflas düzenlemesinin ardından hızlı bir biçimde yeniden piyasaya çıkabilmeleri (Chrysler, FIAT'ın bir alt kuruluşu olarak) ve kâra geçmeleri de sözü edilen gerekçeyi destekler. Devler, 80 milyar dolarlık kurtarma kredisinden 10 milyar dolar zarara uğradı çünkü GM'deki hisseleri, firma satıldığında, maliyetini karşılamadı. Bu firmaların iflası daha önce gerçekleştirilmiş olsa bu zararlılardan kurtulmak mümkün olabilirdi (bu firmaların Bush ve Obama yönetimleri arasındaki politik boşluğa yakalandıkları uzun bir gecikme dönemi oldu; tıpkı bankaların Hoover ve Roosevelt hükümetleri arasındaki boşluğa yakalanmış olması gibi). GM'ye açılan kredi, şirketi yükümlülükleri konusunda daha derin bir yapılandırmaya zorlayarak, daha küçük olsa, zarar asgariye indirilmiş de olabilirdi. Bkz. Rattner (2010).
2. Bkz. Bölüm 16.
3. İkinci evler üzerindeki ipotekler de, not edilmelidir, dahil olmak üzere. ABD'de yeni bir iflas yasasının yürürlüğe girdiği 1979'dan önce, bir dizi eyalette hakimlerin esas konut üzerindeki ipotekleri yapılandırmasına izin veriliyordu ve hakimler ise yine de kimi durumlarda bu tür konutlar üzerindeki ikinci ipotekleri de yeniden yapılandırabiliyordu.
4. Kaiser (2013), sf. 109-10.
5. Bkz. örneğin, Kuttner (2013), sf. 224.
6. Ana para indirimlerine HAMP'la birlikte izin verildi ve gerekli olmasa da, yüzde 5'ten daha aza tekabül eden ipotek değişimlerinde ana para indirimleri yapıldı. De Marco, Federal Housing Finance Agency'nin vekil müdürü ve Fannie Mae ve Freddie Mac'in kayyımı sıfatıyla, yukarıda da işaret edildiği gibi, buna karşı koydu. Böylece, faiz ödemeleri azaltılmış birçok ev sahibi buna rağmen sistemden çıkma eğiliminde oldu ve bu da yeni krediler için bir borcunu ödeyememe ve sonuçta ipotekli mülkün haczi ihtimalini yarattı.

7. Glass-Steagall taraftarlarının kısmen büyük bankaların menkul piyasası bayiliklerinin çoktan çökmüş olduğunu ve bir daha ayağa kaldıramayacaklarını fark etmiş olması nedeniyle bu hükmü nasıl kabul ettirebildiklerini anımsayalım.
8. Kaufman (2013).
9. Bu, yüzde 4,5'luk bir ana sermaye çekirdek sermayesi (common equity tier 1 capital) ile yüzde 2,5'luk bir 'sermaye koruma tamponu'nu içeriyordu.
10. Dodd-Frank yasasının 165. paragrafı, denetçilere sistemin bütünü açısından önem arz eden firmalara daha zorlayıcı sermaye standartları uygulama şartı getirdi, Basel Bankacılık Gözetim Komitesi ise sistem açısından önemli bankaların sermaye yüklerinin çapını belirlemeye yönelik bir çerçeve geliştirdi.
11. Daha kesin belirtmek gerekirse, onuncu üye bir denetçi değil ama sigorta uzmanlığı olan bir bağımsız üyeydi; sigorta düzenlemeleri geleneksel olarak eyaletlere bırakılmıştı (olumsuz sonuçları şimdi gayet iyi bilinen bir uygulama).
12. Sonradan, Eylül 2013'te, o da üçüncü bir kurumu, Prudential Financial'ı görevlendirdi. Ama o zaman bile, sistem açısından önem arz eden bu kuruluşlara ne tür bir ilave sermaye yükümlülüğü uygulanacağını belirleyemedi.
13. Bu yeni organ, her bir derecelendirme kuruluşuna metodolojisini incelenmeye sunma mecburiyeti getirecek ve yöntemlerinin yetersiz olduğuna hükmettiği her kuruluşu kayıttan silecekti. Ancak Büro, kısa vadede bu cesareti sergileme konusunda çok az şey yaptı.
14. İlave olarak, küçük bankalara kendi şirket içi stres testlerinin sonuçlarını rapor etme mecburiyeti de getirdi.
15. Bu da sonuç olarak, bir dizi büyük serbest yatırım fonunun dışardan yatırımcıların borçlarını kapatıp göndermelerine ve kendilerini kayıt yükümlülüklerinden kurtulacakları ev-ofislere dönüştürmelerine neden oldu.
16. Bireysel bankaların mevduat dışı yükümlülüklerine ABD GSYH'sinin yüzde 2'si oranında bir üst sınır getiren yasa tasarısı, yukarıda da bahsedildiği gibi, neyse ki 2010 seçimlerine aday olmak gibi bir derdi olmayan Ted Kaufman tarafından getirildi Senato'nun önüne. Tasarı neredeyse ikiye bir oy farkıyla reddedildi. Kaiser (2013, sf. 314), "Temsilciler Meclisi gibi Senato da statükoyu çöpe atmayı değil, geliştirmeyi denemeyi tercih etti" sonucuna

vardı. Birleşik Krallık'sa, birkaç büyük banka iflasını yaşadıktan ve Sir John Vickers başkanlığındaki bir uzman komisyondan tavsiyeler aldıktan sonra, diğer yolda ilerledi; finans kurumlarını esasta bireysel ve yatırım bankacılığı olarak birbirinden ayırıp yatırım bankacılığı faaliyetlerini koruyan yasalar geliştirdi.

17. Kaiser (2013), s. 238-39.

18. Geithner (2014), sf. 421, biraz da ilgili taraflardan biri olarak, Brown'ın kendi eyaletinin önde gelen iki finansal kuruluşu Fidelity ve State Street Corp'u Volcker Hükümü'nden korumak için yüzde 3 muafiyette nasıl ısrar ettiğini anlatır. Brown, Slack'in de (2010) deyatlarını verdiği üzere, özsermaye ile yapılan ticaret yasağından yüzde 3 muafiyetinin tartışıldığı dönemde, MassMutual, State Street ve finansal hizmet şirketlerinden seçim kampanyası için yardım almıştı. Bunun ortaya çıkması 2012 genel seçimlerinde Warren karşısında uğradığı bozgunda hiç de küçük bir rol oynamadı.

19. US Senate (2013) sf. 4.

1936'da, Franklin Roosevelt'in bir balon gibi şişerek 4,3 milyar dolar gibi eşi benzeri görülmemiş bir seviyeye çıkmış olan bütçe açığı konusundaki endişeleri büyüyordu. Başında olduğu hükümetin baskısıyla Kongre, 100 bin doların üzerinde geliri olan hane halkının ve dağıtılmamış kârı olan firmaların vergilerini yükseltmeyi kabul etmişti. 2011'de ise Barack Obama, üst üste üçüncü yıldır 1,2 trilyon doları aşan bütçe açığı nedeniyle giderek artan bir endişeye kapıldı. Obama'nın buna yanıtı 2013 başlarında 400 bin doların üstündeki gelirlerle yüzde 1 vergi koymak konusunda Kongre'yle anlaşmak oldu. Bu anlaşma aynı zamanda sigorta primlerine daha önce uygulanan indirimlerin de kaldırılmasına imkan tanıyor ve işçiler tarafından ödenen oranı yüzde 4,2'den 6,2'ye çıkararak yılda 50 bin dolar kazanan bir Amerikalı ailenin eline geçen net ücreti 1000 dolar azaltıyordu. Bu adımlara, savunma bütçesi ve savunma dışı zorunlu olmayan harcamalara yüzde 8,5 oranında kesinti getiren 'müsadere' (Sequestration) uygulamaları eşlik etti.¹

Roosevelt'in getirdiği vergi artırımları, 1937'nin son aylarında bir ekonomik durgunluğa kadar giden yavaşlamanın tek, hatta en önemli nedeni değildi. Daha önemli neden, Bölüm 18'de de görmüş olduğumuz gibi, para politikalarına karar verenlerin daraltıcı etkileri telafi etmedeki başarısızlığıydı. Obama yönetimi ve Kongre'nin bütçe önlemleri de, 2009-2011 teşviklerinin sona ermesiyle federal harcamalardaki yavaşlamayla birleşse bile, Büyük Durgunluk'tan sonraki ekonomik canlanmanın düş kırıklığı yaratmasını tek başına açıklamazdı. Merkez Bankası'nın negatif uyarı etkisini telafi etmedeki başarısızlığı ve bunun yerine para politikalarını sıkılaştırmaktan bahsetmeye başlamış olması da önemliydi.

Ama her iki durumda da normal ekonomik koşullara geri dönülmediği halde normal bütçe ve para politikalarını geri getirme isteği, ekonominin bu düş kırıklığı yaratan halinin ana sorumlusuydu. Avrupa’da II. Dünya Savaşı patladığı sırada ABD’de işsizlik halen yüzde 17’nin üzerindeydi. 1937-38’in çifte dipli ekonomik durgunluğu olmasa, bu rakam beş puan daha az olacaktı.² 2013’te ise işsizlik oranı yüzde 7,4 gibi daha düşük bir seviyede idi ve bu da 2009-11’de üstlenilen politik inisiyatifleri yansıtıyordu. Buna rağmen alınan tüm önlemlere rağmen ekonomik canlanma bir düş kırıklığı olmaya devam etti. Ortalama büyüme 2011 ile 2013 arasında yüzde 2’yi zar zor yakaladı ve bu da II. Dünya Savaşı sonrası tipik ekonomik genişleme seviyesinin yarısından bile azdı. İşsizlik oranındaki düşüş ise işgücü piyasasının koşullarındaki iyileşmeden çok, bezgin işçilerin işgüçlerini savunmaktan vazgeçmeleri sonucu, katılım oranındaki düşüşten kaynaklandı.

Finansal bir çöküşten sonraki ekonomik canlanmanın normal bir canlanmaya göre daha yavaş olmasının bir çok nedeni vardır.³ Finansal krizler, hane halkının bir bolluk içinde ağır borç yükü altına girdiği dönemleri izler. Bunu izleyen düşük borçlanma sürecinde, gerçeklikle yüz yüze gelen bu aynı hane halkı borçlarını ödeme peşine düşer ve harcamalarını kısarak ekonomik canlanmaya ayak direyen koşulları yaratır. Sermayelerini yeniden yapılandırma ve bilançolarını onarma sürecine giren bankalar da bu arada verdikleri kredileri kısıtlar.

Ama buradan, 2008-09 finansal krizini izleyen ekonomik canlanmanın da kaçınılmaz bir biçimde düş kırıklığı yaratacağı sonucu çıkmaz. Borçlarını azaltmaya kararlı olan özel sektör daha az harcıyorsa, bu durumda kamu sektörü daha fazla harcayabilir. Ticari bankalar daha az kredi veriyorsa, o zaman merkez bankası daha fazla kredi verebilir. Devlet, özel sektör bıraktığı işi kaldığı yerden devam ettirmeye hazır oluncaya kadar buna devam edebilir. Bir ekonomik krizin hemen ardından kullanılmaya kaynakların ortaya çıkması, ekonominin tipik bir durgunluktan çok daha güçlü biçimde toparlanması için gerekli imkanların var olduğu anlamına gelir.

Roosevelt dönemi canlanması da bu noktaya işaret eder. 1933 ile 1937 arasında gerçek GSYH, hem bireylerin ekonomik durumu hem de finansal sistem ciddi ölçüde bozulmuş olmasına rağmen, yıllık ortalama bazda yüzde 8’den daha fazla arttı. Bu hiç kuşkusuz, ABD’in 2009’dan başlayarak ekonomik büyümesini bu etkileyici oranla boy ölçüşebilecek seviyelere getirebileceğini söylemek değildir. Ama daha iyisini yapabiliirdi.

FDR, suyunu çekmiş olan özel sektör harcamalarını ikame edecek ilave bir kamu harcamasının gerekli olduğunu anlamıştı. 1936'da alenen belirttiği gibi, "Hiç kimse suçu öyle düşünüp taşınmadan bir ülkenin gelirine yıkmaz. Ama ulusal gelirimizdeki düşüşün yol açtığı bu bunalıcı kısır döngünün de kırılması şarttır... Biz, bütün diğer çareler tükendiğinde, hiç kimsenin harcayacak parası kalmadığında, Hükümetin para harcama konusundaki nihai sorumluluğunu kabullendik."⁴

Roosevelt, aynı zamanda, bütçe sağlamlığı konusundaki saplantısını ya da hane halkı bütçesiyle devlet bütçesi arasında benzerliği savunmayı da hiç elden bırakmadı. Federal borç-GSYH oranı, 1936'da sadece yüzde 40'tu; yani 2010'da ulaşılan yüzde 90 seviyesinin yarısından bile daha azdı ama hükümetin büyüklüğü ve ödenmesi gereken borç dışındaki vergi geliri de daha azdı. Başkan ve danışmanlarının gözünde, sorunun çözümü noktasındaki bir başarısızlık, güveni tehlikeye atardı.

Ayrıca vergilerin eşitlik temelinde artırılması tartışmaları da vardı.⁵ Bunalım sırasında varlıklılar sıradan insanlarla aynı derecede dayanılmaz acılara göğüs germek durumunda kalmamışlardı. Roosevelt ve Demokrat arkadaşlarına göre, şimdi ancak zenginler bu hataları düzeltmek üzere tasarlanmış New Deal programlarının finansmanında aslan payını öderlerse adalet yerini bulurdu.

En az bunlar kadar önemli politik kaygılar da söz konusuydu. Roosevelt 1932 seçim kampanyasını bütçe dengesi vaadi üzerine kurmuştu. Bir başka seçim yaklaşırken bunu gerçekleştiremiş olmanın muhalifleri tarafından bir siyasal yeterlilik meselesine dönüştürülmesinden endişeleniyordu.⁶

Barack Obama ise başkanlık görevini üstlendiğinde bu üç motivasyonun hepsini de paylaşıyordu. Ahlaki tartışma, en üst gelir dilimine sahip yüzde 1'in, Büyük Durgunluk'a giden 15 yıl boyunca milli gelirden aldığı payı büyük ölçüde artırmış olmasıydı. Zenginler ekonomik durgunluk sırasında sermaye kaybına uğramış olabilirdi ama 2009-2011 ekonomik canlanma sürecinde de en üst yüzde 1'in geliri yine tüm gelir gruplarından daha hızlı artmıştı. 2011'den önceki yirmi yıl içinde en üstteki yüzde 1'in geliri yüzde 57'den daha fazla artarken, geri kalan yüzde 99'un gelir artışı yüzde 6'dan daha azdı. En üst gelir grubundaki yüzde 1, tüm gelirlerin neredeyse üçte ikisini elde ediyordu.⁷ Ancak vergilerin de buna orantılı bir bölümünü ödemeleri halinde adil ve hakkaniyetli bir sonuç ortaya çıkardı.

Obama'nın danışmanları arasında da bütçe dengesinin bir siyasal yükümlülük haline gelmiş olması endişesi vardı. Tea Party'nin ara seçimlerdeki başarıları bu tehlikeye vurgu yapıyordu. Obama'nın kurmay başkanı Rahm Emanuel ve kıdemli politik danışmanı David Axelrod'a göre, başkanın bu açığın üstesinden gelmiş biri olarak görülmesi zorunluydu. Onların bu görüşleri, Obama'nın bütçe konusundaki kendi ihtiyatlı içgüdüleri ve hükümet harcamalarının şişirilmiş ve verimsiz olduğu yönündeki inancı üzerinde etkili oldu.⁸ Bu da, Cumhuriyetçilerin karşılığında vergi artışlarını kabul etmesi halinde, harcamalarda kesintiye gitmeyi kabul etme eğilimini güçlendirdi. Ama ne yazık ki başkan, Cumhuriyetçilerin karşılığında bir şey vermeyi reddederek onun bu teklifini kabul etmeye can atıklarını ve iş o raddeye gelirse, ekonominin uçurumdan yuvarlanmasına izin vermeye de hazır olduklarını tahmin edemedi.

Son olarak, ekonomik kaygılar vardı. Sürdürülemez borçlara yol açan büyük bütçe açıkları, ekonomik koşullara olan güvenin altını oyabilirdi. Tarafsızlığını titizlikle koruyan Kongre Bütçe Komisyonu'nun Haziran 2010'daki projeksiyonu, yardım harcamalarının birikmesinin bir sonucu olarak açığın 2014'ten sonra daha da artacağını ortaya koydu. Öngörü, kamu borçlarının GSYH'ye oranının sert bir şekilde yükseldiğini sergiledi. Çok da uzak olmayan bir gelecekte görünen bu sorunların üstesinden gelmek için şimdiden bir şeyler yapılması gerekiyordu. Ya da Federal Bütçeden Sorumlu Komisyon, Concord Koalisyonu'nun ve Richard Nixon dönemi ticaret bakanı, Lehman Brothers'ın bir zamanlarki başkanı ve Blackstone özel sermaye şirketinin eş kurucusu Peter G. Peterson tarafından kurulan *Fiscal Times*'in iddiası buydu. Bu sorunlara kalıcı bir çözüm, iki partinin de desteğini gerektiriyordu. Ve orta vadeli bir plan için Cumhuriyetçilerin desteğini almak, başkanın danışmanlarına göre, muhalefetin acil bütçe açığı konusundaki endişelerini gidermekten geçiyordu.

Buna karşılık, hükümetin 'kimsede harcayacak para kalmadığında para harcaması' sorumluluğundan vazgeçmesi de, ekonomik canlanmayı yarı yolda bırakma ve ekonomiyi tekrar durgunluğa sürüklenme riski taşıyordu. Ama burada da sağlık hizmetleri ve yardım reformu ihtimali, imkansız başarıma umudunu ayakta tuttu. Diyelim ki 2014'ten sonra daha az bir kamu harcaması ve daha küçük bir bütçe açığı, o tarihte daha az hükümet borçlanması ve daha az faiz oranı anlamına gelecekti. Ve gelecekteki faiz oranları üzerindeki aşağı doğru baskı da, şimdiki faiz oranları üzerinde yatırımcıların dört gözle beklediği aşağı doğru baskıyı uygulardı. Hazine bonolarında daha yüksek fiyat beklentisi içindeki yatırımcılar,

bugünden satın almaya başlayarak cari getiriye azaltacaktı. Dolayısıyla da ekonomik canlanma üzerinde harcamalardaki mevcut kesintilerden kaynaklanacak her türlü olumsuz etki, kısmen de olsa, gelecekteki düşük faiz oranları sayesinde uygulanacak harcama kesintilerinin olumlu etkisiyle giderilmiş olacaktı.

Bu mekanizma, 1991-92 ekonomik durgunluğundan çıkışta anahtar faktör olmuştu. Başkan Clinton'un 1993'te, Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü Robert Rubin'in vesayeti altında bütçe konsolidasyonuna dönüşü, tam da böyle bir düşük faiz oranı öncülüğünde canlanmanın dizginlerini çözmüştü. Faiz oranları üzerinde aşağı doğru bir baskı uygulayan konsolidasyon, yatırım ve büyümenin uyarılmasına yardımcı olmuştu. Şimdi Obama Beyaz Sarayı'na yerleşmiş olan Clinton hükümeti mezunları, geri dönüp nostaljiyle bakıyordu o döneme.

Mantıklarındaki kusursa, açıklığa kavuşmuş olmalıdır, faiz oranlarının zaten gidebileceği en dip noktaya çoktan indirilmiş olmasıydı. 2008-09 kriziyle bağlantılı olan ekonomik durgunluk, ABD'in 1933'te çıktığı durgunluktan temelde farklıydı. Ekonomi bir likidite tuzağına düşmüş durumdaydı. Faiz oranlarının, gelecekteki daha düşük bütçe açığı vaadiyle daha fazla düşürülmesi imkanı yoktu. Bütçe açığı, gelecekte azaltılacağına dair inandırıcı bir taahhüt ile ilişkilendirilmiş bile olsa, bütçe açığının azaltılması şu an sadece ekonomik canlanmaya köstek olabilirdi.⁹

Şimdi geriye dönüp bakıldığında, bu küçük ama mide bulandıran pürüz göz kamaştırıcı bir biçimde nettir. Sorunsa, neden zamanında fark edilmediğidir.

Daha 2009 başlarında –gerçekten de, Büyük Durgunluk'a karşı mali canlandırma paketi daha henüz tartışma aşamasındayken- hükümet içindeki bazı etkili sesler, yeni başkanı bütçe açığını kapatma konusundaki taahhütüne bağlı kalacağı sinyallerini vermeye çağırıyordu. Geçiş sürecinden de önce, Maliye Bakanı olarak tayin edilmiş olan Geithner, başkanın ilk döneminin sonu itibarıyla bütçe açığının GSYH'nin yüzde 3'üne indirilmesi planlarının devreye sokulmasını savundu; bu yüzde 3, mali tutumluluk için Avrupalılar'ın, o kendilerine has bilgelikleriyle, ekonomik ve parasal birliklerini tesis eden Maastricht Anlaşması'nda kutsallaştırmış oldukları tılsımlı eşikti.

Ama Geithner giderek artan ölçülerde kafasını bankalara ve onların gerilim testlerine takınca, bütçe konsolidasyonunda liderlik rolü de Princeton ve Londra Üniversiteleri'nde ekonomi eğitimi almış ve Clinton Beyaz Sarayı'nda Rubin'in

yardımcısı olarak görev yapmış olan Peter Orszag’a kaldı. 2004 tarihini taşıyan bir raporda, Orszag ve Rubin, ekonomist Allen Sinai ile birlikte, bütçe açığının olumsuz etkisinin ve dolayısıyla gelecekteki mali konsolidasyonun yararlarının, esas olarak güven temelindeki etkileri üzerinden iş göreceğini iddia ediyorlardı. Bir başka ifadeyle, gelecekteki bütçe kesintisi vaatlerinin, oranları daha aşağıya çekmesinin mümkün olmadığı, sıfıra yakın faiz oranlarının hüküm sürdüğü koşullarda bile, yatırımcıların kendilerini daha güvenli ve güvence altında hissetmeleri sağlandığı sürece, firma yatırımları üzerinde, Clinton döneminde olduğu gibi, yine de bir olumlu etkiden söz etmek mümkündü. Orszag, Rubin ve Sinai, belirtileri net olsa da, sıfıra yakın faiz oranları koşullarının gerçekleşmesinden önce yazıyorlardı bunları. “Geleneksel bakış açısına göre,” diye yazdılar,

“süre gelen bütçe açıkları ulusal tasarrufu azaltır, bu da yurtiçi yatırımları düşürür ve yurtdışından borçlanmayı artırır. Faiz oranları ise ekonominin hiza ya gelmesinde kilit bir rol oynar. Ulusal tasarruftaki azalma, yurt içi faiz oranlarını yükseltir ve bu da yatırımları körelterek yurtdışından gelecek sermayeyi cezbeder... Buna karşılık, sürdürülebilir bütçe açıklarının olumsuz sonuçları, geleneksel analizin varsaydığından pekala çok daha geniş çaplı olabilir ve çok daha ani bir biçimde gerçekleşebilir. Gölgesini uzak geleceğe düşüren önemli bütçe açıkları, piyasa beklentilerinde esaslı kaymalara ve gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında bununla ilgili güven kayıplarına neden olabilir. Doğabilecek olumsuz dinamik sonuçlar, geleneksel bütçe açığı çözümlemesinde, tümüyle değilse bile, büyük ölçüde atlanmıştır”.¹⁰

Orszag, Beyaz Saray Yönetim ve Bütçe Dairesi’ndeki (Office of Management and Budget: OMB) tüneğinden şimdi de, yatırımları dürtmek için bu kardarcık bir güven etkisine bile ihtiyaç olduğunu iddia ediyordu. Bunu güvence altına almanın yolu da, bütün departmanlardan faaliyet bütçelerini 100 milyon dolar indirmelerini isteyerek, mali konsolidasyon teminatında bulunmaktı.

Bu tarifi zor güven etkisine olan inanç, Henry Morgenthau’da yankısını bulmuş olabilirdi ama Obama’nın ekonomi danışmanlarının tümü tarafından paylaşıyor da değildi. Özellikle Obama’nın Ulusal Ekonomik Konsey’inin Başkanı Lawrence Summer ya da Ekonomi Danışmanları Konseyi başkanı Christina Romer bu inancı paylaşmadı. Summer, yatırım ve büyümenin sadece geleceğe dair güvene değil ama mevcut koşullara olan güvene de bağlı olduğuna vurgu yaptı. Romer’şa, 1937-38 ekonomik durgunluğunun tetiklenmesine katkıda bulunmuş olan türden bir aceleci mali konsolidasyon aleyhinde uyarılarda bulundu.¹¹

Ama Orzsag'ın partizanlıktan uzak, tarafsız, Rubin tarzı çözümlemesi Obama'ya cazip geldi ve başkan Mayıs 2009'da onu orta vadeli mali seçenekleri sıralayan bir rapor taslağı hazırlamakla görevlendirdi. Bu seçeneklerden hiçbirisi acilen uygulanmadı ama OMB direktörünün orta vadeli bir konsolidasyonu savunması, işsizlik oranının yıl içinde beklenilenden daha hızlı yükseldiği açıklığa kavuşunca, ikinci bir teşvik paketinin önüne engel çıkardı. Ve Orzsag'ın orta vadeli konsolidasyona yaptığı bu vurgu, Beyaz Saray ile Kongre liderliği arasında bütçe açıklarının 2011'de daraltılması konulu başarı şansı olmayan müzakerelere zemin hazırlanmasına da katkıda bulundu.

Emanuel ve Axelrod da, benzer şekilde, daha 2009 ilkbaharında bütçe açıklarının bir siyasal yükümlülük haline gelmiş olmasından endişeliydi. Bu endişeleri, sonbaharda Demokratların New Jersey ve Virginia'daki parlamentolarda kontrolü kaybetmesi üzerine daha da derinleşti. Besbelliydi ki, Cumhuriyetçilerin büyük-hükümet karşıtı retorikleri bağımsız seçimde bir karşılık buluyordu. Hükümetin teşvik paketi de dahil olmak üzere kriz karşıtı önlemleri aleyhine, finansal çıkarlara dokunulmuyor olduğu gözleminden beslenen bir karşı tepki söz konusuydu. Bankalar kurtarılmıştı. İkramiyeler ödenmeye devam ediyordu ve şu ana kadar da vicdansızlara yönelik bir yasal yaptırım örneği yok gibiydi.

Öte yandan teşvikler de vaat edilen her şeyi yerine getirmemişti. İşsizlik oranının Romer ve Jared Bernstein tarafından tahmin edilen yüzde 8 zirvesini önemli ölçüde aşmış olmasının ana nedeni, teşvik paketinin bizzat etkisiz kalması değil ama ekonominin daha şimdiden 2008'de hiç kimsenin değerlendiremediği kadar hızlı daralıyor oluşu olabilir ama bu, ekonomist olmayanlar için anlaşılması, ekonomistler için de izah edilmesi güç bir ayrımdı. İşsizlik oranı, Obama'nın danışmanlarınca teşvik paketinin yokluğu halinde öngörülmüş olandan daha hızlı yükselince, eleştirilere de, açığa dayalı harcamaların sadece etkisiz değil ama ters tepen bir nitelikte olduğunu iddia etme imkanı doğdu. Bu tez ekonomi bilimi açısından yanlış olabilir ama siyaset bilimi açısından yararlıydı.

Buna ilaveten, 2010 itibarıyla ekonominin iyileşmeye başladığına dair işaretler belirdi. İşsizlik oranı yüzde 9'u aşarak hâlâ yüksek kalmaya devam etse de, hiç değilse GSYH büyüyordu. İlk çeyrekte, döngünün genişleme evresi için normal sayılabilecek bir biçimde yüzde 3,9'luk bir büyüme kaydederek adeta mali konsolidasyona dönüşün güvenli bir biçimde ilerleyebileceğini gösterdi. Bankacılık sektörünün problemlerine eğilme konusunda ABD'den daha az şey yapmış olan ve George Papandreou liderliğindeki yeni Yunan hükümetinin, kısa süre önce

bütçe ve finans durumlarının önceden kabul edilmiş olandan daha da kötüye gittiğini açıklamış olduğu Avrupa'daki koşullar da, bunu doğrularcasına kötüleşiyordu.¹² Bununla birlikte Yunanistan'ın yapısal ve politik problemlerinin kendini bir açıktaki, daha önce gizlenmiş bir bütçe deliğinde açığa vurması, gündemdeki asıl tehlikenin bir mali hovardalık olduğu varsayımını güçlendirmekten başka bir sonuç vermedi. Avrupa ve Amerikalı liderler 2010 başlarında Iqaluit zirvesinde bir araya geldiklerinde, mali konsolidasyona gösterdikleri ilgi ortaktı.

Son olarak, Başkan Obama'nın bir taktisyen olarak tecrübesizliğinin kemer sıkma politikalarına geçişi hızlandırdığı tezinin de tümüyle bir kenara bırakılamayacağını belirtmek gerekiyor.¹³ Obama, Meclis liderliğiyle kendi ılımlı bütçe kesintileri önerisinin Cumhuriyetçiler tarafından ılımlı vergi artışlarının onayıyla dengeleneceği bir uzlaşmaya ulaşabileceklerini varsaydı. İki taraf bu temelde daha sonra bir orta vadeli bütçe planı ortaya koyabilirdi. Ama bu yaklaşım, Tea Party'nin yükselişini ya da bu hareketin parti toplantıları gereksinimini karşılama mecburiyeti hisseden bir Cumhuriyetçi lider, John Boehner'ı hesaba katmıyordu. Kış aylarıyla 2011 ilkbaharının başlarında, hükümetin süregelen resmi kararları uygulamaya devam etmesi üzerine yapılan müzakerelerde Boehner sadece vergi artışlarını bütünüyle reddetmekle kalmadı ama anlaşılamamaları halinde hükümeti düşürmekle tehdit ederek harcama kesintileri konusunda artan taleplerini de masaya getirdi. Beyaz Saray bu şekilde Meclis'teki Cumhuriyetçilerin görüşmeleri yapılacak kesintilerin miktarıyla sınırlandırmasına izin verdi.

Parlak başarı, Meclis Bütçe Komisyonu başkanı ve Wisconsin Temsilcisi Paul Ryan'ın Nisan 2011'de tebliğ ettiği bütçe önerisi oldu. Daha önceleri Kongre üyesi Jack Kemp'in konuşma metinlerini yazan Ryan, şimdi de Meclis'in seçkin bütçe uzmanı olarak adını duyurmaya hazırlanıyordu. 'Refah Yolu' başlığını taşıyan bütçe tasarısı, on yıl içinde ilave bir 6.2 trilyon dolarlık harcama kesintisi öngörüyordu. Bu kesintilerin mahiyeti büyük ölçüde belirsiz bırakılmıştı; belirli olansa, politik olarak daha başlamadan bitecek bir fikrin ürünü, Medicare harcamalarını bireylere ve eyaletlere kaydırarak Federal bütçeden yapılacak geniş kesintiydi. Ama bu, Ryan bütçesini kimin en çok kesintiyi yapabileceği konusundaki politik yarışmayı belirlemekten alıkoymadı.

Böylece 2011 yazında, borç tavanları, Hazine'nin piyasaya sürmesine izin verilen bonoların tavan faiz oranları üzerine yapılacak müzakereler için sahne hazırlanmış oldu. Uygulamada, borç tavanlarının yükseltilmesi, Hazine'ye hükümetin zaten çıkarmış olduğu faturayı ödeme yetkisi veriyordu. Ama Cumhuriyetçi müzakereciler bir başka baskı noktası daha sağladı. Tavanın yükseltilmemesi halinde hükümet mecburen yükümlülüklerinden bir kısmını yerine getirmeyecekti. Hazine'nin kime ödeme yapıp kime yapmayacağına karar vermesi gerekcekti. Tahvil sahiplerine ödeme yapmayı, diyelim ki hükümet müteahhitlerine ödeme yapmaya tercih edebilirdi. Ama bunu yaparak tahvil sahiplerine bile yeniden güven verme ihtimali yoktu. Güvenin önemi konusunda Orszag tarzı tezlerin önem taşıdığı bir bağlam varsa, bu da oydu.

Tea Party üyeleri ise, kendi adlarına, teknik bir borç ödeyememe durumunu zorladıkları için son derece mutluydu. Borç ödeyememe durumu, kamu harcamalarını küçültmenin garantili bir yoluydu ve Tea Party için de bu, Cumhuriyetçi Parti liderliğine fazladan bir pazarlık gücü kazandırması açısından, önem taşıyan tek konuydu. Cumhuriyetçilerin konumu, borç tavanındaki her türlü artışın gelecekteki harcama kesintileriyle kuruşu kuruşuna örtüşmesi gerektiği noktasında belirlendi.

Köşeye sıkışan Beyaz Saray teslim oldu. Bu teslimiyeti de, Meclis ve Senato liderliği tarafından düzenlenen ve on sene içerisinde 1,2 trilyon dolarlık harcama kesintisi öngören bir anlaşma biçiminde tezahür etti.¹⁴ Ayrıca, ilave bir 1,2 trilyon dolarlık kesintiyi Meclis ve Senato'nun tam mutabakatına önermek üzere on iki Kongre üyesinden oluşan ve resmi adı Bütçe Açığı Azaltma Karma Komisyonu (Joint Select Committee on Deficit Reduction) olan bir 'süper komisyon'un kurulmasına da razı oldu. Bu süper komisyon Kasım sonuna kadar bir mutabakat sağlayamazsa, sadece yardım ödemeleri ve asker maaşlarını dışta tutan geniş kapsamlı bir kesinti 2013'ten başlayarak yürürlüğe girecekti.

Düşünce, kesintileri süper komisyonun anlaşması için dayanılmaz bir baskı yaratacak kadar can sıkıcı ve verimsiz hale getirmektir. Ama dayanılmaz olan, dayanılabilir çıktı. Ekonomiyle Rus ruleti oynama tehdidi, Cumhuriyetçi Parti'nin silahın boş hazinesi üzerine bahis oynamaya dünden razı popülüst kanadı hesabı katıldığında, faydasızdı. Üyeleri arasında hem Çoğunluk Partisi lideri Nancy Pelosi'nin yakın müttefiki ve sosyal yardım programlarının kararlı destekçisi olan Maryland temsilcisi Chris Van Hollen', hem de Morgan, Grenfell & Co.'nun eski para takas tacirlerinden, Tea Party sözcüsü ve borç tavanının yükseltilmesi-

ne şiddetle karşı çıkan Pennsylvania Senatörü Pat Toomey'in yer aldığı bir komisyonun anlaşmaya varamamasında çok da şaşırarak birşey yoktu. Ve böylece, hem sivil hem de askeri bütçede keyfi bir yüzde 8,5 kesinti öneren Müsadere Yasası (Sequester) 1 Mart 2013'ten itibaren yürürlüğe girdi.

Bu, Beyaz Saray'ın, Bourbonlar gibi, hiçbir şey öğrenmediğini söylemek değildir. Kararlaştırıldığı üzere Bush vergi indirimlerinin süresinin dolduğu 2012 sonunda, yüzde 1'lik en üst gelir grubu için sürenin uzatılması teklifi geldiğinde buna izin vermediler. Buna karşılık aynı zamanda da, Sosyal Güvenlik sisteminin uzun vadede ödeme güçlüğüne düşmesinden kaygılananlardan gelen daha yüksek sigorta kesintisi çağrısına da sesini çıkarmadı.

Yapısal bütçe açığı (konjonktür dalgalanmalarının etkisi çıkarılmış bütçe açığı) 2012'de teşvikler yavaşlarken GSYH'nin yüzde 1,75'i oranında ve ardından vergi artırımları ile Müsadere'nin bir sonucu olarak da 2013'te GSYH'nin yüzde 2,5'u oranında kapandı. Normalde kamu harcamalarını desteklemeyen Uluslararası Para Fonu, açığındaki bu azalma temposunu aşırı bularak eleştirdi ve bunun ABD'nin 2013 büyüme oranını yüzde 1,33 ile 1,75 oranında düşüreceği uyarısında bulundu.¹⁵ Eğer finansal kriz sonrası canlanma hayal kırıklığı yaratmaya devam ediyorsa, bunu nedeni hayal kırıklığı yaratan bir canlanmanın kaçınılmaz oluşu değildi. Hiç değilse işlevsiz politika ve hareket tarzlarının finansal krizin kaçınılmaz sonucu olmadığına inanıldığında çıkacak sonuç budur.

Normalde, maliye politikasının bu giderek artan ölçülerde daraltıcı durumundan haberdar olan Fed'in, sonuçları telafi etmeye ya da yumuşatmaya yönelik adımlar atması beklenebilirdi. Merkez Bankası Kurulu sorunun kesinlikle farkındaydı ve Temmuz'da Kongre'ye ilettiği 2013 'Para Politikası Raporu'nda da buna dikkat çekmişti.¹⁶

Ama 2013'teki koşullar normal değildi. Çoktan yüzde 0-0,25 seviyesine indirilmiş olan federal fon oranları, zaten olabildiğince düşüktü. FOMC, işsizlik oranı yüzde 6,5'in üzerinde kaldığı ve gelecek bir-iki yıldaki enflasyonun yüzde iki hedefini yüzde yarım puandan daha fazla aşacağı öngörülmediği sürece, bu oranı orada tutma niyetini belli etmişti. FOMC, ayda 40 milyar dolarlık ipotek teminatlı menkul değer ve ayda 45 milyar dolarlık uzun vadeli hazine bonusu satın alarak geniş çaplı aktif alımı programını da sürdürdü. Buna ilaveten, vadesi gelen ipotek teminatlı menkullerin anapara ödemelerine yeniden yatırım

yapıyor, vadesi gelen hazine bonolarını ise uzatıyordu. İşgücü piyasasının genel görünümü düzelinceye kadar bu politikalara devam edeceği sinyali de verdi. Fed ise zaten bir yığın şey yapıyordu. Gerçekten de, muhafazakar çevrelerden gereğinden fazla şey yaptığı konusunda eleştiriler aldı.

Buna rağmen, merkez bankası daha fazlasını yapabiliirdi. İpotek teminatlı menkul ve hazine bonosu alımlarını artırabiliirdi. Yüzde 2 olan enflasyon hedefinin etrafındaki tolerans bandını yüzde yarımdan daha fazla geniş tutabiliirdi. Hedefin bizzat kendisini daha yüksek tutabiliirdi. Bunların yapılması mali geleneklerden sapmak olurdu ama işsizliğin inatçı bir biçimde yüksek olduğu, büyüme oranının hayal kırıklığı yaratmaya devam ettiği ve mali konsolidasyonun ekonomi üzerinde sert bir daraltıcı baskı uyguladığı koşullarda geleneğe uygun olmayan politikaların savunulabilir bir yanı da vardı. Daha büyük çaplı bir menkul alımı ya da yüzde 3'lük bir enflasyon hedefi, Roosevelt'in altın standartını terk etme kararı ve büyük çaplı altın alımına kalkışması kadar radikal değildi. Altın standartından vazgeçilmesi ve ülke vatandaşlarından ellerindeki altını kağıt parayla değiştirmelerinin talep edilmesi, para politikasının sevk ve idaresinde devrimci bir değişime yol açmıştı. İlave menkul alımları ya da hatta daha yüksek bir enflasyon hedefi bile bunun yanında sönük kalırdı.

Karar alma süreçlerindeki farklar da ulaşılan zıt sonuçları kısmen izah eder. 1933'te altın standartını askıya alma kararını tek bir kişi, başkan, kanun hükmünde kararnameyle verebiliyordu çünkü Kongre'nin her iki meclisi de onun talimatlarına yasal geçerlik kazandırmak için hazır bekleyen kendi partisinin kontrolü altındaydı. FDR kararlı bir biçimde hareket edebiliyordu. Ekimden itibaren, sadece iki güvenilir danışmanı Henry Morgenthau ve Jesse Jones'a danışarak, canının istediği kadar altın satın almak için Yeniden İnşa Finans Kurumu'nun yetkilerini kullanabilmişti. Morgenthau ise, o kendine has bilgeliğiyle, Hazine'nin altından arınma programı aracılığıyla para arzını uygun gördüğü şekilde yönetebilmişti. Kongre'den çok az kişi, Yürütme Organı'nın aslında Merkez Bankası'na ait olan yetkileri gaspetmiş olduğu yönünde bir şikayette bulundu. Aksine, Elmer Thomas başta olmak üzere bir çok etkili ses, başkan üzerinde baskı yaparak gerekli her türlü aracı kullanıp daha genişlemeci bir politika izlemesini istedi. Fed'in yıkıcı yanlış adımları kesinlikle itibarını parlatmış ya da para politikaları konusundaki bağımsız tutumuna yönelik kamusal ve politik desteğe payanda olmuş değildi. 2003'te ise etkili sesler Fed'in geleneksel olmayan politikaları –konut piyasasını desteklemek üzere tasarlanmış ipotek teminatlı menkul alımı gibi

örneğin-, fiyat istikrarını korumaya yönelik yetki aşırımları konusunda uyarılarda bulundular. Bu eleştiriler dönüp dolaşıp kurumun bağımsızlığına ilişkin sorulara yol açtı. Seksen yıl önceki bu zaman dilimi, yüksek istihdam için merkez bankası yetkilerini gözetmekte işlenecek bir kusurun, dolaylı ya da doğrudan bir biçimde onun bağımsızlığını da tehlikeye atabileceğine dair bir uyarıdır.

2013'te, 1933'ün tersine, para politikası bir komisyon tarafından, daha kesin söylemek gerekirse, yedi Merkez Bankası Kurul üyesi ile beş Merkez Bankası başkanından oluşan bir komisyonca belirleniyordu. Komisyonlar doğaları gereği daha yavaş çalışır ve bu Federal Açık Piyasa Komisyonu açısından bir çok komisyon için olduğundan daha doğruduydu. FOMC oybirliğine değer verir. Üyeler aynı görüşte olmayabilir ama aşırı fazla görüş ayrılığının da politikanın tutarlılığına dair sorular doğurabileceğinin farkındadırlar. Bütün bunlar uzlaşmayı öne çıkarır. Para politikasındaki değişiklikler de, iyi ya da kötü, kademeli olma eğiliminde olacaktır, radikal değil.

2013 yazında, bu kademeli değişiklikler daha az kolaylık gösterme yönünde oldu, daha fazla değil. Başkan Bernanke, Mayıs'ta Kongre Karma Ekonomik Komisyonu'na yaptığı konuşmada ve ardından Haziranda FOMC sonrası basın toplantısında, ortada görünen bir enflasyonist baskı olmamasına ve süregelen sönük büyüme oranlarına rağmen, merkez bankasının menkul alımında kesintiye gitme ihtimaline ve 2014 ortalarında da muhtemelen tümüyle son verebileceğine işaret etti. Halihazırda menkul alımında bir fiili azaltma olmasa da, açıklamasında sinyalini verdiği daha kısıtlayıcı bir gelecek para politikasının daraltıcı etkisi derhal hissedildi.¹⁷ On yıllık hazine bonolarının getirisi bunun izleyen iki ay içinde yüzde 2,3'ten 2,9'a fırlayarak otuz yıllık ipotekli konut kredisi faiz oranlarını yüzde 4'ten 4,5'e çıkardı ve konut piyasasındaki canlanmayı da yavaşlattı.

Ekonomi-politik bakış açısındaki bu kaymaya yol açan birbiriyle ilişkili bir çok faktör vardı. Gözlemciler, hazine bonolarındaki düşük getirinin yatırımcıları ilave riskler almaya teşvik edeceğinden endişelendi. İpotek teminatlı menkul alımlarının konut piyasasında yeni bir aşırılıklar raundunun körüklenmesinden kaygılıydılar. Bu eleştiriler sadece merkez bankasının yeminli eleştirmenlerinden değil ama, parmakları yerel konut piyasası ve banka piyasasının nabzında olsa bile para politikasının ekonominin bütünü üzerindeki etkilerine bazen daha az uyum sağlayan Merkez Bankası başkanlarından da geldi. Ama onların endişeleri Başkan Bernanke'nin Mayıs 2013'te Chicago Merkez Bankası'nda yaptığı konuşmada bile yankısını buldu. Başkan bu konuşmasında, merkez bankasının

“yatırımcıların ‘getiriye uzanma’ örneklerini [yatırımcıların daha yüksek getiri uğruna daha riskli yatırımlara kaydıkları örnekleri] ve aşırı risk alma girişimlerinin diğer biçimlerini özellikle yakından takip ettiği”ne işaret etti.¹⁸

Parasal teşviklerin verimliliği konusunda FOMC üyeleri arasında da şüpheler vardı. Richmond Merkez Bankası Başkanı Jeffrey Lacker, hazine bonolarının getirisinde ve ipotekli konut kredisi faizlerinde 50 baz puanlık bir indirimin, yaşlı bir nüfus ve külfetli bir mevzuatın frenlediği bir ekonomide büyümenin hızlanmasını pek da teşvik etmeyeceğini ileri sürdü. Lacker’ın Mayıs 2013’te belirttiği gibi, büyüme, kaldığı yerden devam etmiş bile olsa, “para politikasının dengelemeye muktedir olmadığı yapısal faktörlerce büyük ölçüde sınırlanıyor-muş gibi görünüyor. Bu durumda daha fazla bir parasal teşviğe bağlı fayda maliyet dengesi, gelecek vaat etmiyor gibi”ydi. Dallas Fed Başkanı Richard Fisher ise, her ne kadar FOMC’da oy hakkı olan bir üye değilse de, bu yoksunluğunu bir metafor bolluğuyla telafi ettiği konuşmasında, inandırıcı bir orta vadeli bütçe planının yokluğunda güven kaybına doğru gidildiğini ileri sürdü; o zamana kadar da “merkez bankası, en iyi ihtimalle, boşa kürek çekecek, en kötü ihtimalle de, spekülasyon çırasını tutuşturarak, sonuç olarak güvertede dev bir enflasyon yangını çıkaracak”tı.¹⁹ Bu teşhisleri şüphe götürürdü ama gürültülü itirazları merkez bankasının rotada kalmasını zorlaştırdı.

Bütün bunlar bir yana, Fed’in, diğer politika belirleyicileri ile birlikte bir başka Büyük Bunalım’ı engellemiş olması, daha fazlasını yapma konusundaki cesaretini kırmıştı. FOMC üyeleri, konut piyasasının iyiye gitmesinden bir avuntu çıkarabilirdi. Eyalet ve yerel yönetim düzeyinde ekonominin iyileşmekte olmasıyla rahatlayabilirlerdi. Ekonomik faaliyetlerde 1929-33’teki gibi bir çöküş olmadığı gerçeğine dikkat çekebilirlerdi. Bu da onlara merkez bankasının müdahaleci tutumunu eleştirenler karşısında bir söz hakkı sağlıyor; ekonomi geleneksel koşullarda olsun ya da olmasın, daha geleneksel para politikalarına geri dönme arzularını gerçekleştirme imkanı veriyordu. 2008-09’da ABD ekonomi-politikası, karar vericilerin de gururla dikkat çektiği gibi, en kötüsünü önlemişti. Ama tam da bu sonuç, ironik bir biçimde, ekonomi-politikanın şimdi daha az olumlu yönde biçimlenmesine neden oluyordu.

NOTLAR

1. Müsadere, birkaç ay sonra, Nisan 2013'te başladı.
2. Bu, 1934-1937 trendleri değerlendirilerek ulaşılmış bir sonuçtur. İşsizliğin bu dönem boyunca yılda ortalama yüzde 2,5 puan düştüğünü anımsayalım. Daha sonra ise, 1937 ve 1938 arasında kabaca yüzde 5 yükselmmişti.
3. Bu noktaya, izleyen detaylarla birlikte, Reinhart ve Rogoff (2009b) ve daha kapsamlı olarak da Reinhart ve Rogoff (2014) tarafından parmak basılmıştır.
4. Pasaj, FDR'nin 1 Ekim 1936'da Pittsburgh'da yaptığı seçim kampanyası konuşmasından alındı. <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=15149>
5. Thorndike (2008) bunları vurgular.
6. Ayrıntılar Bölüm 18'de.
7. Bu hesaplamalar, en üst gelir grubu çalışmalarında önde gelen bilim adamı, ekonomist Emmanuel Saez'a (2013) aittir.
8. Bkz. Alter (2013), sf. 160 ve birçok yerde.
9. Gelecekteki bütçe açıklarında kesintiye gitme konusundaki yasama taahhüdünün inandırıcı olup olmadığına dair de sorular vardı çünkü gelecekteki Kongre tarafından tersine çevirilebilir, bu durumda da faiz oranları üzerindeki etkisi daha da az olabilirdi.
10. Bkz. Sinai, Orszag ve Rubin (2004).
11. Scheiber (2011), sf. 150; Romer (2009b).
12. Bkz. aşağı, Bölüm 24.
13. Bu konum en güçlü biçimde Alter (2013) tarafından savunuldu; bkz. sf. 166 ve daha birçok yer.
14. Daha önce, Başkan Yardımcısı Biden'ın yönettiği müzakerelerde Temsilciler Meclisi'ndeki Cumhuriyetçiler 1,7 trilyon dolarlık bir kesintide ısrar etti. Hükümetin buna verdiği karşılık çok geçmeden verdiği son tavizin ve anlaşmanın zemini oldu.
15. Bu değerlendirme IMF'nin yıl ortasında yayınlanan 2013 Article IV başlıklı ABD gözden geçirme raporunda yer aldı (IMF 2013a). İki ay önce yayınlanan bir analizde Congressional Budget Office, bütçe daralmasının ABD ekonomisinin büyümesini 2013'te olasılıkla 1,5 yüzde puanı kıracağına hesaplayarak sözü edilen etkiyi bu aralığın ortasına koymuştu. (CBO 2013).
16. Bu konu, raporun 10. sayfasında başlayan "Federal Bütçe Politikasının Ekonomik Etkileri" başlıklı bir kutuda öne çıkarıldı (Federal Reserve Board 2013).
17. Fiili tahvil alımı azaltımı daha sonra, Aralık 2013'te başladı.
18. Bkz. Bernanke (2013).
19. İlk alıntı Lavker'den (2013), ikincisi Robb'a (2013) ait.

Yurtiçi politikalar ABD ekonomisinin canlanmasına karşı bir rüzgar yarattıysa, başka yerlerdeki, Avrupa'daki gelişmelerin de yardımcı olduğu söylenemezdi. Euro krizinin patlaması 2010'da, ABD bütçe ve para politikalarının daha sert bir yöne kaymasından da önce gerçekleşmişti. Sonuçları en başta Avrupa Birliği'ne üye ülkeler açısından feci oldu. Ama bu ülkeler, son seksen yılın en kötü durgunluğundan çıkmak için çabalayan Birleşik Devletler'in de dahil olduğu diğer ekonomilerin performansı üzerinde de yük oldu.

Avrupalılar uzunca bir süredir işleri mümkün olduğunca zorlaştırmak için ellerinden geleni yapmaktaydı. Bankalarının yaşadığı sorunlara aldırmadılar. Güney Avrupa'nın bir ucundan diğerine rekabet gücünde yaşanan bozulmaya aldırmadılar. 2002'de o kendilerine has zekalarıyla Euro Bölgesi'ne kabul ettikleri Yunanistan'ın kronik bütçe sorunlarına aldırmadılar.

Üstelik euroyu yaratarak da bu sorunların çözümüne giden tüm yolları kapadılar. Ulusal para birimini devalüe etmenin imkanı yoktu çünkü devalüe edilecek bir ulusal para birimi kalmamıştı. Devalüasyon seçeneğinin yeniden kazanılacağı bir alan yoktu çünkü Euro Bölgesi'nden çıkmak diye bir kayıt konmamıştı. Parasal birliğe eşlik edecek bir banka birliği yoktu. Tek bir banka denetçisi ve sorunlu bankaları tasfiye edecek bir mekanizmanın yokluğunda, tek tek ülkelerdeki denetçileri, ödeme güçlüğüne düşmüş finans kurumlarını yeniden sermayelendirme ya da likidite etmeye zorlamanın da bir yolu yoktu. Sıkıntısındaki ülkelerin borçlarını yeniden yapılandırma prosedürü – egemen bir iflas yasası, yoktu. Hükümetlere acil yardım sağlayacak bir mekanizma ya da ortak politika

koşullarının tasarlanması yönünde bir görüş birliği yoktu. Avrupa Merkez Bankası'nın finansal sistemin istikrarı için gerekli krediyi enjekte eden bir son çare kreditorü olarak hareket etmesi gerektiği konusunda bile bir anlaşma bulunmuyordu.

Bu son olgu, ECB'yi krize aktif bir biçimde katkıda bulunmaktan alıkoymadı. Kurum, eli kulağındaki fırtınadan bihaber, politika faiz oranını Temmuz 2008'de yüzde 0,25 artırarak yüzde 4,25'e çıkardı. Bu karar olağanüstü derecede yıkıcı oldu. ABD 2007'nin sonundan beri ekonomik durgunluk içindeydi ve Avrupa'nın bunun sonuçlarından bağışık kalması mantıksız olurdu. ABD yüksek risk faizli kredi piyasasında yaptıkları spekülasyonların neden olduğu sorunlar IKB ve BNP Paribas olaylarında zaten yüzeye çıkmıştı.¹ İrlanda ve İspanya'daki emlak fiyatları çoktan zirve yapmış durumdaydı. Bu ülkelerdeki bankaların bir problem yaşayacağı, ECB öngörmemiş bile olsa, öngörülebilirdi. Euro Bölgesi'ndeki para ve kredi büyümesi gözle görülür biçimde yavaşlıyordu. M3 (para arzı tanımı; M2'nin içerdiklerinin yanısıra bankaların para piyasası fonlarını, kısa vadeli repoları ve bankaların ihraç ettikleri bono ve tahvilleri kapsar) para arzındaki büyüme oranı 2008'in başlarında zirveye ulaştıktan sonra muntazam bir biçimde aşağı doğru yönelmiş ve bankaların özel sektöre açtıkları kredilerde ve ekonominin büyümesinde yaklaşan bir yavaşlamayı haber vermişti.

Yani sıkı para politikasının hiç de zamanı değildi. Ama ECB'yi buna sevken faktör de gayet açıktı. Ortalama enflasyon, ECB yetkililerinin izin verilebilir tavan olarak gördükleri yüzde 2'nin rahatsız edici derecede yukarısında, yüzde 3'in üzerinde seyrediyordu. Hataları bu ortalamaya odaklanmaları oldu. Enflasyon, emtia ve enerji fiyatlarında, Çin'den ve diğer enerjiye aç, hızlı büyüyen yeni piyasalardan gelen talebin körüklediği sert çıkış nedeniyle 2008'in ilk yarısında hızlanmıştı. Ama emtia ve enerji fiyatları oynaktır. Dünya ekonomisindeki yavaşlamaya yanıt olarak şu an yaptıkları gibi, çıkışları hızla inebilirler. Sonuçta, çekirdek enflasyon (oynak emtia ve enerji fiyatlarının geçici etkisi çıkarıldıktan sonraki enflasyon) 2007-08'de bir kez bile ECB'nin aylık bazda ölçülen yüzde 2 eşiğini geçmemiştir.

ECB, ABD Merkez Bankası'nın tersine, her zaman ortalama enflasyona bakmıştı. Kurum başkanı Jean-Claude Trichet, 2005'te, bu ölçüme öncelik vermenin önemine övgüler düzdü. Esnek, ademi merkeziyetçi işgücü piyasalarına sahip ABD'de benzin fiyatları ücret uzlaşmaları üzerinde fazla bir etkide bulunmadan alçalıp yükseliyor olabiliyordu. Ama Avrupa'da, diye izah etti Trichet, yüksek gıda ve yakıt fiyatları, güçlü ve merkezi sendikaların varlığında, yıllık toplu sözleşme görüşmelerinde alınan yüksek ücretlere derhal yansiyordu. Bu da ortalama

enflasyonu, gelecekteki fiyat baskılarının öngörülmesinde uygun ölçüt haline getirirdi. Trichet'nin 2005'te belirttiği gibi“ ‘Çekirdek’ enflasyon ölçümleri, en azından geçmişte, ortalama enflasyonda kaydedilen gelişmelere öncülük etmek yerine, gerisinde kalmıştır. Diğer kalemleri orada tutarken enerji harcamalarını fiyat endeksinden çıkarmak uygun görünmüyor,” sonucuna varıyordu Trichet.²

Bu tez 2005'te ne kadar akla uygun olursa olsun, 2008'de artık o kadar mantıklı değildi. Büyüme yavaşlıyordu. İşsizlik yükselme eğilimindeydi. Yakında bir ücret talebi patlaması yaşanacağı düşüncesi, bu koşullar altında inandırıcı değildi.

Ortalama ve çekirdek enflasyon arasındaki ayrım karar merkezleri tarafından güç algılanıyorsa, bunu nedeni halk tarafından güç algılanıyor oluşuydu. Halk, euroyu ekmek ve kahve gibi temel tüketim maddelerinin maliyetindeki artışla ilişkilendiriyordu. Fırıncı ve espressocular, frank ve liretteki son büyük değişikliğin gerçekleştiği 2002'de fiyatları yuvarlamakla suçlandılar. Kamuoyu euronun enflasyon getirici bir para birimi olduğuna hükmetmişti. Trichet tam da ortalama enflasyon hakkındaki bu vahim savunmayı yaptığı sırada, Avrupalılar'ın “bir somun ekmek fiyatının beş Fransız frankından 1 €'ya, bir espressonun beş Fransız frankından 1,20 €'ya, veya bir kazı kazan kartının on franktan 2 €'ya fırlayışını gördükten sonra euroyu bir enflasyon faktörü olarak yaftalamaları” konusunda Paris Match'in hedef tahtasına oturtulmuştu. Trichet, bir yandan bu gözlemin abartılı olduğunda ısrar ederken, “tek para birimine geçiş sırasında çok az sayıda ürün fiyatının orantısız biçimde artması nedeniyle, euronun enflasyon kaynağı olduğu düşüncesinin kolektif bilinçte yer etmiş olduğunu” da kabulleniyordu.³ Bu bilinç veriyken o artan çok az sayıdaki fiyat da ihmal edilemeyecek kadar hassasiyet kazanıyordu.

Enflasyon nefretinin kemikleşmiş olduğu Almanya'da ise, ortalama ve çekirdek enflasyon arasındaki ayrım hiç düşünmeden reddedildi. Trichet, ECB'nin ilk Fransız başkanı ve meslekten bir finans diplomatu olarak, parasal konularda bir Alman kadar Töton olduğunu kabul ettirmeye kendini adanmışlığı Almanca dil dersi almaya kadar uzandı. Daha da önemlisi, ortalama enflasyon kavramına sarılma ve bankacılık sistemi ve ekonomide büyüyen sorunlar ne olursa olsun, bunu yüzde 2'nin altında tutmaya bir öncelik izafe etmeye kadar uzandı.

Lehman Brothers vakasından sonra, bu pozisyon değişti. ECB bile, yukarıdan gelen politika müdahalelerine doğuştan gelen karşıtlığına rağmen, kendini harekete geçmek zorunda hissetti. Ortalama enflasyonun, krizin baskısı altında, şimdi yüzde 2 hedefinin altına doğru düşmesinin de buna yardımcı olduğu tartışılmazdı. ECB Başkanlar Konseyi, 2008 Ekim, Kasım ve Aralık'ta bankaların ana faiz oranlarını yüzde 3,75'e, ardından yüzde 3,25'e ve nihayet 2,50'ye indirdi. Kredi işlemlerinde teminat olarak kabul edilebilir aktif listesini genişletti. Finans kurumlarının ihtiyaç duyduğu kadar likidite arzına hazır olduğu sinyalini

verdi.⁴ Faiz oranlarıysa, hiç kuşkusuz, ABD'den farklı olarak hâlâ sıfırın bir hayli üzerindeydi. ECB'nin bu girişimleri, Fed tarafından Kasım'da devreye sokulan parasal gevşeme önlemlerinin ilk raunduna kıyasla daha ılımlıydı. Yine de hiçbir şey yapmamaktan iyiydi.

Ama daha önceki politikaların açtığı hasar öyle kolay kolay onarılacak cinsten değildi. Ekonomistler parasal büyüme ile sonuç arasındaki gecikmeyi tamı tamına hesaplayamaz ama aralarından çok azı bir parasal dürtünün etkilerinin tam olarak hissedilmesinin bir kaç çeyrek dönem alacağından kuşku duyar.⁵ Böylece, Euro Bölgesi GSYH'si 2008'in ikinci yarısında çok az ölçüde negatife dönmüşken, hemen ardından bir yıl önceki sıkı para politikasının etkisini yansıtarak sert bir biçimde düştü ve 2009'un ilk yarısında yüzde 2,2'lik bir yıllık orana indi. Avrupa'da ekonomik durgunluk, bankaların, emlak müteahhitlerinin ve hükümetlerin, en önemlisi de bizzat Avrupa'nın ve ABD'in yaşadığı sorunları şiddetlendirerek, şimdi yola çıkmış bulunuyordu.

ECB'nin daha hızlı harekete geçme konusundaki başarısızlığıyla üretim hacmini dengeleme sorunu doğrudan hükümetlerin kucağına düştü. Madem merkez bankaları daha fazlasını yapamayacaktı, o zaman bunu onların yerine hükümetler yapmak zorunda kalacaktı; 'bu' ile kastedilen *à l'amérique* mali teşvik anlamına (Amerikan usulü) gelmek kaydıyla. Ancak tek ülkede teşvik, tek ülkede sosyalizmden daha uygulanabilir bir şey değildi. Vergi kesintilerinin ekonomik etkileri, en az yurt içinde üretilen ürünler kadar ithal ürünlere de harcama eğilimi hesaba katıldığında, diğer ülkelere de sıçrayacaktı. Eğer bir ülke mali teşviği sürdürecektse olursa, sağlanacak yararın çok az bir bölümü karşılığında, ağır borçlar ve faiz ödemeleri cinsinden bütün maliyeti de taşırdı. Bu sorun her yerde vardı ama ekonomileri küçük ve Avrupa entegrasyonunun bir sonucu olarak yüksek derecede karşılıklı bağımlı olduğu Avrupa'da özellikle vardı.

2009 başlarında bu sorunun farkına varılması, Yirmiler Grubu'nun başkanlığını Birleşik Krallık'ın almasıyla keşişti ve bu da Gordon Brown'ı Londra'nın merkezinde yapılan G20 zirvesinde, birlikte planlanmış bir mali yanıt verme kararına sevk etti. Brown karizma eksikliğini, karşıtlarının bile keskin bir analitik zeka olarak teslim etükleri özelliğiyle telafi ederek başarılı bir politik kariyer yapmıştı. Edinburgh Üniversitesi'nde tarih eğitimi almıştı. 1933'teki o talihsiz Londra Ekonomi Konferansı üzerine çalışmalar yapmıştı ve 2008'de İzlanda'ya karşı ABD Anti-Terör Yasası'nı kullanmasının ve Northern Rock fiyaskosunun ardından kalan mirası pekiştirmek ya da daha doğrusu bu mirası onarmak için can atıyordu.

Brown, ister bu tarihsel arkaplan sayesinde olsun, isterse başka nedenlerle, krizin eksiksiz bir resmini ve uluslararası düzlemde birlikte planlanmış bir karşılık verme ihtiyacını açıkça gören bir ülke lideriydi. Bu bakış açısından onun 2009'daki G20 başkanlığı, tıpkı önemli merkez bankalarının başında Bernanke gibi tarih konusunda kültürlü bilim adamlarının oluşu gibi, bir şanstı. Nisan 2009 Londra Zirvesi yaklaşırken Avrupa, ABD ve Latin Amerika turuna çıktı. Downing Street'teki akşam yemeğinde G20 liderlerine 1933 konferansının başarısızlığını hatırlattı ve "bu başarısızlık o on yıl ve bir sonraki on yıl boyunca yaşanan bütün diğer korkunç olayların habercisi olmuştu," sözleriyle de muhtemelen Alman Başbakan Angela Merkel'den mali teşvik konusunda gelecek bir itirazı aşmayı amaçladı.⁶

1933 konferansı, söylendiğine göre fosilleri rahatsız edecek hiçbir şeyin yapılmadığı Jeoloji Müzesi'nde yapılmıştı; bu seferki, Londra'nın finans bölgesi, City, doğuya doğru genişlerken, zenginleşmiş bir bölge haline gelen Londra Docklands'deki ExCel Center'da yapıldı. Ama oraya kadar: ExCel Center, zamanın ruhunun bir göstergesi olarak Abu Dabi National Exhibitions Company tarafından daha yeni satın alınmıştı. Bu pek de elverişli olmayan mekanda toplanan liderler anlamakta zorlandı. Nicolas Sarkozy de, Merkel gibi, finansal yenisinden düzenlemelere ve kıydan uzak (offshore) vergi sığınaklarına karşı sert önlemlerin alınmasına, ekonomiyi istikrara kavuşturmaya yönelik acil adımlardan daha yüksek bir öncelik atfetti. Ne ABD ne de Çin, Avrupalılar'ın kendi mali problemleri varken düzenleyici reform üzerine ders vermelerine değer verdi.

Sonunda, liderler en azından bir birleşik cephe izlenimi yaratabildiler. IMF'ye ilave kaynaklar sağlamayı kabul ederek kurumu muhtaç ülkelere daha büyük kredi verme konumuna getirdiler. (Zaman içinde, bu muhtaç ülkelerin Avrupalı olduğu ortaya çıkacaktı.) Fransa'nın talebi üzerine vergi sığınaklarının bir listesini yayınlama konusunda çıkan ihtilafı ustalıkla idare ettiler ve bu başlığı G20 tebliğinden çıkararak, görevi, yönetim merkezi Paris'te olan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'ne havale ettiler.

Ama en önemli sonuç, liderlerin mali teşvik uygulama konusundaki taahhütlerini sıralamaları ve buna daha fazlasını da eklemeleri oldu. IMF ve Dünya Bankası'nı destekleme sözü vererek 1 trilyon dolarlık bir toplamı gazete manşetlerine çektiler. Brown daha sonraları buna '1 trilyon dolar planı' olarak atıfta bulundu ve bunun dünya ekonomisindeki düşüşe kati surette son verecek bir adım olduğunu iddia etti.⁷ Londra zirvesini birinci yıldönümü üzerine yazan Colin Bradford ve Johannes Linn ise bu yorumu tekrarlayarak, Londra G20'yi 'tarihin en başarılı zirvesi' olarak övdü.⁸

Daha uzak bir mesafeden bakma şansı bulacak olan gelecek tarihçilerin bu lehte yorumları paylaşacakları ise kesin değil. 2009'daki mali teşvikler gelişigüzel nitelikteydi; hükümet harcamalarını artırma girişimlerine hafif borç yükü altındaki ülkeler ve aynı ölçüde, ağır bir bedel ödeyecek mali olanaklardan yoksun ülkeler ön ayak oldu. Teşvikler ise, Birleşik Krallık gibi, merkez bankaları hükümet bonolarında piyasayı takviye edebilecek ve faiz oranlarını düşük tutabilecek kendi para birimleri olan ülkelerle, yine aynı ölçüde, ulusal bir para birimi ve ulusal merkez bankası olmayan, kendilerini ECB'nin müşfik kollarına teslim etmiş ülkeler tarafından üstlenildi. Bir Euro Bölgesi ülkesi tarafından 2009'da yapılan GSYH'ye oran bazındaki en büyük teşvik, büyük çaplı bankacılık ve emlak piyasası problemlerinin ortaya çıktığı bir ülkede, İspanya'da oldu. Yatırımcılar çok geçmeden İspanya hükümetinin borçlarını ödeyebileceğinden kuşku duymaya başlayacak ve Madrid de bu mali hürsından pişman olacaktı. Yunanistan ise yeni bir teşvik paketi bildirmedi ama bütçe dengesinde GSYH'nin yüzde 5'i oranındaki ilave düşüşü de vergi açıklarıyla zaten yolda olan kamu harcamalarındaki artışın bir sonucu olarak gördü. Portekiz'deki durum da benzerdi.⁹ Almanya gibi mali olanakları olan ülkeler için daha fazlasını yapmak, borç sorunları olan ülkeler için de daha azıyla yetinmek daha akıllıca olacaktı. Geriye dönüp bakıldığında böyle bir nüansa olan ihtiyaç apaçıktır.

Ama ilave harcamaların krizden bir çıkış yolu sağlayacağı düşüncesi Alman kamuoyunun pek de hoşuna gitmedi ve bu durum da Merkel'in Bundestag'a kabul ettirebileceği mali teşvik miktarını sınırladı. Güney Avrupa hükümetleri, öte yandan, daha fazla harcamaya önceden hazırlıklıydı. Zaten yürürlükte olan iddialı kamu harcama programları vardı. İspanya gibi bazıları yaşadıkları bankacılık ve finans sorunlarının boyutunu ve bunların maliyeye yükleyeceği masrafı inkar ediyorlardı. Ama G20 ve Avrupa Birliği seviyesinde daha güçlü bir işbirliği mekanizmasının yokluğunda en az direnişle karşılaşılabilecek yol da inkar politikasının avantajlarını kullanmak –yani sonuçta, Avrupa'nın güçlü yönlerinden değil, zaaflarından faydalanmak oldu.

Sonuç ise, bu gerçeği kabullenmeye hazır resmi yetkililerden çok, 1933 Dünya Ekonomi Konferansı gibi oldu. Fransa nasıl o zaman, uluslararası para ve finans sisteminin çökmesinde kendisinin herhangi bir katkısı olmadığına göre, diriltilmesine katkıda bulunmak için de bir fedakarlığa katlanmak zorunda olmadığında ısrar edebilmişse, Almanya da şimdi 2008-09 krizinde bir sorumluluğu olmadığını, dolayısıyla da çözümünü için daha fazla borçlanmayacağına ısrarlı olabildi. Sonuçta işbirliği açısından dağ fare doğurdu. Büyük resmi gören Başbakan Brown gibilerse o resmi uygun gri tonlarla boyamayı başaramadı.

İnkâr politikası izleyenler sadece yetkililer değildi, hiç kuşkusuz. Yatırımcılar da hükümetlerin bildikleri yolda ilerlemesine izin verilmesine aynı derecede kayıtsız kaldı. İrlanda ve Yunanistan dışında, Euro Bölgesi ülkelerinin hepsinde on yıllık hükümet bonolarının getirisi Eylül 2009’da küresel kredi krizinin patlamasından önceki seviyeye göre düşük kaldı. Hatta bu iki ülkede bile, 2008 başlarındaki seviye ancak tam bir buçuk yıl sonra zar zor yakalanabildi. Önceleri, euroyu dört gözle bekleyen analistler, daha yüksek bono getirileri biçimindeki piyasa disiplininin kamu maliyesini para birliği koşullarında pervasızca hareket etmekten alıkoyacağını iddia etmişti.¹⁰ Oysa şimdi, borç ve bütçe açıkları, euronun devreye girişinden sonra ilk kez bir ciddi sorun haline gelmek üzereyken böyle bir disiplinin yokluğu dikkat çekti. Güney Avrupa hükümetlerinin gemileri yan yatmış bir haldeyken uluorta ilerlemelerine izin verilmişti.

Özel olarak da piyasalar, tek para biriminde devletin borç sorunu yaşamasının imkansız olduğu şeklindeki hayal ürünü kurguyu benimsemeye devam etti. Sağlam paranın yaratılması, Güney Avrupa hükümetlerinin matbaa makinesine erişimini ortadan kaldırarak, sadece para birimi devalüasyonları riskini değil ama aynı zamanda devletin borç ödeyemez duruma düşme tehlikesini de bir şekilde saf dışı etmişti ya da yatırımcılar buna inanma eğilimindeydi. Almanya ya da Euro Bölgesi içindeki daha geniş bir ekonomi topluluğu, sıkıntıdaki ülkelerin borçlarının sorumluluğunu üstlenecekmiş gibi görünmüyordu. Ama şimdi geriye bakıldığında, yatırımcıların krizin kendilerini de içine çekeceğinden bihaber, rahatlarına bakmış olmaları çarpıcıdır.

Uyarı alarmı Yunanistan oldu. Bu ülkenin mali sorunları olduğu yeni bir haber değildi. Daha Mart 2009’da, Avrupa Birliği Konseyi mali patinaj çektiği için Atina’yı paylamıştı. Konsey, 2008’de izin verilen yüzde 3 tavanının, 2009’da ise GSYH’nin yüzde 3,7’si olarak belirlenen hedefin üzerinde bir bütçe açığı kaydetmiş olan Yunan hükümetini, AB’nin mali gözetim mekanizması olan İstikrar ve Büyüme Paktı’nı ihlal ettiği için uyarılmıştı. Yunanistan, Birliğin Aşırı Bütçe Açığı İşlemleri’ne (Excessive Deficit Procedure) konu olma ve Avrupa Komisyonu’nun küçük düşürücü gözetimi altına girme tehlikesiyle karşı karşıyaydı.

Bütçe açığının sadece 3,7’den ibaret olması bir fanteziydi, hiç kuşkusuz. Yunan hükümetinin muhasebe departmanı, Yunan İstatistik Kurumu (Hellenic Statistical Authority, ELSTAT) çoktandır muhasebe kayıtlarında tahribat yapıyordu. Avrupa Birliği’nin istatistik ajansı Eurostat, daha 2004’te Yunanistan’ın verdiği rakamların kalitesi konusundaki tereddütlerini dillendirmişti. Durum şimdi o noktadan da daha beter bir haldeydi. 2009’un bir seçim yılı olması nedeniyle, parlamenterler euronun bir sonucu olarak sunulan düşük faiz oranların-

dan sonuna kadar faydalanı, o çılgınca oy yarışı içinde seçmenlerini bol keseden mali kıyaklara boğuyorlardı.

Ekim seçimleri Panhelenik Sosyalist Hareketi'nin (PASOK) zaferiyle sonuçlandı ve George Papandreou hükümetini iktidara getirdi. Papandreou, Amerikan siyasi sahnesindeki Kennedy sülalesine eşdeğer bir Yunan ailesinden geliyordu. Baba tarafından büyükbabası üç ayrı dönemde başbakanlık yapmıştı. Babası, Andreas, 1974'te demokrasinin yeniden tesisinden sonra PASOK'u kurmuştu. Yunanistan emin ellerde gibi görünüyordu.

Ama Papandreou bu zor zamanda ülkeye liderlik etmeye uygun bir figür değildi. Yunanistan'da değil, babasının üniversitede ekonomi profesörü olduğu Minnesota, St. Paul'de doğmuş ve eğitim yıllarını da yine babasının bölüm başkanlığı yaptığı California, Berkeley'de geçirmişti. İngilizce'yi ana dili gibi ama Yunanca'yı tavernalardaki insanları hiç etkilemeyen bir yabancı gibi konuşuyordu. Lisans ve lisansüstü derecelerini Amherst College ve London School of Economics'ten almış ve araştırmacı olarak çalışmış biri olarak Papandreou'nun gözlemcilere bir Kennedy'den çok, diyelim ki bir Jimmy Carter'ı anımsatan soğuk bir hava yansıtmaktan başka bir çaresi de yoktu. (Aradaki fark Papandreou'nun nükleer mühendisliği alanında değil sosyoloji alanında derece yapmış olmasıydı.) Papandreou kamu hizmetleri konusunda geleneksel olmayan bir yaklaşımı benimsiyordu; özellikle pozitif ayrımcılığa Amerikanvari bir bağlılık ve yolsuzluk ve finansal aşırılıkların kökünün kazınmasına yönelik, pek de Yunanlılara has olmayan –bazıları PASOK'a has olmayan diyecektir– bir inanç. Bir politikacı olarak asıl güçlü yanı sevimli davranışları ve uysal tabiatıydı. Kararlılık ve zor kararları alma becerisi güçlü yanları arasında yer almıyordu.

Eylül 2009'da, Ekim seçimlerinin öncesinde, hem Papandreou hem de önde gelen rakibi Başbakan Kostas Karamanlis, Yunanistan Merkez Bankası Başkanı George Provopoulos tarafından ziyaret edildi. Provopoulos bu politikacıları, bankanın nakit tabanlı mali verilerinin bütçe açığının aslında aylık bazda GSYH'nin yüzde biri oranında, ya da yıllık bazda yüzde 12'si oranında seyrediyor olduğunu gösterdiği konusunda uyardı. Seçimlerin hemen ardından, Başkan Provopoulos hiç vakit geçirmeden hem Papandreou hem de onun yeni atanmış maliye bakanı, LSE eğitilmiş ekonomist George Papaconstantinou ile biraraya geldi ve onları hükümet hesaplarına yapılan ve bu hesaplardan yapılan transferleri izleyen banka verilerinin bütçe açığını daha ilk dokuz ayda GSYH'nin yüzde 10'una ulaştırmış gösterdiği konusunda ikaz etti. Bunun içerimi, sözü edilen bütçe açığının bir takvim yılı itibarıyla GSYH'nin yüzde 13'üne tekabül ettiğiydi. Provopoulos durumun aciliyetinin altını çizme gayreti içinde, ertesi gün Papaconstantinou'yla bir kez daha görüştü. Bu eşi benzeri görülmemiş seçim öncesi harcama aleminden bir önceki hükümet sorumlu olabilirdi ama yeni hükümet de uyarılmamış değildi.

Papandreou daha kararlı davranabilmiş olsa, bu sorunu Ekim’de başbakanlık koltuğuna oturduğu gün kabullenebilirdi. Suçu Karamanlis’in bir önceki muhafazakar hükümetine atabilir ve kendisini de göreve yeni gelmiş biri olarak konumlandırabilirdi. Ama gerçeği bütün açıklılıyla itiraf etmek konusunda bir isteksizlik ve daha önceki Yunan hükümetlerinin geleneğinde de olan bir gerçekliği inkar etme ayartısı vardı. PASOK seçim vaatlerinde bulunmuştu ve şimdi de üzerinde bunları yerine getirme baskısı vardı. Seçmenlerine koşulların değişmiş olduğunu ve şimdi o seçim vaatlerini yerine getirmenin artık onların menfaatine olmadığını söylemek, sıradışı derecede güçlü bir irade ve kararlılık sahibi bir başbakan gerektirirdi. Ama Papandreou ne yazık ki o türden bir lider değildi. Mizaç ve zihinsel yapı açısından, 1924 yılında koltuğuna oturur oturmaz bir önceki Fransız hükümetinin ön ayak olduğu mali dalaverelerle yüz yüze gelmiş olan Édouard Herriot’dan pek de farklı değildi. Papandreou da, kendinden önceki Herriot gibi, feci sonuçları olacağı sonradan ortaya çıkan bu politikaya sahip çıkmama konusunda tereddüt etti.

Dolayısıyla da PASOK yinetimindeki hükümetin mali ayarlamaları bu duruma uygun olarak çok yetersiz, çok geç oldu. Devlet hastaneleri ve benzerlerinin defterlerine daha derin dalan ve daldıkça da bütçe açığının daha önce korkulandan daha fazla olduğunu keşfeden ELSTAT’tan her hafta yeni bir açıklama geldi. Kurum Ekim başında açığın GSYH’nin yüzde 7,8’i olduğunu, yani daha önce bildirilen yüzde 3,7 seviyesinin iki katına ulaştığını kabul etti. Artarda gelen revizyonlarla açık oranı çok geçmeden yüzde 9,8’e, yüzde 11’e ve nihayet ulusal gelirin yüzde 12,7’sine kadar çıktı, yani neredeyse merkez bankasının nakit tabanlı hesaplamasının aylar önce işaret etmiş olduğu rakama ulaştı. Yapılan her duyuru çok geçmeden hükümetin bu yeni habere nasıl karşılık verme niyetinde olduğu hakkında Papandreou’dan gelen bir açıklamayla karşılaştı. Verilen her karşılık asıl problemin önüne geçmek şöyle dursun, üzerine gidemeyecek kadar zayıftı.

Apaçık sonuca yatırımcılar uyandı. ELSTAT’ın yeni bütçe açığı hesaplamalarına binmiş devlet borçlarıyla ilgili önceki rakamı ekleyerek, borcun fiili olarak GSYH’nin yüzde 110’undan fazla olduğunu görebildiler. Tasavvur bile edilemez olan –Euro Bölgesi’ndeki bir ülkenin borçlarını ödeyemez hale düşeceği– birdenbire akla yatkın olmuştu.¹¹ Fitch, Aralık başında Yunan hükümetinin notunu BBB+’ya düşürdü. Hükümetin daha önceki notunun AAA olması ve bu düzeltmenin ancak Aralık’ta yapılabilmiş olması, bu sözümona özel sektör uzmanlarının konuyla ne kadar yakından ilgilendiklerine dair bir şeyler söyler.

Yanıt olarak on yıllık bonoların getirisi yüzde 4,99’dan 5,3’e fırladı. Papandreou ve kabinesi durumun kotrolleri altında olduğu konusunda ısrarlıydı. Maliye Bakanı Papaconstantinou ısrarla “Bütçe açığını azaltacağız, borcu kontrol altına alacağız ve bir kurtarma operasyonuna gerek kalmayacak,” diyordu. “Biz İzlan-

da değiliz,” diye de iddiada bulundu, pek yakında bu krizi karakterize edecek olan küçültücü ülke karşılaştırmaları serisinin ilkinde.¹²

Noel arefesinde Yunan Parlamentosu güya bir kemer sıkma bütçesini onayladı. PASOK’la bağlantıları olan güçlü sendikalara bir selam çakan bu yasa, kamu sektörü ücretlerinde herhangi bir kesinti getirmiyordu. Yeni bütçe sadece açığı GSYH’nin yüzde 9,4’üne indirilmesi vaadinde bulundu. Bu bile hâlâ AB’nin ve şimdi aniden dikkat kesilen yatırımcıları makul bulduğu seviyenin üç katından fazlaydı. Üstelik Bay Papaconstantinou’nun aradaki farkı finanse etmek için ne önerdiği de açık değildi.

Tam bu noktada Avrupa Komisyonu gecikerek de olsa harekete geçiverdi. Yeni yıla çok kısa bir süre kala Yunan hükümetinin bütçe açığı ve borç istatistikleri üzerine, bu konuda uzun süredir yanlış bildirimler yapıldığını anlamanın şoke edici bir durum olduğunu belirten bir rapor yayınladı. Rapor, bütçe açığının hükümet tarafından Aralık’ta önerilen oranlarda bile kapatılması önündeki engelleri hesaba katarak, Yunanistan’ın bir köprü kredisine ihtiyacı olduğunu teslim ediyordu. Bu da dolayısıyla parayı kimin bayılacağı sorusunu gündeme getiriyordu. Almanya gibi mali açıdan rahat ülkeler mi harekete geçecekti, yoksa bu derdi kendi başlarına açan Yunanlılar, kendi başlarının çaresine bakmaya zorlanıp, zarar onlara kredi açanlara mı yüklenecekti? Bu, Yunanistan’ı ve sonuçta diğer krizdeki ülkeleri kimin kurtaracağı meselesi, Avrupa politikası üzerinde giderek artan derecede yıpratıcı bir etki bırakacaktı. O kötü koku yıllarca çıkmayacaktı.

Kreditörlerin tereddütü, Yunan hükümetinin reformist niyetleri konusunda, bütünüyle de temelsiz olmayan şüpheleri yansıtıyordu. Krediler, zorunlu olarak bir takım şartlarla birlikte gelecekti. “Kontrol edilmediği sürece hiçbir garantisi yok”tu, Merkel’in vurucu bir ifadeyle belirttiği gibi. Şartları kimin belirleyeceği ve kontrolü uygulama görevini kimin üstleneceği de pek belli değildi. Her ülkenin kendi belirlediği bir komisyon üyesine sahip olduğu Avrupa Komisyonu siyaset üstü bir kurum değildi. Kreditör ülke hükümetlerinden bu hassas politik işlevi üstlenmelerini istemek kolay değildi. Almanya, II. Dünya Savaşı’nda Yunanistan’ı işgal etmişti ve bu şartlılık ilkesi politikasının Berlin tarafından uygulanması kaçınılmaz olarak bir başka Alman işgali olarak değerlendirilecekti. 2010 başında Atina’da henüz fırtına birlikleri üniforması giymiş Merkel posterleri yoktu. Ama olacaktı.

Ve böylece Avrupalılar gururlarını bir kenara bırakıp, IMF’yi çağırdılar. Bu kurum, kredi şartları müzakerelerinde deneyimliydi. Atina’daki adamları Poul Thomsen benzer bir işi bölgedeki başka yerlerde de yapmıştı.¹⁴ IMF’nin hırslı bir başkanı vardı; Dominique Strauss-Kahn, Fransa’da cumhurbaşkanlığı seçim-

lerine hazırlanıyordu ve Avrupalı dostlarına yardımcı olurken görölmek için can atardı. Üstelik örgütün kasaları da G20 tarafından bu duruma uygun olarak bütçe düşkünü Avrupalılar için daha yeni ağzına kadar doldurulmuştu.

Böylece Mart ayında şart görüşmelerini dışarıdan bir kuruma, IMF'ye havale etme kararı çıktı. En azından görüntü bu şekildeydi. Gerçeklikse farklı; çünkü Avrupalılar hoşlanmadıkları şartlara itiraz etmekte hiç tereddüt etmedi ve Strauss-Kahn da onları memnun etmek için can atıyordu. IMF kurtarma için gerekli finansmanın üçte birini sağlayacaktı. Kalan üçte iki, yeni kurulmuş olan AB kurtarma fonu, Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility) tarafından karşılanacaktı. (Bu kurum daha sonra European Stability Mechanism, ESM adını aldı.) Üye devletler kendi güçleri ve büyüklükleri oranında bu fona katkıda bulunacaklardı ve bu Almanya'nın aslan payını ödeyeceği anlamına geliyordu. Yunanistan'ın anlaşma şartlarına uyup uymadığı, Troyka olarak bilinen IMF, Avrupa Komisyonu ve Avrupa Merkez Bankası tarafından izlenecekti.

İlk Troyka heyeti 21 Nisan'da indi Atina'ya. Yatırımcılar şimdi hükümetin borçlarını ödeyip ödeyemeyeceğini alenen sorgularken on yıllık bono getirileri de yükselmeye devam ediyordu. 9 Mayıs'ta 9 milyar euro tutarında bir borcun vadesi doluyordu ve Atina'nın bunların yerini alacak bonoları sürüp sürmeyeceği konusunda da şüpheler vardı. Eğer sürmezse hükümet nakit sıkıntısı içine girerdi ve bu, Yunanistan Merkez Bankası'nın, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin itibarlı bir üyesi olarak, artık basma yetkisine sahip olmadığı bir şeydi. Hükümet borç ödemelerini durdurmak zorunda kalabilirdi. Bono piyasası çökerdi. Her şey, Bay Papaconstantinou'nun gayet açık ifade ettiği gibi, "alt üst olabilir"di.¹⁵

Böyle olursa, olayın sonuçları Yunanistan'la sınırlı kalmazdı. Birileri, sonuçta, bütün bu parayı borç olarak verecekti. Özellikle de sıkıntıdaki Commerzbank'ın başını çektiği Alman bankalarının elinde 17 milyar euroluk bir Yunan bonusu vardı.¹⁶ Emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve getiri peşinde koşan tututumlu kasabalılar da dahil olmak üzere Alman özel sektörünün risk toplamı 25 milyar euroyu buluyordu; Yunan hükümetinin borçlarının hatırı sayılır bir bölümüydü bu.¹⁷ Bir başka ifadeyle, sözkonusu olan sadece Yunan hükümetinin borçlarını ödeyememesi değil ama Alman finans sisteminin istikrarıydı.

9 milyar euroluk Yunan bonosunun vadesinin dolduğu 9 Mayıs, aynı zamanda Almanya'da yerel seçimlerin de tarihiydi. Bal alacak çiçeği iyi bilen Başbakan Merkel'in, her zaman olduğu gibi 'uygun koşulların sağlanması' şartına bağlı olarak Yunan yardım paketine destek sözü vermesi sadece birkaç gün aldı. 'İşgücü piyasası reformu, mal piyasası reformu, finans sektörü reformu [ve] istatistikler'i de kapsayarak bütçe politikasının ötesine uzanan bu koşullar, Troyka tarafından hazırlanan bir raporda sıralandı. Maliye bakanlarından oluşan Eurogrup,

110 milyar euroluk bir euro bölgesi/IMF ortak finans paketinin toparlanmasına yardımcı olmak üzere işe koyuldu; Mayıs'ta ödenecek 20 milyar euroluk bir ilk taksit ayarlandı.

Bu, kişisel çıkar ve panik kombinasyonundan doğan olağanüstü derecede süratli bir icraattı. Hiçbir şeyi tam anlamıyla çözmedi. Yunan hükümetiyle yapılan Mayıs 2010 anlaşması, Yunan devletinin çoktan beridir sürmekte olan aşırılıklarına ilişmeksizin seçim öncesi popülizmin artırdığı harcamaları tersine döndürmeye odaklandı. Hükümet harcamalarındaki ek kesintiler ise, kamu harcamalarına odaklanarak ekonominin yağlarından çok kaslarını kesip aldı. İstihkak ve arpalıkları finanse etmek için vergi artışlarına aşırı bir bel bağlama durumu vardı ki, bu da çökmekte olan talep karşısında didinen Yunan firmaları için hayatı daha da zorlaştırdı.

Üstelik yapısal reformlara gelindiğinde, Mayıs programı önlemlerin uygulanmasına değil, yasalaşmasına odaklanıyordu. Yunan Parlamentosu 1990'ların ortalarından itibaren taverna ve kafelerde sigara içmeyi yasaklayan tam beş ayrı yasa geçirmişti ama Yunan halkı yine de bu mekanlarda sigara içmeye devam ediyordu. Yapısal reformu şart koşan önlemler de aynı ruhla ilerleyecekti. Troyka, kanunların uygulanması yerine benimsenmesine odaklanarak Yunanlar'ın en kötü içgüdülerine kolaylık sağlamaktan başka bir şey yapmıyordu. Yunan hükümeti krize cevap verme görevinde yetersiz kalmış olabiliirdi ama aldığı yardım da yetersizdi.

Üstelik, Troyka düzenleme programının etkilerini tahmin ederken maliye politikası çarpanını ihmal etmişti. Asgari düzeyde ithalat ve ihracata dayalı, görelili olarak kapalı bir ekonomiye sahip olmaları nedeniyle hükümet harcamalarında yapılacak kesintilerin yerli üreticiler üzerindeki etkisinin alışılmadık derecede büyük olacağını Avrupa komisyonu ve IMF'ye hatırlatmak, Yunanlılar'a kaldı. 2012 başlarında, Yunanistan Merkez Bankası Başkanı Provopoulos, Financial Times'da yayınlanan makalesinde bu noktayı vurguladı.¹⁸ Aynı dolaylı anlatım, ülkenin kamu harcamalarındaki kesintilerin toplam talep üzerindeki etkisini dengelemek için faiz indirimine gitme ehliyetine sahip bir merkez bankasından yoksun oluşu olgusundan da çıkıyordu. Yunan yetkililer 2011'den başlayarak Troyka'yı bu etki konusunda tekrar tekrar uyardı. Ancak kendi görüşlerine pek bir güvenen yabancı otoriteler bu uyarılara hiç kulak asmadı.

Sonuç olarak, Troyka bütçe kesintilerinin, yatırımcı güven kaybının ve bozulan dış koşulların Yunanistan'a vurduğu sert darbeyi hafife aldı. IMF'nin tahminleri Yunan ekonomisinin 2010'da yüzde 4 ve 2011'de ilave bir yüzde 2,6 oranında daralma yaşadıktan sonra istikrara kavuşacağını ve 2012'de de büyümesine kaldığı yerden devam edeceğini öngörüyordu. Oysa gerçek küçülme oranı 2010'da yüzde 4,9 ve 2011'de de yüzde 7,1 oldu; bunu 2012'de ilave bir yüzde 6,4 ve 2013'te de 4,2'lik bir küçülme izledi. Ekonomi toplamda Troyka'nın

öngördüğünden tam üç kat daha hızlı daralmıştı; yani adeta, ABD'in Büyük Bunalım'da ulaşmış olduğu seviyeye denk bir küçülme. İşsizlik toplumsal açıdan vahim boyutlarda yükselerek yüzde 27'ye ulaştı; ABD'in 1930'lu yıllarda marız kaldığı seviyeyi bile aştı.

Troyka'nın verdiği acı ilacın bir işe yaramadığının ortada oluşu, paralel olarak, ilave dozlar için Atina'ya destek toplamayı zorlaştırdı. Bu da yatırımcı güvenini daha da zayıflatarak sonuçta krizin ağırlaşmasına yol açtı. Troika raporu, serinkanlı bir biçimde, 'düzenlemeyi destekleyen politikaların son derece iddialı ve bununla bağlantılı toplumsal maliyetlerin önemli' olduğuna dikkat çekerek, uygulama risklerinden bahsediyordu.¹⁹ Konu hakkında hiçbir fikri yoktu.

Bu facianın şakaya gelir bir yanı yoktu. Şaka gibi olan, Troyka'nın borç/GSYH oranının yüzde 150 seviyesinde zirveye ulaştıktan sonra aşağı doğru inme eğiliminde olacağı öngörüsüydü. Bu senaryoda büyüme hedeflerinin ıskalanmasına, gelir artışında patinaj yapılmasına ya da emeklilik reformunda gecikmelere hiç yer yoktu. IMF kendi borç sürdürülebilirlik analizini olduğu gibi uygularken, Yunanistan'ın karşı karşıya kaldığı sorunların derinliğini teslim etmedi. En son kriz öncesi değerlendirmesinde, isteksiz reforma ve yetersiz politik düzenlemelere işaret etti ama 2009 için, küresel finans krizinden kaynaklanan sadece yüzde 1-2'lik bir daralma ve ardından 2010'dan başlayarak ekonomik canlanma öngördü.²⁰

Aslında Troyka'nının Yunan ekonomisindeki büyümeye dair şimdi yaptığı kestirimler, sanki adeta borç sürdürülebilirlik analizlerinin bir girdisi olmaktan çok çıktısı gibidir. IMF kuralları, kurumun ancak bir ülkenin borcunun 'orta vadede' sürdürülebilir olduğuna hükmetmesi halinde büyük krediler açmasına izin veriyordu.²¹ Yunan ekonomisinin büyümesine ilişkin rakamsal veriler, karar merkezlerinin vaat ettiği gibi, borcun 2012-13'te GSYH'nin yüzde 150'si seviyesinde zirve yapması için gerekli olan rakamlardı. Bunun alternatifi Atina için borç affı ve tahvil sahipleri içinse bir nominal değer düşüşü olurdu. Yazı tahtası silinir, Yunanistan'ın sil baştan yapılmasına izin verilebilirdi.

Ama hiç kimse oralara gitmeye hazır değildi. Borcun yeniden yapılandırması karmakarışık ve yıkıcı olabilirdi. IMF'nin tam da bu belirsiz içerimlerden dolayı krizdeki ülkelere yeniden yapılandırma tavsiye etmekte tereddüt ettiği uzun bir tarihi vardı. Avrupalılar daha da isteksizdi çünkü Yunan hükümetinin bonolarını elinde tutan Alman ve Fransız bankalarının bundan olumsuz etkileceği konusunda hiçbir belirsizlik yoktu. Fransa Maliye Bakanı Christine Lagarde, yeniden yapılandırmaya muhalefette özellikle kararlıydı.²² Lagarde, Fransız bankalarının en az Alman rakipleri kadar çok Yunan bonusu yüklendiğinden haberdardı.

Ve sadece Alman ve Fransız bankaları da değildi, buna ilaveten bizzat Avrupa Merkez Bankası da Yunan programının ilan edildiği tarihe kadar Fransız ve diğer

ticari bankalar tarafından satıŖa arz edilen 25 milyar eurodan fazla Yunan devlet bonosu satın almıŖ bulunuyordu ve bu durum Trichet'yi de her türlü borç silme girişiminin kararlı bir muhalifi haline getirmişti. Avrupalı yetkililer açıklama üzerine açıklama yaparak yeniden yapılandırmanın, ötesine geçilemeyecek bir kırmızı hat olduğunu ileri sürdü. Yunan programının ilan edildiğı Cuma günü, Avusturya Maliye Bakanı Josef Pröll, bu nakaratı tekrarlayıp durdu. Yunan borcunun yeniden yapılandırılıp yapılandırılmayacağı sorusu üzerine, “Kesinlikle hayır,” dedi, “100 milyar euroluk bir kredi sağlıyoruz. Yunanistan güçlükle de olsa ilerlemek zorunda.”²³

Sonuçta, 2012'de, özel şirket ve şahısların elinde tuttuğı Yunan hükümet bonolarının nominal değeri yüzde 75 oranında düşürüldü ve önceki borç sürdürülebilirlik aritmetiğinin hayali olduğu da açığa çıktı. IMF, 2013'te, Yunan programı üzerine melankolik bir derin düşünmesinde, “her ne kadar euro ortakları açısından kabul edilemez de olsa, açık seçik bir borç yapılandırması Yunanistan için daha iyi olurdu,” diyerek gerçeğı kabullendi. ²⁴ Dört dörtlük bir geç idraktır bu.

NOTLAR

1. Bkz. Bölüm 11. Bir kaç hafta daha kamuoyuna ilan edilmemiş olsalar bile, denetçiler zaten öğrenecekti, ya da öğrenmiş olmaları gerekirdi.
2. Alıntılar, Triche'tnin ECB 1 Aralık 2005'teki kurul toplantısı ardından yaptığı tanıtım konuşmasından (ECB 2005).
3. Match'in bu röportajı, ECB'nin websitesinde var: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/spo52215.en.html>
4. Ve bunu sabit oranlarda yapacağına işaret eder. Bu, 'tam tahsisli sabit oran ihaleleri' politikasıydı.
5. Bu meseleyle ilgili klasik çalışma, Friedman ve Schwartz (1982); bunu izleyen literatür de muazzamdır.
6. Aktarılan görüşler için bkz. Brown (2010), sf. 121.
7. Düşüşün son verme yorumu, dönemin Dünya Bankası Başkanı Robert Zoellick'e ait aslında ama Brown'da (2010) da, "bir trilyon dolarlık plan" başlıklı 4. bölümde, onaylanarak aktarılıyor.
8. Bkz. Bradford ve Linn (2010).
9. Burada verilen rakamlar Rie'te (2010) ait. Verdiği Tablo 4, sf. 25, tek tek her bir Euro Bölgesi ülkesi için mali teşvik paketlerini listeler ve mali durumların diğer bileşenlerini de (gelir açıkları ve kamu harcamalarının yerleşik ivmesi gibi) ortaya çıkarır.
10. Goldstein ve Woglom (1992), nispeten ağır borç yükü altındaki ABD eyalet ve belediye yönetimlerinin borçlanmaya kalktıklarında nasıl daha yüksek faiz oranlarıyla cezalandırıldıklarını göstererek, bu iyimser tezi geliştirdi. Sonuçta, iyimserlikleri hüsrana uğradı.
11. "Euro bölgesi üyesi olan bir ülke borçlarını ödeyemez hale gelebilir miydi? Yatırımcılar genel olarak aksi düşüncede idi... Avrupa Birliği ya da Frankfurt merkezli Avrupa Merkez Bankası'nın parlak yıldızlarının bir üye ülkenin birliği dinamitlemesine izin vereceğini tahayyül etmek güçtür. Ama Yunanistan'ın kredi notundaki bir düşme küresel piyasalardaki alarm zillerinin çaldırdı." New York Times (9 Aralık 2009), sf. B2). Dubai Ports World'ün daha Kasım ayında Yunanistan'ın güçlüklerle karşı karşıya olduğu ve muhtemelen borçlarını yapılandırması gerekeceğini duyurmuş olması da bir işe yaramadı.
12. New York Times (12 Aralık 2009, sf. A4).
13. Alıntı, Hristiyan Demokratik Birlik Partisi websitesinde yayımlanan bir röportajdan: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9408349/Angela-Merkel-unsure-European-project-will-work.html>.
14. Thomsen'in daha önceki deneyimleri Sırbistan ve Romanya programlarıydı. IMF'nin İzlanda programı müzakerelerinde de bulunmuştu. Bütün bunlar IMF hiyerarşisine Atina'dan daha fazla güven verdi.

15. Alıntı, Thomas ve Castle (2011).
16. Commerzbank, Lehman Brothers'ın iflasından sadece birkaç gün önce, zamanlaması bundan daha kötü olamayacak bir işleme imza atarak Dresdner Bank'ı almış, ülkenin en büyük ikinci ve üçüncü bankası birleşmişti. Getirisi yüksek Yunan tahvillerine yatırım yapmak, banka yönetimi için çok geçmeden sonuçta oluşan finansal delikten çıkmanın cazip bir yolu haline geldi –Yunan tahvil piyasasının değeri düşünceye kadar tabii.
17. Bank for International Settlements'in yaptığı hesaplamalara göre böyle. Fransız bankalarının alacakları da bundan geri kalmazdı.
18. Referans, Provopoulos'a (2012).
19. European Commission (2010), sf. 29.
20. Sözü edilen gözden geçirme, 2009 ortalarına ait. Daha sonraları IMF kadrolarının Yunanistan'ın iflas ettiğini çoktan anlamış oldukları ama Yunan yetkililerin itirazı üzerine daha yumuşak bir dil kullandıkları iddia edildi. Bkz. yine Thomas ve Castle (2011). Bununla birlikte bu çıkarımın, IMF kadrolarının aşırı iyimser büyüme öngörülerıyla bağdaşması zordur.
21. Daha kesin bir dille, 'büyük borç', alıcı ülkenin kurumla yaptığı kota anlaşmasının altı katını aşan borç anlamına gelir. Yunanistan'ın borcu, bu limitin çok çok üzerindeydi. IMF kadroları Yunanistan borcunun sürdürülebilirliği konusundaki tereddütlerini yeteri kadar dillendirmiş olmalıydılar ki, IMF altı kat kotasının üzerindeki borçlar için uyguladığı 'istisnai yaklaşım politikası'nda, 'yüksek bir uluslararası dağılma riski' taşıyan durumları da içerek şekilde değişikliğe gitmiş ve dolayısıyla da IMF icra kurulunun ilerlemesine olanak sağlamıştı.
22. AB ekonomik ve mali işler komisyonu üyesi Olli Rehn'e göre böyle; aktaran Taylor (2013).
23. Alıntı için bkz. Erlanger ve Saltmarsh (2010).
24. IMF (2013b), sf. 28. Rehn'den Trichet'ye kadar, bu karara bulaşan AB yetkilileri, yeniden yapılandırma seçeneğini devre dışı bırakan faktörün, IMF'ten değil, Avrupalılardan gelen itiraz olduğunu ima eden bu sözlerle itiraz etti. Şu kadarını söyleyelim ki, ortada herkese yetecek kadar çok günah vardı.

Troyka, Yunan krizini euro ve Avrupa Birliği açısından bir varoluşsal krize işte böyle dönüştürdü. Bir acemiliğe bir yığın kredi veriyordu ama kredi zaten vadesi dolmuş krediydi. Özel kreditörlere borçlu olan Yunanistan'ı bir de Troyka'ya borçlandırmak ülkenin sırtına ezici bir ağırlık yükledi. Acı verici koşulların yükü zaten sinir bozucuydu; programın ekonomik büyümeye hızlı bir yeniden başlangıç yaptıramayacağı ortaya çıkınca daha da sinir bozucu oldu. Reformlara verilen destek çökerse, Troyka fişi çekebilirdi. Yunan hükümetinin euroyu terk edip para basmaya başlaması ihtimal dışı değildi. Euronun karşı konulamaz olduğu düşüncesi, bu yanlış adımlar dizisinin kazazedelerinden biri oldu. Hasarın onarılması yıllar alacaktı.

İkinci kazazede, kriz önleme planlarının akıl almaz olduğu ortaya çıkan Avrupa'nın inandırıcılığı oldu. Avrupa Komisyonu ve Avrupa Merkez Bankası'nın, IMF'nin de rızasıyla, akla mantığa aykırı bir dizi politika uyguladığını gören yatırımcılar şimdi bu kurumların yeterliliğini sorguluyordu. Halkın Brüksel ve Frankfurt'taki teknokratlara olan inancını daha genel anlamda da yitirmesi çok zaman almadı.

Ayrıca, Yunanistan'nın kreditörlerine herhangi bir yaptırım uygulanmamış olması da (borç yapılandırmasından kaçınmada saklı anlamlardan biri de buydu çünkü), zaten maliyetli banka kurtarmalarıyla başı dertte olan vergi mükelleflerinin duygularını rencide etti. Ve seçmenler rencide edildiyse, liderlerinin de uygun bir öfke sergilemesi gerekirdi. Ekim 2010'da Fransız sahillerindeki tatil köyü Deauville'de yapılan ikili görüşmede Şansölye Merkel ve Başkan Sarkozy,

gelecek krizlerin yükünü olduğu gibi vergi mükelleflerine yüklemek yerine yatırımcıların da maliyeti paylaşması gerektiği konusunda anlaştı. Gelecekte, kriz yaşayan bir hükümetten tahvil sahiplerine işine-gelirse teklifi yapması beklenecekti. Kendilerinden, devlet yardımının bir koşulu olarak, ellerindeki mevcut tahvilleri, mesela, euro başına elli sent değerindeki yenileriyle değiştirmeleri istenecekti. Avrupa Birliği'nin olanca ağırlığıyla söz konusu hükümetlerin arkasında durmasıyla da kreditorlerin bunu kabul etmekten başka çaresi kalmayacaktı.

Merkel ve Sarkozy'nin bu açıklaması, Yunan programının özel çıkarlar üzerine her hangi bir yük paylaşımı bindirme konusundaki başarısızlığı sonucu açığa çıkan politik tepkiye verilmiş bir karşılıktı.¹ Ama sıkıntıya düşen bir ülke olursa yapılandırmaya gidileceği yolundaki bu düşüncesiz beyan, yatırımcılar için alarm zillerinin çalmasına neden oldu. İrlanda, İspanya ve Portekiz devlet tahvillerinin getirileri yükseldi. Merkel ve Sarkozy'nin sahilde yaptıkları yürüyüş, Avrupa borçları hakkındaki şüphelerin genelleşmesiyle sonuçlandı. Ülkeler birbiri ardısıra finans piyasalarına olan erişimlerini yitirdi. Jean-Claude Trichet sinirden felç geçiriyordu. Fransız-Alman anlaşmasına dair haberler üzerine maliye bakanları ve diğer AB yetkilileriyle birlikte katıldığı bir toplantıda, "Euroyu mahvedeceksiniz!" diye bağırıldığı söylendi. (Fransızca – o yere göğe sığdırılamayan Almanca dil dersleri buraya kadardı.)

Avrupalı liderler kasten bir bütçe ve finans krizi yaratmak için yola çıkmış olsalar bundan daha iyi bir iş çıkaramazlardı. Merkel ve Sarkozy telaş içinde Deauville vaatlerinden geri adım attı. Borcun kutsal olduğunu deklare ettiler, ne olursa olsun yapılandırılmayacaktı. Ama zarar bir kere verilmişti. Yapılandırma tabusu kırılmıştı.

Oysa gerçeklik, hiç kuşkusuz, bazı borçları yapılandırmanın kaçınılmaz olduğuydu, geri adım atılmış olsa da, olmasa da. Yunanistan'nın çok yakında sergileyeceği gibi, bütün borçlar sürdürülebilir değildir. Öyle olup olmadığının ise vaka vaka bakılarak belirlenmesi gerekir. Yapılandırmanın devre dışı olduğunu söylemek, otomatik olarak devreye gireceğini söylemek kadar anlamsızdı. Şimdi bu tabuyu eski statüsüne döndürmeye kalkışan Avrupalı liderler sadece kendi tutarsızlıklarını ve gerçeklikten ne denli kopuk olduklarını sergiliyordu.

Bu yanlış adımların, hepsi sevimsiz, bir dizi daha öte içerimleri oldu. Bunlardan ilki, Avrupa'nın sert bir sağa dönüş yaparak rotayı mali teşviklerden kemer sıkma

politikalarına, üstelik ABD’den de önce –Obama’nın teşvik paketinin 2012’de yavaş yavaş yürürlükten kalkıp 2013’te Müsadere’nin start almasından da önce- çevirmeleri oldu. Madem borçlar yapılandırılmıyacaktı, o halde geri ödenmeleri gerekecekti. Ve bunlar ancak vergi artışları ve kamu harcamaları kesintilerinin belli bir bileşimiyle ödenebilirdi. Yunan örneği, özel doğası göz ardı edilerek –çünkü yetkililerin yaptığı şey bunu göz ardı etmekte- bu düşüncüyü öne çıkardı. Devlet memurlarına on dört maaş savurganlığıyla (sadece Noel ikramiyesi değil bir başka ay daha çift maaş) Yunanistan çok fazla harcıyordu. Hekimlerin vergiye tabi gelir olarak bazen ayda 1000 Euro gibi komik rakamlar göstermesine izin vermiş, vergi hilelerine karşı sert önlemler almak ya da kamu harcamalarını finanse etmek yönünde inandırıcı bir çaba içinde olmamıştı. Troyka’nın tavsiye ettiği ölçekte bir kemer sıkma politikasının gerekli olup olmadığı bir başka konu olmakla birlikte, vergilerde bir miktar artış ve kamu harcamalarının azaltılması bariz bir biçimde gerekliydi.

Bütçe açığı veren diğer ülkelerin de, özellikle Deauville’in hemen ardından piyasaya erişimlerini yitirir yitirmez, şimdi aynı ilaçtan bir doza ihtiyaçları olduğu düşünülüyordu. Problemlerinin Yunanistan’la hiçbir benzerlik göstermiyor oluşunun pek bir önemi yoktu. Bütçe açıklarının büyük ölçüde krizin bir sonucu olması da bir şeyi değiştirmiyordu; İspanya ve İrlanda bütçeleri, örneğin, 2008’e kadar fazla veriyordu. Ama eğer hükümetler borçlanamıyor ve bunu yapma ko-numundaki tek kurum olarak Avrupa Merkez Bankası kredi vermekte istekli davranmıyorsa, bu durumda onlara kesintiye gitmek dışında bir seçenek kalmı-yordu. Yunan motifi, Güney Avrupa hükümetlerinin savurgan olduğu inancına ilham kaynağı olmuştu. Koşullar ne olursa olsun kemer sıkmanın gerekli oldu-ğuna ilişkin Alman varsayımında bu rol oynadı. Keynesçi öğreti, ister biçimsel kuram düzeyinde olsun, isterse FDR’nin içgüdüsel yorumundaki gibi hükümet-lerin ‘hiç kimsenin harcayacak parası kalmadığında para harcaması zorunludur’ şeklinde algılsın, Almanya’da asla bir çekim gücü elde edemedi. 1920’li yıllarda açık bütçe harcamaları enflasyonla eş anlamlıydı. Bu ülkenin Keynesçi bütçe politikasını birazcık andıran bir şeyle tek sahici deneyimi, 1930’larda, yeniden silahlanma, Hitler ve daha kötülerıyla ilişkiliydi. Ve Alman vergi mükelleflerinin anladığı bir şey varsa o da, bütçe kesintilerine tek alternatifin, büyük bölümünü kendilerinin ödemek zorunda kalacağı daha fazla acil finansmandı.

Dolayısıyla, politik menfaat ve kökleşmiş ideolojiden oluşan bir bileşimin zorlamasıyla geçilen kemer sıkma politikaları genelleşti. Vergi artışları ve harca-

malardaki kesintiler, 2011’de GSYH’nin yaklaşık yüzde 1,5’i, 2012’de ise ilave bir yüzde 2’si tutarında net kamu harcamasını Euro Bölgesi ekonomisinden tahliye etti. AB’nin ekonomik ve parasal işler komisyonu üyesi Olli Rehn, Orszag’vari bir umutlu tonla, bütçe kesintilerinin ‘güveni yeniden tesis edeceği’ ve yatırımları artıracığından söz etti ama yatırımlarda herhangi bir artış olmadı.²

Başkaları da özlemle, yurtiçi harcamalardaki azalmayla ortaya çıkacak kapasitenin yeniden ihracata yönlendirilebileceğine atıfta bulundu. Ama bu yaklaşım da harcamalardaki kesintinin Euro Bölgesi’nin bütününe yayılmış olduğunu gözden kaçırıyordu. Almanya bile kemer sıkma politikası uygularken İspanya ve İtalya’nın ilave ihracatlarının gidebileceği hiçbir yer yoktu. Söz konusu yaklaşım, ileri ülkeler dünyasında büyümenin krizi izleyen uyuşukluğunu hesaba katmıyordu. Üstelik Euronun, Avrupa Merkez Bankası’nın faiz oranlarını düşürme ve bilançosunu Fed kadar atak bir biçimde büyütme konularındaki isteksizliğini yansıtan gücünü de göz önünde bulundurmuyordu.

IMF’den Olivier Blanchard’ın daha önce de sözü edilen çalışması, kamu harcamalarında yapılan bu kesintilerin Euro Bölgesi’nde büyümeyi 2011’de 2, 2012’deyse 3 yüzde puanı kırdığını gösteriyordu.³ Dolayısıyla 2010’da yüzde 2’den 2011’de yüzde 1,5’e ve 2012’de de yüzde -0,6’ya doğru yavaşlama tümüyle insan yapıymydı. Özellikle de Komisyon’un başkenti Brüksel ve Avrupa başkentleri yapıymydı. Avrupa, ABD’den farklı olarak, 1937-38’in çifte dipli ekonomik durgunluğundan kurtulmuştu. 1929 ile 1932 arasındaki üç yıllık sert düşüşün ardından, daha önce de görmüş olduğumuz gibi, sanayi üretimi canlanmaya başlamış; 1935’le birlikte önceki zirvenin yüzde 10’u içinde kalarak yükselmişti. Bu kez başlangıç düşüşü sadece bir yıl sürdü ve 2010’daki canlanma keskindi. Ama çok geçmeden, kemer sıkmaya dönüşle birlikte, sanayi üretimi gerilemeye başladı. 2013’te, 2008 zirvesinin yüzde 10’undan daha fazla aşağıdaydı. Bir başka ifadeyle Avrupa’da işler, Büyük Bunalım’dakinden daha daha kötü gidiyordu.

Sonuçlar ironikti, ironiyi gözyaşları arasından görebilenler için tabii. Normalde açık bütçe harcamalarını savunmazken, Avrupa ülkelerine bütçe konsolidasyonunda daha yavaş gitmelerini tavsiye eden IMF’nin ironisi vardı mesela. Harcama kesintileri ve vergi artırımlarının, borç sürdürülebilirliğini geliştirmek gibi en yakın hedeflerinde bile başarılı olmaması ironikti. Euro Bölgesi’nde devam eden daralmayla birlikte borcun GSYH’ye oranındaki yükselme, 2013 ikinci çeyreğinde yüzde 93,4’e ulaşarak sürüyordu. Hedef mali ödeme gücünü geri getirmekse, çıkılacak yol bu değildi.

İkinci muhtemel sonuç, Avrupa’da dayanışmanın yitirilmesi ve Avrupa

Birliği'nin zarar görmesiydi. AB, elli yılı aşkın bir süredir bir güven inşa etme mekanizması olarak işlev görmüştü. Avrupa ülkelerinin barış içinde işbirliği yapabileceği ve Almanya'nın komşularını kızdırmadan ekonomi kaslarını esnetebileceği çerçeveyi sağlamıştı. Bir çok farklı ülke yurttaşı için, bir çok farklı dil konuşarak ve kendi ulusal geleneklerini koruyarak ortak bir Avrupalı kimliği geliştirmenin bir yoluydu. Euronun da ortak para birimi olarak bu sürecin kaplama taşı olması bekleniyordu.

Euro krizinin 2009'dan başlayarak ele alınış şeklinin bir sonucu olarak, böyle olmadı. Avrupa Komisyonu ve Avrupa Merkez Bankası'nın üstlendiği kriz yönetimi, dayanışmayı beslemek yerine Kuzey ve Güney Avrupa arasında fiziksel bir uçurum yarattı. Alman gazetesi Bild, sorumluluk sahibi Alman vergi mükellefini sömürme eğiliminde olan "kibirli, hilekar, müsrif Yunanlılar'ın" Euro Bölgesi'nden çıkarılmaları gerektiğini yazdı. Yunan basını buna, üzerine dev bir swastikayla kaplı Berlin Victory Column fotomontajıyla yanıt verdi ve uzun süredir gömülü kalmış Almanya'nın II. Dünya Savaşı sonrası tazminatını ödemesi meselesini mezarından çıkardı.

Oysa bu tür krizlere verilen geleneksel yanıt, her zaman daha fazla Avrupa öncelikli olmuştu. Eğer tek bir para birimi ya da tek bir finansal piyasa, Avrupa Birliği düzeyinde tek bir banka denetçisine ihtiyacı olduğunun işaretini veriyorsa, bu durumda yanıt böyle bir kurum oluşturmak olurdu. Eğer borç problemleri bütçe birliği ihtiyacına işaret ediyor, bütçe birliği de politik birlik ihtiyacına işaret ediyorsa, bu durumda yanıt yine, bütçe ve politik birliğe doğru ilerlemek olurdu. Elli yılı aşkın bir süredir, düşe kalka da olsa, böyle yol alınmıştı.

Ama şimdi kurumlara ve süreci planlayan birimlere yönelik bir güven yokluğu sözkonusuydu. 2013 ilkbaharında, bizzat Avrupa Komisyonu'nun isteğiyle yapılan bir anket, katılımcıların tam yüzde 60'ının AB'ye güvenmediğini ortaya koydu. Bu, 2007'deki oranın iki katıydı.⁴ Bu değişim, AB konusunda olumsuz bir izlenime sahip olanların sayısındaki sert yükselişi, Birliğin geleceğine dair karamsarlığı ve tek para biriminin verimliliği konusundaki şüpheleri yansıtıyordu. Parasal birliğin banka birliği, bütçe birliği ve siyasal birlikle tamamlanacağı tezleri inandırıcıydı. Ama kriz yönetimi sırasında izlenen feci yaklaşım bu hedefi ulaşılmaması zor bir hale getirdi.

Öte yandan, geriye dönmek de –ulusal para birimlerine dönmek- kaostan başka bir şey vaat etmiyordu. Eurodan vazgeçecek tek bir ülke, diyelim ki Yunanistan, hemen diğerleriyle ilgili de beklentiler yaratacak ve yatırımcıların kaçmasına yol açacaktı. Mevduat sahiplerinin bankalarına koştuğunu gören hükümetler buna mevduatların dondurulması ve sermaye denetimleriyle yanıt vermek zorunda kalacaklardı. AB tek finansal piyasasının ve bu nedenle de bizzat AB'nin bu tür olayları sağ atlatabilmesi pek ihtimal dahilinde görünmüyordu. Geriye dönmek asla bir çözüm değildi. Avrupa, öyle görünüyordu ki, mahsur kalmıştı.

Avrupa'nın krizi her şeyden önce bir bankacılık kriziydi. Bankaları aşırı borçlu, sermaye yapıları yetersiz ve emlak piyasasının risklerine had safhada açıldı. Problemleri yıllardır demleniyordu. Ama şimdi, karar merkezleri büyük bir hünerle bankacılık krizini bir finansal krize, bir büyüme krizine ve bir siyasal krize dönüştürmeyi başarmıştı.

İrlanda bu konudaki en isabetli örnektir. Yunanistan rekabetten uzak ve bütçe açığına yatkınsa, İrlanda da bunun tam tersiydi. Yirmi yıl boyunca hızlı bir büyüme kaydederek üzerindeki Avrupa'nın hasta adamı imajını çıkarıp atmış ve şimdi de Avrupa'nın en iyi performansla sahip ekonomisi haline gelmişti. Kalifiye işgücü, verimli iş ortamı, şirket dostu kurumsal vergi yasasıyla yabancı yatırımları bir mıknatıs gibi çekiyordu. İrlanda 2003'ten bu yana bütçe fazlası veriyordu. 2006'da, düşüşten kısa süre önce, bu fazla GSYH'nin yüzde 3'ü gibi etkileyici bir seviyeye ulaştı. Hükümet borçları ise 2000'de GSYH'ye göre zaten makul bir yüzde 34 seviyesinden, 2007'de yüzde 25'e düştü.

Bütün bu genellemelerin tek istisnası bankalardı. İzlanda'yla mukayese edilemese de, İrlanda bankacılık ve finansal sistemde olağanüstü bir yükseliş yaşamıştı. (Daha sonraları, "İzlanda ile İrlanda arasındaki fark nedir?" diye soruldu. Yanıt: "Bir harf ve altı ay.") Yüzyılın başından itibaren banka sektörünün aktifleri yüzde 25 yıllık ortalamayla, ekonominin genelinden beş kat daha hızlı ve Euro bölgesi ortalamasının tam iki katı oranında büyüdü. Finans sektörü dışındaki özel sektöre açılan yurtiçi kredi, 2002'nin sonunda GSYH'nin yüzde 80'inden, Eylül 2008'de neredeyse yüzde 180'e çıktı.

İrlanda bankaları, kazanca aç Alman hane halkının mevduatlarını ve yabancı banka ve tahvil sahiplerinin büyük çaplı kredilerini cezbederek, kendi fonlarını yurtdışından elde etti. İrlanda bankacılık sisteminin dışarıdan borçlanması 2002 ile 2008 arasında üçe katlandı. Krizin arefesinde krediler mevduatların neredeyse iki katıydı ki bu da bankaların sözde toptan finansa ne denli ağır bir biçimde bel bağladıklarının göstergesidir. Sonuçta elde edilen fonlar, hiç vakit geçirmeden yapsatçı ve ev satın alanlara kredi olarak verildi. İpotekli konut ve gayrimenkul kredileri 2001'de tüm banka kredi toplamının üçte birinden biraz fazlasına tekabül ederken, 2005'te neredeyse yüzde 60'ına ulaştı.

Yine de, bankaların yapsatçılara açtığı bu muazzam kredi ve yol açtıkları inşaat patlaması -2006-07 itibarıyla yapı ve inşaat sektörü İrlanda GSYH'sinin tam olarak yüzde dokuzunu oluşturuyordu; ABD'dekinin yarısı yine- 2005'ten önceki on yıl içinde dörde katlanan konut fiyatlarındaki yükselişi frenlemeye yetmedi.⁵ Bankalar ön ödeme olarak çok az miktarlar talep etti. İlk kez ev sahibi olanlarca alınan tüm ipotekli konut kredisinin üçte birinde kredi tutarının gar-

yimenkul değerine oranı yüzde 100'dü. Bankalar vadeleri uzayan ev sahiplerinin aylık taksit ödemelerini kolaylaştırmak için sadece faiz ödemeli konut kredilerini seve seve sunuyordu.

Buna rağmen alım gücünün de bir sınırı vardı. Konut fiyatları sonsuza kadar yıllık yüzde 15 oranında, yani gelir artış oranının üç katı seviyesinde yükselmezdi.⁶ Bu artışın bir noktada yavaşlayacağı ve hatta belki de tersine döneceğine dair bir farkındalık oluşmuş gibiydi. Ama karar merkezlerinin yüksek risk faizli ipotek kredisi krizi serpintilerinin kontrol altına alınabileceğine yönelik o herkesçe bilinen öngörüü yaptıkları ABD'de olduğu gibi sonuçlara dair bir malum olma durumu yoktu. Uluslararası Para Fonu, mükemmel bir zamanlamaya 2006'da yayınladığı finansal sektör değerlendirmesinde, "finans sistemi, hem konut fiyatlarında, hem de genel olarak büyümedeki gerilemenin etkisini emebilecek kadar iyi konumlanmış görünüyor," sonucuna vardı.⁷ Bunu kafadan uyduramazsınız.

Bu aşırılıkları savsaklamanın hangi noktaya kadar, IMF örneğinde pekala olabildiği gibi, safdilliği yansıttığı; hangi noktadan sonra bankacı ve yapsatçıların kendi çıkarlarına yaptıkları işlemlerden sayılacakları konusunda kimi tartışmalar oldu. Banka yöneticileri kendi bankalarına borçlanmaya teşvik ediliyor, bir çoğunun "oldukça büyük mülk ve site portföyleri" elde etmeleri sağlanıyordu.⁸ En sonunda vergi mükelleflerinin uğradığı zararın bir numaralı kaynağı olan Anglo Irish gibi bankalar, "çoğu gayrimenkul geliştirme sektöründe olan görece olarak sınırlı sayıda müşterilerinin yeme içme gereksinimlerini karşılıyordu."⁹ Müdürler gayrimenkul sektöründeki arkadaşlarına anında kredi onayı veriyor; söz konusu krediler olaydan sonra banka kredi komisyonu tarafından bakmadan imzalanıyordu. Patlamanın son aşamalarına kadar Anglo kredi komisyonunun mazbataları bile ellerinden alınmadı. Birçok kredi nakit akışıyla ya da teminatla değil, basit kişisel garantilerle destekleniyordu.¹⁰ Bu uygulamalar, 'ilişkisel bankacılık' diye tanımlanan kurum stratejilerinde ifadesini buluyordu. Anglo'nun CEO'su ve sonra da başkanı Sean Fitz Patrick'in de gururla gözlemlemiş olduğu gibi, "Anglo Irish Bank'la iş yaptığınızda, bir bankayla değil, bir şahısla... nihai karar alıcısıyla iş yapıyor" dunuz.¹¹ Şimdi geriye dönüp bakıldığında, olumlu bir şey değildi bu.

Anglo örneğinde, diğer asıl borçlu yönetimin kendisiydi. Sonunda, FitzPatrick'in bankadan, sadece 2007'de 121 milyon euro olmak üzere, toplam 150 milyon eurodan fazla borç aldığı ortaya çıktı; hisselerini teminat olarak kullanıyor ama borçlandığı miktarı, sözde ilgisiz bir kuruluş olan Irish Nationwide Building Society'de tutarak Anglo'nun denetçisi Ernst & Young'dan ve Anglo yıllık raporunu okuyanlardan gizliyordu.¹² FitzPatrick, kendi aklınca, aldığı kredilerin büyük bir bölümünü de Anglo hisselerine yatırmış görünüyordu. 2010'da Anglo'nun çöküşünden hemen sonra, iflasını ilan etti. Daha sonra da 'finansal bir kurumdaki finansal düzensizlikler' soruşturmasıyla bağlantılı olarak tutuk-

landı. Anglo ayrıca İrlandalı zengin işadamı Sean Quinn'e de bankanın marjdaki hisselerini satın alması için kredi açmıştı. Anglo hisseleri Bear Stearns'ın kurtarılmasından hemen sonra düşmeye başladığında bu krediler ürkütücü boyutlarda büyümüşü ve kurtarılma olayı Anglo hisselerini de aşağıya çekerek Quinn'i, marj tamamlama talepleriyle karşı karşıya bıraktı.¹³

Denetçiler ve siyasi efendilerinin bütün bu olaylar olmadan önce nerede olduğunu merak etmemek elde değil. Buna yanıt vermek de zor değil: Bankacılarla yapsatçılar arasındaki samimi ilişkilere ilaveten, belki de küçük bir ekonomi içinde olmanın kaçınılmaz sonucu olarak politikacılarla da yakın bağlantılar söz-konusuydu. Krizin arefesinde, FitzPatrick, Taoiseach Brian Cowen'la (İrlanda hükümet başkanı) sekiz saat süren bir golf maçı yapmış, ardından da golf resort otelde önceden planlanmamış bir akşam yemeği yemişlerdi. Fitzpatrick'ten sonra Anglo'nun CEO'su olan David Drumm, kriz patladığında bankaya yönelik hükümet stretjisi konusunda tekrar tekrar bilgilendirilmişti. Bankacı-yapsatçı-politikacı bağlantısı, İrlanda da geçerli etkili denetim ve dürüst yönetim kuralının bariz bir istisnasıydı.

Lehman Brothers'ın iflasını izleyen hengamenin, Anglo ve onu iş modeli olarak gören diğer İrlanda bankalarının yükümlülüklerini yerine getirme becerileri hakkında sorular akla getirmiş olmasında şaşırtıcı bir şey yoktur. Bu farkındalığın banka hisse fiyatlarında sert bir düşüşe ve mevduat sahipleri arasında endişeye zemin hazırlaması da şaşırtıcı değil. Dikkat çekici olan, İrlandalı liderlerin, Brüksel ve Frankfurt'un da yardımıyla, bu basit bankacılık krizini bir ulusal faciaya dönüştürme hevesleridir.

Facianın faili banka sigortasıydı. İrlanda, daha önce de belirtildiği gibi, mevduat sigortasını çoktan 100 bin euroya çıkarmış bulunuyordu. Büyük mevduat sahiplerine güvence veren bu sigorta bundan daha da cömert olsa bile, eşi benzeri görülmemiş bir şey olmazdı; hatırlayalım, bu rakam da ABD'in mevduat sigortası tavanını 250 bin dolara çıkarmaya hazırlandığı sırada belirlenmişti. Ama hiçkimsenin beklemediği şey, Cowen'ın bütün banka borçlarını, yani sadece banka mevduatlarını değil ama tahvil sahipleri ve diğerlerinden aldıkları toptan borçlanmaları da kapsayan bir garanti vermesi oldu.

Bu kararın Cowen'ın 29 Eylül gecesi sabaha kadar süren o gizemli toplantıdan çıktığına dair bilginin ne kadar kesin olduğu tartışmalıdır.¹⁴ Normal bir banka iflasında, mümkün mertebe öncelikle küçük mevduat sahipleri korunur. Diğer alacaklılar temizlenir ya da bankanın bakiye değeri olması halinde, bu tür haklar iflastan sağ çıkmış kuruluşun hisse senedine dönüşmüş kabul edilir. Bu, AB yetkililerinin sıkıntıdaki Kıbrıslı bankası Laiki Bank'ı tasfiye ederken biraz da

acemice el yordamıyla buldukları bir modeldir. Ama İrlanda örneğinde, büyük bir ihtimalle aldıkları riskin farkında olan ve büyük çoğunluğu sofistike yabancı kurumsal yatırımcılar olan tahvil sahipleri korundu. Hükümetin faturayı ödetmeye çalıştığı İrlandalı vergi verenlerin parasıyla korundu.

İrlanda bankacılık sisteminin borçları ulusal gelirin birkaç katı olduğundan, en ılımlı kayıp kredi oranıyla bile bu fatura muazzam boyutlarda olurdu. Politikacılar, alacaklılara olan borçların ödenmesi için gereken para miktarını olduğundan az gösteren Anglo yöneticileri tarafından yanlış yönlendirildiklerini iddia etti ama bu miktarı onların daha iyi bilmeleri gerekirdi. Başlangıç olarak istenen 7 milyar eurodan fazla bir geçici yardım bir yana, Anglo'ya sonuç olarak hiçbirisi geri dönmei kredilerden oluşan 30 milyar eurodan fazlası gerekliydi. İrlandalılara ait altı ayrı bankanın tümünün borçlarının ödenmesi, toplamda vergi verenlere 64 milyar euroya mal oluyordu, yani her İrlandalı erkek, kadın ve çocuk başına kabaca 14 bin euro. İrlanda vatandaşlarının sırf alacaklılar bu badireyi kazasız belasız atlatsınlar diye böylesine ağır bir yükü omuzlamaya gerçekten de istekli olup olmayacakları ise belli değildi. Bu belirsizliğin uzun ve yıkıcı gölgesi sırası geldiğinde İrlanda ekonomisi üzerine düşecekti.

Bu anıtsal faturanın vadesi 2009'da gelmeye başladı ama asıl patlamasını 2010'da, bütçe açığı GSYH'nin yüzde 30'unu (evet, doğru okudunuz) aştığı zaman gerçekleştirdi.¹⁵ Daha üç sene hayranlık verici derecede düşük olan kamu borcu, şimdi ulusal gelirin yüzde 100'üne ulaşmıştı. Avrupa Merkez Bankası, kendi koyduğu sürekli likidite şartının bir bedeli olarak, İrlanda hükümetinin hiç vakit geçirmeden bankaların sermaye yapılarını yeniden düzenlemesini talep etti. Banka sermaye yapılarının süratle yeniden düzenlenmesinin faziletleri vardır ama bunun devletin iflası tehdidini taşıdığı bir zamanda değil. Üstelik mesele sadece banka sermaye yapılarının yeniden düzenlenmesinin maliyetinden ibaret de değildi; buna ilaveten, gayrimenkul patlamasının sona ermesiyle sarsılan ve hükümetin bütçe frenine asıldığını gören İrlanda ekonomik durgunluğa giren ilk Avrupa ülkesi olurken, borç/GSYH paydasının küçülmeye başlaması olgusu da vardı.¹⁶ Ekonomi 2009'da nominal olarak endişe verici bir yüzde 9,8 ve 2010'da bir yüzde 3,2 daraldı; bunlar bir ülkenin nominal olarak ifade edilmiş boçlarını ödeme kapasitesiyle ilgili rakamlardı.

Böylece, yatırımcılar İrlanda hükümetinin borçlarının ödeyebilme kapasitesi konusunda şüpheye düşer ve ellerindeki tahvillerin yeniden yapılandırılma ihtimalinden endişelenirler, bir bankacılık krizi olan şey, bir bütçe krizi haline geldi. Deauville deklarasyonunun hemen ardından bütün Güney Avrupa'da getiriler fırladı, ama bu hiçbir yerde İrlanda'da olduğu kadar dramatik ölçülerde olmadı. (Bu olay, İrlanda'nın onur verici Güney Avrupa ülkesi statüsünü kazandığı zaman oldu.) 2010 Kasım başı itibarıyla on yıllık İrlanda tahvilleriyle Alman bunds'u arasındaki getiri farkı yüzde 6,65'ti.

Bunlar İrlanda hükümetinin karşılayabileceği oranlar değildi. Ve böylece de ülke Troyka'nın ellerine sürüklendi. Mali hükümlerini kaybetmek –IMF, Avrupa Komisyonu ve Avrupa Merkez Bankası'nın bütçesel taleplerinin kabul etmenin fiilen zorunlu kıldığı bir durumu bu-, bağımsızlığını uzun, yıpratıcı ve kanlı bir savaşın ardından 1922'de kazanmış bir ülke için kahredici bir durumdu. Merkez-Sağ muhalefet partisi Fine Gael'in lideri Enda Kenny, Cowen hükümetini Cumhuriyeti bir mali sömürgeye dönüştürmekle itham etti. “Burası bir demokrasi ve insanlar onun uğruna sokaklarda öldü,” diye veryansın etti Kenny, “Beceriksizlik yüzünden kapısına kilit vurulmayacak.”

Bunlar hiç kuşkusuz, bir anlam ifade etmeyen sert ve öfkeli sözlerdi. Ne Cowen ne de Kenny hiç yoktan özkaynak yaratabilirdi. İrlanda, yegane kaynağı Troyka olan finansa sıkışmıştı. Ama ne IMF ne de Avrupa Birliği teminatsız kredi verirdi. Öngörülebileceği gibi bu da yalnızca bankacılık sisteminin küçültülmesi üzerine bir parça ilave vurguyla mayalanmış yeni standartlar programı biçimini aldı. Aralık 2010'da kabul edilen biçimiyle, İrlanda büyük bir bölümü banka sermayelerinin yeniden yapılandırmasına, fonlama yapılarının onarılmasına ve batık geyrimenkul geliştirme kredilerine el koyarak haraç mezat elden çıkarmak üzere kurulmuş ‘hükümsüz banka’ Ulusal Varlık Yönetim Ajansı'nın (National Asset Management Agency, NAMA) masraflarının karşılanmasına gidecek, 67,5 milyar euro alacaktı.¹⁷

Alacaklı bankaları kurtarmaya yönelik hiçbir çabanın olmayışı önemliydi. 2008'de benimsenen iki yıllık genel sigortanın süresi 2010 programı netleştirildiğinde henüz dolmuştu. Banka bilançolarını onarma maliyetini düşürmek için kıdemli bonoların nominal değerlerinin düşürülmesi mümkün olabilirdi. Ama Avrupalı yetkililer diğer ülkelerdeki bankaların istikrarından endişe ediyorlardı. İrlanda sigortasının yeniden değerlendirilmesi, tahvillerinin güvenilirliği hakkında şüpheler belirmesine yol açabilir ve tahvil sahiplerini tedirgin edebilirdi. Bu da Troyka'nın yeniden müzakere konusunda isteksizliğine neden oldu. Bu belayı kendi başına açan Cowen hükümetiydi ve şimdi temizlemek de ona düşerdi.

Bu hükümetin ardından Şubat 2011 seçimleriyle iktidara gelen Kenny liderliğindeki Fine Gael-İşçi Partisi koalisyonunun elinde başka seçenekler olduğu akla gelebilirdi. Yeni maliye bakanı Michael Noonan, neredeyse hiç vakit kaybetmeden, Anglo Irish ve Irish National Building Society'nin (FitzPatrick'ın refakatçi gemisi Irish Nationwide, neredeyse bir gayrimenkul bankası kadar hevesli davranmış ve aynı derecede feci zararlara uğramıştı) kıdemli tahvil sahiplerine olan borçların nominal değerlerinin düşürülmesi teklifiyle çıktı Troyka'nın karşısına. Ama Avrupa Merkez Bankası, Troyka'nın büyük ortağıydı ve başkanı Jean-Claude Trichet banka tahvil sahipleri üzerine herhangi bir şekilde zarar yükleme girişimlerinin güven kırıcı olacağı ve sadece İrlanda'da değil bütün Euro Bölgesi'ndeki bankaların kaynak yaratma imkanlarını zayıflatacağı konusunda

ısrarlıydı. Her durumda İrlanda ulusal bilançosu üzerindeki banka tahvil sahiplerine olan borcun yerini Troyka'ya olan borç alıyordu. Eğer tahvil sahipleri artık zarardan kurtulmalarına yetecek kadar kıdemli değilse, aynısının resmi alacaklılar için de geçerli olmayacağını kim söyleyebilirdi? Bir başka ifadeyle, bu programda genel banka sigortasının kötü bir fikir olduğu gerekçesiyle yapılacak herhangi bir değişikliğin faturasını sonuçta Avrupa Birliği ödeyecekti.¹⁸ İrlanda'nın Troyka fonlarına olan bağımlılığı hesaba katıldığında, yeni hükümet de hemen hizaya geldi.¹⁹

Troyka'dan gelen kurtarma fonunun çok büyük bölümü bankaların tazmini ve alacakların ödenmesine gittiğinden, İrlanda hükümetine de diğer harcamaları kısmak dışında bir seçenek kalmadı. Umut, ekonomi istikrara kavuşup canlandıkça bu kesintilerin de azalabileceğiydi. Dublin, Brüksel, Frankfurt ve Washington'a birbirine benzer biçimde bulaşan aldaniş, büyümenin 2011'de kaldığı yerden devam edeceğiydi. Avrupa Komisyonu ve IMF ile varılan anlaşma bildirisinde, "üretim hacminde iki yıl süreli sert bir düşüşün ardından," diye yazıyordu, "İrlanda ekonomisinin bu yıl geniş ölçüde istikrara kavuşması ve ardından 2011-14 süresince de genişlemesi bekleniyor." Troyka bunun mantığını detaylandırmaya devam ediyordu. "Yükselme yıllarından kalan yurtiçi dengesizlikler onarılıyor, ekonomik canlanma, en azından başlangıçta, öncelikle ihracata dayalı olacaktır. GSYH'deki büyümenin de zaman içinde, ihracat performansı yatırım ve tüketime nüfuz ettikçe, tüketici güveni tekrar sağlandıkça ve işgücü piyasasının koşulları düzeldikçe artacağını öngörüyoruz."

Bu yaklaşımın kemer sıkma politikalarına genel bir dönüş nedeniyle ihracat yapacak kimsenin kalmayışı olgusuna nüfuz etmediği, apaçıktı. Avrupalı karar merkezlerinin acerniliklerinin bir sonucu olarak, kâr oranlarının havaya uçtuğunu gören, kendileri de piyasa erişimini kaybetmenin eşiğinde olan ve benzer şekilde Troyka'nın müşfik pençelerine düşmek zorunda kalacak olan diğer kriz ülkelerine de nüfuz etmedi.²⁰

Canlanmanın başlaması ise, üç ay falan değil, yaklaşık üç yıl alacaktı. Bu arada işsizlik yüzde 15,1'e fırladı. İrlanda vatandaşları Büyük Kıtığa verdikleri yanıtı verdiler: Göç. 2008 ile 2013 ortaları arasında yaklaşık 400 bin kişi Cumhuriyet'i terketti, ya İngilizce konuşulan diğer ekonomilere gittiler ya da son zamanlarda olduğu gibi, doğdukları ülkelere geri döndüler. Göçmenlerin çoğu en iyi ve en parlak iş gücünü oluşturuyordu. Hasar kolay kolay giderilecek cinsten değildi.²¹

Giriş'te de belirtildiği gibi her mutsuz Avrupa ülkesinin, kendine has bir mutsuzluk nedeni vardı. Portekiz mesela, ne Yunanistan gibi ağır bir borç yükü altında daydı ne de İrlanda gibi konut ve bankacılık piyasalarında bir sorun yaşıyordu.

Ama karar merkezleri, José Manuel Barroso liderliğindeki Sosyal Demokratlar (koltuğundan ayrılması üzerine başarılarından ötürü Avrupa Komisyonu başkanlığı ile ödüllendirildi) ve ardından aynı şekilde, José Sócrates liderliğindeki Sosyalistler, ülkeyi yirmi birinci yüzyılın sıkıntılına hazırlamak için çok az şey yapmıştı. Modern imalat olarak bakılan giyim kuşam ve ayakkabı endüstrileri Çin'den gelen baskıya yenik düşeli çok zaman olmuştu. Bazı Portekiz firmaları genişlemek için borçlandı ama borç alanlar büyük çoğunlukla uluslararası rekabet gücünü geliştirmek için hiçbir şey yapmamış olan, hizmet sektörünün düşük üretimli küçük firmalarıydı. 2000 ile 2008 yılları arasında kişi başı GSYH, kümülatif olarak sönük bir yüzde 5'lik büyüme kaydetti. Ekonomik durgunluğun artık yolda olduğu 2010'la birlikte kişi başı gelir on yıl önceki seviyelere tekrar düştü.

Lizbon, beceri ve eğitime yatırım yapmaktan çok, euro sayesinde faiz maliyetlerinden elde edilen tasarrufu, durgunlukla birlikte trafiği şaşırtıcı bir biçimde boşalan otoyol ağları ve dönel kavşaklar inşa etmek için kullanmıştı. Emeklilere aylık zammı vaadini yerine getirmek için vergileri artırdı. Özellikle de işgücünden alınan vergilerdeki artışlar, kamu borçlarının patlama yapmasını önlemediği gibi bir de üzerine, Portekiz firmalarının modernizasyonunu daha güçleştirmek gibi bir sonuca yolaçtı.

Bu yüzden, kriz vurduğunda Portekiz berbat bir konumdaydı. Hükümetin bununla baş etme stratejisi, bu durumu kimseye çaktırmamak oldu. Ülkenin küçüklüğü ve Yunan ve İrlanda tarzı yüksek profilli sorunların olmayışı, yatırımcıların bu zayıflığı gözden kaçırmamasına neden olacaktı. Ama bu yaklaşım, şimdi yatırımcılar yüksek alarm halindeyken artık uygulanabilir değildi. Hükümet piyasa erişimini yitirdi ve 2011 ilkbaharında 78 milyar euroluk bir Troyka programına mecbur kaldı. Bunu harcama kesintileri, vergi artışları, kamu hizmetlerinin dondurulması ve derin ekonomik durgunluk izledi. İşsizlik yüzde 18'e çıktı, genç işsizlik bunun iki katıydı.

İspanya ise, İspanyol karar merkezlerinin her çareye başvurarak duyma mesafesindeki herkese hatırlatıkları gibi, bir Portekiz değildi. Büyük bankaları Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) ve Grupo Santander, gelirlerinin büyük bölümünü Latin Amerika'daki kârlı faaliyetlerinden elde ediyordu. Hükümet borçları GSYH'nin sadece yüzde 36'sı düzeyindeydi.²² Ülke, iletişim sektöründe Telefonica'dan, rüzgar tribünlerinde Gamesa'ya ve yüzden fazla ülkede satış noktaları işleten Zara moda zincirinin sahibi Inditex gibi uluslararası rekabet gücüne sahip bir dizi şirketiyle övünüyordu. İspanya, euronun devreye girişini izleyen on yıl boyunca, özellikle büyük firmalar üretkenliklerini yukarı çekerek, ihracat piyasası payında dramatik kayıplarına uğramamıştı.²³ Geniş bir yurtdışı pazar, Ford ve Volkswagen gibi şimdi üretimlerini ihracata yöneltebilecek çokuluslu firmaların ülkeyi mesken edinmesi anlamına geliyordu.

Ama İspanyol yetkililer ne kadar çabalarsa çabalasın, yatırımcıların dikkatini çökmekte olan bir bankacılık sistemi yaratma tehdidinde bulunan çökmekte olan bir gayrimenkul piyasasından çekemedi. En acil tehdit altında bulunanlar, ev sahipleri ve emlak şirketlerine saldırganca kredi vermiş olan yarı kamusal tasarruf bankaları, cajalardı. Bir zamanlar, 1960'lı yıllara kadar dönüldüğünde, cajalar, İspanya finansal varlıklarının zar zor yüzde 10'unu ellerine tutarlardı. Ama mevzuatın gevşetilmesi, bir de devletin örtük bir biçimde de olsa arkalarında durduğu inancıyla birleşince, bu kurumlara bilançolarını genişletme olanağı sağladı. Artık finansal sistemin neredeyse yüzde 50'sine tekabül ediyorlardı.

Başlangıçta, José Luiz Rodríguez Zapatero hükümeti bu sorunun üzerine bir dizi yarım yamalak önlemlerle gitmeye çalıştı. Bankaların sermaye yapılanmasını düzenlemek üzere bir banka yapılandırma fonu, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria'yı (FROB) oluşturdu ama kamu finansmanına zarar verme korkusuyla kullanmakta tereddüt etti. FROB, 99 milyar euro kredi verme yetkisi olmasına rağmen, 2012'de bankacılık krizi zirveye çıktığında sadece 14 milyar euro dağıttı.

Hükümet bunun ardından, aşırı kapasite ve fazla personelin azaltılmasıyla mali durumunu güçlendirebileceği umuduyla, bir dizi şirket birleşmesine aracılık yaparak cajaları güçlendirme girişiminde bulundu. Ama bu adım, bu kurumların defterlerini kirleten batık gayrimenkul kredileri konusunda onları daha az sayıda elde toplamak dışında bir şey yapmadı. En önemli birleşme ağır sıklet Caja Madrid'le daha küçük altı tasarruf bankası arasında oldu. Bunların yerine gelen kurum, Bankia, tek başına en büyük emlak varlıkları sahibi olmayı üstlendi ve Temmuz 2011'de güle oynaya İspanya borsasına girdi. Sadece on ay sonra, Bankia batık krediler içinde yüzerken, hükümet kuruma el koymaya ve 23,5 milyar euroluk bir hisseli sermaye enjekte etmeye mecbur kaldı ve kamu finansmanını biraz daha zorladı.²⁴ Hükümetin on yıllık tahvillerinin faiz oranı bu haber üzerine yüzde 7'ye sürdürülmesi kesin olarak olanaksız bir düzeye fırladı.

İspanya hükümeti ile Euro Bölgesi'ndeki ortakları arasındaki flört dansı da işte böyle başladı. Bankaların yardıma ihtiyacı vardı ve hükümet de besbelli ki bunu sağlamak için gerekli kaynaklara sahip değildi. Ama hükümete bankaları kurtarma imkanı verecek Troyka kredisi de, İrlanda da olduğu gibi, bankacılık krizini devlet borç krizine dönüştürmek dışında bir işe yaramazdı. AB'nin kurtarma fonu, Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism, ESM), kendi Sözleşme Hükümleri gereği sadece hükümetlere kredi veren IMF için geçerli olanın aksine, prensip olarak doğrudan bankalara kredi verebiliyordu. Ama bunu yaparsa İspanya hükümeti beladan kurtulmuş olur, faturayı ödemek de Alman hükümeti başta olmak üzere ESM'nin ortaklarına kalabilirdi. Öte yandan 2011'in sonundan itibaren iktidarda bulunan Mariano Rajoy'un merkez sağ hükümetinde de bir AB-IMF programının küçük düşürücü sonuçlarından

kaçınma isteği vardı. Seçim kampanyası boyunca İspanya'nın Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'le çok az ortak sorunu olduğunda ısrar etmiş olan Rajoy, anlaşılır nedenlerle Troyka'nın 'Siyah Giyen Adamlar'ı tarafından ziyaret edilmeyi hiç arzu etmiyordu.

Sonuçta, varılan uzlaşma kasten belirsiz bırakıldı. 9 Haziran 2012'de, maliye bakanlarından oluşan Erogroun, bankaların yeniden sermayelendirilmesi için 100 milyar euro sağlamayı kabul etti. Yapılan borç sözleşmesinin diliyle, her ne kadar paranın geri ödenmemesinden hükümet 'sorumlu' tutulacaksa da kredi İspanya hükümetine değil FROB'a verilecekti. Anlaşma, bankaların acil sermaye gereksinimini karşılayacağı umuduyla, bir fon çanağı sundu ve ardında bunun bir hükümet borcu mu yoksa bu çanağın boşaltılmak zorunda olduğu en kötü durumda hükümet bütçesinin yedekte olduğu umudunu vaat edecek olanın FROB mu olduğu konusunda bir belirsizlik bıraktı. Söz konusu para, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'le yapılan anlaşmalarda olduğu gibi üçte biri IMF'den değil, tümüyle ESM'den gelecekti. Rajoy da böylece bir IMF programının utançına boyun eğmiş olmaktan kurtuldu. IMF'nin rolü banka sektörü reformunun izlenmesine yardım etmekle sınırlı kaldı; Komisyon ise hükümetin taahhütlerine bağlı kalmasını güvence altına almak üzere bütün üyelerin tabi olduğu kendi denetleme yordamlarını kullanacaktı. Siyah Giyen Adamlar olmayacaktı belki ama gri giyen adamlar olacaktı yine de.

ESM kredisi, başka belirsizliklerine rağmen, hiç değilse banka sermayelerinin yeniden düzenlenmesi için 100 milyon euro olacağı konusunda kesindi. Bir sonraki iş, piyasaları bunun yeterli olduğuna ikna etmektir. Rajoy bunun için Tim Geithner'ın taktik defterindeki bir sayfadan kopya çekti ve önde gelen finans kurumlarını stres testine sokma kararı aldı. ABD'de olduğu gibi bu sınavın titiz ve gayri siyasi özelliklerine övgüler düzüldü. Hükümet bu görevi Oliver Wyman'ın finans danışmanlığı altındaki dışarıdan uzmanlara devretti. Bunun, söz konusu firmanın Anglo Irish'i dünyanın en iyi bankası seçtiği 'Finans Endüstrisinin Durumu 2007 Raporu'ndaki gibi bir danışmanlık hizmeti olup olmayacağı konusu, yeterince ikna edici değildi. Rajoy büyük bir ihtimalle, haklı olarak, piyasaların zayıf bir belleği olması olgusuna yatırım yapıyordu. Yine de bu, testi bizzat hükümetin yapmasından daha iyiydi.

Danışmanların karşısına, 2009'da aynı testi ABD'de yapan uzmanların karşılaştığı aynı ayarlama sorunu çıktı. Hesaplanan sermaye yetersizliği gerçekçi bulunmayarak bir kenara atılacak kadar küçük olmamalı ama bankacılık sistemi ve devletin borç ödeme gücü konusundaki endişeleri alevlendirecek kadar büyük de olmamalıydı.²⁵ Neyse ki bilançodaki son satırı değiştirmek için ayarlanabilecek 'artık sermaye tamponu' diye bir bakiye kalemi vardı –esasen, bankaların mevcut aktiflerinin kaç tanesinin satılabileceğine dair bir varsayım.²⁵ Eylül 2012'de rapor edilen tahmini sermaye eksiği, 60 milyar eurodan biraz daha az,

yani İspanyol denetçilerin daha önce iddia ettiği çok daha küçük rakamla ESM kredisinin belirlediği 100 milyar euroluk tavan arasında bir orta nokta oldu. Tahmin hassas olmaktan uzaktı ama sonuç olgularla bütünüyle tutarsız değildi. İspanya'nın AB'deki ortaklarına kredilerini bir dipsiz kuyuya atmadıkları ve yatırımcılara da 100 milyar euroluk bir kredi limitinin yeterli olacağı konusunda güvence verilmiş oldu.

1933 ve 2009'daki ABD deneyimi ile açık bir benzerlik söz konusudur. Bu üç zaman diliminin hepsi de, likidite azlığı ile borcunu ödeyememe durumları arasında bir sınır çizgisi çekmenin bankacılık sistemi açısından da, hükümet açısından da zor olduğunu gösterir. Panikten doğan bir likidite krizi, sahici ama kontrol edilebilir sorunları olan bir bankacılık sistemini borçlarını ödyemez duruma gelmenin eşiğine kadar sürükleyebilir. Bankaların durumu hakkında paniğin kendi kendisini beslemesine olanak tanıyan eksik bilginin olduğu koşullarda bu özellikle böyledir. Tersine, bankaların içinde bulunduğu koşullar hakkında fazladan bilgi sağlamak, bu bilgi noksan bile olsa, inandırıcı bir son-çare-kredi imkanıyla birleştiğinde, paniği önlemeye yeterli olabilir. Bu, bankalara çok daha köklü zararlar verecek bir kapış kapış mevduat çıkışını önleyecektir.

1933'te, Banka Tatili ve Olağanüstü Bankacılık Yasası'la uygulanan formül buydu. 2009'da, Maliye'nin stres testleri ve Fed'in bir son çare kreditorü olarak harekete geçmeye hazır duruşu, finans krizinin akut evresi üzerine bir çizgi çekti. 2012'de ise, Oliver Wyman'ın raporu, 100 milyon euroluk ESM fonuyla biraraya gelerek, aynı şekilde tam olgunlaşmış bir bankacılık krizi ihtimalini tablodan sildi.²⁶ Bu hiç kuşkusuz, Avrupa'daki ekonomik durgunluk şöyle dursun, İspanya'daki durgunluğun bile sona erdiği anlamına gelmiyordu. Ama karar merkezlerine bir sonraki adımlarını düşünüp taşınma zamanı tanıdı.

NOTLAR

1. Politik tepki özellikle Almanya'da güçlü oldu. Buradaki ironi, kreditorlerin olayı kazasız belasız atlatmalarını öngören orijinal yaklaşıma yol açan faktörün yeniden yapılandırma seçeneğini düşünme konusunda Alman yetkililerin –Fransızlarla birlikte- sergilediği isteksizlik oluşuydu. Dolayısıyla da Deauville açıklaması, yapılandırmanın şimdi artık ancak 2013'ten itibaren zorunlu olacağı beklentisinde oldu. Bu, klasik bir Augustinci akıl yürütme örneğiydi: “Kurtar beni Yüce Tanrım ama şimdi değil.” Ayrıca, piyasaların çizmeye ehil olduğu bir ayırım çizgisi de değildi bu.
2. Bir örnek, Financial Times'da 2012'de yayınlanan, “Europe Must Stay the Austerity Course” (Avrupa Kemer Sıkma Rotasında Kalmalı) başlıklı makalesidir (Rehn 2012).
3. Mali çarpanın 1,7 olması koşuluyla harcama kesintileri ve vergi artışının bileşik etkisine dair bir hesaplama bu (Blanchard ve Leigh 2013, adı geçen eser).
4. European Commission (2013), sf. 9.
5. Daha kesin belirtmek gerekirse, yeni ev fiyatları üçe katlanırken var olan ev fiyatlarının dörde katlanması, var olan şehirlerin kenar semtlerinde ve kırsal bölgelerde inşa edilen bu yeni evlerin mevcut konut stoğunun tam olarak ikame edemediğini akla getirir.
6. Gerçek GSYH, 2000 ile 2007 arasında yıllık ortalama yüzde 5,7'lik bir büyüme kaydetmişti. İrlanda'nın şirket kârlarına dost vergi sisteminden yararlanmak için çok uluslu firmaların ülkede elde ettiği kârları defterlerine işlemeyi tercih etmeleri ölçüsünde, rakamların gerçeği abartma eğiliminde olma ihtimali vardı. Ama bu uluslararası transferlerin çıkarılmasıyla elde edilen, GSMH'deki büyüme de bu dönem boyunca yıllık ortalama yüzde 5,0 gibi etkileyici bir seviyede seyretti.
7. IMF (2006), sf. 5. İrlanda merkez Bankası tarafından 2007'de uygulanan stres testleri de aynı şekilde, konut fiyatlarında sert bir düşüş ve işsizlikteki sert bir artış durumunda bile, bankalardaki sermayenin elverişli olduğu sonucuna vardı.
8. Donovan ve Murphy (2013), sf. 70.
9. Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland (2011), sf. 22. Nyberg Komitesi olarak da bilinen bu komisyon, neredeyse tümü de yapsatçılardan oluşan en üstteki yirmi müşterinin, bankanın İrlandalılara açılan kredi defterinin yüzde 50'sine tekabül ettiğini raporladı.
10. Bu da yine, Nyberg Committee, adı geçen esereden, (2011), sf. 32.
11. Lyons ve Carey (2011), sf. 25.
12. Aynı eser, sf. 98.

13. Donovan ve Murphy (2013), sf. 187. Quinn'in kredileri 2011'de resmen geri istendi, bir dizi davaya yol açtı ve sanık olarak Mountjoy Cezaevi'nde kaldı.
14. Donovan ve Murphy'nin de (adı geçen eser) dikkat çektiği gibi, bu kritik toplantıya dair hiçbir yazılı resmi kayıt yoktur ve bu durum da soruşturmacıları katılımcıların hafızasına ve sözel tanıklıklarına dayanmak zorunda bırakmıştır. Çok geçmeden, Kasım'da, İrlanda bankacılık sistemine likidite teminini denetleyen ECB'den garanti kapsamının daha fazla genişletilmesi yönünde baskı geldi (her ne kadar ECB'den İrlanda maliye bakanına gönderilen söz konusu mektup yayınlanmamışsa da). 2013 ortalarında, İrlanda Parlamentosu bu karar hakkında bir soruşturma açmak üzere harekete geçti; bu facia kararın büyük bir olasılıkla gün ışığına çıkmasına yol açacak bir süreç de böylece başlamış oldu.
15. Tam olarak, yüzde 31,2. Banka yeniden sermayelendirme maliyeti çıktıktan sonraki bütçe açığı ise GSYH'nin yüzde 11'i idi.
16. Durgunluk, standart konjonktürel dalga kronolojisine göre daha 2008'de başlamıştı. Önleyici mali sıkılaştırma 2008-2010 boyunca kümülatif olarak 14,6 milyar euro ya da 2010 GSYH'sinin yüzde 9,3'ü oldu. 2011-2014 dört yıllık plan 2010 Kasımı'nda açıklandı ve daha sonra Troyka'nın da onayından geçerek (bkz. aşağıdaki not) ilave bir 15 milyar euro-luk önleyici mali sıkılaştırma politikası devreye girdi.
17. Troyka kredi miktarının, banka kurtarma operasyonunun hükümete nihai maliyetine çok yakın olması bir tesadüf değildir. İrlanda'nın kendisinden gelen bir 175 milyar euroluk katkı da vardı (Maliye'den ve Ulusal Emeklilik Rezervi'nden.)
18. Geleneklere göre parasını ilk ve tam olarak geri alan IMF değil. Bu yüzden de Noonan'ın önerisine IMF'den destek geldiği yazıldı.
19. Sonuçta kesintiler ikinci derecede teminatsız tahvil denilen kıdemsiz banka tahvillerinin sahiplerine yöneltildi. Bunlardan bazıları azımsanmayacak ölçüdeydi. Ama birinci dereceden teminatsız tahvil sahipleri, İrlandalı vergi mükelleflerinin tersine- kurtuldu.
20. Adil olmak gerekirse, söz konusu paragraf şu şekilde devam ediyordu: "Kısa vadeli risklerin olumsuz tarafa işaret ettiğini ve özellikle de mali konsolidasyonun yurtiçi talep üzerinde estireceği ters rüzgarların beklenenden daha sert olabileceğini kabul ediyoruz. Daha uzun vadede de, devam eden özel ve kamu sektörü bilanço denkleştirmeleri, zayıf bankacılık sistemiyle ikiye katlanıp ekonomik canlanmayı geciktirebilir." Bkz. European Commission (2009), paragraf 3.
21. Net göç sayısı daha düşüktü ama bu bedeli ağır bir çözüm biçiminin tercih edildiği gerçeğini değiştirmez.
22. 2008'den başlayarak.

23. Bu faktörlerin altını çizen bir analiz için bkz. Antras, Segura-Caytuela ve Rodriguez-Rodriguez (2010).
24. İlk 4,3 milyar euro başlangıçta kredi olarak sağlandı ama bankanın bunu hiçbir şekilde geri ödeyemeyeceği ortaya çıkınca özsermayeye çevrildi. Sonuçta banka, 2012 bütçe yılı zararının 21 milyar euroyu aştığını duyurdu. Bankanın yönetim kurulu başkanı ve IMF'nin Dominique Strauss-Kahn'dan önceki genel müdürü Rodrigo Rato, bankanın tahrif edilmiş hesapları ve manüpile edilmiş hisse fiyatlarıyla ilgili suçlarla bağlantısı nedeniyle soruşturulanlar arasında yer aldı.
25. Bkz. Oliwer Wyman Group (2012), sf. 58 ve devamı.
26. Mario Draghi'nin danışmanlar raporundan iki aydan daha az bir süre öncesinde yaptığı, ECB'nin euroyu bir arada tutmak için 'her ne gerekiyorsa yapacağı' yolundaki bu resmi açıklama, İspanya devlet bonoları piyasasına dolaylı olarak daha fazla destek vaat ederek, aynı yönde iş gördü. Bkz. Bölüm 26

BÖLÜM 26 Euro ya da Değil

Birleşik Krallık, tıpkı ABD, İrlanda ve İspanya gibi, konut sektöründe patlamayla sonuçlanan fevkalade bir yükseliş yaşadı.¹ Brüt katma değerin yüzde 10'u ve tüm kurumlar gelir vergisi ödemelerinin dörtte birinden fazlasına tekabül eden ama şimdi masraflarını kırmak zorunda kalan aşırı büyümüş bir finans sektörü vardı. Bu özelliklere sahip bir ekonomi için belli büyüklükte bir durgunluk zorunluydu.

Ama bu hacim ve süreklilikte bir durgunluk değil. Birleşik Krallık, bir tek İtalya istisna olmak üzere gelişmiş ekonomilerden oluşan bütün diğer Yediler Grubu'nun arkasında kalarak, GSYH'de 2008 düzeyine ancak 2014'te ulaşabildi.² Britanya ekonomik gerilemesinin bu özelliği, uygulanan ekonomi-politikanın bir ürünüydü. 2010'dan başlayarak Britanya'nın mali tutumu güçlü bir biçimde daralma yönünde oldu. Mayıs 2010 genel seçimleri, Gordon Brown liderliğindeki İşçi Partisi hükümetinin seçmenler tarafından reddedilmesine tanık oldu ve David Cameron'ın başında olduğu Muhafazakar-Liberal koalisyon hükümetini iktidara getirdi. Yeni hükümet, gereken bütün yolları kullanarak bütçe açığını bertaraf etme eğilimindeydi. Cameron'un maliye bakanı George Osborne, bu amaçla, 2010'da büyük bölümü ilk aylarda yürürlüğe girecek bir harcama kesintisi ve katma değer vergisinde artış öngören bir olağanüstü bütçenin kendine has bir versiyonunu sundu.

Sonuçta uygulanan mali konsolidasyon, 2009 ve 2012 arası GSYH'nin yüzde 5'ini aşarak, herhangi bir büyük ileri ekonomide girilen en sert düzenleme oldu. Sonuçları da hızlı ve sert oldu. Britanya ekonomisi 2009 sonunda önce

daralmayı durdurdu ve GSYH'deki büyüme 2010'un ilk yarısında yüzde 0,5'lik, sonra da üçüncü çeyrekte yüzde 1'lik bir canlanma yaşadı. Ancak tam bu noktada Osborne bütçesinin etkisi azaldı. 2010'un dördüncü çeyreğinde ekonomi bir kez daha yüzde 0,2'lik bir daralma gördü. 2011 ise ilk ve üçüncü çeyreklerde sönük bir büyüme, ikinci ve son çeyreklerde ise daralmayla dipe vurup yükselme yılı oldu. Britanya'nın bir partiye bağlı olmayan bağımsız danışma kurulu Office of Budget Responsibility, ekonomik büyümenin uygulanan bu politikaların bir sonucu olarak 2010-11 bütçe yılında aksi takdirde gerçekleşecek olandan yüzde 1 daha düşük olacağını hesapladı. 2011-12'de yüzde 0,7 ve 2012-13'te de daha önceki politikaların başlangıçtaki etkisinin sönmeye yüz tutması nedeniyle yüzde 0,3 daha az olacaktı.³

Koalisyon hükümetinin buna yanıtı rotada kalmak oldu. Bu da, IMF'in kamu harcamalarının kısa vadede talebin yukarı çekilmesine daha fazla yarayacak kelimelere doğru kaydırılması tavsiyesinde bulunduğu istisnai bir duruma yolaçtı. IMF ayrıca hükümete, ortada bir canlanma belirtisi olmadığına göre, bütçe daraltma temposunun yavaşlatmayı düşünmesi tavsiyesinde de bulundu.⁴

Britanya'nın diğer Avrupa ülkelerindeki daralmaları yaşamadığı koşullarda kemer sıkma politikalarına böylesi bir dönüş de istisnai bir durumdu. Borç can sıkıcı derecede yüksek olabilirdi ama koalisyon hükümetinin iktidarı devraldığı 2010'da bile hâlâ GSYH'nin yüzde 70'inden azdı. O tanıdık ifadeyle, Birleşik Krallık bir Yunanistan değildi; Royal Bank of Scotland, Lloyds, Northern Rock ve Bradford & Bingley'e açılan kredi ve sermaye enjeksiyonlarının, kabaca GSYH'nin yüzde 8'ine tekabül eden maliyetlerinden zaten feragat edilmişti.⁵ İrlanda da değildi, bir başka ifadeyle.

En önemlisi, Birleşik Krallık bir Euro Bölgesi üyesi değildi. Para basma ve piyasayı hükümet bonolarıyla destekleme gücüne sahip bir merkez bankası vardı. Bu da hükümete, borç içimdeki Euro Bölgesi ülkelere kıyasla daha fazla mali manevra alanı sağlıyordu. Bütçe konsolidasyonu yükün soraki dönemlere kaydırıldığı bir düzenleme olabilirdi.⁶

Ekonominin bununla başa çıkabilecek kadar güçlenmesini bekliyebilirdi. Bütün bunlar, hükümetin kemer sıkma politikaları konusundaki saplantısını anlamayı daha da güçleştiren faktörlerdir. Cameron'un Maliye Bakanı Osborne, tıpkı Blair'in Maliye Bakanı Brown gibi, tarih eğitimi almıştı, üstelik Oxford'da. Ama bu, onu 1930'lu yılların tarihini gözardı etmekten ya da bütçe politikasında 'Maliye yaklaşımı'na sarılmaktan alıkoymadı. Maliye'nin 1929'da, Bakan

Winston Churchill'in sözlerinde ifadesinde bulan "hükümet harcamalarındaki herhangi bir artış kaçınılmaz olarak özel sektör harcamaları ve yatırımlarında eşit miktarda bir azalmaya neden olur, dolayısıyla da ekonomik faaliyet üzerinde net bir etkisi yoktur" yaklaşımına bütçedeki bir açığa karşı olarak başvurulmuştu.⁶ Maliye Bakanı Osborne ve Maliye'deki diğerleri, bu yaklaşımda bütçe konsolidasyonunun muhtemelen ekonomik büyüme üzerinde net bir etkisi olacağını iddia edecek adar ileri gitmedi ama etkilerin çok büyük olmasının beklenmediğini iddia ettiler. Konsolidasyona gidilmezse olumsuz sonuçların mümkün olduğunu da iddia ettiler. Bütçe açığının daraltılamaması, Britanya'yı da Yunanistan, İrlanda ve İspanya'yı daha önce etkileyen türden güven kriziyle yüz yüze getirebilir, yatırım ve büyümeyi azaltabilirdi.

Bu hiç kuşkusuz, Birleşik Krallık gibi borcun GSYH'ye oranı yüzde 70 olan bir ülkenin durumunu, borç/GSYH oranı yüzde 170'e yaklaşan Yunanistan gibi bir ülkeninkiyle karıştırmaktı. Artık devlet bonusu piyasasını destekleyebilecek ulusal bir merkez bankası olmayan bir dizi Euro Bölgesi ülkesinin içinde bulunduğu koşulları, hâlen kendi merkez bankasına sahip bir ülkenin durumuyla karıştırıyordu. Avrupa'nın defolu paralı birliğinin dışında kalma belgeliğini göstermiş olan Britanya şimdi para birliği üyesiymiş gibi davranması gerektiği şeklinde defolu bir mantığa sarlıyordu.

Cameron ve Osborne, Muhafazakar öğretinin sınırlı devlet yaklaşımına güçlü bir biçimde inanıyordu. Ve devleti sınırlandırmak için borç/GSYH oranının, erken davranılmadığı için, kırmızı çizgi olarak belirlenen GSYH'nin yüzde 90'ı noktasını geçmek üzere olduğu sözüm ona bir mali sürdürülebilirlik krizinden daha iyi bir zaman olabilir miydi?⁷ Ekim 2010'da hükümet, bütçe konsolidasyonu çabasının bir parçası olarak, feshedilecek ya da fonları geri çekilecek 192 kamu kuruluşunun listesini ayınladı. Altyapı Planlama Komisyonu'ndan, yeni ve gelişmekte olan sağlık tehditleri konusunda sağlık profesyonelleri ve genel kamuoyunu bilgilendirip önerilerde bulunan Sağlık Koruma Dairesi'ne ve enformasyon teknolojilerinin eğitimde kullanımını teşvik ve koordine eden Britanta Eğitsel İletişim ve Teknoloji Ajansı'na kadar uzanan, geniş bir yelpaze içindeki kurumlardı bunlar. Bu kurumların çoğu, açık ki, altyapı, eğitim ve araştırma kaynaklarını harekete geçirme işiyle meşguldü.⁸ Muhafazar yaklaşıma göre, bu harekete geçirme işini piyasanın yapması ve devletin aradan çekilmesi daha iyiydi. UK Film Konseyi ve Çiftlik Hayvanları Yardım Konseyi gibi baltalanan diğer kurumlar ise, Muhafazakarların liderliğindeki koalisyon hükümetinin kö-

künü kazımak istediği devlet hırsının simgeleri idi. Kısa bir ekonomik durgunluk -kısa olması Koalisyon'un umudu- bu savurgan harcamaları ve bu kullanışsız devlet organlarını ortadan kaldırmanın bedeliydi ve ödenmeye değer bir bedeldi. Muhafazakar eğilimli Daily Telegraph'tan Jeremy Warner'ın açık yüreklilikle belirttiği gibi, "Sonuçta ya bir büyük-devlet insanısınız ya da bir küçük-devlet insanı. Büyük-devlet insanların kemer sıkma politikalarında nefret etikleri şey, bu politikaların öncelikle devlet harcamalarının hacmini daraltmayı amaçlamasıdır...Sonuçta, devletin hacminde ancak bir ekonomik kriz sırasında ciddi gedikler açabilirsiniz. Fırsat düşkünlüğü olarak değerlendirilebilir ama iyi zamanlarda bunun için gerekli isteği bulmak olanaksızdır; bu ancak kötü zamanlarda yapılabilir."

Sonuçta, politik çıkar ögesinin işin içine karışmış olduğunu yadsımak mümkün değil. Obama Teşvik paketi gibi, İşçi Partisi'nin olağanüstü bütçesi de vaat ettiği her şeyi gerçekleştirebilmiş değildi. Bu yüzden de Muhafazakarlar ve Liberaller İşçi Partisi'nin başarısız politikaları aleyhine kampanya yaparken bütçe açıklarını hedef aldılar. ABD'de olduğu gibi, ileri sürdükleri tezler, aile bütçesiyle devlet bütçesi arasındaki benzerliğe içgüdüsel olarak sarılan ve hem krize hem de finansal kurumların bu nedenle bir çok kez hükümet fonlarıyla kurtarılmasına duydukları öfkeyi boşaltacak bir yar arayan seçimde karşılık buldu. Bütçe konsolidasyonu ile devam etmek de Koalisyon'a bütçe açıklarından dolayı İşçi Partisini karalama imkanı verdi. Bölünmüş bir ABD hükümetinin (Divided government: Özellikle ABD'de, partilerden birinin Beyaz Saray'ı diğerinin Senato ve Temsilciler Meclisi'nden birini ya da her ikisini birden kontrol etmesi durumu) yüzde 1'lik vergi artışı ve Müsadere üzerinde anlaşması bir kaç yıl almıştı. Bölünmüş yönetime izin vermeyen Britanya sisteminde ise kemer sıkma politikalarına geçiş acele ve şiddetli oldu.

Birleşik Krallık, GSYH'nin yüzde 5'ine varan büyük çaplı bir mali konsolidasyona giriştiyse de bu, Yunanistan'dan istenene kıyasla hiçbir şeydi. Troyka programı, üç yıl içinde GSYH'nin tam yüzde 11'ine tekabül eden bir harcama kesintisi ve vergi artışı belirledi. Bu Yunan toplumunun, hatta herhangi bir toplumun, sürdüremeyeceği ve bazı patinajları kaçınılmaz kılacak kadar büyük bir orandı. Son derece sert harcama kesintileri, genişlemeci mali konsolidasyonlara dair abartılı hikayelere rağmen, derin bir ekonomik durgunluğu kaçınılmaz kıldı. Daha önce de görmüş olduğumuz gibi, ekonomik durgunluk Troyka tarafından

öngörülenden çok daha derindi. Ve Yunan ekonomisi battıkça, vergi gelirleri tahminleri iskaladıkça, borç/GSYH oranı da o ölçüde yükseldi.

Dominique Strauss-Kahn yönetimindeki IMF, Avrupalıları bu planlarının uygulanması konusunda desteklemeyi çok istiyordu. Ama Mayıs 2011 itibarıyla Strauss-Kahn artık yoktu; Sofitel New York Hotel’de bir oda görevlisine cinsel tacizde bulunmakla suçlanmasının ardından istifa etmek zorunda kalmıştı.¹⁰ IMF, ancak geri ödeneceği beklentisine sahip olduğu zaman kredi vermesine izin veren kurallar altında çalışırdı. Ancak borcun sürdürülebilir olduğuna hükmederse, bir ülkeye ‘istisnai erişim’ –yani, kurumla yaptığı kota anlaşmasının altı katından fazla kredi -verme yetkisi vardı. Daha 2010 Mayısında kurumun normalde esnek davranan elemanları Yunan hükümetinin borcunun ‘yüksek ihtimalle sürdürülebilir’ olduğunu onaylamayacaklarını hissetmiş, yürütme kurulunu kredi açmamanın diğer ülkelerin kötü etkilenmesine neden olacağı gerekçesiyle bir istisani muafiyet sağlamaya zorlamıştı. Ama Yunan krizi ne kadar uzun süre iltihaplanırsa, IMF için de bu koşullar altında kredi vermeye devam etmek o kadar güçleşiyordu. Avrupa ülkelerine özel kurallarsa, kendi borç krizlerini yaşarken bu tür ayrıcalıklardan yararlanmayan Latin Amerika temsilcisi müdürleri öfkeliydirdi. Üstelik, Yunanistan’ın bir kez daha özel yatırımcılara tahvil satarak 2012’de piyasalara dönebileceği düşüncesi de bir boş hayaldi.

Bir şeyler verilmek zorundaydı. Bir seçenek, ülkenin AB’deki ortaklarının para yağdırmasıydı. Ama o noktada Yunanistan’ın kurtarılması sadece Almanya’da değil ama Hollanda, Finlandiya ve diğer Kuzey Avrupa ülkelerinde politik açıdan zehirliydi. Seçeneklerin elenmesi sürecinde yetkililer düşünülemez olan düşünmeye sürüklendi: Bu borç yapılandırılmak zorundaydı.

Avrupalı liderlerse, Deauville sahillerindeki o yürüyüş dışında, bir buçuk yıldır borç yapılandırmasının uygulanabilir olduğunu inkar etmişlerdi. Yapılandırma beklentisi, tahvil sahiplerini uğrattığı önemli kayıplarla, finans piyasalarında kaos yarattı. Kurumsal yatırımcılar batardı. Diğer sıkıntıdaki Euro Bölgesi ülkelerinin tahvillerini de terkederlerdi. Yunanistan yıllarca sürececek hukuk davalarıyla bloke olurdu. Almanya’nın Avrupa Merkez Bankası yürütme kurulundaki adamı Jurgen Stark, Yunan yapılandırmasının bir ‘facia’ olacağı konusunda uyarılarda bulundu. Yürütme kurulundaki meslektaş, daha önce İtalya Maliye Bakanlığı’nda genel müdürlük yapmış olan Lorenzo Bini Smaghi’ye, yapılandırmanın bir ‘siyasal intihar’ olacağı ve bu yönde atılacak herhangi bir adımın da ‘bütün Avrupa’yı tehlikeye atacağı’ konusunda uyardı.¹¹

Gerçek ise, hiç kuşkusuz, bunun tam tersiydi. Olayların da göstereceği gibi, Yunanistan için borçlarının yapılandırmak ve en kötü ihtimalle belirsizlik, en iyi ihtimalle de yatırımcı katılımıyla önemli bir yardım almak mümkündü. Para, kendi bankalarının sermaye yapısını düzeltilmesi için bir kenara konabilir ve başka yerlerdeki bankalar da kaçınılmaz olana hazırlanırdı. Diğer ülkelerse, Avrupa Birliği kurumlarının desteğiyle serpintilerden kurtulabilirdi. Ama rotanın değiştirilmesi, yapılandırmanın bir kıyamet olacağı konusunda uyarılar yapmış olan Stark ve Bini Samghi gibi Avrupalı yetkililerin inandırıcılığına bir darbe vuracaktı. Çok geçmeden koltuklarını yitirebilirlerdi.

Sonuç, boş konuşma ve gecikmeyle geçen bir başka yıl oldu. Almanya Maliye Bakanı Wolfgang Schäuble, yatırımcıların daha uzun vadeli tahvilleri alıp borç indirimini kabul etmek zorunda kalmayacakları bir ‘gönüllü’ borç alışverişinin IMF ve Avrupa Merkez Bankası tarafından organize edilmesini teklif etti. Bunun Yunan hükümetine nasıl bir avantaj sağlayacağı ise hiçbir biçimde açık değildi. Bunun ardından bu kez Fransız bankalarından oluşan bir komite, yine hiç nominal borç indirimi içermeyen bir teklifi tartışmaya sundu. Büyük kurumsal yatırımcıları biraraya getiren Uluslararası Finans Enstitüsü, ödenmemiş tahvillerin farklı devam süresi ve faiz kuponları olan dört yeni tahville değiş tokuş edilmesini önerdi. Bu yeni tahviller, nakit akışında rahatlama sağlayarak Yunanistan’ın acil finans problemlerinin çözümüne yardım edecekti. Ama bu plan da yatırımcıların asgari kabulünü gerektiriyordu ve Yunan hükümetini çılgınca artan bir borç yükü altına sokardı.¹²

Bankaların kendi gelirlerini maksimuma çıkaracak bir anlaşmayı tercih etmelerinde şaşırtıcı bir şey yoktur. Ama bu, böyle bir anlaşmanın Yunan hükümetinin ekonomik ve finansal problemlerine yardımcı olacağı anlamına gelmezdi. Bankaların sazi eline alıp Yunanistan’dan dans etmesini istemelerine izin veren IMF ve AB liderliğinin bariz bir kusuruydu bu. Yetkililer bilinçli bir biçimde piyasanın sularını bulandırmak isteseler, bundan daha kötüsü olmazdı.

Üç ay daha süren bir kararsızlık sürecinin sonunda Avrupalı liderler nihayet bekledikçe işlerin daha da kötüye gittiğini kabul etti. 26 Ekim 2011’de düzenledikleri zirvede, nihayet, bütün tarafları özel yatırımcılara olan Yunan borcunun değerinde yüzde 50 kesinti yapacak bir tahvil değiş tokuşu geliştirmeye ‘davet’ ettiler. Dört ay süren tartışmalardan sonra, Yunan hükümeti sonunda yatırımcılara ister-kabul et-ister-etme teklifi yaptı. Bunun yatırımcıların reddemeyeceği bir teklif olduğu ortaya çıktı. Nisan 2012’de anlaşma tamamlandığında özel yatırım-

cıların yüzde 97'den fazlası kabul etmişti. Ellerindeki tahvillerin nominal değeri yarıdan fazla azalmıştı ve yeni tahviller üzerlerinde öncekilerden daha düşük faiz ödemeleri taşıyordu. 100 milyar euro'dan fazla Yunan borcu buharlaşmıştı.

Bu, aslında düpedüz, Avrupalı yetkililerin mitik bir canavar olarak başlarından kovmuş oldukları, bir yapılandırmaydı. II. Dünya Savaşı'ndan sonra Avrupa'daki ilk büyük çaplı borç değiş tokuşu bu oldu. Tarihin en büyük borç değiş tokuşuydu.

Bu nasıl mümkün oldu?

Bir kere, Yunan tahvillerini elinde bulunduranların yüzde 60'ı kendi hükümetleri tarafından baskı altına alınmaya müsait bankalar ve diğer yatırımcılardı. Bu hükümetler, şimdi yola çıkmış olan başarılı bir yapılandırmanın kamu çıkarlarına uygun olacağını gördüler ve eşlik etmemenin ters sonuçları hakkında hiç de öyle kapalı olmayan imalarda bulundular.

İkincisi, Yunan devlet tahvillerinin yüzde 86'sının Yunan yasalarına tabi olmasının, yani böylece şartlarının Yunan Parlamentosu'ndan çıkacak basit bir yasayla değiştirilebilir olmasının da yardımı dokundu. (Geri kalanlar İngiliz yasalarına tabi olarak sürülmüştü ve İngiliz mahkemelerinin konusuydu.) Parlamento bu durumdan yararlanarak, tahvil sahiplerinin nitelikli çoğunluğunun kabul etmesi halinde Yunan yasalarına tabi tahvillerin yapılandırmasına izin veren bir kanun çıkarttı.¹³ Potansiyel itirazların şimdi artık çoğunluk kararı geçerli olduğu için başvurulacakları bir yer kalmayacaktı ki, onlar da bunu derhal farkettiler. Tahvil sahipleri açısından daha da olumlusu, yeni tahvillerin İngiliz yasalarına tabi olacağıydı ve bu da Yunan yasalarına tabi eski tahvillerin sağlamadığı bir koruma içerdiği anlamına geliyordu.

Nihayet bir ilerleme sağlanmıştı. Ne yazık ki bu noktaya ulaşılması iki buçuk yıl almış, bu süre zarfında Yunan halkı ezici bir yükte uğraşmış ve bütün tarafların inandırıcılığı sarsılmıştı. Yunanlıların alacağı borç yardımı da kesinlikle yeterli değildi. Avrupa Merkez Bankası'nın elindeki 42 milyar euroluk Yunan tahvili, merkez bankalarının elindeki 13 milyar euroluk tahville birlikte, yapılandırmadı. Hükümet borçları hâlâ GSYH'nin yüzde 150'si gibi ezici bir seviyede idi.

Atina'da bir kutlama falan da yapılmadı. Ekonomik durgunluk derinleşmeye devam etti. Bu defa kamu sektörünün elindeki borçları da içeren ikinci bir yapılandırmanın ne zaman yapılacağı sorusu artarak sürdü.

Bu süre boyunca Avrupa Merkez Bankası herhangi bir biçimde borç yapılandırmasına kararlılıkla karşı koydu. Bu fikre, daha önce de görmüş olduğumuz gibi, başta Jean-Claude Trichet olmak üzere bütün başkanlar konseyi üyeleri itiraz etmişti. Bu saygıdeğer şahıslar, Avrupa Merkez Bankası'nın önemli miktarda Güney Avrupa tahvilini elinde tuttuğundan haberdardı. Yapılandırma mantığının oyunda kalmasına izin verilecek olursa kurum bilançosunun elini taşın altına sokacağını anladılar. Avrupa Merkez Bankası'nın diğer hükümet ve bankaları serpintilerden korumak için daha fazla tahvil satın almak üzere devreye girmek zorunda kalacağından endişeleniyorlardı.

Kar zarar meselelerine takılıp kalmak, finans piyasaları ve ekonominin istikrarını güvence altına almakla görevli bir kurumdaki beklenebilecek bir şey değildir. Avrupa Merkez Bankası yöneticileri, Almanya'dakiler başta olmak üzere politikacıların bankanın portföy zararına uğramasından pek hoşlanmayacakları olgusuna karşı hiç şüphesiz duyarlıydı. Ama bu tartışmaların çerçevesini çizip dikkatlerini merkez bankasının daha yüksek görevlerine yöneltmek de usulen bu yöneticilerin sorumluluğuydu. Bu da, merkez bankası başkanlığının Trichet'den, eski İtalyan Maliye Bakanı ve Goldman Sachs ekonomisti Mario Draghi'ye geçmesinden sonra, özellikle de Draghi'nin 2012 yazında Avrupa Merkez Bankası'nın Euro Bölgesi'ni korumak ve savunmak için ne gerekiyorsa yapacağı konusunda taahhütte bulunması üzerine gerçekleşmeye başladı. Geç olması hiç olmamasından iyidir.

Avrupa Merkez Bankası başka şekillerde de Euro Bölgesi'nin içinde bulunduğu kötü durumu şiddetlendirdi. 2010'da hatalı bir şekilde ekonomik canlanmanın yolda olduğu sonucuna vardı ve standart dışı mali önlemlerine aşamalı olarak son vermeye başladı.¹⁴ Gıda ve petrol fiyatlarındaki geçici ani yükselmeye yanıt olarak faiz oranlarını 2011 ilkbahar ve yazında artırarak, ortalama enflasyona kafayı takmayı sürdürdü. Alman ekonomisinin hâlâ büyüyor olması karşısında, ECB'nin Euro Bölgesi'nden çok Almanya'nın çıkarlarını akıldan tutarak harekete geçtiğini düşünmemek elde değildir. Bu koşullarda faiz oranlarını artırmak, finans sıkıntısı içindeki banka ve firmalar için cendereyi biraz daha sıkıştırmak ve hükümetlerin işini zorlaştırmak anlamına geliyordu. İspanya ve İtalya'da tahvil faiz oranları fırladı ve bu da krizin bir sonraki ve daha ciddi evresini resmen başlattı.

Avrupa Merkez Bankası yöneticileri büyümeyi desteklemek için daha fazlasını yapmaktan çekindi çünkü bunu daha fazla sürdürmenin Güney Avrupa hükümetleri üzerindeki reform baskısını azaltacağından korktular. Avrupa ekonomilerinin büyümesine yardımcı olmak adına faiz oranlarını düşürüp menkul alımlarını artırdıkça, bütçe konsolidasyonu da o ölçüde aciliyetini yitirecekti. Politik açıdan zaten uygulanması güç olan reformların hayata geçmesi üzerindeki baskıyı azaltmış olacaktı.

Sonuçta ortaya çıkan modeli öngörmek mümkündü. Durum ne zaman gerçekten vahim bir hal alsaydı, Avrupa Merkez Bankası da tam olayların kontrolünü elinde tutmasına yetecek kadarını yapacaktı. Tırmanan fonlama maliyetleriyle yüz yüze kalmış Güney Avrupa ülkelerinin tahvillerini satın alıp, bu yükten kurtulma peşinde koşan Avrupa bankalarına yardım etmek üzere Menkul Piyasası Programı'nı (Securities Market Programme: SMP) devreye sokacaktı.¹⁵ Bankalara likidite sağlamak üzere kullandığı Uzun Vade Borç Yenileme Uygulaması'nın (Longer-Term Refinancing Operations: LTROs) şartlarını gevşetecekti.¹⁶ Ama hasta dengeye kavuşur kavuşmaz da ilaç tedavisi azaltılacaktı. SMP askıya alındı.¹⁷ LTROs koşulları sıkılaştırıldı. Ekonomik durum da, öngörülebileceği üzere, çok geçmeden bozuldu; euronun ayakta kalıp kalamayacağına dair sorular ortaya atıldı. ECB'nin buna yanıtı SMP'ye yeniden işlerlik kazandırmak ve LTROs koşullarını gevşetmek olacaktı.

Sonuç, önce Trichet ve ardından Draghi yönetimi altında, Avrupa ekonomisine yetersiz destek sağlayan bir dur-kalk politikası oldu. M3 para arzı, 2010'da yüzde 0,6 gibi facia bir seviyede, 2011'de ise sadece yüzde 1,5 oranında arttı. Yüzde 1 ile 2 arasında büyüyecek bir ekonomi ve yüzde 2 enflasyon hedefi olan bir merkez bankası için M3 artışının en az yüzde 4 olması beklenirdi. 2011 sonlarında, ECB'nin iki 'proaktif' faiz oranı artırımından hemen sonra, özel sektöre giden banka kredileri yeniden düşüşe geçti. Sonra da 2012 boyunca düzenli olarak düşmeye devam etti.¹⁸ Merkez bankasının denegin sıvı kaybından ölmesini önlemek için tekrar tekrar suyu açıp hemen sonra vahaya daha hızlı ulaşmasını teşvik etmek amacıyla yine kapamak şeklinde sergilediği tutarsızlık, Avrupa ekonomilerinin içinde bulunduğu güçlükleri büyük ölçüde şiddetlendirmiştir.

Kaçınılmaz çıkarım, Avrupa Merkez Bankası'nın, tıpkı 1920'lerin Fed'i gibi, misyonunu yanlış anlamış olmasıdır. O tarihlerde Fed'in öncelikli sorumluluğu, Britanya'nın altın standartına geri dönmesine yardım etmek ya da Wall Street balonunun havasını almak değil ama daha çok, ABD ekonomisinin gereksinimlerine uygun bir para ve kredi arzı ayarlamaktır. Şimdi ECB'nin öncelikli sorumluluğu da mali ve yapısal reform baskısını çoğaltmak değil, sağlam bir M3 büyüme oranını sürdürmek ve diğer taraftan finansal istikrar ve büyümeyi desteklemektir. Fed, Büyük Bunalım'da, dersini yaşayarak, zor yoldan öğrenmişti.

Avrupa Merkez Bankası ise, dikat çekilmelidir ki, 2012’de, bu hataların sonuçları son haddine vardığında, daha sadece onüç yaşındaydı; yani ABD Merkez Bankası’nın 1926’da, Florida emlak piyasası balonunun patladığı yıldaki yaşı; bunun bir mazeret sayılmaması gerekir.

2012 yazında durum kötüleşti. Avrupa ekonomik durgunluğa geri döndü. Hükümet tahvillerinin kredi notu, derecelendirme kuruluşları tarafından bir kez daha düşürüldü. On yıl vadeli İspanyol ve İtalyan tahvilleri, on yıllık Alman *bund*larından yüzde 5 daha yüksek faiz oranıyla alınıp satılıyordu. Mevduat sahipleri Güney Avrupa bankalarından kaçıyor. Hollanda ve Finlandiya finansal yardımın daha fazla uzatılmasına karşı ayaklandı. Mayıs-Haziran milletvekili seçimlerinin ardından oluşan yeni Yunan Hükümetinin niyeti belirsizliğini koruyordu. Yunanistan’ın euro’dan çıkabileceği ihtimali yaygın bir biçimde tartışılıyordu.¹⁹ Bunun da Euro Bölgesi’nde daha geniş kapsamlı bir çöküşe kapı açmasından korkuluyordu. Eğer Avrupa Merkez Bankası yöneticilerinin amacı Güney Avrupa ülkeleri üzerindeki baskıyı korumaksa, en azından bunda başarılı olmuşlardı.

Ama Euro Bölgesi’nin varlığını tehlikeye atarak, fazla ileri gitmişlerdi. Bunun farkına varılması, Draghi’yi 26 Temmuz 2012’de Londra’daki bir yatırımcılar konferansında bir açıklama yapmaya sevketti: “Avrupa Merkez Bankası euroyu korumak için ne gerekiyorsa yapmaya hazırdır. Ve inanın bana, bu yeterli olacaktır.”²⁰

Draghi’nin bu açıklamasını Başkanlar Konseyi’nin ikincil piyasadan tahvil alımı öngören programı, Outright Monetary Transactions kararı izledi. OMT olarak bilinen bu program sıkıntısındaki Avrupa ülkelerinden tahvil alma mekanizmasıydı. Bunun kendinden önceki Menkul Piyasası Programı’ndan, iki istisna dışında, pek de bir farkı yoktu. Bunlardan ilki, alımlarda bir tavan ya da bitiş süresi belirlenmemişti. İkincisi, ECB’nin ikincil piyasalardan tahvil alımı, sözkonusu ülke hükümetinin AB kurtarma fonu Avrupa İstikrar Mekanizması’yla bir uyum programını müzakere etme şartına bağlanmıştı. Bu programın yürürlüğü girmesiyle birlikte Avrupa Merkez Bankası hükümet ve bankalara ne kadar gerekiyorsa o kadar destek sağlayabildi. Gerçekten de ne gerekiyorsa yapabildi.²¹

Kriz, ABD’ye finansal denetleme yetersizlikleri konusunda bazı ağır dersler verdi; her ne kadar bu derslere göre davranmak söylendiği kadar kolay olmasa da. Avrupa’ya da benzer şekilde, para birliğinin kusurları konusunda bazı acı dersler verdi. Mali disiplin yetersizdi. Avrupa Komisyonu’nun düzenli gözetimi, günün rekabetçi konumunda bozulmalara yol açan sermaye akışları gibi, birliğin istikrarını olumsuz etkileyen başka gelişmeleri gözden kaçırdı. Avrupa, bu sınır

ötesi sermaye akışlarına kanal olan bankaları dizginleme gücüne sahip tek bir denetçi kurumdan yoksundu. Bütçe kaynaklarının yüksek istihdam bölgelerinden düşük olanlara aktarılmasına yönelik bir mekanizma yoktu. Avrupa, hatırı sayılır bir maliyeti bizzat ödeyerek, banka ve bütçe birliği olmaksızın para birliğine gitmenin yol açtığı sorunları öğrendi.

ABD’de yürütme ve yasama organlarına reformları kabul ettirmek oldukça çetrefil bir işti. Ama yine de bu, söz konusu reformların sadece euro bölgesini değil bütün Avrupa Birliği’ni ilgilendirdiği durumlarda yirmi yedi ülke şöyle dursun, on yedi euro bölgesi hükümetine kabul ettirmenin güçlüğüne kıyasla hiçbir şeydi. Sürecin herhangi bir aşamasında üye devletlerden bir kaçında birden reform sürecinin yakasını siyasete kaptırmasına neden olan bir seçim ufukta belirliyordu. Alman Anayasa Mahkemesi, Avrupa Komisyonu’nun son kararının ya da Avrupa Merkez Bankası politikalarının ülkenin kendi ulusal anayasasına aykırı olduğuna hükmedebiliyordu.²² Kapsamlı reformların Avrupa andlaşmalarına göre revize edilmeleri gerekebiliyordu. Ama bu, Avrupa’nın en temel kural ve uzlaşmalarıyla ilgili Pandora kutusunu açma tehdidi taşırdı. Hükümetlerin andlaşma revizyonlarını referanduma sunmaya mecbur kalmaları halinde, sonuç belirsizdi. Üstelik Avrupalı liderlerin öğrenmiş oldukları bir şey varsa o da piyasaların belirsizliğe pek de olumlu tepki vermedikleriydi.

Öte yandan, kanaatkar Almanlarla müsrif Yunanlıları ya da daha genel olarak, tutumlu Kuzey Avrupalılarla savurgan Güneylileri karşı karşıya getiren egemen anlatı, krizin dağılımsal özelliklerini büyüttü. Tarafların reform çabası karşısında çatışan çıkarlarını öne çıkardı. Bunların hiçbirisi ilerlemeyi kolaylaştırmıyordu.

Dolayısıyla reform dura kalka ilerledi. Çabalar başlarda Alman kamuoyunu yatıştırmanın bir yolu olarak bütçe politikalarının gözetiminin güçlendirilmesi üzerine odaklandı. Bunun yansıması, belki de bira seven Almanlara sevimli gözüksün diye ‘altılı paket’ olarak bilinen, altı yeni AB düzenleme ve yönergesi biçiminde oldu.²³ Bu değişiklikler, hükümetlerin GSYH’nin yüzde üçünü aşmayan bütçe açığı, yüzde 60’ını aşmayan kamu borcu hedefine bağlı kalmaları ya da en azından bu yolda ilerleme kaydetmelerini şart koşan İstikrar ve Büyüme Pakti’ni güçlendirmek üzere tasarlanmıştı. Altılı paket, neyin bu tür bir ilerlemeden ‘anamlı bir sapma’ sayılacağı konusunda somut bir tanım getirdi. Sadece açığı yüzde 3’ün üzerinde olan ülkelere karşı değil, borç oranını yüzde 60’a doğru azaltmakta yeterince yol almayan ülkelere karşı da yaptırım ve cezaların başlatılmasına yol açacak prosedürleri sağladı. Ülkeleri, konjonktürel etkilerin çıkarılmasıyla ulaşılan yapısal açığın GSYH’nin yüzde 0,5’ini aşmaması hedefine zorladı.²⁴

Bu yeni kuralların, bir yaptırım kararının uygulanması için AB üye devletlerinin nitelikli çoğunluğunu oyunu istemek yerine, uygulanmaması için nitelikli çoğunluk oyunu şart koşarak, daha inandırıcı ve zorlayıcı olması beklendi.²⁵ Kurallar artık, her birinden buna yönelik bir yasama kararı ya da anayasa değişikliği istenen üye devletlerin kendi ulusal kanunlarıyla de desteklenecekti. Bu yeni yasa ya da anayasa hükmüne riayet ise, ABD Kongre Bütçe Dairesi'ne (Congressional Budget Office) eşdeğer bir bağımsız ulusal organ tarafından izlenecekti. Avrupa Adalet Divanı'na da, öte yandan, bu yasa ve anayasa değişikliklerini benimsemeyen ülkelere ceza ve yaptırım uygulama ya da o bağımsız konseyleri oluşturma yetkisi verildi. On yılı aşkın bir süredir Avrupa ülkeleri İstikrar ve Büyüme Paketi'ni görmezden gelmek için büyük bir istek sergilemişti; hükümetler bu konuda ellerini bağlayan bir mazeret aradı ama fazla bir başarı sağlayamadılar. Bu güçlendirilmiş kısıtlamalar setinin daha iyi işleyip işlemeyeceğini ise ancak zaman söyleyecekti.

Reform ajandasının ikinci başlığı banka birliğiydi. İlke olarak bu, Euro Bölgesi ya da Avrupa Birliği sınırları içindeki banka faaliyetlerinin sadece yerel olarak değil ama sınır ötesinde yol açacağı olası sonuçların düzgün bir şekilde göz önünde bulundurulabilmesi için, bunları gözetim altında tutmaktan sorumlu tek bir denetleyici demekti. Mevduat sigortası politikalarında 2008 İrlanda'sında olduğu gibi komşusuna zarar veren değişikliklere meydan vermemek için tek bir mevduat sigortası düzeni demekti. Ve borcunu ödyemeyen bankaların tasfiyesine yönelik, ABD'de FDIC'in yönetimi altındakine yakın bir ortak fonla desteklenen bir mekanizma demekti.

Bir kez daha, söylenmesi yapılmasından daha kolay önlemlerdi bunlar. Ulusal denetçilerin imtiyazlarından fergat etmeye niyeti yoktu. Hiçbir AB kurumu on yedi ülkeye yayılmış altı binden fazla bankayı denetleme gücüne sahip değildi ve böylesi gücün süratle elde edilmesinin nasıl mümkün olacağı da belirsizdi. Söz konusu tek denetçinin çalışacağı yer konusunda hiçbir uzlaşma yoktu; son çare kreditorüyle bilgi paylaşımı ihtimali taşıyacak şekilde ECB içinde mi, yoksa merkez bankasının fiyat istikrarı misyonuyla çelişkileri en aza indirgeyecek şekilde, ayrı, kendi başına ayakta duran bir resmi organ içinde mi olacağı belirsizdi. Ortak bir mevduat sigortası düzeni ve tek çözüm mekanizması, diğer ülkelerdeki bankaların yarattığı pisliği temizlemek Alman banka ve vergi mükelleflerinin üzerine kalır endişesiyle Almanya'nın itirazıyla karşılaştı. Bu endişelerin gerçeğe ne kadar uygun olduğu da tartışmalıydı çünkü Alman bankaları da diğerleri kadar borçluydu, diğerleri kadar kötü yönetiliyordu ve diğerleri kadar sıkıntıdaydı. Ama tutumlu Almanları müsrif Yunan ve İspanyolları kurtarmak zorunda gösteren egemen anlatı, algıları biçimlendirmeye ve reform çabalarına köstek olmaya devam etti.

Sonuç, bir yıllık bir gecikmenin ardından, 2013'te Avrupa Merkez Bankası'nın parasal ve denetleme işlevleri arasına bir Çin Duvarı inşa edip, tek denetçi olarak tayin edilmesinin kabulü oldu. Bu iki faaliyeti ayrı kurullar izleyecekti. Yaygın sınır ötesi faaliyetlerle iştigal eden yüz otuz büyük kurum Avrupa Merkez Bankası tarafından denetlenirken, geri kalanı, her ne demekse Avrupa Merkez Bankası'nın 'yetkisine tabi', ayrı ayrı ulusal denetçiler tarafından izlenmeye devam edecekti. Bir altı ay daha süren müzakerelerden sonra, çok geçmeden bir ortak çözüm düzeninin yapısı üzerinde de anlaşıldı ama bu, kaynak yaratmanın bir bütün olarak Euro Bölgesi'nden değil öncelikle ulusal otoritelerden geldiği bir yapıydı. Sonuçta da bu anlaşma bankacılık ve borç krizi arasındaki şeytani döngünün kırılmasında hiçbir işe yaramadı.²⁶

En çetin cevize, ekonomisi yükselen ve düşen bölgeler arasındaki mali transfer konusuydu. Nicolas Sarkozy'nin kriz yönetiminden duydukları memnuniyetsizliği çok açık bir biçimde dışavuran seçmenler tarafından 2012 ortalarında Fransız cumhurbaşkanlığına getirilen Sosyalist lider François Hollande, Avrupa çapında bir işsizlik fonuna ortak finans sağlama önerisini attı ortaya. Bu öneri pat diye düştü Berlin'e. Euro Bölgesi ülkelerinin topluca destekleyecekleri Eurobond projeleri konusunda da aynı şey oldu. Kuzey Avrupalı olarak tanımlanan diğer ülkeler için olduğu gibi, Almanya için de bu ulaşılması zor bir hedefti.

Böylece, Avrupa para konutunun tamamlanması işi, hiç bir zaman bitmeyen ev tadilatlarını anımsatmayı sürdürdü.

Hem Avrupa hem de ABD'de krize yanıt olarak başlatılan politika girişimleri, ancak mali düzenleme ve finans sistemlerinin çöküşünü önlemeye yetecek düzeydeydi. Atina ya da California, Stockton'da öyle hissedilmemiş olabilir. Ama sonuç ortadadır. Merkez bankaları, Mario Draghi'nin de ifade ettiği gibi, ne gerekiyorsa yapmaya hazırdı. Yerinde bir cevabın nelerden oluştuğu konusunda ki düşünceleri aynı şekilde 1930'lu yılların deneyimlerine şekillendirilmiş olan hükümetler de, talep istikrarına yönelik ve Büyük Bunalım kadar şiddetli bir ekonomik daralmayı engelleyecek bütçe politikaları kullanmaya hazırlıklıydı.

Ama tam da onların başarıları, sonradan akla gelen düşüncelere yol açtı. Merkez bankaları ve harcamalarla ilgili bakanlıklarca sağlanan yardımın bir kısmının bankalara ve banka olmayan finansal kuruluşlara akması kaçınılmazdır çünkü kredi, piyasa sisteminin hayat damarıdır. Ancak bu krizde rol alan finansal kuruluşlara yönelik öfke kabarması, onlara yardım etmek için adım atan merkez bankaları ve mali otoritelere yönelik güçlü bir tepkiyi de ateşledi. Üstelik politikacılar da, hep yapma eğiliminde oldukları gibi, aşırı vaatlerde bulundular. Bunu ciddi bir ekonomik durgunluk izleyince de, bu Büyük Bunalım kadar ciddi bir

durgunluk olmasa da, izledikleri politikalar başarısız bulunarak reddedildi. Büyük bütçe açıkları ve merkez bankası bilançolarındaki eşi benzeri görülmemiş genişleme, enflasyon endişelerini körükledi ve bu politikaların savunulmasını güçleştirdi. Ev bütçesiyle devlet bütçesi arasındaki farka dair ya da ekonomi bir likidite krizindeyken mali genişlemenin iyicil içerimleri hakkında algılanması güç tezlerinse, kısa ve öz açıklamalara alışkın bir kamuoyunu etkilemesi zordu.

Bu yüzden, krizi izleyen ilk seçim turunda, bütçe açıkları ve merkez bankasının müdahaleci tutumu birer politik yük haline geldi. Oy çoğunluğunu koruma peşindeki koltuk sahipleri, rüzgarın nereden estiğini gayet iyi bilerek, kemer sıkma politikalarına sarıldılar. Merkez bankaları, daha fazla ileri gitmenin eleştirilere neden olacağı ve bağımsızlıklarını tehlikeye atacağı korkusuyla müdahalelerini kısıtladı. Krize verilen ilk yanıt Büyük Bunalım ölçeğinde bir daralmayı nasıl önlediyse, kemer sıkma ve sıkı para politikalarına dönüş de şimdi 1930'lu yıllardakine eşdeğerde bir ekonomik canlanmayı engelliyordu.

Aynı şey finansal reform için de geçerliydi. Denetimi güçlendirmeye dönük çabalar, Büyük Bunalım'dan sonraki benzer çabalara kıyasla daha dar kapsamlıydı. Mevcut denetim sisteminin, köklü değişim çağrılarına yol açarak feci bir biçimde başarısızlığa uğramış olması dışında bir sorun yoktu. Ama bu kez, söz konusu başarısızlığın ekonomik sonuçları daha başarılı bir biçimde kontrol altına alındı. Aynı şey finansal sonuçlar için de doğrudu: Standart & Poor's endeksi 1929 Eylülündeki zirvesiyle Temmuzdaki dip noktası arasında yüzde 85 oranında düşerken, 9 Ekim 2007'deki zirvesini izleyen on yedi ay içinde 'sadece' yüzde 57 oranında düştü ve çok geçmeden de hızlı bir biçimde canlandı.²⁷ Sonuç olarak temelden bir reform daha az acil göründü. Mevcut sistemin mimarları krizden itibarlarını parlatarak çıkmış olmayabilirlerdi ama 1930'larda olduğu gibi itibarsızlaşmış da değildiler. Dolayısıyla da reformun mimarları olabilirlerdi.

Bütün bunlar Birleşik Devlerler'le Avrupa'nın ortak yanlarıydı. Avrupa'nın fazladan sahip olduğu şey, tamamına erdirilmesi yürürlükten kaldırılması kadar olanaksız olan, yarım kalmış bir para birliğiydi. 1930'larda reflasyonist politikaların benimsenmesi üzerine uluslararası bir uzlaşmanın imkansız olduğu ortaya çıkınca, ülkeler altın standartını terkedip kendi fiyatlarını yükselterek, kendi başlarına hareket etmişlerdi. Tekbaşınacılığın bir maliyeti vardı. Uluslararası alışveriş ve nezaket bundan zarar gördü. Ama tekbaşınacılık hiç değilse zayıflayan ekonomilerin canlanması için gerekli politika alanını yarattı.

Bakış açıları bu deneyimle şekillenen uzmanlar, Yunanistan'ın, belki de Avrupa'daki diğer kriz ülkelerinin de eşliğinde, Euro Bölgesi'nden çıkacağı kehanetinde bulunmakta acele etti. Ama euro, altın standartından daha dayanıklı çıktı. Artık ortada olmayan bir ulusal para birimini yeniden devreye sokmak, mevcut olanı devalüe etmekten daha zordu. Avrupa Birliği üyelerinin euroya yapmış oldukları yatırım, 1930'lu yıllardaki hükümetlerin altın standartına yapmış ol-

duğundan da fazlaydı. Para birliklerinin yanısıra, tek bir piyasaları ve elli yıldır yapım aşamasında olan politik düzenlemeleri vardı. Euro Bölgesi'nin dağıtılmasıyla bütün bunların tehlikeye atılabilecek olması, çıkışın ima olarak bile bir ülkeyle sınırlı kalmasına neden oldu.

Yunanlılar anlaşılabilir bir şekilde Troyka'nın küçük düşürücü denetlemelelerine konu olmalarından ve şu an sevk edilmiş oldukları ardı arkası kesilemeyen ekonomik durgunluktan dolayı çileden çıktı. Almanlar müsrif komşularını kurtarmak durumunda kalmaları ve bu çabaları karşılığında boyunlarına acımasız mutemet yaftası takılmasından dolayı çok öfkeliydi. Ama bıçak kemiğe dayandığında her iki taraf da Euro Bölgesi'ni birarada tutma konusunda gerekeni yapmaya hazırdı. Almanya ve AB'deki ortakları, bir kez değil, tekrar tekrar acil kredi sundu. Yunanistan ise zorla da olsa kamu sektörü maaşlarında ve sosyal programlarda, bir kereye mahsus değil, yıllar içinde birbiri peşisıra büyük kesintilere gitmeyi kabullendi. Her iki örnekte de seçmenler 1930'lu yıllardaki kadar büyük sayılarda euro karşısı partilere dönmedi. Yunanlılar euro ve Avrupa Birliği'ni yıkan paryalar olarak tarihe geçmeyi hiç arzulamadı. Almanlar ise, bu düzenden yararlanan insanlar olarak, bu düzenin işlemesi için fedakarlıkta bulunmak zorunda olduklarını sonunda anladılar.

Şu halde, 1930'lu yılların tarihi, politik sonuçlar açısından bu noktada kusurlu bir rehberdi. Daha önceki kriz altın standartının çöküşüne yol açmışken, bu seferki Euro Bölgesi'nin çöküşüne yol açmadı. En azından şimdilik.

NOTLAR

1. Fiyatların 2000 ile 2007 arasında ikiye katlanması da bunun apaçık bir göstergesidir.
2. Office of National Statistics tarafından Mart 2004'te yayınlanan rakamlara göre.
3. Bkz. Office for Budget Responsibility (2013), sf. 55.
4. Bu tavsiye, IMF'nin Britanya ekonomisi üzerine yayınladığı Article IV raporunda yapıldı (IMF 2012). Birleşik Krallık'taki bütçe konsolidasyonunun derecesine dair yukarıdaki rakamlar da bu kaynaktan gelenlerle benzerdir.
5. Laeven ve Valencia (2012), toplam maliyeti GSYH'nin yüzde 8,8'i, başka şeylerin yanısıra hükümet tarafından yapılan aktif satışları sayesinde canlanan gelirden sonra ise yüzde 7,8 olarak belirler. Yine de, her ne kadar tabloyu değiştirme ihtimali az olsa da, gelecekteki geri dönüşlerden olduğu kadar şarta bağlı yükümlülüklerden de (aktif satın alımı gibi) kaynaklanan daha öte bir zarar olasılığı vardı.
6. Alıntı için bkz. Winch (1969), sf. 118.
7. Osborne seçim arefesinde verdiği Mais konferansında, Reinhart ve Rogoff'un (2009b) borçların GSYH'nin yüzde 90'ını aşması halinde 'uzun vadeli büyüme üzerinde geniş çaplı bir negatif etkiye' bulunmaya başlayacağına dair tezlerine işaret etti (Osborne 2010).
8. Bu ve bağlantılı diğer önlemlerin bir sonucu olarak, kamu kesimi net yatırımı koalisyon bütçesi döneminde sert bir biçimde düştü; İşçi Partisi hükümetinin iktidarda olduğu bir önceki yıl GSYH'nin yüzde 3,5'i seviyesindeyken, 2010-11'de yüzde 2,5 ve 2012-13'te de zar zor yüzde 1,5 oldu. Üstelik, hükümete gelecekteki yatırımlar için borçlanma imkanı sağlayan eşi görülmemiş derecede düşük faiz oranlarının hüküm sürdüğü bir zaman dilimi içinde oldu bu.
9. Warner (2013), <http://blogs.telegraph.co.uk/finance/jeremywarner/100025496/oh-god-i-cannot-take-any-more-of-the-austerity-debate/>.
10. Kamu davası daha sonra çöktü ve suçlamalar düşürüldü. Bunu çok geçmeden, 2012 sonlarında bir para anlaşmasıyla sona eren bir hukuk davası ve karşı dava izledi (anlaşma şartları gizli kaldı).
11. Aktaran, Sirletti (2011).
12. Enstitü, gelecekteki faiz ve ana para ödemeleri iskontosu için yüzde 9 gibi cömert bir faiz oranı kullandı ki, bu da yatırımcılar açısından yüzde 21 oranında net cari değer kaybı anlamına geliyordu. Diyelim ki yüzde 5 gibi, IMF'in borç sürdürülebilirliği hesaplamalarında kullandığı daha makul bir faiz oranı çok farklı bir tablo ortaya çıkarıyordu. Detaylar için bkz. Zettelmeyer, Trebesch ve Gulati (2013).
13. Yapılandırma, özel sektörün elindeki tahvillerin üzerinde yazılı değer itibariyle üçte ikisini

temsil eden tahvil sahiplerinin katıldığı oylamada, ödenmemiş tahvillerin üzerinde yazan değerin yüzde ellisini temsil eden bir oy çoğunluğu şart koşuyordu. Daha da önemlisi, bu şartlar ayrımsız bütün tahviller genelinde uygulandı, tek tek tahvillere değil.

14. Bkz. örneğin, bankanın 2010 yıllık raporu (European Central Bank, 2011, sf. 20,92). Merkez bankası aynı zamanda bütün bir yıl boyunca faiz oranlarını beklemede tuttu.
15. ECB sonuçta, SMP üzerinden yapmış olduğu satın alımların detaylarını 2013 yılında yayınladı. Bundan en çok yararlanan ülke, tahvilleri toplam satın alımların neredeyse yarısına tekabül eden İtalya'ydı; onu İspanya ve Yunanistan izliyordu.
16. Örneğin, bu program altında kredi vadelerini uzatır ve tüm tahsisat yetkisini LTRO's'a verirdi; bu yolla bankalara teminat karşılığı ihtiyaçları ölçüsünde likidite sağlardı. Problemse, hiç kuşkusuz, bankaların özel sektöre kredi vermeye fazla eğilimli olmamaları nedeniyle ECB'den fazla likidite talep etmeye de eğilimli olmamalarıydı.
17. Örneğin, ECB'nin faiz oranlarını yükseltmesinden hemen önce, Mart 2011'deki gibi.
18. ECB çok geçmeden, 2011 sonunda faiz oranlarını 50 baz puan düşürdü, ama olan olmuştu.
19. Bu yüzden, Başbakan Merkel yönetimindeki koalisyon hükümetinin parçası olan Free Democratic Party genel sekreteri Patrick Doering, pek de yapıcı olmayan bir ifadeyle, "Yunanistan Euro Bölgesi üyeliğine devam etmese, piyasalara güven gelmesine bir yardımı dokunabilirdi," diyebilirdi; Deutsche Börse Group (2012).
20. Daily Telegraph (26 Haziran 2012) yanı sıra bir çok yayın organında da yer aldığı gibi, <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9428894/Debt-crisis-Mario-Draghi-pledges-to-do-whatever-it-takes-to-save-euro.html>
21. O an için ECB fiilin bir şey yapmak zorunda değildi. OMT 2012'nin ikinci yarısında ve 2013'te etkin değildi; vaat tek başına yeterliydi. 1933 krizi sırasında ABD Merkez Bankası'na çek, senet, kambiyo senedi ve akseptansları iskonto etme yetkisi vermenin banka mevduat sahiplerinin güvenini yeniden kazanmaya nasıl yettiği hatırlanabilir (Bkz. Bölüm 15).
22. Şubat 2014'te Anayasa Mahkemesi, OMT'nin kimi yönlerini sorgulayan biraz da belirsiz bir hüküm çıkarak davayı Avrupa Adalet Divanı'na havale etti ve ECB'nin getirdiği önlemlerin anayasaya uygunluğu konusunda daha öte bir hüküm verme hakkını saklı tuttu. Bunun kafa karışıklığını gidermede bir faydası olmadı.
23. Euro Bölgesi devletlerinin taslak bütçe planlarının gözetimini güçlendirmeyi ve bütün üye devletler arasında bütçe karar süreçlerinin zamanlamasını uyumlaştıracak bir 'Avrupa Sömestri'sinin benimsenmesini hedefleyen daha ileri düzenlemelerin olduğu bir de 'ikili paket' vardı.

24. Borç oranı yüzde 60'tan daha az olan ülkeler için, yapısal açık limiti GSYH'nin yüzde 1'i gibi daha cömert bir seviyedeydi.
25. Bu, Almanya ve Fransa'ya para birliğinin 2003-04'teki bütçe prensiplerini ihlal ederken bu uygulamadan kaçınma imkanı verdi; İstikrar ve Büyüme Pakti'nin inandırıcılığını artırma yönünde bir gelişme değildi bu hiç kuşkusuz.
26. Bu anlaşma uyarınca, 2016 ile 2026 arasında bankalara konacak zorunlu vergi yoluyla 55 milyar euroluk bir fon toplanacaktı. Bu arada, çözümün maliyeti de sırasıyla, bankaların kendilerine, ülke özkaynaklarına ve bu ülkeye açılan Avrupa İstikrar Mekanizması kredilerine konan zorunlu vergilere taşınmış olacaktı. Bu düzenleme, bir bankanın içinde bulunduğu sıkıntıları önce diğer bankalara ardından da hükümetlere aktarma tehdidini taşıyordu. Üstelik, bu çözüm fonu, ABD hükümeti tarafından FDIC'e sunulana eşdeğer bir kredi limitine de sahip değildi ve bu da onun kaynaklarının yeterliliğine dair daha öte sorular doğuruyordu. Sonuç olarak düzenleme, politik gerçekliklerin ve özellikle de Almanya'nın tereddütlerinin bir yansıması olarak, zorunlu banka birliğinin oldukça uzatılmıştı.
27. Bu hesap, 1929'dan itibaren S&P 90 ile 2007'den itibaren S&P 500'ü kıyaslar. Benzer şekilde, Ağustos 2013 itibarıyla S&P 500 yine 2007 zirvesinin üzerindeydi; oysa S&P 90'ın 1929'daki zirvesini yakalaması neredeyse tam 30 yıl almıştı. Eichengreen ve O'Rourke (2010) tarafından kıyaslanan Dünya Hisse Senetleri Endeksi de aynı şeyi gösterir. 2010 başı itibarıyla canlanışa geçip, 2008 Nisanı (Bear Sterans) seviyelerinin yüzde 25'i içinde kalan bir yükseliş gösterdiler; oysa, 1929'da bunun tersine, düşme eğilimini sürdürmüşler, Temmuz 1932'de Temmuz 1929 seviyesinin zar zor yüzde 33'üne ulaşan bir seviyeye kadar düşmüşlerdi.

Sonuç

Tarihsel geçmiş, algıları biçimlendiren ve kamu politikaları kararlarına yol gösteren benzeşmelerin zengin bir repertuarıdır. Bu benzeşmeler uzun uzun düşünmek için zamanın olmadığı kriz dönemlerinde özellikle etkili olur. Özellikle sözde uzmanların titiz bir analitik muhakeme çerçevesi üzerinde anlaşılmadığı durumlarda güçlenirler. Güncel olaylarla daha önceki bir tarihsel zaman dilimi arasında benzer yanlar olduğunda güçleri daha da artar. Ve bir zaman dilimi bir ülke ya da toplum için tanımlayıcı bir uğrak olduğunda bu benzeşmelerin çok kuvvetli yankıları olur.

Başkan Harry S. Truman için, Kore'ye müdahale edip etmeyeceğine karar verirken, bu tarihsel uğrak Münih'ti. 2008-09'da sekiz yılın en ciddi finansal kriziyle karşı karşıya kalan karar merkezleri için, bu uğrak Büyük Bunalım oldu. 2008-09 ile 1930'lu yıllar arasındaki yakın benzerlikler hesaba katıldığında, önceki zaman dilimi, ya da daha doğrusu bu zaman diliminden ekonomist ve tarihçilerin damıttığı dersler, algı ve tepkileri güçlü bir şekilde etkiledi.

Ekonomi-politikaları belirleyenler, bu damıtıma göre, henüz başlamakta olan finansal sıkıntılara süratle ve güçlü bir biçimde cevap vermeliydi. Bunun anlamı sorunların daha fazla yayılmasının önlemek için finans piyasalarına likidite enjekte etmektir. Bunun anlamı, iflas etmiş bankaları likidite sıkıntısı çekenlerden ayırmak, bu ikincilere acil likidite sunmaya devam etmek ama öncekileri kapatmak ya da sermaye yapılarını yeniden düzenlemek, bu yolla da piyasaya olan güveni yeniden tesis ederek finansal sistemin yeniden işlerlik kazanmasını sağlamaktır.

Ama bu mali ve finansal öncelik belirleme işi finansal sıkıntıların derinleşmesini önleyebilse de, gerçekleşmiş hasarı geri almayacaktır. Finansal piyasaların kesintiye uğramış olması bir veriyken, ciddi bir ekonomik durgunluğu önlemek

yeterli olmaz. Yükselen risk nefreti, borçlanma ve kredi verme isteksizliği yaratırsa, sözü edilen girişimler ekonomiyi yeniden harekete geçirmeye yetmez. Bu tür koşullarda, özel sektör harcamalarındaki düşüşü dengelemek için kamu harcamalarını artırmak gerekir. Bu acil yanıt kuvvetli olmalıdır ama aynı zamanda da geçici olmalıdır. Özel harcamalar canlanınca, borçların kontrolden çıkmasını önlemek için, bu önleme de yavaş yavaş son verilmesi gerekir.

Bu arada krizin işsiz kazazedelerine de, işsizlik ödeneklerinin süresinin uzatılması, yiyecek karnesi temininin çoğaltılması ve toplumsal hizmetlere erişimin yaygınlaştırılması biçiminde yardım sağlanmalıdır. Toplumun bu daha az şanslı üyelerine yardım, maruz kaldıkları durum orantısız bir biçimde başkalarının yararına işleyen bir sistemin bozulması sonucu olduğu sürece, adil ve makuldür. Ama böylesi bir yardım aynı zamanda mevcut ekonomik ve politik süreçlere verilen geniş desteğin sürdürülmesi açısından da gereklidir.

En az bunlar kadar önemli olan son bir husus, bu krizin gelişmesine ilk elde yol açan mali, bütçesel, finansal ve sosyal alanlardaki kusurlu politikalar, aciliyet duygusu geçip gitmeden yürürlüğe girecek kapsamlı reformlarla onarılmalıdır.

İşte Büyük Bunalım'dan ekonomi ve tarih alanında çalışan bilimcilerin damıttığı dersler bunlardı. Milton Friedman ve Anna Schwartz, yirminci yüzyıl ekonomi tarihinin en önemli eserlerinden biri olarak alkışlanan bir kitapta bankacılık krizi, deflasyon ve ekonomik çöküntüyü önlemek için güçlü bir merkez bankası icraatının gerekli olduğunu savundular. John Maynard Keynes, ekonomi alanındaki gelmiş geçmiş en etkili kitaplardan birinde, bunalımlı ekonomik koşullara karşı koymak için kamu harcamalarını şart koştu. Karl Polanyi, 1944 tarihli büyük övgüler alan bir kitabında sosyal ve düzenleyici reformları savundu.¹ 2007-08'de önemli kararlara imza atanların tümü de bu yazarların birinci ağızdan bilgisine sahip değildi. Ama onların vardıkları sonuçların nasıl nesilden nesile geçip standart bir tarihsel anlatı oluşturmuş olduğu ortada olduğuna göre, savundukları tezlerden haberdardılar.

ABD ve diğer ülkelerdeki karar alıcılar, bu anlatının şekil verdiği icraatlarla olaylara süratli ve güçlü bir karşılık verdi. Merkez bankaları faiz oranlarını düşürdü ve finansal piyasaları likiditeye boğdu. Hükümetler önemli bölümü ilk aylarda devreye giren mali teşvik programlarını fora ettiler. Bankaları yeniden sermayelendirme çabaları daha belli belirsiz kalsa da, yeterli oldu. Para ve finans sisteminin çökmesine meydan verilmedi. Demokrasi ve piyasa ekonomisine verilen destek yıkılmadı. Hiç değilse bir Büyük Bunalım yaşanmadı.

Paradoks, daha iyisini yapmamış olmamızdı. İleri ekonomilerde işsizlik yine de iki rakamlı seviyelere yükseldi; Büyük Bunalım'daki kadar yükselmedi ama normal durgunluklardan daha yüksekti ve ekonomi biliminin Bunalım benzeri bir çöküşten kaçınma problemini çözmüş olduğuna inanmayı öğretenlerin

öngördüğünün de üzerindeydi. Finansal sıkıntı da, merkez bankası ve denetim organlarının 1930'lar tarzı bir krizin nasıl önleneceğini öğrenmiş olduğuna inanmayı öğretenlerin beklediğinden daha şiddetli oldu. Yavaş büyüme, yüksek işsizlik ve düşen emek gücü katılım oranları, ekonomik canlanmanın tadını kaçırdı. Yüklendikleri aşırı borçlardan kurtulmak için firma ve ailelerin canlarını dişine takarak çalışmaya, bankalarına hasar görmüş bilançolarını onarmaya ihtiyaçları olduğu gibi gerekçelerle tek başına izah edilemeyecek kadar uzun bir süre bu ekonomik halsizlik devam etti.

Bir finansal krizin hemen ardından, buna uygun ekonomi-politikalarla karşılık verilmiş olsun ya da olmasın, yüksek işsizlik ve derin ekonomik durgunluğun kaçınılmaz olduğu öne sürülebilir. Ama bu gözlem, doğru bile olsa, bu sorunu ancak bir diğer basamağa erteler. Şu halde paradoks, bu krize hazırlıklı olmak şöyle dursun, ihtimal dahi vermemiş olmamızdır.

Bu noktadaki başarısızlığın kökenleri, ironik bir biçimde, o aynı ilerlemeci Büyük Bunalım anlatısında yatar. Bu anlatı, 1920'li yıllarda o dönem yetkililerinin ekonomik istikrara yönelik riskleri değerlendirme konusundaki yetersizliklerinden ve hemen ardından bunun yol açtığı 1930'lardaki sonuçlarla etkili bir şekilde başa çıkamamalarından, kolektif karar alma süreçlerinin tümüyle düzeltilbilir kusurlarını sorumlu tutuyordu. Günümüz karar merkezleri kendilerinden öncekilerin hatalarından ders çıkarmıştı. Merkez bankacılığına titiz bir enflasyon hedefi çerçevesinin şekil verdiği bilimsel yaklaşım, ekonomik ve finansal dalgalanmaları azaltmış ve ciddi dengesizlikleri önlemişti. Gözetim ve denetimdeki ilerlemeler finansal aşırılıkları sınırlamıştı. Mevduat sigortası bankalardan para kaçışını ve mali paniklere son vermişti. Büyük Bunalım'ın, bu bunalıma kaçınılabılır politik ihmallerin neden olduğu şeklindeki egemen anlatısı, bizzat bu ihmallerin düzeltililebileceği –ve düzeltilmiş olduğu– inancının da kaynağıydı. Bundan da artuk o çapta bir krizin imkansız olduğu sonucu çıkardı.

Bu inanç, şimdi artık biliyoruz ki, korkunç derecede yanlış. 1920'li ve 1930'lu yılların ekonomik ve finansal istikrarsızlığı enflasyon ve deflasyonla, Friedman ve Schwartz'ın istikrarlı para büyüme kuralının yirmi birinci yüzyıl versiyonu olan enflasyon hedefli politikaların makul bir şekilde çözmüş olduğu iddiasında bulunabileceği problemlerle, yoğun bir biçimde ilişkili olabilirdi. Ama bu istikrara yönelik diğer risklerin saf dışı bırakıldığı anlamına gelmiyordu. Tam aksine, uzun ekonomik istikrar dönemi, Büyük Yatışma, yatırımcıları fazladan risk almaya teşvik etti. İleri ekonomilerin eşdeğer ciddiyette bir krizi en son yaşadıkları tarihten sonra geçen seksen sene, onların sonuçları ihmal etmelerine yol açtı. Zaman, finans piyasalarının kararsız olduğuna dair farkındalığı köreltti. Piyasa katılımcıları sürekli olarak yenilik yapar; bazan müşterilerine daha iyi hizmet sağlama çabasıyla ama diğer zamanlar daha önceki problemlere karşılık olarak konmuş denetimleri atlatmak için. Denetim tazılarının, iyi beslenmiş özel

sektör yarış tazalarına ayak uydurmaya gücü yetmez. Sonuç, edinilmiş bilgi ve tecrübelerin ışığında en iyi denetim uygulaması olarak görünenle fiili denetim arasında, giderek açılan uçurumdur. Bütün bunlar, istikrar dönemleri ne kadar uzun sürerse risklerin de o kadar büyüyeceğini akla getirir. Ama işler yolundaykenki algı, bu değildir.

Buna ilaveten, doğru politika veya iyi şanstan kaynaklanan uzun bir istikrar dönemi, denetimlerin fazla katı olduğunu idda etme eğiliminde olanları güçlendirir. Büyük Bunalım'a karşılık olarak alınan ve üzerinde titrenen bir finansal sistem ve uzun bir istikrar dönemi yaratan denetim önlemleri, bu yüzden kendi mahvoluşunun tohumlarını da kendi içinde taşıyordu. Sermayedarlar, artık risk yönetimini daha iyi öğrenmiş oldukları için, finansal kurumlara getirilen sermaye ve likidite şartlarının gevşetilebileceğini iddia edebilmişti. Finansal ürünleri çapraz satışı üzerindeki kısıtlamalar artık kaldırılabilirildi. Finans piyasalarının üzerine 1930'lu yıllarda konmuş zorba el, artık yerini yumuşak dokunuşlu düzenlemelere bırakabilirildi. Finans piyasalarının kararsızlığı ve dolayısıyla da yumuşak dokunuşlu düzenlemelerin tehlikesi, ekonomi ve tarih bilimcilerinin Büyük Bunalım'dan damıtmış oldukları bir başka ders olmalıydı. Böyle bir yaklaşım da mevcuttu ama ekonominin marjlarında ikamet ediyordu.

Neden ana akımın dışında kaldığıysa daha fazla kafa yormaya değer bir konudur. Politika belirleyenlerin bir krize nasıl cevap vermesi gerektiği ile ilgili bu güçlü dersler hatırlanıyorsa, bir krize neyin neden olabileceğine dair aynı derecede güçlü diğer dersler nasıl unutulabiliyor?

Yanıtın bir kısmı, tarihçilerin 1929 ekonmik durgunluğunu 1930'lu yılların Büyük Bunalım'ına dönüştüren can alıcı kararların tanımlanmasında, bu durgunluğun kendisinin kökenlerini anlamaya kıyasla her zaman daha iyi bir iş çıkarmış olmalarıdır. Kriz başlangıcına dair açıklamalar, tarihsel anlatının en az sistematik, en az tatmin edici bölümleri oldu. Bir krize neyin neden olabileceği ve nasıl kaçınılabileceği hakkındaki dersler daha az güçlüydü çünkü ona tekabül eden tarih de daha az ortaya çıkarılmış ve aynı derece etkili bir biçimde damıtılmamıştı.

İlaveten, yaşanan son deneyim bize krizin nedenlerinin o kadar basit olmadığını ve sonuç olarak da o kolay tanımlanıp kaçınılamayacağını hatırlatır. Kusurlu kavramsal çerçeveler ve yanıltıcı direnen politikalar o zaman da boldu ama Büyük Bunalım daha fazlasını içerir. Tıpkı ABD Merkez Bankası'nın 2007 sonunda ekonomik koşulların ne denli hızla bozulmakta olduğundan bihaber oluşu ve Başkan Obama'ya bağlı ekonomistlerin ekonominin 2009'da ne kadar süratle daraldığını bilmemeleri gibi, 1920'li ve 1930'lu yıllardaki karar merkezlerinin de ekonominin durumu hakkında eksik bilgiler temelinde karar vermek zorunda kaldıkları değerlendirmesini şimdi yapabiliyoruz. Problem, basitçe onların belirli bir koşullar kümesine nasıl tepki verileceğini bilmemeleri değildi.

Problem onların koşulları bilmemeleriydi. Kriz, olayların temposunun hızlanır gibi görüldüğü ve enformasyonun özellikle yetersiz olduğu bir andır. Böyle bir anı 2008-09'da yaşamış kimseler olarak, 1929'da benzer bir anın nasıl yaşanmak zorunda olduğunu daha iyi değerlendiriyoruz.

Bu, Büyük Durgunluk'un bizim Büyük Bunalım'ı kavrayış biçimimizi nasıl değiştireceğine dair sadece bir örnektir. Bugün uzamış bir istikrar dönemimden kendine pay çıkarma eğilimini daha iyi değerlendiriyoruz; istikrarın geleceğe doğru uzayacağı tahmininde bulun ve gardımızı indirelim. Büyük çaplı ve sürdürülemez kredi akışları için geriye dönük gerekçelendirmeler sunma eğilimini daha iyi anlıyoruz. Ekonomi-politika belirleme sanatını tek bir basit kurala -merkez bankası enflasyon hedefleme öğretisinin tavsiye ettiği gibi yüzde 2'lik bir enflasyon oranına mı odaklanmalıdır yoksa reel para doktrininin prensiplerini izleyerek sadece iş dünyasının meşru ihtiyaçları için gerekli olan kadar kredi mi sağlamalıdır- indirgeme ayarısını daha iyi anlıyoruz. Ensesi kalın bankerlerin kurtarılmasının yarattığı öfkeyi ve bunun sıkıntıdaki bankalara kamu desteği sunulmasını ne denli güçleştirdiğini daha iyi anlıyoruz. Geleceğe geçmişin gözlükleriyle bakmanın aydınlatıcı olabileceği kadar tahrif edici de olabileceğini – Avrupalıların 2010'dan başlayarak, deflasyonun gerçek ve güncel tehlike olduğu 1920'li yıllar benzeri bir enflasyon riskine nasıl takılıp kaldıklarını ya da ABD'li karar merkezlerinin aslında risk alma konusundaki eksikliğin ekonomiyi geriletmediği 1929 sonrası aşırı risk alma eğilimiyle zihinlerini nasıl meşgul ettiklerini daha iyi değerlendiriyoruz. Siyasi eleştiriye duyarlı merkez bankası yöneticilerinin ekonomik canlanmayı teşvik için daha ileri gitme konusundaki isteksizliklerini daha iyi anlıyoruz. Ve hükümetlerin bir krizin ortasında harcamaları daha zamanı gelmeden kesme içgüdülerini daha iyi anlıyoruz.

Son olarak, ekonomik analiz ve tavsiyenin yeterli olmadığını daha iyi değerlendiriyoruz. Politikaların daima hayata geçirilmek zorundadır. Burada da siyasal ideoloji ve gündemlerin derin gölgesi karşımıza çıkar. Bunlar hiç bir şekilde Büyük Bunalım tarihinin yeni temaları değildir. Ama son olaylar onları daha parlak bir ışık altında biçimlendirecektir.

Risk yönetimi ve denetimdeki ilerlemelerin 1930'lar tarzı bir finansal kriz tehlikesini saf dışı etmiş olduğu yönündeki ilerlemeci anlatı de aynı şekilde, özgün, tarihsel olarak şekillenmiş bir risk görüşüne dayanıyordu. 1930'lu yılların krizi, standart anlatıya göre, hükümetler ve merkez bankalarının önlemek için çok az şey yaptıkları ve sonuçlarını kontrol etmek için de fazla birşey yapmadıkları bir olgunun, bankalardan mevduat kaçışının bir sonucuydu. Ancak bankalar üzerine bu odaklanma, yirmi birinci yüzyılın karar merkezlerinin, serbest yatırım fonları, para piyasası fonları ve özel amaçlı kurumlardan oluşan banka dışı finans sektörünün büyüyen önemini gözden kaçırmalarına neden oldu. Türev menkullerin ve diğer banka dışı finansal hak ve alacakların önemini gözden ka-

çırdılar. Bu ihmal, yirmi birinci yüzyılın başından itibaren banka dışı kaynakların alanı finans olmayan özel sektöre açılan kredilerin üçte ikisini sağlamış olduğu ABD’de özellikle önemli sonuçlar doğurdu. Ama hata, yine de daha geneldi.

Bu kaymanın, değer verilmese de, derin sonuçları oldu. Federal mevduat sigortasının, hissedarları şimdi 1930’lu yılların banka müşterileri gibi paralarını çekme eğiliminde olan para piyasası yatırım ortaklıklarında güven artırma konusunda hiçbir yararı olmadı. Bankalar için sermaye yükümlülükleri, aşırı risk almayı caydırma ya da AIG Financial Products gibi sigorta şirketlerinin açık denizdeki (off-shore) kolları riskli aktifleri tuttuğunda, zarara karşı bir tampon sağlama konusunda hiçbir yarar sağlamadı. Ama 1930’ların banka odaklı krizi ve o anlatının hâlen süren etkisi, karar merkezlerinin risk mahallindeki bu değişimi dikkate almamaya sevketti.

Banka dışı finans sektörünün birey ve kurumlara açılan kredinin sadece yüzde 30’unu tedarik ettiği Avrupa’da ise hikaye farklı oldu. Orada hâlâ bankalar hakimdi. Finansal sistem Avrupa’da, ABD’ye nazaran daha uzun bir süre banka-temelli olmuştur. Şimdi, 1930’ların bankacılık krizine ait anılar solup, serbestleşme yanlısı güçler ilgi çektikçe bundan orantısız bir biçimde nasiplenenler bir ülkeden diğerine bankalar oldu. Avusturya ekonomisine giden tüm kredilerin yarısını sağlayan bir bankanın iflasının Orta Avrupa finans sisteminde çöküşü tetiklediği Creditanstalt krizi, bir ibret hikayesi olarak iş görebilirdi. Ama bu hikayeleri bütün Avrupa ülkeleri paylaşmıyordu. Üstelik bankacılık politikası, her halükarda, şimdi artık Avrupa düzeyinde belirleniyordu. Böyle bir hikayeyi paylaşan ülkelerde bile, olayın anıları gürültüye gitti; megabankların verimlilik avantajları ve bilimsel risk yönetimindeki ilerlemelere dair tartışmalar altında ezildi.

İlaveten, 1930’ların bankacılık krizinden kurtulmuş olma şansına sahip Britanya gibi kimi ülkeler merkez bankasının son çare kreditorü olarak hareket etmesi gereği konusunda alarmda bekliyor da değildi. 150 yıldır bankalardan mevduat kaçıışı yaşamamış ülkeler olarak sadece sınırlı bir mevduat sigortası sağlamışlardı. Sonuç 150 yılın ilk mevduat kaçıışı oldu.

Sözü edilen tarihten doğru derslerin çıkarılması konusundaki tartışmasız en büyük başarısızlık, euronun benimsenmesi kararıydı. Hiçbir şey 1920’li ve 1930’lu yılları, birbirinden farklı bir ülkeler grubunu tek bir para politikasına bağlamanın tehlikeleri kadar iyi resmedemezdi. İki savaş arası altın standart döneminde yaşanan deneyim, faiz oranlarının düşük olduğu ülkelere yüksek olanlara büyük miktarlarda sermaye akışı eğilimini ve bu akış bir şekilde son bulacak olursa ardından gelecek istikrar bozucu sonuçları gün ışığına çıkarıyordu. Eldeki tek geçerli karşılığın kemer sıkma politikası olduğu zamanlardaki ekonomik sancı ve politik karmaşayı gün ışığına çıkarıyordu. Bu tarihin, Avrupalı liderleri euroyla devam etmeden önce bir durdurup düşündürmüş olması gerekirdi.

Bu başarısızlık, genel olarak tek bir tarihsel anlatının olmadığı, birçok anlatı olduğu konusunda bir uyarıdır. Tarih tartışmaya açıktır. Bir anlatı 1920'li yıllar altın standartının sabit döviz kurunu bir problem olarak tasvir eder; bir diğeri istikrarsız döviz kurlarını o yıkıcı komşunun-canı-cehenneme politikalarının kaynağı olmakla suçlar.² Bu ikinci yorum yakın zaman Avrupa deneyiminde yankısını buldu; yıkıcı döviz kuru değişikliklerinin, daha 1992-93 gibi yakın bir geçmişte, Avrupa bütünleşmesine nasıl köstek olduğu ortadadır. Bir çok kişi şimdi bunun tartışmalı bir 1930'lu yıllar okuması olduğunu iddia ediyor. Ama her durumda bu, euroya doğru ilerlenmesi konusunda, tartışmasız feci sonuçları olan, tartışmalı kararın alınmasına yol açtı.

Sonunda, Avrupalılar sadece kendi parasal sistemlerinin çöküşünü önleyecek kadarını yaptı. Amerikalılar gibi onlar da bir başka Büyük Bunalım'ı önlemek için yeterli olanla yetindi. Ama tam da bu konudaki başarıları, daha fazlasını yapma dürtüsünü zayıflatı. Parasal ve finansal sistem 1930'lu yıllarda olduğu gibi çöküntüye uğramamıştı ve ekonomik sonuçlar daha az vahim, radikal reform aciliyeti daha azdı. 1930'lar ölçeğinde bir zarara uğramaktan kurtulmuş finansal çıkarların radikal reformun aksi yönünde harekete geçebiliyor olması daha iyiydi. Borç veren ülkeler de para birliğindeki partnerlerinin borçlarını bir havuzda toplama önerilerine ters yönde harekete geçebilir ve hemen banka birliği için seferber olabilirlerdi. Sosyal politika reformu da benzer şekilde daha az kapsamlıydı çünkü sosyal sıkıntılar daha azdı.

Üstelik, bu politika başarısı her nasılsa, hükümetlerin ve merkez bankalarının olağanüstü durum geçer geçmez normal politikalara geri dönme çağlarına kulak vermelerine neden oldu. Ne yazık ki, normal koşullara dönmek yerine normal politikalara dönmek öncelik kazandı. Normal koşullar altında merkez bankasının bilançosunun büyümesi enflasyonu körüklerdi. Amerika ve Britanya hükümetlerinin büyük bütçe açıkları faiz oranlarında ani yükselişe neden olurdu. Bu sonuçların ortaya çıkmamış olması, ekonomik koşulların hâlâ normal olmanın çok uzağında seyrettiğini netleştirmiş olmalıydı. Ama bunun, hükümetler açısından bütçelerini daha sonra değil hemen dengeleme gereğinin aciliyetini azaltma yönünde bir faydası olmadı.

Hükümetler harcamalarının boyutunu azalttıkça, ekonominin devam eden zayıflığından endişelenen merkez bankası yöneticileri de daha fazlasını yapma mecburiyeti hissetti. Ama yetkileri kısıtlı seçilmemiş teknokratlar başka şeydir, büyük çapta güce sahip seçilmemiş teknokratlar başka şey. Eşi benzeri görülmemiş müdahaleleri konusundaki kaygı bizzat merkez bankası yöneticileri tarafından da paylaşılıyordu. Politikalar geleneksel değildi ve merkez bankası yöneticileri de zaten geleneksel değildir. Enflasyon nefreti, hepsinden en geleneksel olanı, bu istisnai ekonomik durgunluk koşullarında borçlanma maliyetini aşağı çekmek için enflasyon hedefini yükseltme fikrini tartışmalı hale getirdi. Enflas-

yonun kontrolden çıkmasına izin verilmiş olan 1970'li yılların tarihsel anıları, Federal Açık Piyasa Komitesi'ndeki merkez bankası yöneticilerinin çoğu için, 1930'lu yıllar deflasyonunun uzak anılarına göre daha canlıydı. İşte o daha canlı anılar bu yöneticilerin deflasyon acil tehdit haline geldiği zaman bile geleneksel olmayan politikalara dönmekte tereddüt etmelerine yol açtı.

Üstelik, geleneksel olmayan politikalar ne kadar uzun sürerse o kadar çok siyasi eleştiriyi davet ediyordu. Bağımsızlıklarını koruma telaşına düşen merkez bankası yetkilileri de giderek artan ölçülerde geleneksel politikalara geri dönüş yanlısı oldu. Yirmi birinci yüzyıl merkez bankalarının daha fazlasını yapma konusundaki isteksizliği, Büyük Bunalım'dan çıkarılacak bir başka dersi gün yüzüne çıkarır: Ekonomik büyümeyi desteklemek için çok az şey yapan merkez bankaları, kendi bağımsızlıklarını da tehlikeye attıklarını ve yetkilerini kaybettiklerini görebilirler. Ama bu tehlikeyi gün ışığına çıkaran yakın zaman deneyiminden önce, bu gözlem geleneksel anlatının bir parçası değildi.

O zamanlar düşük faiz oranlarının yatırımcıları daha riskli aktiflere yönelmeye teşvik edeceği endişesi vardı. Bu görüşe göre, bu ekonomi politika da yalnızca bir başka balon ve bir başka çökme için sahneyi hazırlıyordu. Bu hiç kuşkusuz yetkilileri 1930'larda daha güçlü bir karşılık vermekten alkoymuş olan o aynı korkuydu. Dünyaya tarihsel bir aynadan baktıklarından 1930'lu yıllardaki sorunun enflasyondan çok deflasyon olduğunu farkedemiyorlardı. Sorun risk almayla çok az ilgiliydi, çok fazla değil. Lehman Brothers'dan beş yıl sonra aynı lunapark aynasının yine iş başında olduğunu görmek zor değildi.

Ahlaki tehlikeyle ilgili endişe, kimi politika belirleyicilerde diğerlerine göre daha fazla da olsa, sahiciydi. Herkesin kurtarılabileceği yönünde bir beklenti yaratmanın sonuçlarına dair kaygıları vardı. Ama bu kaygı aynı zamanda politikti. Kurtarmalar siyasi çekişmelere konu oluyordu. Eleştiriler ibret olsun diye cezalandırılacak bir banka bulma isteğini besledi; ister 2008'deki Lehman Brothers olsun, isterse 1933'teki Union Guardian Trust.

Bu ahlaki tehlike tezinin Avrupa versiyonu, merkez bankasının hükümet bonolarının fiyatını ve hatta ekonomik büyümeyi aşırı fazla desteklemesinin hükümetler üzerindeki baskıyı zayıflatacağı şeklindeydi. Politikacılar ve seçmenlerinin, yapısal reform ve bütçe konsolidasyonun kıymetini anlamaları için acı çekmeleri zorunluydu. Bu bir ahlaki tehlike sorunuydu ama aynı zamanda ahlakçılık sorunuydu da. Euro krizi, Frankfurt ve Berlin'den sorumsuz Güney Avrupalıları yol açtığı bir sorun olarak görüldü. Avrupa'yı bu denli kırılganlaştıran yüksek risk faizli ipotek kredileri krizine ise sorumsuz Amerikalılar neden olmuştu. Bu zalimlerin ıslah olmak için acı çekmeleri gerekiyordu. Andrew Mellon'un tasfiyecilik politikalarına şekil veren içgüdüleri eleştirmek kolaydır ve tarih bilimcileri tarafından da çok eleştirilmişlerdir. Bizim kendi tecrübelerimizse bunların evrensel insan içgüdüleri olduğunu akla getiriyor. Öyle kolay kolay bastırılmayan içgüdüler.

Krizi ahlaki terimlerle ifade etmeye yönelik bu eğilim, ona karşı koymayı herhangi bir şekilde kolaylaştırmadı. Hükümet ve merkez bankalarının farklı amaçlara hizmet ederek 1930'lu yıllarda işlerin daha da kötüleşmesine neden olduğu yolundaki tarihsel anlatı, 2008-09'da para ve bütçe politikalarının eşgüdümleme çabalarına ve korumacı yanıtlardan uzak durulmasına esin kaynağı oldu. Ama olağanüstü koşullara geçer geçmez, bu işbirliğini sürdürmek zorlaştı. Yorgunluk çöktükçe eşgüdüm yerini suçlamalara bıraktı. Alman Maliye Bakanı Wolfgang Schäuble, doları aşağı çektiği için, politikalarıyla 'budalaca' diye alay ettiği ABD Merkez Bankası'nın eleştirdi. ABD Başkanı Obama, pek de lafını esirgmeden, bankalarına ayar vermekte daha hızlı davranmadıkları için Avrupalıları haksız yere suçladı. Hükümet ve merkez bankalarının Avrupa'daki 1931 finansal krize ve ardından 1933 küresel ekonomik krize müşterek bir yanıt vermedeki başarısızlıklarının anlaşılması bu ışık altında daha kolay bir hal alır.

Bu suçlamalar hiçbir yerde, çalışkan Almanları hovarda Yunanların karşısına koyan Kuzey Avrupa anlatısının, kendi yansımaları, bahtsız Yunanları sevimsiz Almanların karşısına koyan Güney Avrupa versiyonunda bulduğu Avrupa'da olduğundan daha kötü olmadı. Dış yardımın sunulmasını, ya da hatta kabul edilmesini, kolaylaştıran bir çerçeve çizme biçimi değildi bu. Borç yardımlaşmasına ya da borç affına yardımcı olmadı. Dengeli bir analiz, her hovarda borçlunun bir hovarda alacaklısı olduğunu gözlemlemiş olurdu. Böyle bir analiz, tek bir ülkenin kendi sorununa çare bulmasının, bütün Güney Avrupa ülkelerinin bunu yapmasından daha kolay olduğunu kabul ederdi. 2000'li yılların başlarında Almanya'da olduğu gibi uygun bir para politikası ve zayıf bir euro ile bir ihracat büyümesi yapıvermek, tam tersi koşulların geçerli olduğu şimdiye göre, daha kolaydı. Fransa'nın değeri düşmüş bir para birimiyle bir ihracat patlamasının keyfini sürdüğü 1920'lerle, Avrupa'nın çöküşten toplu olarak bir çıkış yolu bulmakta başarısız kaldığı 1930'lu yıllar arasındaki karşıtlıktan da aynı sonuç çıkar. Ama krizin ifade ediliş şekli düşünüldüğünde, bu sonuçların şimdi Fransız hükümeti ve daha da önemlisi Almanlar üzerindeki etkisi kayboluyordu.

Sözü edilen bu daha dengeli analiz, hiçbir ülkenin bir takım şartlar koymadan ve geri ödemeyi güvence altına alacak mekanizmalar yerleştirmeden sıkıntısındaki bir komşusunu kurtarmaya hazır olmadığını da teslim ederdi. Ama erdemliyi ilkesizle yarıştıran ahlakçı kriz yaklaşımı bu dengeli analizi güçleştirdi. Ne borç verenleri makul koşullar önermeye yöneltti ne de borçluları bu şartları kabul etmeye. Başarılı ülkeler başarılarının erdemlerinden kaynaklandığına ve diğer ülkelerin de başarılı olmak için aynı zihniyette erdemler geliştirmek zorunda olduğu yargısına itiraz edemezdi. Başarısız ülkeler, içinde bulundukları kötü durumdan daha başarılı olan komşularının memnuniyet duyduğuna inanmaya sevk edildi.

Son olarak, karar merkezlerinin sadece bir başka Büyük Bunalım'ı önlemeye yetecek çabayı göstermeleri, nedenler hakkında derinlemesine düşünme dürtüsünü zayıflattı. Finansal çöküşten kurtulmuş olarak, Amerika bankacılık ve finans sistemiyle Avrupa para birliğinin savunulması, bütün diğer alternatifler dışta bırakılacak olursa en kötü alternatifler olarak (Winston Churchill'in demokrasi üzerine söylediği bu sözü biraz değiştirerek kullanmak gerekirse), yine de mümkündü. Sonuçta, finans sektöründe ve genelde makam tazminatları ve bunların finansal istikrar açısından olası sonuçları üzerine çok az tartışma oldu. Krizin hemen ardından, finansallaşmanın erdemini sorgulayan ve eşitsizlik uyarısında bulunan kısa ömürlü bir Occupy Hareketi oldu. Ama bu olgunun kökenleri ve sonuçları üzerine uzun süreli bir tartışma yoktu.³ Eşitsizlik, toplumun kendi üyelerinin çoğunluğuna küresel rekabet dünyasının gerektirdiği eğitim ve öğretimi sağlamadaki başarısızlığını yansıtıyordu. İşçilerin yerine robotların konmasını kolaylaştıran teknik değişimi yansıtıyordu. Bu sorunlara eğilme ve krizin ardından yaşanan ekonomik canlanmanın bir hayal kırıklığı yaratışının sadece borçlanma oranlarının düşmesinden kaynaklanan karşı rüzgarları değil ama aynı zamanda altyapıya, temel araştırmalara ve eğitime yönelik uzun bir eksik yatırım dönemini de yansıttığını kabullenme yolunda bir istek yoktu.

Bu problemlere eğilmek, hızlı ve geçici teşvik paketlerini değil, uzun süreli, ulusal ve uluslararası altyapı, eğitim ve araştırma yatırımlarını gerektirecekti. Gerekli kaynakların harekete geçirilmesini gerektirecekti. Bu şekilde harekete geçirilen kaynakların etkin ve verimli bir şekilde kullanımını güvence altına alacak yollar üzerine kafa yormayı gerektirecekti. Bu finansal olmayan ekonominin büyümesini desteklemek için ne tür bir finans sektörünün gerekli olduğu ve bunu yaratacak düzenlemenin nasıl yapılandırılacağı üzerine düşünüp taşınmak anlamına gelecekti.

Bir çok durumda bu problemlere eğilmek daha güçlü bir hükümet gerektirecekti, daha az güçlü bir devlet değil. Büyük Bunalım'a böyle yanıt verilmişti ama bugün verilen yanıt bu değildi. İroni, politika belirleyenlerin, New Deal'ı doğurmuş olan türden bir bunalımı önleyerek, güçlü hükümetin önemi üzerine kafa yorma girişimlerinin cesaretini kırmış olmasıydı.

Son olarak, politika belirleyenlerin sadece bir başka Büyük Bunalım'ı önlemeye yetecek kadarını yapmış olmaları, dünyayı daha güvenli bir finansal mekan haline getirme yönünde çok az şey yapmalarını anlamına geliyordu. Her ne kadar bankalar şimdi biraz daha yüksek bir sermaye ve likitide yükümlülüğü altına girmişse de, buradaki anahtar sözcük biraz daha'dır. Büyük bankalar iflas etmeleri halinde nasıl bir son istedikleri konusunda vasiyet yazmaya mecbur bırakıldı ve

ABD'deki Dodd-Frank Yasası'na büyük finans kuruluşlarının usulüne uygun tasfiyesine dair bir prosedür kondu. Ama, piyasayı telaşa verme endişeleri hesaba katıldığında, bu vasiyet ve tasfiye prosedürlerinin gerçekten kullanılıp kullanılmayacağı açık değildi. İflas-etmeyecek-kadar-büyük firmalar problemi hakkında çok az anlamlı şey yapıldı. Bir başka Büyük Bunalım'dan kurtulunmuş olması, daha radikal değişim tartışmasını zayıflattı ve bankaların yeniden gruplaşmasını sağladı.

Benzer şekilde, en kötüsünün engellenmesi para piyasası yatırım ortaklıkları ve sigorta şirketlerinin lobicileri seferber etmesini sağladı. Prudential Financial ve şimdi artık dile düşmüş olan AIG dışındaki kalan sigorta şirketleri, Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (Financial Stability Oversight Council) tarafından sistem açısından önem taşıyan kurumlar olarak belirlenmektan kurtulabildi. Kredi derecelendirme kuruluşları, yasal gevelemeler bir yana bırakılırsa, önemli düzenleme ve reformlardan kaçabildiler.

Benzer şekilde, her ne kadar artık ticari bankaların özsermaye ile ticaret yapmasını kısıtlayan bir Volcker Yasası varsa da, 1930'lar türünden bir krizden kurtulmuş olan bu bankaların menkul kıymet işlerini elden çıkarma niyetinde olmadıkları hesaba katılarak, istisnalarla kalbura çevrildi. Türev menkul işlemleri takas evlerine geçmişti ama bu da riski ortadan kaldırmak yerine merkezileşmesine neden oldu. Kendi Büyük Bunalım'larını atlatmış olan Avrupalılar, anlamlı bir banka birliği yaratma önündeki politik engellerin üstesinden gelmekte zorlandılar. Acil kurtarma fonlarının verilme ve merkez bankalarının finans piyasalarına destek olma koşullarını üzerinde anlaşılmakta da zorlandılar. Kriz bir aciliyet duygusu uyandırdı ama bu sorunların üstesinden gelmeye yeterli bir aciliyet olmadı bu.

Bu yüzden, tam da politika belirleyenlerin seksen yılın en kötü finans krizinden kaynaklanan hasarı azaltmadaki başarıları, benzer bir krizi muhtemelen seksen yıldan önce yine göreceğimiz anlamına geliyor.

NOTLAR

1. Atıflar tabii ki Friedman ve Schwartz (1963), Keynes (1936) ve Polanyi'ye (1944).
2. Bu seçenek en etkili anlatımını muhtemelen Nurkse'de (1944) bulur, yukarıdaki Bölüm 17'de alıntılanmıştı.
3. Hiç kuşkusuz, krizden tam altı yıl sonra, bir Thomas Piketty (2014) oldu. Ama Piketty de krizin eşitsizlik üzerindeki etkisini genel eğilimden önemsiz bir sapma olarak bir kenara bıraktı. ABD'deki alt ve orta sınıf gelirlerinin yerinde saymasına neden olan eşitsizliğin hane halkını yaşam standartlarının sürekli gelişmesini desteklemek için ilave borç almaya – finansal sistemin kırılganlığını yükselten bir borç- teşvik ettiği varsayımına sadece bir sayfa (sf. 297) ayırdı. Eşitsizlik ve kriz arasındaki bağlantının sistematik analizi ise yazılmadan kaldı.

DRAMATIS PERSONAE (BU OYUNDA ROL ALANLAR)

Konrad Adenauer Federal Alman Cumhuriyeti Başbakanı 1949-1963; II. Dünya Savaşı sonrası Avrupa bütünleşmesinde anahtar rol oynadı.

Nelson W. Aldrich ABD’li senatör (Cumhuriyetçi Parti, Rhode Island) 1881-1911, Ulusal Para Komisyonu’na (National Monetary Commision) başkanlık etti (1909-1912) ve Merkez Bankası Yasası’na şekil veren plan taslağına katkıda bulundu.

Winthrop Aldrich banker ve müzisyen, Nelson W. Aldrich’in oğlu. Chase National Bank Başkanı 1930-1953

Phil Angelides gayrimenkul yapsatçısı, California mali işler müdürü 1999-2007, Finansal Kriz Soruşturma Komisyonu (Financial Crisis Inquiry Commision) Başkanı, 2009-10

James Anthony sahibi olduğu şirket zinciri Manley-Anthony 1920’li yıllardaki Florida arazi spekülasyonuna bulaşan banker. George Merrick’in Coral Gables projesinin finansmanına yardım etti.

Adam Applegarth İngiliz yapı kooperatifi-banka Northern Rock’ın CEO’su, 2001-2007. Bankanın yaşadığı kriz ve ardından ulusallaştırılması sonucu koltuğunu kaybetti.

Albert Aupetit 1920’li yıllar enflasyonu sırasında Fransız Merkez Bankası Bank of France’ın genel sekreteri, banka bu zaman diliminde yasal tavanın üzerinde banknot ihracıyla itham edildi.

Vincent Auriol Fransız politikacı; 1920’li ve 1930’lu yıllarda Sosyalist Parti’nin mali konulardaki sözcüsü. Bretton Woods’da 1944’te yapılan Uluslararası Para ve Finans Konferansı’nda Fransa’yı temsil etti.

Davis Axelrod Chicago Tribune’ün makale yazarı, siyasi danışman ve Barack Obama’nın siyasi konulardaki kıdemli akıl hocası, 2009-2011.

Roger Babson finans kuramcısı ve Sir Isaac Newton’ın müridi. 1920’li yılların sonlarındaki borsa çöküşü öngörüsüyle hatırlanır.

Sheila Bair ABD Federal Mevduat Sigaortası Komisyonu (Federal Deposit Insurance Commision) üyesi, 2005-2011, ‘batmayacak-kadar-büyük’ firmalar sorununun çözümüne yönelik denetim reformunun savunucusu olarak tanınır.

Arthur Ballantine ABD’li avukat ve kamu görevlisi. Hoover hükümeti Maliye Bakanlığı müsteşarı, 1931-1933.

José Manuel Barraso Portekizli politikacı (Sosyal Demokrat), Portekiz Başbakanı 2002-2004, Avrupa Komisyonu Başkanı 2004-2014.

Bruce Bent ilk para piyasası yatırım ortaklığı Reserve Fund'ın 1971'deki iki kurucusundan biri; kuruluş, 2008'de yatırım sektörü tarihinde ilk kez net aktif değeri hisse başına 1 doların altına düşen Primary Reserve Fund olarak da biliniyor.

Adolph Berle Columbia Üniversitesi şirketler hukuku profesörü. FDR'nin Beyin Takımı'nın kurucu üyesi, büyük şirketlerin piyasadaki iktidarına hükümetin karşı koyması gerektiğini savundu.

Ben S. Bernanke ekonomist, Stanford ve Princeton Üniversitelerinde profesör, Büyük Bunalım tarihi okudu, Merkez Bankası Kurulu Başkanı (2002-2005) ve üyesi (2006-2014).

Jared Bernstein Obama-Biden geçiş dönemi ekibinin üyesi, Başkan Yardımcısı Joe Biden'ın ekonomi danışmanı 2009-2011.

Gerald Lee Bevan bankacı ve şair. 1920'li yıllarda Clarence Hatry'nin hileli iş ilişkilerine bulaştı. Düzmece bilançolar düzenlemekten hüküm yedi ve hapsedildi.

Lorenzo Bini Smaghi Louvain Katolik Üniversitesi ve Chicago Üniversitesi'nden dereceyle mezun ekonomist. İtalyan hükümet yetkilisi. Avrupa Merkez Bankası İcra Kurulu üyesi, 2005-2011.

Hugo Black ABD'li senatör (Demokrat Parti, Alabama) 1927-1937, New Deal yandaşı. İşin paylaşımı ve ulusal ölçekte bir asgari ücret savunusuyla tanınır. 1937'de ABD Yüksek Mahkemesi'ne atandı ve 1971'e kadar bu görevini sürdürdü.

Tony Blair Britanyalı politikacı (İşçi Partisi). Birleşik Krallık Başbakanı 1997-2007, başarıları arasında İngiltere Merkez Bankası'na (Bank of England) bağımsızlık tanınması ve Mali Hizmetler Kurumu'nun (Financial Service Authority) oluşturulması bulunuyor.

Léon Blum Fransız politikacı. École Normale Superior mezunu, Fransız Sosyalist Partisi üyesi, 1929'dan itibaren Meclis üyesi. Frankın devalüasyonuna denk gelen 1936'da başbakan.

John Boehner 1991'den başlayarak ABD Temsilciler Meclisi üyesi (Cumhuriyetçi Parti, Ohio). 2006-2007'de Meclis çoğunluk lideri, 2007-2011'de Meclis azınlık lideri ve 2011'den bu yana Meclis sözcüsü.

Brooksley Born Amerikalı avukat ve kamu görevlisi. 1996-1999 arasında Commodity Futures Trading Commission'ın, Clinton yönetimi yetkilileriyle türev işlemler düzenlemeleri üzerine girdiği ağız dalaşıyla ünlü (Vadeli Emtia Ticaret Komisyonu) başkanı.

Louis Brandeis ABD Yüksek Mahkeme üyesi, 1916-1939. İlerlemeci önlemlerden yana ve iş dünyasının tekelleri gücü ve nüfuzuna karşı görüşlerinin takipçileri 1933'te başlayan Roosevelt yönetimi döneminde etkinlik kazandı.

Willy Brandt Alman politikacı. Sosyal Demokrat Parti lideri, 1969-1974 arasında Almanya başbakanı ve Avrupa bütünleşmesi taraftarı.

Aristide Briand 1909 ile 1929 arasında on bir kez Fransız başbakanı. Almanya ile savaş tazminatı konusundaki anlaşmazlığı gidermeye yönelik uzlaşmacı yaklaşımı başarısız oldu.

Joseph A. Broderick Amerikalı banker ve banka müfettişi. 1930'daki Bank of United States iflası döneminde New York Eyaleti bankacılık başmüfettişi. 1936-37'de Merkez Bankası Başkanlar Kurulu'nda görev aldı.

Gordon Brown Britanyalı politikacı. Tony Blair hükümetinde maliye bakanı olarak görev aldı, 1997-2007. 2007-2010'da başbakan oldu. 2009'daki Londra G20 zirvesini organize etti.

Harry Brown 1971'de ilk para piyasası yatırım ortaklığı, Reserve Fund'ın iki kurucusundan biri; kuruluş hisseleri, 1 doların altına düştükleri 2008'de Primary Reserve Fund olarak tanındı.

Scott Brown 2010'da Edwrad Kennedy'nin ölümünden sonraki ABD özel senato seçimlerini kazanan Massachusetts eyalet senatörü. 1972'den sonra bu eyaleti temsil eden ilk Cumhuriyetçi.

Heinrich Brüning Merkez Partisi (muhafazakar) üyesi politikacı, 1924'ten başlayarak Alman Reichstag'da (Parlamento) görev aldı. 1930'dan başlayarak kararnamelerle kemer sıkma politikalarını hayata geçirme peşinde koşan başkanlık sistemi hükümetine liderlik etti.

William Jennings Bryan ABD Temsilciler Meclisi üyesi (Demokrat Parti, Nebraska), 1881-1895. Altın standartı muhalifi, 1896 ve 1900'de Demokrat Parti başkan adayı. 1913-1915 yılları arasında ABD dışişleri bakanı. Florida gayrimenkul girişimcisi.

Warren Buffet Amerikalı iş adamı-yatırımcı. 2008 finansal krizinin zirvesinde Goldman Sachs'a 5 milyar dolarlık stratejik yatırım yapan Berkshire Hathaway'in ana hissedarı.

Karl Buresch Avusturyalı politikacı (Hristiyan Demokrat Parti), 1931-32 Avusturya başbakanı.

George H. W. Bush ABD kırk birinci başkanı, 1989-1993.

George W. Bush ABD kırk üçüncü başkanı, 2001-2009.

William Calder ABD senatörü (Cumhuriyetçi, New York) 1917-1923. I. Dünya Savaşı sonrası konut sıkıntısını soruşturan Calder Komisyonu'na başkanlık yaptı.

Rogers Caldwell Tennessee'li iş adamı ve banker; firma ve bankaları 1930 finansal krizinin ortasında kaldı.

David Cameron Britanyalı politikacı (Muhafazakar Parti). 2010'dan bu yana Birleşik Krallık başbakanı.

Joseph Cassano AIG Financial Products'ın finans direktörü ve yöneticisi. Kredi borcu takas sözleşmelerindeki konumu bu sigorta devinin 2008'de çökmesine neden oldu.

Gustav Cassel İsveçli ekonomist ve Stockholm Üniversitesi profesörü, 1903-1936. Fiyat seviyesini istikrara kavuşturma hedefine ayarlanmış para politikalarından yana oldu.

James Cayne Bear Stearns CEO'su, 1993-2008. Firmaya bağlı iki serbest yatırım fonu yüksek risk faizli menkullerle bağlantılı olarak 2007'de çöktüğünde, Nashville'de bir briç turnuvasındaydı.

Anton Cermak Amerikalı politikacı (Demokrat Parti), Chicago'nun kırk dördüncü valisi, 1931-1933. 15 Şubat 1933'te seçilmiş ama henüz göreve gelmemiş Başkan Roosevelt'e düzenlenen bir suikast girişiminde ağır yaralandı.

Neville Chamberlain Britanyalı politikacı (Muhafazakar Parti). 1923-24 ve 1931-1937'de maliye bakanı, 1937-1940'ta başbakan. Bakan olarak zeki finans yönetimiyle, başbakan olaraksa barışçı politikalarıyla tanındı.

Roy Chapin Otomobil endüstrisi öncülerinden (Hudson Motor Car Company'nin iki kurucusundan biri). Hoover yönetiminin son aylarında ticaret bakanı, 1932-1933.

Walter Chrysler 1920'li yıllarda Billy Durant'ın yatırım havuzuna katılan otomobil endüstrisi yöneticisi.

Winston Churchill Britanyalı politikacı (Muhafazakar Parti). 1924-1929'da maliye bakanı, 1925'te savaş öcesi paritesinden altın standartına geri dönme kararı aldı.

William B. Clinton ABD kırk ikinci başkanı, 1993-2001.

William Comstock Amerikalı politikacı (Demokrat Parti). Otuz üçüncü Michigan Valisi 1933-1935, 1933 banka tatilini ilan etti.

Calvin Coolidge ABD otuzuncu başkanı, 1923-1929.

Charles Coughlin Roma katolik rahibi, radyoda İncil vaizi, FDR'nin önce destekçisi, sonra da muhalifi.

James Couzens ABD'li senatör (Cumhuriyetçi Parti, Michigan), 1926-1936. Otomobil sektörü yöneticisi Henry Ford'un iş ortağı ve daha sonra da rakibi.

Brian Cowen İrlandalı politikacı (Fianna Fáil Partisi). 2008-2001 finans krizi sırasında Taoiseach (Hükümet başkanı).

Christopher Cox ABD Sermaye Piyasası Kurulu'nun yirmi sekizinci başkanı, 2005-2008.

James Cox Amerikalı gazete yayıncısı ve politikacı (Demokrat Parti). Kırk altı ve kırk sekizinci Ohio Valisi 1913-1915 ve 1917-1921. 1933 Dünya Ekonomi Kongresi'nde ABD heyeti üyesi.

Daniel Crissinger Amerikalı avukat ve banker. 1921-1923 arasında Para Başkontrolörü ve ardından Merkez Bankası Kurulu başkanı, 1923-1927.

Bronson Cutting ABD'li senatör (Cumhuriyetçi Parti, New Mexico), 1927-28, 1929-1935. 1933'te banka ulusallaştırmalarından yana oldu ve kısmi rezerv bankacılığına yönelik sert düzenlemeleri savundu.

Éduard Daladier Fransız politikacı. Radikal (Liberal-Merkezci) Parti üyesi. Büyük Bunalım döneminin de içinde olduğu üç dönem Fransa başbakanı oldu (Ocak-Ekim 1933 ve yine Ocak-Şubat 1934, Stavisky Skandalı sırasında).

Alisdair Darling Britanyalı politikacı (İşçi Partisi). Gordon Brown hükümeti dönemi maliye bakanı, 2007-2010.

Raoul Dautry Fransız iş adamı, mühendis, politikacı. Fransız Devlet Demiryolları Genel Müdürü. Pierre Laval'ın 1935'te iktidara geri döndüğü dönemde kendisinin Beyin Takımı'nda yer aldı.

Charles Dawes Chicagolu iş adamı-banker ve müzsiyen. ABD'nin 1924'te Alman savaş tazminatları üzerine müzakerelerine liderlik etti ve bu kendisine 1925 Nobel Barış Ödülü'nü getirdi. ABD Başkan Yardımcısı, 1925-1929. 1932'de Yeniden İnşa Finans Kurumu (Reconstruction Finans Corporation) başkanı. Central Republic Trust'ın (Dawes Bankası) 1932'deki acil kurtarma operasyonuna dahil oldu.

Jean-Luc Dehaene Belçikalı politikacı (Hristiyan Demokrat Parti). 1940'ta Belçikalı bir ailenin çocuğu olarak Alman Birlikleri'nin gelmesinden önce kaçtıları Fransa, Montpellier'de doğdu. Avrupa Birliği savunucusu. Euronun kabul edilmesiyle sona eren dönemin Belçika başbakanı, 1992-1999.

Edward DeMarco Amerikalı ekonomist ve kamu görevlisi. Fannie Mae ve Freddie Mac'in 2009-2014'teki iflas kayyımı, bu sıfatla ev sahiplerine ana para indirimi sağlayan politika girişimlerine itiraz etti.

François de Wendel Fransız sanayici. Bank of France (Fransız Merkez Bankası) Kurul üyesi. Merkez bankası bilançosunun 1925'te tahrif edilmesi üzerine istifa tehdidinde bulundu.

Jamie Dimon Amerikalı banker. Tufts ve Harvard Üniversiteleri mezunu. 2000 ortalarından bu yana JPMorgan'ın Yönetim Kurulu Başkanı, Genel Müdürü ve CEO'su. 2008'deki Bear Stearns kurtarma operasyonunun anahtar aktörü.

Christopher Dodd ABD'li senator. (Demokrat Parti, Connecticut) 1981-2011. Kriz sonrası finansal reformların yasalaşması sırasında Senato Bankacılık, Konut ve Kent Sorunları Komisyonu'na başkanlık yaptı. Countrywide Financial'dan ipotekle şahsi mülk edindi.

William Donaldson ABD Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission) yirmi yedinci başkanı, 2003-2005, görev süresinde çok az türev ürün düzenlemesi gerçekleştirdi.

William Donovan Avukat ve Gizli Servis görevlisi. AIG'ten Cornelius Vander Starr ile işbirliği yaptığı II. Dünya Savaşı sırasında ABD Stratejik Hizmetler Bürosu direktörü.

Lewis Douglas Amerikalı politikacı. Temsilciler Meclisi üyesi (Demokrat Parti, Arizona) 1927-1933. Roosevelt hükümeti döneminde Bütçe Bürosu direktörü, bu sıfatla altın standartı ve sorumlu bütçe fikirlerini savundu.

Gaston Doumergue Fransız politikacı. Radikal Parti (Liberal-Merkezci) üyesi, 1913-14 ve başında bulunduğu muhafazakar birlik hükümetinin Büyük Bunalım karşısında bir ilerleme kaydetmeyi başaramadığı 1934'te, başbakan.

Mario Draghi İtalyan ekonomist ve kamu görevlisi. Goldman Sachs ve İtalyan Maliyesi çalışanı. 2006'dan sonra Bank of Italy (İtalya Merkez Bankası) başkanı. 2011'den sonra Avrupa Merkez Bankası başkanı.

David Drumm Kurtuluşu sırasında Anglo-Irish Bank CEO'su; 2008'de görevden alındı. 2010'da hakkında iflas davası açıldı.

Billy Durant Otomobil endüstrisi öncülerinden. General Motors'un başkanı, 1916-1920. 1920'li yılların borsa spekülâtörü ve yatırım havuzları organizatörü.

Marriner Eccles İş adamı-banker; 1935 Bankacılık Yasası'nın taslağını hazırladı. ABD Merkez Bankası kurul başkanı 1934-1948.

Dwight Eisenhower İşsiz gazilerden oluşan Bonus Army'nin 1932'de Anacostia'dan temizlenmesi için ABD ordusu devreye girdiğinde, General Douglas MacArthur'un komutası altında görev aldı. ABD otuz dördüncü başkanı, 1953-1961.

Rahm Emanuel Amerikalı politikacı (Demokrat Parti). Siyasi danışman ve Başkan Barack Obama'nın Beyaz Saray özel kalem müdürü 2009-10. 2011'den sonra Chicago valisi.

Otto Ender Avusturyalı politikacı (Hristiyan Sosyalist). Creditanstalt krizi sırasında Avusturya şansölyesi, 1930-31.

Eugene Fama Ekonomist, Nobel Ödülü sahibi (2013) ve Chicago Üniversitesi'nde profesör. Etkin piyasa finans hipotezinin babası.

Andrew Fenwick Britanyalı alışveriş mağazası sahibi ailenin çocuğu, 2008'de Northern Rock'ın bağımsız yönetim kurulu üyesi.

Joschka Fisher Alman politikacı (Yeşiller Partisi). 1960 öğrenci olaylarının aktif militanı. Almanya başbakan yardımcısı ve dışişleri bakanı 1998-2005. Avrupa bütünleşmesi taraftarı, Şansölye Angela Merkel'in kriz yönetimine muhalif.

Irving Fisher Ekonomist, Yale Üniversitesi profesörü ve FDR'nin gayri resmi danışmanı. Borç deflasyonu kuramıyla ve 1929 borsasını 'sürekli gibi görünen yüksek bir düzlük' olarak tanımlamasıyla ünlü.

Richard Fisher Amerikalı maliyeci, danışman ve hükümet görevlisi. 2005'ten sonra Dallas Merkez Bankası başkanı, sözünü esirgemeyen anti enflasyonist görüşleriyle biliniyor.

Seán FitzPatrick İrlandalı banker-iş adamı; Anglo-Irish Bank'ta CEO ve daha sonra da başkan olarak çalıştı, 1996-2008. 2008 sonlarında, kişisel hesaplarında gizli kredi iddiaları ortasında istifa etti.

Henry Flagler Amerikalı sanayici, gayrimenkul yapsatçısı ve Standart Oil Company'nin kurucusu. Yirminci yüzyılın başlarında Miami ve Palm Beach'de kurulan kentlerin tanıtımını üstlendi ve Florida Doğu Sahili Demiryolları'nı inşa etti.

Pierre-Étienne Flandin Muhafazakar Fransız politikacı (Demokratik Cumhuriyetçi İttifak). Büyük Bunalım'a etkili bir karşılık veremeyen hükümetin başbakanı (1934-35).

Edsel Ford Henry Ford'un oğlu. Ford Motor Co.'nun başkanı (1919-1943). 1933'te Yeniden İnşa Finans Kurumu'nun (Reconstruction Finance Corporation) yardımını reddettikten sonra iflas eden Union Guardian Group bankalarının direktörü ve ana yatırımcısı.

Henry Ford 1933'te batan Detroit bölgesi finans kuruluşlarında da hissesi olan otomobil endüstrisi öncüsü.

Barney Frank ABD Temsilciler Meclisi'nin sözünü esirgemeyen üyesi (Demokrat Parti, Massachussets), 1981-2013. Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Yasası'nın (2010) iki destekçisinden biri.

Felix Frankfurter Yüksek Mahkeme hakimi Louis Brandeis'in öğrencisi. Harvard Hukuk Fakültesi'nde liberal-ilerlemeci profesör. Öğrencileri FDR'nin New Deal'ına yön vermeyi sürdürdü. ABD Yüksek Mahkemesi üyesi, 1939-1962.

Milton Friedman Ekonomist, Chicago Üniversitesi profesörü, Nobel ödüllü sahibi (1976). Büyümede istikrarlı para kuralı yaklaşımı ve Anna Schwartz'la birlikte yazdıkları Monetary History of United States (ABD'in Mali Tarihi) ile tanınıyor.

A. P. Frierson Banker ve 1930 bankacılık krizi sırasında Knoxville Clearing House Association başkanı.

Eigo Fukai Japon iş adamı-banker. Japonya'nın 1904-05 savaş borçlarını düzenlediği sırada Korekiyo Takahashi'nin yardımcısı. Bank of Japan'ın başkan yardımcısı (1928-1935) ve başkanı (1935-1937). 1933 Dünya Ekonomi Konferansı'nda Japonya temsilcisi.

Richard Fuld Amerikalı iş adamı-banker. 1994'ten 2008'deki çöküşüne kadar Lehman Brothers'ın önce CEO'su, ardından başkanı.

Timothy Geithner Clinton yönetimi maliye bakanlığı uluslararası işler yardımcı asistanı, birinci yardımcı asistan ve bakan yardımcısı olarak görev alan meslekten kamu görevlisi. Robert Rubin ve Lawrence Summers ile birlikte çalıştı. New York Merkez Bankası başkanı 2003-2009. Yetmiş beşinci maliye bakanı 2009-2013.

Gary Gensler Amerikalı banker ve kamu görevlisi. Goldman Sachs'ın ortağı. Clinton hükümetinde maliye bakanı müsteşarı ve yardımcısı, 1999-2001. ABD Commodity Future Trading Commission'ın on birinci başkanı.

John Gialdini Clarence Hatry'nin iş arkadaşı, Hatry'nin 1929'da United Steel Company'yi ele geçirme girişimiyle ilgili hileli işlere bulaştı. İtalya'da tutuklandı, yargılandı ve hüküm giydi.

Claude-Joseph Gignoux Fransız ekonomist ve gazete editörü. 1935'te yeniden iktidara dönen Pierre Laval'ın Beyin Takımı'nda yer aldı.

S. Parker Gilbert Amerikalı hukukçu, banker ve politikacı. Owen Young'ın ardından 1924 savaş tazminatı görüşmelerine genel vekil olarak atandı. Genel vekillik görevi 1930'da feshedildikten sonra J. P. Morgan'ın iş arkadaşı.

Hannes Hólmsteinn Gissurarson Politik bilimci, İceland Üniversitesi'nde profesör ve Mont Pelerin Society üyesi. İzlanda'nın bir finans merkezine dönüşmesini savunan su ürünleri uzmanı.

Carter Glass Woodrow Wilson hükümetinin maliye bakanı 1918-1920. ABD senatörü (Demokrat Parti, Virginia) 1920-1946. Appropriations Committee (Tahsisat Komisyonu, ÇN) başkanı 1933-1946 ve ticari ve yatırım bankacılığı arasına ayırım çizgisi çeken Glass-Steagall Yasası'nın iki hazırlayıcısından biri (1933).

Phill Gramm Amerikalı ekonomist ve politikacı. ABD senatörü (Cumhuriyetçi Parti, Texas) 1982-2002. Senato Bankacılık, Konut ve Kent Sorunları Komisyonu (Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs) başkanı olarak Glass-Steagall'ın son kalıntılarını da temizleyen 1999 tarihli Gramm-Leach-Bliley Yasası'nın hazırlayıcılarından biri oldu.

Hank Greenberg 1962'den, daha sonra düşen hileli ticari faaliyetler ilgili suçlamaların ortasında istifa ettiği 1999'a kadar American International Group'un başkanı. 2008'deki AIG kurtarma operasyonunun şartları ve hissedarlara yönelik şartlar nedeniyle ABD hükümeti aleyhine dava açtı.

Alan Greenspan Ekonomist ve hükümet görevlisi. ABD Merkez Bankası Başkanlar Kurulu başkanı 1987-2005.

Ragnar Grímsson İzlandalı politikacı (Halk İttifakı). 1996'dan sonra İzlanda cumhurbaşkanı.

Ricardo Gualino İtalyan sanayici ve finansör. Servetini I. Dünya Savaşı sonrasında suni ipek endüstrisinden kazandı. İşleri 1930'da çöken Fransız banker Albert Oustric'in ortağı.

Geir Haarde İzlandalı politikacı (Bağımsızlık Partisi). Başbakan 2006-2009. 2008 krizi sırasında bakanlar kurulunu toplamadığı için ağır ihmalden suçlu bulundu.

Peter Haig-Thomas İngiliz finans spekülâtorleri Gerald Lee Bevin ve Clarence Hatry'nin ortağı. 1932'de Cambridge kürek takımında yer aldı ve Cambridge ve Oxford'da kürek hocalığı yaptı.

Muhammed bin Halife bin Hamid El Sani Katar eski emirinin altıncı oğlu. Ülkesinin binicilik takımı kaptanı. 2008'de İzlanda Kaupthing Bankası'yla ilgili şaibeli özel hisse işlemlerine adı karıştı.

Osachi Hamaguchi Japon politikacı (Minseito Partisi). Japonya'yı altın standartına ve bunu izleyen ortodoks ekonomi politikalara geri götüren hükümetin başbakanı, 1929-1931.

George Harrison New York Merkez Bankası'nın Benjamin Strong'dan sonra göreve gelen ikinci başkanı 1928-1941.

Clarence Hatry İngiliz iş adamı-yatırımcı, holdingleri 1929'da battı.

Rudolph Havestein Alman avukat ve hükümet görevlisi. 1922-23 hiperenflasyon döneminde Reichsbank başkanı.

Willis Hawley ABD Temsilciler Meclisi üyesi (Cumhuriyetçi Parti, Oregon), 1907-1933. Smooth-Hawley Gümrük Vergisi (1929-30) yasa tasarısının iki hazırlayıcısından biri.

Ralph Hawtrey Britanyalı ekonomist, konjonktür dalgalanmaları kuramcısı ve hükümet görevlisi. 1904'ten 1945'e kadar aralıklarla İngiltere Maliye Bakanlığı'nda çeşitli kademelerde görev aldı.

Eli Heckscher İsveçli ekonomist ve ekonomi tarihçisi. Stockholm Ekonomi Fakültesi'nde profesör, 1909-1945. Uluslararası ticaret kuramına yaptığı katkılarla bilinir.

Éduard Herriot Fransız politikacı. Radikal Parti (Liberal-Merkezci) üyesi. Cartel de Gauches (Sol Birlik: I. Dünya Savaşı'ndan sonra Radikal Sosyalist Parti ile sosyalist eğilimli İşçi Enternasyonalı Fransız Seksiyonu arasındaki hükümet ittifakının adı, ÇN) ile birlikte davrandı. Üç kez başbakan, 1924-25, 1926 ve 1932-33.

Adolph Hitler Almanya Şansölyesi 1933-1945.

Herbert Hoover ABD otuz birinci başkanı, 1929-1933.

Harry Hopkins Franklin Roosevelt'in valiliği döneminde New York Eyaleti Temporary Emergency Relief Administration'ın (Geçici Acil Yardım İdaresi) yetkili müdürü. New Deal'in mimarlarından; başka projelerin yanı sıra Works Progress Administration'a nezaret etti. II. Dünya Savaşı sırasında FDR'nin Winston Churchill ve Josef Stalin'e gönderdiği özel temsilciydi.

Henry Hollis Horton Amerikalı politikacı (Demokrat Parti). Tennessee valisi, 1927-1933. Caldwell and Co. ve Bank of Tennessee'nin 1930'daki çöküşüyle ilgili skandala adı karıştı. 1932'de yeniden aday olmadı.

Cordell Hull ABD'li politikacı ve hükümet görevlisi (Demokrat Parti). Roosevelt hükümetinde dışişleri bakanı, 1933-1944. Serbest ticaret ve altın standardı taraftarı. 1933 Dünya Ekonomi Konferansı'nda ABD heyetinin başkanı.

Bruno Iksil JPMorgan Chase'in Londra bürosunda borsa simsarı olarak aldığı ve 2012'de 2 milyar dolarlık zararlar sonuçlanan konumdan dolayı Londra Balinası olarak tanındı.

Junnosuke Inoue Japon iş adamı-banker, 1919-1923 ve 1927-28'de Japonya Merkez Bankası başkanlığı yaptı. 1932'deki 'League of Blood' olayında suikaste kurban gitti.

Samuel Insull Thomas Edison'un kişisel assitanlığından Greater Chicago'nun elektrik tedariki işlerinin kontrolüne kadar yükselen Britanya doğumlu iş adamı. Firmalarının iflası, Central Republic Trust'ın (Dawes Bank) 1932'de çökmesine zemin hazırladı.

Tsuyoshi Inukai Japon politikacı (Seiyukai Partisi), başbakan 1931-32. İcraatları arasında Korekiyo Takahashi'yi maliye bakanı olarak atamak var. 15 Mayıs 1932'de, 'League of Blood'la başlayan olaylar zincirinin sonunda, bir deniz subayının suikastine uğradı.

Jesse Jones Tennessee'li bir tütün çiftçisinin oğlu, kereste deposu yöneticiliğinden banka, gazete ve emlak yapsatçılığında oluşan imparatorluk kurmaya kadar yükseldi. Reconstruction Finance Corporation üyeliğine (1932), başkanlığına (1933) atandı. FDR'nin yakın danışmanı.

Konstantinos Karamanlis Yunan politikacı (Yeni Demokrasi Partisi). Başbakan 2004-2009. Yunan krizine zemin hazırlayan devasa bütçe açıkları onun döneminde oldu.

Ted Kaufman ABD'li senatör (Demokrat Parti), 2009'da başkan yardımcısı John Biden tarafından boşaltılan koltuğa atandı. 'İflas-edemeyecek-kadar-büyük' kavramı ve finans piyasası manipülasyonlarına eleştirel tutumuyla tanındı. 2010'da göreve aday olmadı.

Enda Kenny İrlandalı politikacı (Fine Gael Partisi). 2011'den sonra Taoiseach (hükümet lideri).

John Maynard Keynes Britanyalı ekonomist, kimi zaman kamu görevleri üstlenerek kamuya da malolmuş bir figür. Ekonomik durgunluk dönemlerinde telafi edici kamu harcamalarının etkili savunucusu.

Mervyn King Britanyalı ekonomist. Çeşitli akademik görevlerin ardından Bank of England'ın baş ekonomisti, direktörü, başkan yardımcısı ve başkanı (2003-2013) olarak hizmet etti.

Helmut Kohl Alman politikacı (Alman Demokratik Birlik Partisi). Almanya Şansölyesi 1982-1998. Almanya'nın yeniden birleşmesinin bir karşılığı olarak Avrupa bütünleşmesi ve euro taraftarı.

Donald Kohn Ekonomist. ABD Merkez Bankası'nda uzun süreler görev aldı. 2002'den sonra başkanlar kurulu üyesi ve 2006-2010 arasında başkan yardımcısı oldu.

David Komansky Merrill Lynch CEO'su, 1996-2002. 1990'lı yıllarda Glass-Steagall Yasası'nın kaldırılması için lobi faaliyetlerinde bulundu.

Ivar Krueger İsveçli büyük patron, hükümet finansmanı karşılığında kibritle tekeli güvence altına aldı. Kurduğu imparatorluğun 1931'de çöküşü, İsveç bankacılık sisteminin istikrarını tehdit etti. 1932'de gizemli bir biçimde öldü.

Paul Krugman Ekonomist, Nobel Ödülü sahibi (2008), finansal kriz sırasında Princeton Üniversitesi'nde profesör. 2009'da banka ulusallaştırmalarını savundu.

Robert La Follette, Jr ABD'li senatör (Cumhuriyetçi Parti, Wisconsin) 1925-1947. 1933'te banka ulusallaştırmalarını savundu. New Deal yasalarının destekçisi.

Jeffrey Lacker Ekonomist. 2004'ten sonra Richmond Merkez Bankası başkanı. Anti-enflasyonist görüşleriyle biliniyor.

Christine Lagarde Fransız anti-tröst hukukçu, şirket danışmanı ve kamu görevlisi. Nicolas Sarkozy hükümetinde maliye bakanı 2007-2011. Dominique Strauss-Kahn'ın ardından 2011'den bu yana Uluslararası Para Fonu genel müdürü.

Thomas Lamont Amerikalı banker. 1911'den sonra J. P. Morgan & Co.'nun ortağı. 1919 Paris Barış Konferansı'nda Amerikan heyeti üyesi. Başkan Wilson, Hoover ve Roosevelt'in danışmanları olarak 1920'li ve 1930'lu yılların etkili dış finans diplomatı.

Alf Landon Amerikalı politikacı (Cumhuriyetçi Parti). Yirmi altıncı Kansas valisi, 1933-1937. 1936 başkanlık seçimlerinde Cumhuriyetçi Parti adayı oldu, FDR'ye kaybetti.

Pierre Laval Fransız politikacı (Bağımsızlık Partisi) ve gazete sahibi. Dört kez başbakan oldu 1931-32, 1935-36, 1940, 1941-1944. Bunalım sırasında ke-

mer sıkma politikaları peşinde kanun hükmünde kararnameler yayınladı. II. Dünya Savaşı'ndan sonra işbirlikçi olduğu gerekçesiyle yargılandı ve idam edildi.

Luke Lea Amerikalı politikacı ve gazete yayımcısı. Senatör (Demokrat Parti, Tennessee), 1911-1917. Nashville Tennessean gazetesinin kurucusu ve editörü. Caldwell & Co. ve bağlantılı bankaların çöküşündeki rolü nedeniyle hüküm giydi.

Herbert Lehman Amerikalı banker ve politikacı (Demokrat Parti). Lehman Brothers ortağı 1908-1929. New York Eyaleti kırk beşinci valisi 1933-1942, bu sıfatla eyalette 1933 banka tatilini ilan etti.

Carl Levin 1979'dan sonra ABD'li senatör (Demokrat Parti, Michigan). 2008-09 finans krizini soruşturan Levin-Coburn Senato Altkomitesi'nin iki başkanından biri.

Ken Lewis Bank of America'nın CEO'su, yönetim kurulu başkanı ve başkanı 2001-2009. Görev yaptığı dönemde banka Countrywide Financial ve Merrill Lynch'i satın aldı ve hükümetten acil yardım talep etti.

Edward Liddy Allstar Insurance'ın CEO'su 1994-1999 ve 2005'e kadar da başkanı. Goldman Sachs yönetim kurulu üyesi. American International Group yönetim kurulu başkanı ve CEO'su 2008-09.

Maurice Lippens Belçika merkezli finans holdingi Fortis'in yönetim kurulu başkanı 1990-2008. Banka onun döneminde saldırgan bir firma ele geçirme politikası izledi ve yüksek risk faizli ipoteklerle bağlantılı menkullere yatırım yaptı.

David Lloyd George Britanyalı politikacı (Liberal Parti). Başbakan 1918-1922. 1919 Versailles Barış Konferansı'nda Britanya'yı temsil etti. Fransa'nın savaş tazminatı taleplerini aşırı bularak itiraz etti ama aynı zamanda da Keynes tarafından Alman-karşıtı tututmu nedeniyle eleştirildi.

David Loeb Gayrimenkul yapsatçısı ve Countrywide Financial'in kurucu ortaklarından bir olan sigorta profesyoneli, 1969-2000 arasında firmanın başkanı ve CEO'su olarak görev aldı.

Huey Long Amerikalı politikacı. 1928-1932 arasında Louisiana'nın kırkıncı valisi oldu. 1932'den 1935 yılında uğradığı suikasta kadar da senatörlük yaptı (Demokrat Parti, Louisiana). Bankaları eleştiren, servetin yeniden bölüşümünü savunan ve 1936 başkanlık seçimleri yaklaşırken FDR'ye karşı adaylığını koyma tehdidinde bulunan bir popülizm meşalesiydi.

Hans Luther Alman politikacı. Reich dönemi gıda ve tarım bakanı, 1922-1925. Kısa süreli şansölye 1925-26. Reichsbank başkanı 1930-1933, Hjalmar Schacht'ın hem halefi hem de selefi.

Douglas MacArthhur Amerikalı asker-devlet adamı, I. Dünya Savaşı gazilerinin 1932'de Anacostia'dan çıkarılması emrini o verdi.

Ramsay MacDonald Britanyalı politikacı (İşçi Partisi). İlk İşçi Partisi hükümetinin (1929), ikinci İşçi Partisi hükümetinin (1929-1931) ve Ulusal Hükümet'in başbakanı (1931-1935). Başında bulunduğu ikinci İşçi Partisi hükümeti Bunalım'la pençeleşmekte etkisiz kaldı ve parlamentodaki koltuklarının büyük bölümünü 1931 genel seçimlerinde Muhafazakarlar'a kapırdı.

Bernard Madoff Amerikalı iş adamı-finansör, Büyük Durgunluk öncesi yükseliş döneminde hileli yatırımlar yaptı. Aralık 2008'de tutuklandı. Mart 2009'da on bir federal suçtan hüküm giydi ve 150 yıl hapis cezasına çarptırıldı.

Wesley Manley Atlanta'daki Bankers Trust Company ile Florida ve Georgia'daki altmıştan fazla bankayı içeren Anthony-Manley zincirini yönetti. Florida'da 1920'li yıllardaki arsa patlamasında rol aldı. George Merrick'in Coral Gables konut projesinin finansmanına katkıda bulundu.

Guido Mantega Brezilyalı ekonomist ve politikacı (İşçi Partisi). 2006'dan sonra Maliye Bakanı. 2011'den itibaren, ABD Merkez Bankası'nın parasal gevşeme ve sıfır faiz oranı politikalarının kendi ülkesine verdiği zararları dile getirdi.

Bernard Marcus Joseph Marcus'un oğlu. 1928'de Bank of United States'in başkanlığını devraldı ve bu da onu kısa süreliğine ülkenin en genç banka başkanı yaptı.

Joseph Marcus Amerikalı iş adamı-banker. On yedi yaşında Amerika'ya göç etti ve giyim sanayinde çalıştı. 1906'da Public Bank'ı, 1913'te de Bank of United States'i kurdu.

John Wellborn Martin Amerikalı politikacı (Demokrat Parti). Jacksonville belediye başkanı 1917-1923 ve Florida valisi 1925-1929. Hırslı bir gayrimenkul yapsatçı ve girişimcisi.

Árni Mathiessen İzlandalı politikacı (Bağımsızlık Partisi), özgeçmişinde veterinerlik ve balık patolojisi yer aldı. Su ürünleri bakanı 1999-2005 ve finansal kriz sırasında başbakan 2005-2009.

George May Britanyalı iş adamı ve kamu görevlisi. Bütün çalışma hayatı, 1931'de emekliye ayrıldığı Prudential Assurance Company'de geçti. 1931'de bütçe ekonomisine olan ihtiyaç üzerine rapor veren Committee on National Expenditure'a başkanlık yapıyordu.

John McCain 1987'den bu yana ABD'li senatör (Cumhuriyetçi Parti, Arizona). 2008'de Cumhuriyetçi Parti'nin başkan adayı oldu, Barack Obama'ya kaybetti.

James McDougal Chicago Merkez Bankası'nın kurucu başkanı, 1934'e kadar bu görevi sürdürdü. Daha önce banker ve banka müfettişi. Faiz oranları ve altın politikaları konusunda New York Fed'le kapıştı.

William McKinley ABD'in yirmi beşinci başkanı 1897-1901.

Andrew Mellon Banker, iş adamı, sanayici ve 1920'li yılların başı itibarıyla ABD'in en zengin insanlarından biri. Başkan Harding, Coolidge ve Hoover dönemleri maliye bakanı, 1921-1932. Kemer sıkma politikaları ve tasfiyecilik felsefesiyle tanınıyor.

Angela Merkel Alman politikacı (Hristiyan Demokratik Birlik). 2005'ten bu yana ve euro krizinin zirvesinde Almanya Şansölyesi.

George Merrick Cemaat kiliseleri yanlısı bir vaiz ve plantasyon sahibinin oğlu. 1920'li yıllarda Florida gayrimenkul piyasasında tanıtımcılık yaptı. Coral Gables projesini geliştirdi.

Robert Merton Ekonomist, MIT ve Harvard'da profesör, Nobel Ödülü sahibi (1997), primli işlemler ve türev ürünler (options and derivatives) fiyatlandırmasında öncü.

Eugene Meyer Amerikalı iş adamı ve finansör. I. Dünya Savaşı'nda Savaş Finans Kurumu (War Finance Corporation) başkanı, Merkez Bankası Başkanlar Kurulu başkanı ve Yeniden İnşa Finans Kurumu başkanı 1930-1933. Daha sonra Washington Post'u satın aldı ve Dünya Bankası'nın ilk başkanı oldu.

Adolph Miller Ekonomist, Cornell, Chicago ve Berkeley Üniversitelerinde profesör; 1936'ya kadar görev aldığı ABD Merkez Bankası'nın kurucu üyesi.

Chalres Miller Amerikalı avukat ve banker. 1932'de, RFC'nin Central Republic'e kredi açtığı dönemde, Yeniden İnşa Finans Kurumu'nun başkanı.

Ogden Mills Amerikalı maliyeci ve kamu görevlisi. Coolidge ve Hoover yönetimlerinde maliye müsteşarı 1927-1932 ve Hoover dönemi maliye bakanı (1932-33). New Deal'ın ateşli eleştirmenlerinden.

Charles Mitchell Amerikalı banker. 1921'den vergi kaçırma iddiaları ortasında istifa ettiği 1933'e kadar National City Bank'ın başkanı ve daha sonra da yönetim kurulu başkanı.

Addison Mizner 1920'li yıllardaki Akdeniz ve İspanyol Sömürge Mimarisinin Dirilişi adıyla bilinen stilin öncüsü olan mimar. Florida'daki Boca Raton konut projesi 1926'da iflas etti.

Raymond Moley Akademisyen, Columbia Üniversitesi'nde hukuk profesörü, FDR'nin danışmanı. New Deal'in ardında yatan bir çok fikrin sahibi olduğu iddia edilir.

Émile Moreau Bank of France (Fransa Merkez Bankası) başkanı 1926-1930. Uyguladığı politikalar içeri altın akışını emdiği ve iki savaş arası dünya ekonomisi üzerinde deflasyonist bir etkide bulunduğu gerekçesiyle eleştirildi.

Clement Moret Fransız ekonomist ve devlet memuru. Bank of France'ın başkan yardımcısı (1929-30) ve başkanı (1930-1935). Ortodoks bir altın standardı politikası izledi.

Jack Morgan Amerikalı banker. Pierpont Morgan'ın oğlu. 1913'te babasının ölümünden sonra J. P. Morgan and. Co.'nun başına geçti.

John Pierpont Morgan Amerikalı banker-sanayici. Kurduğu firma 1895'ten itibaren J. P. Morgan & Co. olarak tanındı. 1907 finans kriziyle sonuçlanan bankerler koalisyonunun organize edilmesinde önemli bir rol oynadı.

Henry Morgenthau Amerikalı avukat ve iş adamı. Franklin Roosevelt'in arkadaşı ve Hudson Valley'den komşusu. Elli ikinci maliye bakanı 1934-1945.

Bubbi Morthens İzlandalı pop şarkıcısı, 2008 krizi sırasında Glitnir Bank'taki yatırımlarından dolayı büyük zarara uğradı.

Angelo Mozilo Amerikalı banker-iş adamı. Mütevazı bir geçmişten gelip ABD'nin önde gelen ipotekli konut kreditorü Countrywide Financial'ın başkanlığına kadar yükseldi. 2008'de yüksek risk faizli ipotek kredileriyle ilgili zararlar üzerine istifa etti. ABD Sermaye Piyasası Kurulu tarafından içeriden bilgi ticareti yapmakla suçlandı. 2010'da 67,5 milyon dolarlık bir tazminatla anlaşma sağlandı.

Benito Mussolini İtalyan gazeteci, politikacı ve başbakan 1922-1943.

Michael Noonan İrlandalı politikacı (Fine Gael Partisi). 2011'den itibaren maliye bakanı, bu sıfatla hükümetin banka yükümlülüklerine garanti vermesiyle ilgili yeniden müzakere arayışında oldu.

Montagu Norman Britanyalı banker. Bank of England'ın Başkanı 1920-1944.

George Norris Philadelphia Merkez Bankası Başkanı 1920-1936. Daha önce de bu bankada müdür ve Federal Farm Loan Board'da üye olarak görev aldı.

Barack Obama 2009'dan bu yana Birleşik Devletler'in kırk dördüncü başkanı.

David Obey Amerikalı politikacı. ABD Temsilciler Meclisi üyesi (Demokrat Parti, Wisconsin) 1969-2011. Obama teşvik paketi meclisten geçerken House Appropriations Committee başkanıydı.

David Oddson İzlandalı politikacı (Bağımsızlık Partisi) ve 1990'lı yılların başlarında göreve gelen olan bir liberal düşünürler grubunun üyesi. Uzun süreler başbakanlık yaptı 1991-2004. İzlanda Merkez Bankası Başkanı 2005-2009.

Bertil Ohlin İsveçli ekonomist, Stokholm Ekonomi Fakültesi profesörü 1929-1965. Keynes'le Alman savaş tazminatları üzerine girdiği tartışmalarla, uluslararası ticaret kuramına yaptığı katkılarla ve Bunalım sırasında açık bütçe harcamaları savunusuyla tanındı.

Peter Orszag Clinton dönemi Beyaz Saray'ında ekonomist (1995-1998) ve Obama'nın yönetim ve bütçe dairesi başkanı (2009-2010). Bu ikinci görevinde bütçe konsolidasyonunun sesi oldu. Obama hükümetinden ayrılarak Citigroup'a geçti.

Stefan Ortseifen IKB (Alman Sanayi Borçları Bankası) CEO'su, 2004-2007. Bankanın yüksek risk faizli ipotek kredileriyle bağlantılı zararları üzerine Temmuz 2007'de görevden alındı. 2009'da hakkında soruşturma açıldı ve 2010'da piyasa manipülasyonundan suçlu bulundu, böylece yüksek risk faizli ipoteklerle ilgili bir suçtan hüküm giyen ilk Alman oldu.

George Osborne Britanyalı politikacı (Muhafazakar Parti). Oxford Üniversitesi'nden Modern Tarih derecesiyle mezun oldu. David Cameron'un koalisyon hükümetinde 2010'dan bu yana Maliye Bakanı.

Albert Oustric Fransız işadamı-finansör; Servetini 1920'li yıllardaki hisse senedi ihracı, şirket birleşmeleri ve şirket satın alımlarıyla yaptı. Sahibi olduğu Banque Adam'ın iflası Fransız hükümetinin düşmesine neden oldu ve kendisinin de dolandırıcılık ve yolsuzluktan mahkum edilmesiyle sonuçlandı.

George Papaconstantinou Yunan ekonomist, New York Üniversitesi ve London School of Economics mezunu. George Papandreou hükümetinin maliye bakanı 2009-2011.

George Papandreou Yunan politikacı (Panhelenik Sosyalist Hareketi, ya da PASOK). Başbakan 2009-2011, ardında Yunan borç krizini miras bıraktı.

George Patton ABD ordusunun 1932'de işsiz gazilerden oluşan Bonus Army'yi Anacostia'dan çıkarması sırasında General Douglas MacArthur komutası altında görev yaptı. II. Dünya Savaşı'nda İkinci ve Yedinci Amerikan Orduları'na komuta etti.

Ron Paul Amerikalı politikacı. Temsilciler Meclisi üyesi (Cumhuriyetçi Parti, Teksas) 1997-2013. Liberal konuşmacı ve yazar. ABD Merkez Bankası eleştirileriyle biliniyor.

Henry Paulet İngiliz büyük toprak sahibi ve sporcu. 1929'daki Hatry Skandalı'na adı karışan on altıncı Winchester Markisi. 1930'da iflasını ilan etti ve hayatının geri kalanını Monte Carlo'da sürdürdü.

Henry Paulson Amerikalı maliyeci ve kamu görevlisi. 1974'ten beri çalıştığı Golgman Sachs'ın CEO'su 1996-2006. George W. Bush yönetimi altında ABD'nin yetmiş dördüncü maliye bakanı 2006-2009.

John Paulson Bear Stearns'da firma birleşmesi ve satın alımı uzmanıyken, iş hayatına sıkıntısındaki borçlar üzerine uzmanlaşmış bir serbest yatırım fonu kurarak devam etti. ABD konut piyasası aleyhine 2006'dan başlayarak girdiği büyük bahislerle tanındı.

Ferdinand Pecora Amerikalı avukat ve jüri üyesi. New York bölge savcı baş yardımcısı 1922-1929. 1933'te Wall Street'teki uygulamaları soruşturan Senato Bankacılık ve Döviz Komisyonu baş danışmanı.

Peter Petersen Başkan Richard Nixon dönemi ticaret bakanı, 1972-73. Lehman Brothers Yönetim Kurulu Başkanı ve CEO'su 1973-1984 ve Blackstone özel sermaye şirketler grubunun iki ortak kurucusu. Bütçe dengesi lehine siyasi katkıları ve kampanyalarıyla biliniyor.

Harvey Pitt ABD Sermaye Piyasası Kurulu yirmi sekizinci başkanı, 2001-2003. Enron türev ürünler skandalı onun döneminde oldu.

Key Pittman ABD'li senatör (Demokrat Parti, Nevada) 1913-1940. Dış İlişkiler Komitesi başkanı olarak, 1933 Dünya Ekonomi Konferansı'nda ABD heyeti içinde yer aldı.

Raymond Poincaré Fransız politikacı (Demokratik Cumhuriyetçi İttifak). Üç kez başbakan 1912-13, 1922-1924, 1926-1929. Başarıları arasında frankın 1926 stabilizasyonu var.

Karl Polanyi Macar asıllı ekonomist ve ekonomi tarihçisi; Birleşik Krallık ve ABD'de ders verdi. Great Transformation (1944) isimli eserinde toplumsal ve kültürel değerleri yansıtan kontrollü bir kapitalizmi savundu.

Charles Ponzi İtalyan-Amerikalı finansör ve Florida gayrimenkul girişimci-si, 1920'li yıllarda kurduğu saadet (ya da Ponzi) zinciriyle nam saldı.

William Porter New York Guaranty Trust Company'nin başkanı; 1929 Büyük Çöküş'ünün ardından borsaya halkın ve finans çevrelerinin desteğini seferber etmek için uğraştı.

Charles Prince Citigroup'un CEO (2003'ten itibaren) ve Sanford Weill'in ardından yönetim kurulu başkanı (2006'dan sonra). Firmanın yüksek risk faizli kredilerle ilgili uğradığı zararlar üzerine Kasım 2007'de istifa etti.

Romano Prodi İtalyan akademisyen, ekonomist ve politikacı. Başbakan 1996-1998 ve 2006-2008. Avrupa Komisyonu Başkanı 1999-2004.

Josef Pröll Avusturyalı politikacı (Avusturya Halk Partisi). Başbakan yardımcısı ve maliye bakanı 2008-2011.

Seward Prosser New York Bankers Trust Company başkanı ve yönetim kurulu başkanı; 1929 Büyük Çöküş'ünden sonra borsa için kamuoyu oluşturma ve finansal destek peşine düştü.

Baudouin Prot Fransız banker ve devlet memuru. 2003'ten sonra BNP Paribas'ın CEO'su, firmanın yüksek risk faizli büyük kredilerden kaynaklanan zararının ilan edildiği 2009'da da o baştaydı.

George Provopoulos Yunan ekonomist. Atina Üniversitesi'nde profesör. Yunan Merkez Bankası Başkanı 2008-2014.

Franklin Delano Raines Amerikalı banker, maliyeci ve kamu görevlisi. Nixon ve Carter dönemlerinde Beyaz Saray'da görev aldı. Yatırım şirketi Lazard Freres'in sınırsız sorumlu ortağı 1980-1991. ABD Yönetim ve Bütçe Dairesi'ni yönetti 1996-1998. Fannie Mae'nin CEO'su 1999-2004. Muhasebe kayıtlarındaki düzensizliklerle ilgili iddialar nedeniyle 2004'te istifa etti.

Mariano Rajoy İspanyol politikacı (Halk Partisi). 2011 sonlarından itibaren İspanya başbakanı.

Basil Ramsey Knoxville merkezli Holston-Union National Bank ve Holston Trust Company'nin başkanı, 1930 bankacılık krizine bulaştı. Eyalet otoban fonlarını başka borçların ödenmesinde kullandığı için hakkında dava açıldı.

Sam Rayburn Amerikalı politikacı. ABD Temsilciler Meclis üyesi (Demokrat Parti, Teksas) 1913-1961. Üç kez Meclis sözcüsü 1940-1947, 1949-1953, 1955-1961.

Ronald Reagan ABD kırkıncı başkanı 1981-1989.

John Reed 1998 yılında Travelers Group'la birleşmesi sırasında Citigroup yönetim kurulu başkanı ve CEO'su.

Olli Rehn Finlandiyalı politikacı (Merkez Partisi). Avrupa ekonomik ve mali işler komisyonu üyesi 2010-2014.

Paul Reynaud Fransız hukukçu, istatistikçi, maliye bakanı. Milletvekili olarak, 1934'te para biriminin devalüasyonu ve reflasyonu savundu.

David Ricardo Britanyalı ekonomi-politika kuramcısı 1772-1823. Finans spekülâtörü, ekonomi kuramcısı ve Parlamento üyesi.

Mathew Ridley Gazeteci, liberal felsefeci ve popüler bilim yazarı, 2008’de Northern Rock yönetim kurulu başkanlığını yaptı.

Charles Rist Fransız ekonomist, Montpellier ve Paris’te ekonomi ve hukuk profesörü, altın ve deflasyon üzerine yazılarıyla tanındı. 1926’dan sonra Bank of France başkan yardımcısı, Long Island’da 1927 yılında yapılan merkez bankası yöneticileri toplantısına katıldı.

Georges Robineau Avukat, gazeteci ve banka müfettişi. Raymond Poincaré’nin çocukluk arkadaşı. Bank of France Başkanı 1920-1926.

James Harvey Rogers Ekonomist, Yale Üniversitesi profesörü ve FDR’nin mali danışmanı. Altın standartını eleştirdi ve kontrollü enflasyonu savundu.

Will Rogers Amerikalı mizah yazarı ve toplumsal sorunlar üzerine konuşan yorumcu. 1920’li yıllarda büyük bölümünü uçakla gerçekleştirdiği ülke çapında bir konuşma turu gerçekleştirdi.

Christina Romer Ekonomist, Berkeley, California Üniversitesi’nde profesör, Büyük Bunalım tarihi okudu; Başkan Barack Obama’nın Ekonomi Danışmanları Konseyi başkanı.

Mitt Romney Amerikalı işadamı ve politikacı (Cumhuriyetçi Parti). 2012 Başkan adayı, Barack Obama’ya kaybetti.

Franklin Delano Roosevelt ABD’in otuz ikinci başkanı 1933-1945.

Nouriel Roubini Ekonomist ve New York Üniversitesi profesörü, yüksek risk faizli ipotek kredileri ve Büyük Durgunluk’tan önce doların çöküşüne işaret etti.

Robert Rubin Goldman Sachs’ın ortağı. Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü (1993-1995) ve Clinton hükümetinde maliye bakanı (1995-1999). 1999’da bu görevi bırakarak Citigroup yönetim kuruluna geçti.

Jacques Rueff Fransız ekonomist ve Bank of France yetkilisi. Serbest piyasa taraftarı ve Mont Pelerin Society üyesi. Altın standartını ve Avrupa bütünleşmesini savundu.

Paul Ryan Amerikalı politikacı. Ekonomi ve siyaset bilimi konularında uzmanlık eğitimi aldığı Ohio’daki Miami Üniversitesi mezunu. 1999’dan sonra ABD Temsilciler Meclisi üyesi (Cumhuriyetçi Parti, Wisconsin). 2007’den sonra Meclis Bütçe Kümüşyonu kıdemli üyesi ve 2011’den sonra da başkanı.

Frederic Sackett Amerikalı avukat ve işadamı. Senatör (Cumhuriyetçi Parti, Kentucky) 1925-1930 ve ABD'nin Almanya büyükelçisi 1930-1933.

Paul Samuelson Ekonomist, MIT'de profesör, Nobel Ödülü sahibi (1970) ve ekonomi ve finans kuramcısı.

Nicolas Sarkozy Fransız politikacı. Fransız Halk Hareketi Cephesi (UMP) lideri. Fransa Cumhurbaşkanı 2007-2012.

Robert Schmidt Alman politikacı (Sosyal Demokrat), gazeteci ve 1921-22'de ekonomi bakanlığı yapan piyano imalatçısı.

Eric Schneiderman Amerikalı avukat ve kamu görevlisi. 2011'den başlayarak altmış beşinci New York başsavcısı; 2008'de bu sıfatla JPMorgan hakkında, satın aldığı Bear Stearns şubeleri üzerinden yatırımcılara hileli menkul satışı yaptığı gerekçesiyle dava açtı.

Gerhard Schröder Alman politikacı (Sosyal Demokrat). Almanya Şansölyesi 1998-2005. Hareketli gençlik günleri ve iş piyasası reformlarıyla biliniyor.

Alan Schwartz 1976'dan beri çalıştığı Bear Stearns'ın son başkan ve CEO'su.

Anna Schwartz Ekonomist. Milton Friedman'la birlikte Büyük Bunalım'a dair günümüz fikirlerini güçlü bir biçimde şekillendiren Monetary History of United States'in yazarı.

Robert Shiller Ekonomist, Yale Üniversitesi'nde profesör, Nobel Ödülü sahibi (2013) ve gayrimenkul ve finans piyasaları tarihçisi. Konut piyasasında bir şişmenin olası varlığına 2007'den önce işaret etmesiyle ünlü.

Allen Sinai Data Resources 1971-1983, Lehman Brothers 1983-1996 ve 1996'dan sonra da kendi kurduğu Decision Economics'in ekonomisti.

Saul Singer Rus-Amerikan giyim işçisi; Cloak, Suit and Shirt Manufacturers' Protective Association'ın başkanı, girişimci ve emlak yapsatçısı. 1930 bankacılık krizinde iflas eden Bank of United States'in başkan yardımcısı.

Alfred P. Sloan Elektrik mühendisi ve 1923'ten başkanı olarak emekli olduğu 1956'ya kadar General Motors'u yöneten firma yöneticisi.

Reed Smoot ABD'li senatör (Cumhuriyetçi Parti, Utah) 1903-1933. 1930 tarihli Smoot-Hawley Gümrük Vergisi Yasası'nın iki hazırlayıcısından biri. 1932 seçimlerinde yeniden aday olduysa da seçilemedi.

Gene Sperling Avukat, faal bir Demokrat Parti üyesi, kamu görevlisi. Başkan Bill Clinton (1996-2001) ve Başkan Barack Obama (2011-2014) yönetimlerinde Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü. 1999'da Glass-Steagall Yasası'nı yürürlükten kaldıran Gramm-Leach Bliley Yasası'nın müzakerelerine katkıda bulundu.

Eliot Spitzer Avukat, kamu görevlisi ve politik yorumcu. New York Eyalet Başsavcısı 1999-2006; Finans-sanayi kuruluşlarının yürütülmesinde 1921 tarihli Martin Yasası'na başvurdu.

Jürgen Stark Alman ekonomist. Avrupa Merkez Bankası Yürütme Kurulu üyesi 2006-2011. ECB'nin kriz yönetim politikalarına yönelik muhalefet üzerine istifa etti.

Cornelius Vander Starr Daha sonra AIG adını alan American Asiatic Underwrites'ın kurucusu.

Henry Steagall ABD temsilciler Meclisi üyesi (Demokrat Parti, Alabama) 1915-1943. Meclis Bankacılık Komisyonu Başkanı ve altın standartı teminat şartlarını gevşeten (1932) ve ticari bankacılığı yatırım bankacılığından ayıran (1933) Glass-Steagall Yasası'nın iki hazırlayıcısından biri.

Joseph Stiglitz Ekonomist, Columbia Üniversitesi profesörü ve Nobel Ödülü sahibi (2001). 2009'da banka ulusallaştırmalarını savundu.

Henry Stimson Amerikalı avukat ve kamu görevlisi. Herbert Hoover döneminde dışişleri bakanı 1929-1933. I. ve II. Dünya Savaşları'nda savaş bakanı.

Hugo Stinnes Rhineland ve Westphalia bölgelerinde yatırımları olan Alman işadamı-sanayici, gazete yayımcısı ve politikacı. 1920'de Alman sanayiinin sözcülüğünü yaptığı Reichstag'a seçildi.

Dominique Strauss-Kahn Fransız ekonomist, hukukçu ve politikacı (Sosyalist Parti). Sciences-Po'da ekonomi profesörü ve Lionel Jospin hükümetinin Ekonomi ve Finans Bakanı 1997-1999. Cinsel taciz suçlamaları üzerine istifa edinceye kadar Uluslararası Para Fonu yönetici müdürü 2007-2011.

Benjamin Strong 1907 finans krizi döneminde New York Bankers Trust Company başkan yardımcısı. ABD Merkez Bankası'nın biçimlenmesine katkısı olan Aldrich Planı'nın taslak çalışmalarına katıldı. New York Merkez Bankası'nın kurucu başkanı, 1928'deki ölümüne kadar bu görevde kaldı.

Lawrence Summer Ekonomist. Harvard Üniversitesi profesörü ve rektörü. Clinton yönetiminin maliye bakan yardımcısı (1995-1999) ve maliye bakanı (1999-2001). Obama yönetimi Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü (2009-10).

David Swenson ekonomist, Yale Üniversitesi mezunu ve aynı üniversitenin vakıf yöneticisi. Alternatif yatırım stratejileri öncüsü.

Korekiyo Takahashi Japonya'nın Rusya'yla girdiği 1904-05 savaşının finansmanında kullanılan borçları bitiren Japon devlet adamı. Japonya'nın altın standartını terkettiği 1931 yılının izleyen ve saldırgan bir genişleme politikası izlediği dönem de dahil olmak üzere beş kez başbakan.

Jean-Claude Tannery Bank of France başkanı 1935-36. Léon Blum hükümetinin iktidarda olduğu 1936 yılında izlediği deflasyon politikaları nedeniyle görevden alındı.

André Tardieu Fransız gazete editörü ve politikacı (Merkez-Sağ Demokrat-Cumhuriyetçi İttifak) Üç kez başbakan 1929-30, 1930 ve 1932. 1932'de kurduğu hükümet, Oustric bankacılık skandalı nedeniyle düştü.

Frederick Winslow Taylor On dokuzuncu yüzyıl sonları ile yirminci yüzyıl başlarında bilimsel yönetim uygulamalarına öncülük eden Amerikalı makine mühendisi.

John Taylor Ekonomist, Stanford Üniversitesi profesörü, George W. Bush hükümetinde görev aldı 2001-2005. Faiz oranının merkez bankaları tarafından ayarlanmasını öngören Taylor Kuralı ile tanınır.

Margaret Thatcher Britanyalı politikacı (Muhafazakar Parti). 1979-1990 yılları arasındaki başbakanlığı sırasında serbest piyasa yönelimleri ve finansal liberalleşme politikalarıyla tanındı.

Elmer Thomas ABD'li senatör (Demokrat Parti, Oklahoma) 1927-1951. Büyük Bunalım sırasında gümüş para ve reflasyonu savundu. Daha sonra Tarımsal Düzenleme Yasası (Agricultural Adjustment Act, 1933) olarak kabul edilen yasa tasarısında yaptığı Thomas Yasa Değişikliği, başkana doların altın içeriğini yüzde 50'ye kadar düşürme yetkisi sağladı.

Patrick Toomey Amerikalı politikacı. Chemical Bank ve Morgan, Greenfell & Co.'nun döviz alım satımcısı. ABD Temsilciler Meclisi (Cumhuriyetçi Parti, Pennsylvania) 1999-2005 ve Senato üyesi (2011'den bu yana). 2011'de atanan Bütçe Açığı Azaltma 'Süper Komisyon'unun on iki üyesinden biri.

Fabrice Tourre Abacus anlaşmasına adı karışan Goldman Sachs borsa simsarı. 2010'da Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hileli menkul suçlamasıyla mahkemeye verildi.

Melvyn Traylor 1932 Central Republic Trust krizi döneminde Chicago First National Trust and Saving Bank'ın başkanı. Uluslararası Ödemeler Bankası'nın oluşumuyla sonuçlanan (Bank for International Settlements) 1930 konferansında ABD heyeti üyesi.

Jean-Claude Trichet Fransız devlet memuru ve Avrupa Birliği yetkilisi. Bank of France Başkanı (1993-2003) ve Avrupa Merkez Bankası başkanı (2003-2011).

Harry Truman ABD otuz üçüncü başkanı 1945-1953.

Rexford Tugwell Tarım ekonomisi uzmanı, Columbia Üniversitesi profesörü ve FDR'nin beyin takımı kurucu üyesi. Planlı ekonomi taraftarı. Tarımsal Düzenleme İdaresi gibi New Deal girişimlerinde yer aldı.

Arthur Vandenberg ABD'li senatör (Cumhuriyetçi Parti, Michigan) 1928-1951, kararlı bir New Deal muhalifi.

Frank Vanderlip Amerikalı banker ve kamu görevlisi. Maliye bakan yardımcısı 1897-1901, bu dönemde National City Bank'tan hükümete 200 milyon dolarlık bir kredi anlaşmasının müzakere edilip sonuca bağlanmasına katkıda bulundu. Bugünkü Citibank'ın öncüsü National City Bank'ın başkan yardımcısı ve başkanı, 1909-1919. ABD Merkez Bankası'nı biçimlendiren Aldrich Planı'nın taslak çalışmalarında yer aldı.

Chris Van Hollen Temsilciler Meclisi üyesi (Demokrat Parti, Maryland), 2003'ten bu yana. 2010'dan bu yana Demokrat Parti'den Meclis Bütçe Komisyonu kıdemli üyesi. 2011'de atanan Bütçe Açığı Azaltma 'Süper Komisyon'unun on iki üyesinden biri.

Herman Verwilt Belçikalı ekonomist, banker ve politikacı. Belçika merkezli finans grubu Fortis'in 2008'deki geçici CEO'su.

Gérard Vissering Hollandalı banker. De Nederlandsche Bank'ın (Hollanda Merkez Bankası) başkanı 1912-1931. Sterlinin değerindeki düşme nedeniyle merkez bankasının uğradığı zarardan dolayı suçlanması istifasıyla sonuçlandı.

Paul Volcker Amerikalı kamu görevlisi. Merkez Bankası Kurulu Başkanı 1979-1987, Glass-Steagall Yasası'nın zayıflatılmasına itiraz etti. Bankaların öz-sermaye ile ticaret yapmasının sınırlandırılması önerisi Başkan Obama tarafından 2008-09 finans krizi sonrasında kabul gördü.

Paul von Hindenburg Alman asker-devlet adamı. Almanya Cumhurbaşkanı 1925-1934, 1033'te Hitler'i başbakanlığa atadı.

Robert Wagner ABD'li senatör (Demokrat Parti, New York) 1927-1949. New Deal destekçisi ve işçi hakları savunucusu.

Henry A. Wallace Çiftçi, melez tohum geliştiricisi ve FDR'nin ilk tarım bakanı (1933-1940). Daha sonra başkan yardımcılığı (1941-1945) ve ticaret bakanlığı (1945-46) yaptı ve 1948'de İlerlemeci Parti başkan adayı oldu.

Jamer Warburg Amerikalı banker. Paul Warburg'un oğlu. FDR'nin mali danışmanı. 1933 Dünya Ekonomi Konferansı'nda ABD heyeti üyesi. En son, New Deal'ın lafını esirgemeyen bir muhalifi.

Paul Warburg Alman-Amerikalı maliyeci. Merkez Bankası Yasası'nın biçimlenmesine yardım eden Aldrich Planı'nın taslak çalışmalarında yer aldı. Merkez Bankası Kurulu'nun üyesi ve daha sonra da başkanı 1914-1918.

Elizabeth Warren Harvard Üniversitesi hukuk profesörü, tüketici mali haklarının kararlı savunucusu, 2013'ten bu yana Senatör (Demokrat Parti, Massachusetts).

George Warren Cornell Üniversitesi'nde tarım ekonomisi profesörü ve New York Eyalet Valisi Franklin Roosevelt'in danışmanı. Roosevelt yönetiminin ilk yıllarında altın fiyatını yükselterek emtia fiyat seviyesinin yukarı çekilmesi politikalarını savundu.

Sanford Weill Amerikalı banker, maliyeci. 1995'ten 2003'e kadar Travelers Group'un ve ardından Citicorp'un CEO'su. Citigroup ve Travelers Insurance Group'un birleşmesine katkıda bulundu. Glass-Steagall Yasası'nın son kalıntıların da temizlenmesinin yorulmaz savunucusu.

Knut Wicksell İsveçli ekonomist, Lund Üniversitesi hukuk ve ekonomi profesörü 1889-1926 ve İsveç hükümet danışmanı. Fiyat istikrarının döviz kuru istikrarına karşısında öncelikli olması gerektiği tezini savundu.

Albert Wiggin Amerikalı banker. Chase National Bank'ın 1911'den itibaren Başkanı ve 1918'den sonraki yönetim kurulu başkanı. Pecora Komisyonu, 1929'da kendi bankasındaki hisselerini, fiyatlarının düşeceği beklentisiyle sattığını ortaya çıkardı.

Robert Willumstad Citigroup ile Travelers Insurance arasında 1998'de gerçekleşen şirket birleşmesini düzenlemek için Stanford Weill'le birlikte çalışan Citigroup üst düzey yöneticisi. American International Group'un Yönetim Kurulu Başkanı (2006'dan itibaren) ve CEO'su (Temmuz 2008'den sonra). İstifası, AIG kurtarma operasyonunun şartlarından biriydi.

M. L. Wilson Tarım ekonomisti, Montana State College profesörü, ardından Tarım bakanlığı müsteşar yardımcısı ve müsteşarı 1937-1940. 1920'li yıllarda tarımsal üretimi sınırlamaya yönelik tarım arazisi tahsisat planıyla tanınıyor.

Woodrow Wilson ABD yirmi sekizinci başkanı 1913-1921.

William Woodin İşadamı-sanayici, müzisyen ve para koleksiyoneri. New York Merkez Bankası Direktörü 1927-1932. Cumhuriyetçi Parti'yle ilişkili olmasına rağmen Franklin Roosevelt'in 1932 seçim kampanyasına yardım etti. Maliye Bakanı 1933.

Janet Yellen Amerikalı ekonomist; Berkeley, California Üniversitesi profesörü; Merkez Bankası Kurulu başkan yardımcısı (2010-2014) ve başkanı (2014'ten sonra).

Owen D. Young Amerikalı avukat ve işadamı. General Electric Corp.'un Yönetim Kurulu Başkanı, 1924 ve 1929'da Alman savaş tazminatını yeniden yapılandıran Dawes ve Young Planı'nı hazırladı, New York Merkez Bankası'nın direktörü ve ardından yönetim kurulu başkanı 1923-1940

UC Berkeley’de Büyük Bunalım üzerine ilk kez 19 Ekim 1987’de ders verdim. Hafızası bu denli geriye gidebilenlerin anımsayacağı gibi, Internet öncesi bir tarihtir bu. Cal’daki (California Üniversitesi) ilk sömestrim olduğu için, o sabah, 1929 Büyük Çöküş’üne odaklanan dersin ince ayarları, ya da daha kesin bir ifadeyle, genel hatlarının anlatımıyla geçti. Biz sınıftan çıkarken, yeni meslektaşım ve benimle aynı dersi veren Jan deVries, “Güzel bir ders oldu,” yorumunu yaptı, “Peki Dow Jones’un bugün 508 puan düştüğünü duydun mu?” 1987 ölçülerine göre yüzde 23 anlamına geliyordu bu, yani borsa tarihinin bir gün içindeki en büyük düşüşü, halen kırılmamış bir rekor (insanın yazmaya eli varmıyor). 28 Ekim 1929, benim ders konularımdan biri, yüzde 13’le artık açık ara ikinci sıraya düşmüştü.

Bunu izleyen gelişmeler –Alan Greenspan isimli yepyeni bir başkan tarafından yönetilen Merkez Bankası’nın süratli ve yeterli likidite tedariki-, ciddi bir ekonomik durgunluğun bertaraf edilmesinde başarılı oldu ve gerçekten de herhangi bir büyük ekonomik yavaşlamayı önledi. Bu durum, benim derslerimin merkezi ilkesini doğrular gibi görünüyordu; Başkan Greenspan gibilerinin daha önceki tarihsel dönemlerden çıkardığı dersler sayesinde, artık Büyük Bunalım’a yakından uzaktan benzeyen bir kriz olası değildir. Ekonominin yirminci yüzyıl boyunca yaşadığı değişimler, örneğin göreceli olarak inişli çıkışlı özellikler gösteren imalat sanayiinden daha istikrarlı hizmet sektörüne geçiş gibi, devletin genişlemesi ve bütçe istikrarını sağlayan otomatik mekanizmalarının gelişmesi gibi ve hiç kuşkusuz finans yönetimindeki ilerlemeler gibi diğer değişimler sayesinde de artık Büyük Bunalım’ı andıran bir kriz mümkün olamazdı.

2008-09’da yaşanan Büyük Durgunluk ise, kuşaklar boyu öğrencilere anlatılan bu geleneksel aklın hem doğru hem de yanlış olduğuna dair gecikmiş bir hatırlatmadır. Merkez bankası yöneticilerinin bir finansal sıkıntıya nasıl yanıt verileceği konusunda tarihten, kendilerine 1987 borsa çöküntüsünün ardından bir ekonomik durgunluğu önleme olanağı veren bir ders çıkarmış olmaları anlamında doğrudur. Ama, ekonominin yaşadığı diğer değişimlerin, nedenleri borsa iniş çıkışlarından çok daha fazlasına yol açan Büyük Bunalım benzeri bir olay riskini, aslında ortadan kaldırmamış olduğu konusunda da yanıltıcı. Sözü edilen akıl, finans piyasaları ve kuruluşlarının mali düzenlemelerde daha önce yapılmış değişikliklere nasıl yanıt verdiğini gözden kaçırıyordu. Yatırımcıların, mühendisliği diğerlerinin yanı sıra bizzat Alan Greenspan tarafından yapılmış uzun ekonomik istikrar dönemine nasıl uyum gösterdiğine bakmıyordu. Ekonomi-politikayı belirleyenlerin, finans piyasalarına acil likidite enjeksiyonu yapmış olsalar bile, yıkıcı bir ekonomik ve mali olay riskini artıran başka adımlar da atabilme ihtimaline aldırılmıyordu. En önemlisi de, kilit önemdeki kararların ekonominin mantığından çok politik mülahazalarla alınması eğilimini gözden kaçırarak, politikanın önceliğini ihmal ediyordu –hiç kuşkusuz şimdi daha iyi anımsanacak olan bir Büyük Bunalım dersi. Aradan geçen yıllarda yaşadıklarımız bizi, toplu olarak, Büyük Bunalım’ın artık bir tarih olarak düşünülmesi gerektirdiğine inandırdı. Yaşanan son tecrübelerse bu tarihin halen çok canlı olduğuna dair bir uyarıdır.

Bu kitap da, yine, öyle ya da böyle, bir tarihtir. Çok uzun yıllardır yazmaktayım. Buradaki yaklaşım, ABD ve Avrupa'ya, Büyük Bunalım ve yakın tarihteki krizlerin merkezileştiği gelişmiş ekonomilere eşit derecede odaklanması açısından, esas olarak Avrupa'ya yoğunlaşan 1992 tarihli kitabımdan farklı. Kurumlar kadar fikirlerin taşıyıcısı ve karar merkezleri olarak bireylere de dikkat çekmesi açısından farklı. En belirgin olarak da, Büyük Bunalım'a dair sözü edilen o damıtılmış aklın Büyük Durgunluk'la ilgili algılarımızı ve ona verdiğimiz yanıtı nasıl şekillendirdiğini ve Büyük Durgunluk tecrübelerimizin de, aynı derecede, Büyük Bunalım'a dair düşüncelerimizi nasıl yeniden biçimlendireceğini izah ederek, 1929-1933 ile 2008-09 arasındaki paralelliklere ve yeri geldiğinde de farklılıklara vurgu yapması açısından farklıdır.

Bir kitap üretmek, her yazarın bildiği gibi, kolektif bir çalışma gerektirir ve ben de bu kitabın üretimine katkıda bulunmuş olan herkese derin bir biçimde müteşekkirim. Düşüncelerim, uzun yıllar boyunca son sınıflara birlikte ekonomi tarihi dersi verdiğimiz Berkeley'deki meslektaşlarım, Jan deVries, Christina Romer ve Brad deLong'e çok şey borçludur. Büyük Bunalım'ın çeşitli boyutları konusunda kendileriyle yazmış olduğum meslektaşlarıma da çok şey borçluyum: Oliver Accominotti, Müge Adalet, Miguel Almuna, Michael Bordo, Alec Cairncross, Marc Flandreau, Richard Grossman, Tim Hatton, Doug Irwin, Kris Mitchener, Kevin O'Rourke, Richard Portes, Gisela Rua, Jeffrey Sachs, Peter Temin ve Charles Wyplosz. Bu işbirliklerinin bir kısmının tarihi otuz beş yıl geriye gider, diğer bir kısmı ise henüz yayınlanmamış olacak kadar yenidir. Bu yazarlardan bazıları daha büyük ve daha iyi konularla devam etti, benim de içinde olduğum diğerleri ise Büyük Bunalım'a yapışıp kaldı. Tümü de düşüncelerim üzerinde büyük izler bırakmıştır.

El yazması bölümler üzerine yorumları ve kaynak yardımları için Alan Blinder, Paul Blustein, Sigrun Davíðsdóttir, Sebastian Edwards, Price Fishback, Mariko Hatase, Hilmar Hilmarsson, Philip Lane, Ashoka Mody, Kenneth Mouré, Kevin O'Rourke, Jonathan Portes, Richard Portes, Jonathan Rose, Kenneth Snowden, Shinji Takagi ve Eugene White'a müteşekkirim. Büyük Bunalım ve 2008-09 krizinin olumlu bir boyutu varsa, o da zihinleri bu iki dönem ve yol açtığı sorunlarla meşgul bu adanmış bilim adamları grubunu yaratmış olmasıdır. Berkeley'den Erik Johnson, isimleri, tarihleri, olayları, rakamları kontrol ederek ve en önemlisi yorumlarıma meydan okuyarak olmazsa olmaz bir yardım sağladı; buna rağmen kalan bütün hatalar, hiç tartışmasız bana aittir, ona ya da bir başkasına değil. Editörlerim bana istisnai bir redaktör sözü verdi ve Thomas Finnegan ile bu sözlerinde durdular. Yine Berkeley'den çok kıymetli bir isim, Cheryl Applewood, bir yandan büro çalışmalarının ve akıl sağlığımın iyi kötü işlerliğini sağlarken bir yandan da düzelti işlerine yardımını esirgemedi.

Oxford Üniversitesi Yayınları'ndaki eşsiz editörüm Dave McBride ve aynı derecede eşsiz temsilcim Andrew Wylie'nin içerik ve biçime dair rehberliklerinden çok yararlandım. Bu kitap üçümüzün birlikte gerçekleştirdiği ilk çalışma değildi, umarım sonuncusu da olmayacak.

Bu kitabı da Michell'e ithaf ediyorum.

Berkeley

Nisan 2014.

DİZİN

A

ABD hazine bonoları, 26, 98, 99
ABD Merkez Bankası, 23, 25, 26, 28,
36, 55, 60, 67, 75, 78, 94, 95, 96,
99, 130, 137, 167, 168, 306, 341,
371, 408, 450, 457, 462, 467, 477,
479, 482, 484, 485, 487, 492, 494
ACA Financial Guaranty Group, 203
Act, 1992 6, 7, 12, 75, 77, 79, 80, 87, 92,
177, 268, 269, 285, 287, 295, 317,
336, 387, 493
Adenauer, Konrad 105, 471
Agricultural Adjustment Act 268, 285,
493
ahlaki tehlike 6, 9, 211, 212, 224, 344,
466
AIG Financial Products, 240, 241, 384,
385, 464, 474
aktif destekli ticari senet 206, 218, 220
Aldrich, Nelson W. 188, 189, 471, 492,
494, 495
Aldrich, Winthrop 188, 189, 471, 492,
494, 495
Alman savaş tazminatları, 476, 487
Alman Sosyal Demokrat Partisi 44
altın standardı 14, 19, 43, 44, 52, 54, 130,
158, 177, 180, 189, 266, 268, 275,
277, 303, 304, 309, 313, 334, 464,
473, 476, 481, 486, 492
American International Group, 199,
231, 240, 479, 483, 495
American International Group (AIG),
199, 231, 240, 479, 483, 495
American Recovery and Reinvestment
Act 7
Angelides, Phil 93, 101, 471
Anglo Irish Bank 429
Anthony, James, Manley-Anthony
bankaları 35, 39, 40, 144, 471,
484
Applegarth, Adam 4, 207, 208, 209, 212,
471
Archibald, Robert 140, 154
Atlanta Merkez Bankası 146, 154
Aupetit, Albert 49, 471
Auriol, Vincent 333, 334, 471
Austrian Credit Institution for Trade
and Industry. 161
Austrian National Bank 171

Avrupa Birliği (AB) 11, 12, 13, 84, 106,
107, 302, 407, 412, 413, 421, 423,
424, 426, 427, 432, 433, 446, 451,
452, 454, 455, 476, 494
Avrupa bütünleşmesi, 104, 105, 473,
477, 482
Avrupa'da, 8, 12, 13, 37, 43, 58, 61, 64,
109, 110, 113, 114, 117, 283, 330,
341, 394, 408, 410, 426, 431, 464,
467
Avrupa Ekonomik Topluluğu 105, 116
Avrupa İstikrar Mekanizması 435, 450,
458
Avrupa Komisyonu 105, 416, 417, 418,
423, 427, 432, 433, 434, 472, 489
Avrupa Merkez Bankaları Sistemi 47,
417
Avrupa Merkez Bankası (ECB) 4, 8, 9,
13, 14, 50, 116, 125, 158, 168, 170,
205, 206, 210, 211, 215, 219, 251,
258, 261, 271, 301, 341, 408, 417,
419, 421, 423, 425, 426, 427, 431,
432, 445, 446, 447, 448, 449, 450,
451, 453, 472, 476, 492, 494
Avusturya 59, 64, 125, 126, 161, 162,
163, 164, 165, 168, 171, 173, 174,
180, 196, 261, 313, 331, 420, 464,
474, 477, 489
Axelrod, David 396, 399, 471

B

Babson Kırılması 122
Babson, Roger 121, 122, 471
Bair, Sheila 101, 347, 349, 386, 471
Ballantine, Arthur 189, 190, 191, 280,
471
balon 34, 41, 42, 86, 393, 466
bankacılık krizi, 75, 147, 148, 181, 206,
210, 293, 383, 431, 435, 437, 460,
478
banka iflasları, 36, 136 2, 76, 180
bankalar 3, 5, 7, 12, 13, 31, 35, 39, 46, 62,
63, 69, 70, 76, 77, 80, 81, 82, 83,
84, 85, 87, 90, 106, 111, 112, 113,
114, 128, 138, 144, 146, 150, 159,
166, 168, 169, 170, 174, 177, 179,
180, 181, 182, 184, 186, 188, 189,
190, 193, 198, 199, 201, 203, 204,
205, 206, 207, 215, 219, 222, 234,

- 236, 241, 243, 245, 246, 247, 252,
256, 265, 270, 274, 279, 281, 290,
292, 323, 324, 331, 343, 346, 347,
355, 356, 381, 382, 385, 386, 387,
388, 394, 399, 420, 428, 429, 446,
447, 463, 464, 468
- bankalar, Avrupa 3, 5, 7, 12, 13, 31, 35,
39, 46, 62, 63, 69, 70, 76, 77, 80,
81, 82, 83, 84, 85, 87, 90, 106, 111,
112, 113, 114, 128, 138, 144, 146,
150, 159, 166, 168, 169, 170, 174,
177, 179, 180, 181, 182, 184, 186,
188, 189, 190, 193, 198, 199, 201,
203, 204, 205, 206, 207, 215, 219,
222, 234, 236, 241, 243, 245, 246,
247, 252, 256, 265, 270, 274, 279,
281, 290, 292, 323, 324, 331, 343,
346, 347, 355, 356, 381, 382, 385,
386, 387, 388, 394, 399, 420, 428,
429, 446, 447, 463, 464, 468
- banka sermayelerinin yapısını yeniden
düzenlemek, 347
- Bankers Trust Company 24, 484, 489,
492
- Bank of America 101, 150, 214, 232,
233, 234, 235, 238, 246, 350, 354,
356, 357, 383, 388, 483
- Bank of England 24, 25, 26, 27, 37, 42,
52, 53, 68, 71, 125, 126, 128, 130,
136, 155, 157, 164, 167, 168, 169,
173, 174, 175, 177, 178, 189, 209,
210, 211, 212, 216, 244, 251, 259,
302, 308, 309, 310, 311, 339, 369,
472, 482, 486
- Bank of Tennessee 143, 144, 145, 147,
154, 481
- Banque Adam 129, 134, 156, 157, 487
- Banque Générale 27
- Barroso, José Manuel 434
- Basel Accord (Basel Uzlaşısı) 5, 384
- Beard, Charle 270, 281
- Bear Stearn 200
- Bear Stearns, 217 6, 83, 188, 189, 191,
194, 196, 200, 201, 202, 205, 214,
215, 221, 224, 225, 226, 227, 228,
229, 230, 231, 232, 233, 234, 235,
237, 238, 244, 245, 250, 252, 305,
356, 383, 430, 474, 476, 488, 491
- Bent, Bruce II 76, 158, 227, 242, 249,
287, 472
- Bent, Bruce Sr. 76, 158, 227, 242, 249,
287, 472
- Berkshire Hathaway 244, 347, 473
- Bernanke, Ben 1, 6, 9, 70, 94, 95, 96, 97,
99, 102, 112, 113, 131, 137, 168,
197, 198, 205, 211, 213, 214, 219,
221, 222, 227, 228, 231, 234, 238,
246, 247, 248, 300, 311, 325, 341,
344, 345, 346, 347, 349, 351, 367,
368, 376, 404, 406, 411, 472
- Bernstein, Jared 358, 399, 472
- Better Business Bureau 35
- Bevan, Gerald Lee 126, 127, 133, 134,
472
- Beyin Takımı, 266, 267, 285, 287, 319,
338, 472, 475, 479, 494
- Bini Smaghi, Lorenzo 445, 472
- Birleşik Krallık 4, 8, 26, 44, 153, 180,
183, 208, 209, 238, 254, 255, 256,
258, 260, 261, 262, 269, 283, 301,
304, 312, 335, 354, 392, 410, 412,
441, 442, 443, 444, 456, 472, 474,
488
- Black, Hugo 288, 472
- Blair, Tony 110, 211, 442, 472, 473
- Bloc national 45, 47, 48, 51
- Blum, Léon 51, 319, 320, 332, 333, 334,
335, 337, 338, 472, 493
- Boehner, John 358, 400, 472
- borç tavanları, ABD, 401
- Born, Brooksley, 80, 473
- Borsa, ABD 12, 20, 42, 56, 68, 72, 75, 76,
78, 80, 83, 90, 121, 122, 123, 124,
125, 126, 128, 130, 131, 135, 136,
151, 156, 205, 226, 233, 260, 266,
295, 296, 312, 384, 387, 471, 477,
481, 489, 493, 497
- Brandeis, Loui 267, 268, 279, 295, 473,
478
- Brandt, Willy 105, 473
- Briand, Aristide 56, 315, 473
- Britanya. 23, 136, 311

Broderick, Joseph A. 149, 154, 473
 Brown, Gordon 76, 78, 174, 260, 269,
 282, 283, 389, 392, 410, 411, 412,
 421, 441, 442, 473, 475
 Brown, Harry 76, 78, 174, 260, 269, 282,
 283, 389, 392, 410, 411, 412, 421,
 441, 442, 473, 475
 Brown, Scott 76, 78, 174, 260, 269, 282,
 283, 389, 392, 410, 411, 412, 421,
 441, 442, 473, 475
 Brüning, Heinrich 2, 160, 165, 166, 168,
 171, 331, 332, 473
 Bryan, William Jennings 30, 58, 59, 75,
 184, 275, 280, 473
 Buffett, Warren 245
 Buresch, Karl 164, 474
 Bush, George H.W. 8, 92, 94, 98, 220,
 246, 248, 296, 342, 350, 390, 402,
 474, 488, 493
 Bush, George W. 8, 92, 94, 98, 220, 246,
 248, 296, 342, 350, 390, 402, 474,
 488, 493
 bütçe, 2, 7, 8, 10, 11, 16, 47, 48, 49, 50,
 52, 82, 93, 98, 99, 106, 108, 109,
 112, 113, 159, 160, 161, 176, 177,
 180, 223, 268, 272, 273, 282, 285,
 301, 302, 303, 304, 307, 308, 310,
 314, 315, 321, 322, 328, 329, 332,
 335, 339, 340, 341, 342, 357, 359,
 361, 363, 364, 370, 371, 382, 393,
 394, 395, 396, 397, 398, 399, 400,
 401, 402, 405, 406, 407, 412, 413,
 414, 415, 416, 417, 418, 424, 425,
 426, 427, 428, 431, 439, 440, 441,
 442, 443, 444, 449, 451, 452, 453,
 454, 456, 457, 458, 465, 466, 467,
 476, 481, 484, 487, 488, 489, 490,
 493, 494, 497
 bütçe açığı, hükümet 11, 47, 108, 177,
 302, 310, 314, 370, 371, 393, 396,
 397, 398, 401, 402, 413, 415, 416,
 425, 431, 439, 451, 493, 494
 bütçe açıkları, 7, 10, 47, 112, 113, 272,
 273, 304, 321, 328, 396, 398, 413,
 454, 465, 481
 bütçe konsolidasyonu 341, 442, 443, 449
 Büyük Yatırma, 3, 4, 97, 198, 461

C

Calder, William 297, 474
 Caldwell & Company, 148, 151
 Caldwell, Roger 4, 143, 144, 145, 146,
 147, 148, 151, 154, 156, 198, 474,
 481, 483
 Cameron, David 301, 310, 441, 442, 443,
 474, 487
 Cassano, Joseph 240, 241, 242, 474
 Cassel, Gustav 311, 474
 Cayne, Jame 225, 231, 232, 292, 474
 CDO. 199, 240
 CDS. 79, 199
 Center for Responsible Lending 90, 101
 Central Republic Trust 186, 279, 476,
 481
 Cermak, Anton 265, 279, 474
 CFMA. 79
 Chamberlain, Neville 61, 301, 310, 311,
 474
 Chapin, Roy 190, 191, 474
 Charles Ponzi, 18-20, 276, 447 19, 21,
 126, 296, 488
 Chicago 26, 27, 30, 33, 40, 55, 66, 81,
 131, 178, 179, 183, 185, 186, 187,
 188, 189, 192, 227, 265, 279, 280,
 281, 289, 404, 471, 472, 474, 477,
 478, 481, 485, 493
 Chicago Merkez Bankası 55, 185, 192,
 404, 485
 Chicago Plan 280
 Chrysler 33, 41, 190, 327, 390, 474
 Chrysler, Walter 33, 41, 190, 327, 390,
 474
 Churchill, Winston 53, 309, 443, 468,
 475, 480
 Citibank, 77, 78, 81, 349, 354, 494
 Citicorp 78, 227, 495
 Citigroup 79, 100, 196, 211, 214, 244,
 348, 349, 350, 354, 356, 357, 383,
 388, 487, 488, 489, 490, 495
 Clinton, William 79, 82, 92, 110, 347,
 350, 387, 397, 398, 473, 475, 478,
 487, 490, 492
 Commodity Exchange Act 75
 Commodity Futures Modernization Act

(CFMA) 79
Commodity Futures Trading Commission 80, 473
Comstock, William 192, 475
Congressional Budget Office, 300, 328, 463 352, 363, 406, 452
Consumer Financial Protection Bureau 12, 386
Coolidge, Calvin 28, 37, 141, 475, 485
Coral Gables, Florida 29, 30, 34, 35, 39, 471, 484, 485
Coughlin, Peder Charles, 191, 317, 322, 336, 475
Countrywide Credit 73, 74, 81, 90, 91
Countrywide Financial 483
Couzens, William 188, 190, 191, 194, 273, 275, 475
Cowen, Brian 430, 432, 475
Cox, Christopher 226, 246, 276, 475
Cox, Jame 226, 246, 276, 475
Creditanstalt 161, 162, 163, 164, 165, 170, 171, 174, 331, 464, 477
Crissinger, Daniel 54, 475
Cutting, Bronson 268, 475
Çin, Halk Cumhuriyeti 64, 65, 98, 99, 100, 102, 109, 110, 111, 115, 117, 126, 222, 224, 230, 239, 272, 408, 411, 434, 453

D

Daladier, Edouard 319, 329, 337, 475
Danatbank 4, 164, 165, 167, 168, 169, 171, 174, 176
Darling, Alisdair 209, 259, 475
Dautry, Raoul 319, 338, 475
Dawes Brothers, Inc. 186
Dawes, Charles, 40, 42, 46, 52, 56, 59, 60, 61, 62, 65, 71, 171, 183, 185, 186, 187, 190, 191, 194, 198, 229, 279, 280, 291, 476, 481, 496
deflasyon tehlikesi 95, 96, 369, 376
De Grauwe, Paul 281
Dehaene, Jean-Luc, 107, 476
DeMarco, Edward, 380, 476
Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act 77
derecelendirme kuruluşları. 469

Deutsche Bundesbank 105
de Wendel, François 50, 476
Dimon, Jamie 227, 228, 229, 232, 476
Dixie otobanı 22
Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 12
Donaldson, William 80, 476
Donovan, William 239, 438, 439, 476
Douglas, Lewi 139, 272, 273, 281, 476, 477, 484, 487
Doumergue, Gaston 329, 476
Dow Jones Endüstri Endeksi 41, 123
Draghi, Mario 342, 440, 448, 449, 450, 453, 457, 476
Drumm, David 430, 477
DuPont Corporation 286
Durant, Billy 41, 42, 66, 121, 122, 474, 477
Dünya Para ve Ekonomi Konferansı 275

E

ECB. 158, 341, 408
Eccles, Marriner 317, 318, 322, 323, 324, 336, 477
EEA. 310
Eisenhower, Dwight 273, 477
Ekonomi Danışmanları Konseyi 1, 353, 398, 490
Elektrifikasyon 100, 186, 286
Emanuel, Rahm 353, 396, 399, 477
Ender, Otto 163, 164, 477
enflasyon, 7, 8, 23, 28, 43, 44, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 77, 94, 96, 97, 105, 158, 159, 170, 184, 221, 222, 224, 268, 275, 302, 304, 314, 324, 326, 328, 329, 341, 342, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 371, 372, 374, 375, 376, 403, 405, 408, 409, 449, 454, 461, 463, 465
Enron 88, 488
ESF. 243, 317, 336
euro, v, 3, 8, 11, 13, 14, 15, 52, 76, 80, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 114, 115, 116, 157, 158, 204, 219, 253, 256, 257, 258, 261, 301, 330, 370, 407, 408, 410, 412,

413, 415, 417, 418, 420, 421, 423,
424, 425, 426, 427, 428, 429, 431,
432, 434, 435, 436, 439, 440, 441,
442, 443, 445, 447, 448, 450, 451,
452, 453, 454, 455, 457, 466, 467,
482, 485
euro krizi, 158, 466
Exchange Equalisation Account (EEA)
310
Exchange Stabilization Fund 243, 317,
336
Exchange Stabilization Fund (ESF) 243,
317, 336

F

faiz oranları 7, 9, 11, 25, 28, 33, 37, 65,
74, 87, 91, 96, 97, 98, 99, 100, 102,
108, 113, 114, 132, 137, 152, 153,
155, 175, 179, 186, 196, 205, 208,
243, 254, 308, 326, 342, 368, 369,
373, 374, 375, 376, 396, 397, 398,
401, 406, 448, 485
Fama, Eugene, 81, 477
Fannie Mae 93, 99, 103, 229, 292, 343,
390, 476
FDR. 269, 272, 275, 276, 283, 290, 317,
321, 327, 336, 395
Fed. 1, 9, 23, 26, 68, 78, 99, 125, 130,
131, 136, 146, 150, 151, 168, 185,
206, 218, 220, 221, 226, 228, 229,
230, 234, 244, 245, 246, 301, 322,
343, 345, 365, 367, 368, 371, 372,
385, 449
Federal Deposit Insurance Corporation
(FDIC), 77, 198, 229, 363
Federal Open Market Committee 214
Fenwick, Andrew 208, 477
Finansal Kriz Soruşturma Komisyonu,
93, 471
Fischer, Joschka 106
Fisher, Carl 21, 22, 35, 38, 41, 122, 268,
280, 327, 405, 477
Fisher, Irving 21, 22, 35, 38, 41, 122, 268,
280, 327, 405, 477
Fisher, Richard 21, 22, 35, 38, 41, 122,
268, 280, 327, 405, 477
Fitch 257, 258, 415

FitzPatrick, Seán 429, 430, 432, 477
Flagler, Henry 34, 39, 41, 477
Flandin, Pierre-Étienne, 331, 478
FOMC. 96, 237, 345, 366, 367, 402
Ford Company 192
Ford, Edsel 5, 21, 22, 42, 133, 142, 190,
191, 192, 198, 229, 267, 269, 275,
327, 434, 475, 478
Ford, Henry 5, 21, 22, 42, 133, 142, 190,
191, 192, 198, 229, 267, 269, 275,
327, 434, 475, 478
Fortis 112, 251, 252, 261
Frank, Barney, 12, 48, 49, 50, 52, 56,
155, 157, 158, 175, 184, 219, 238,
280, 319, 330, 334, 337, 379, 384,
385, 386, 387, 388, 391, 409, 469,
478, 494
Frankfurter, Felix, 266, 267, 295, 478
Freddie Mac (Federal Home Loan
Mortgage Corporation) 74, 91,
93, 99, 103, 229, 234, 343, 346,
368, 380, 390, 476
Friedman, Milton 2, 72, 131, 133, 134,
143, 153, 154, 182, 193, 198, 205,
206, 211, 232, 288, 317, 324, 336,
369, 421, 460, 461, 470, 478, 491
Frierson, A.P. 146, 478
Fukai, Eigo 307, 478
Fuld, Richard 231, 232, 238, 478

G

Gazi ikramiyeleri, 60, 362
Geithner, Timothy 226, 227, 228, 229,
237, 238, 242, 244, 347, 349, 350,
353, 354, 355, 356, 359, 363, 381,
392, 397, 436, 478
General Electric 60, 142, 186, 194, 243,
287, 386, 496
Gensler, Gary 387, 478
Gialdini, John 129, 479
Gignoux, Claude-Joseph 319, 338, 479
Gilbert, S. Parker 65, 66, 67, 71, 87, 129,
159, 479
Gissurason, Hannes Hólmsteinn 255,
479
Glass, Carter, 12, 75, 78, 79, 87, 113,
133, 184, 194, 208, 227, 279, 281,

290, 291, 292, 293, 323, 350, 379,
383, 384, 388, 391, 479, 482, 492,
494, 495
Glass-Steagall Yasası 290
GM. 42
Goldman Sach 245, 246
Goldschmidt, Jakob 164, 165, 171
gölge bankacılık sistemi 69, 75, 206,
224
Gramm-Leach-Bliley 79, 82, 479
Gramm, Phil 79, 82, 479, 492
Greenberg, Maurice ("Hank") 239, 240,
241, 250, 479
Greenspan, Alan 19, 25, 78, 81, 94, 95,
97, 98, 99, 102, 199, 214, 479, 497
Greywolf Capital Management 252
Grimsson, Ólafur Ragnar 261, 479
Gualino, Ricardo 156, 479
Guardian Group, 5, 190, 191, 198, 269,
478

H

Haarde, Geir 261, 479
had safhadaki ayrıcalığı, doların 278
Haig-Thomas, Peter 126, 133, 480
Hamaguchi, Osachi 306, 480
Hamilton Electric Light and Cataract
Power Company 57
HARP. 380
Harrison, George, 72, 125, 130, 131,
132, 138, 150, 166, 168, 173, 182,
184, 185, 210, 219, 480
Hatry, Clarence, 126, 127, 128, 129,
130, 133, 134, 143, 149, 156, 165,
239, 256, 472, 479, 480, 488
Hausman, Joshua 319, 327, 337
Havenstein, Rudolph 46
Hawley, Willis, 139, 140, 141, 153, 285,
480, 491
Hawtrey, Ralph 47, 174, 193, 480
Heckscher, Eli 311, 480
Herriot, Édouard 48, 49, 50, 283, 328,
415, 480
Higgs, Robert 318, 325, 326, 337
High Grade Structured Credit Strategies
Enhanced Leverage Fund 200
hiperenflasyon 9, 43, 46, 48, 56, 159,

167, 313, 480
Hiperenflasyon. 43
Hitler, Adolf 9, 161, 167, 272, 283, 313,
314, 315, 425, 480, 494
Hodson, Harry 164, 171
HOLC. 298, 380
Hollanda 87, 107, 112, 125, 178, 251,
252, 253, 254, 262, 315, 328, 334,
335, 445, 450, 494
Home Affordable Modification Program
(HAMP) 380
Home Affordable Refinance Program
(HARP) 380
Home Owners Loan Corporation
(HOLC) 298
Hoover, Herbert 2, 6, 28, 121, 139, 141,
142, 166, 167, 171, 172, 178, 180,
181, 182, 183, 187, 188, 189, 190,
191, 193, 235, 266, 269, 270, 272,
273, 274, 279, 280, 282, 283, 297,
323, 331, 343, 350, 357, 390, 471,
474, 480, 482, 485, 492
Hopkins, Harry 480
Horton, Henry Hollis 145, 147, 154,
481
House America. 74
Housing and Community Development
92
Housing and Community Development
Act, 1992 92
Hull, Cordell 275, 276, 481

I

I. Dünya Savaşı 4, 14, 19, 25, 42, 43, 45,
47, 51, 53, 58, 62, 126, 127, 132,
141, 142, 146, 156, 166, 170, 171,
176, 178, 184, 266, 267, 273, 274,
285, 297, 303, 304, 311, 471, 474,
479, 480, 484, 485
IKB (Bank for German Industry Obliga-
tions), 114, 196, 201, 202, 203,
204, 214, 251, 408, 487
Iksil, Bruno 384, 481
IMF. 16, 417, 420, 432, 445
Inoue, Junnosuke 300, 306, 307, 481
Insull, Samuel 186, 187, 194, 481
International Swaps and Derivatives As-

sociation 85

Inukai, Tsuyoshi 481

İngiltere, 13, 24, 45, 61, 126, 178, 310, 472, 480

ipotekli konut kredisi, yüksek risk faizli. 38, 39, 101, 102, 155, 199, 206, 207, 215, 326, 382, 384, 404, 405

ipotek menkulleştirme, 85

İrlanda 3, 80, 81, 87, 103, 104, 107, 108, 109, 115, 116, 163, 164, 202, 210, 253, 261, 408, 413, 424, 425, 428, 430, 431, 432, 433, 434, 435, 436, 438, 439, 441, 442, 443, 452

İspanya v, 3, 13, 29, 103, 104, 107, 108, 109, 110, 112, 115, 116, 163, 176, 408, 412, 424, 425, 426, 434, 435, 436, 437, 440, 441, 443, 448, 457, 489

İstikrar ve Büyüme Paktı, Avrupa Birliği 413, 451, 458

İsviçre Ulusal Bankası 168, 219, 334

İşgücü 34, 42, 80, 109, 110, 111, 197, 287, 289, 290, 315, 327, 394, 403, 408, 417, 428, 433

İşsizlik 2, 109, 117, 160, 163, 165, 173, 174, 176, 192, 199, 220, 273, 288, 290, 294, 314, 319, 321, 330, 333, 338, 340, 341, 357, 360, 364, 366, 367, 368, 372, 375, 394, 399, 402, 409, 419, 433, 434, 453, 460, 461

İzlanda 129, 134, 159, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 415, 421, 428, 479, 480, 487

J

Jacobson, Elizabeth 91, 101

Japonya 94, 95, 176, 206, 238, 272, 305, 306, 307, 308, 310, 330, 368, 369, 478, 480, 481, 493

Joint Select Committee on Deficit Reduction (Süper Komisyon) 401

Jones, Jesse 23, 41, 116, 121, 122, 123, 191, 224, 248, 270, 275, 277, 281, 283, 293, 322, 403, 481, 497

JPMorgan Chase 214, 226, 228, 231, 232, 237, 238, 245, 357, 481

K

kaldıraç döngüsü 72

kaldıraç oranı, 82 83

Karamanlis, Konstantino 414, 415, 481

Kara Pazartesi 123, 130

Kara Perşembe 122, 124

Kaufman, Ted 384, 391, 481

Kenny, Enda 432, 481

Keynes, John Maynard 10, 26, 44, 56, 174, 267, 273, 277, 278, 279, 283, 288, 301, 308, 309, 314, 329, 332, 340, 460, 470, 481, 483, 487

Kindleberger, Charle 137, 302

King, Mervyn 209, 210, 211, 215, 311, 339, 360, 375, 482

Klein, Maury 37, 72, 124, 133

Knickerbocker Trust Company 181

Kohl, Helmut 105, 106, 482

Kohn, Donald 97, 102, 482

Komansky, David 78, 482

Konut fiyatları, ABD'de, 86, 87, 96, 112, 297, 429

konut piyasası 96, 99, 101, 102, 103, 113, 115, 197, 202, 297, 371, 404, 488

kredi borcu takas sözleşmesi (CDS) 79, 85, 203

kredi derecelendirme kuruluşları, 89, 469

kredi patlaması, 104, 115

Kreuger, Ivar 170, 180, 193, 301

Krugman, Paul 6, 268, 280, 482

Kuhn, Loeb & Co. 62

küresel tasarrufa doyma 99, 102

küresel tasarrufa doyma, 98, 466 99, 102

L

Lacker, Jeffery 221, 222, 372, 405, 482

La Follette, Robert Jr 268, 482

Lagarde, Christine 419, 482

Lamont, Thoma 63, 123, 124, 140, 150, 171, 182, 227, 268, 482

Landon, Alf 482

Latin Amerika, 64, 65, 66, 67, 71, 77, 135, 136, 140, 180, 302, 312, 370, 411, 434, 445

Laval, Pierre 166, 172, 178, 319, 328,
330, 331, 332, 335, 338, 475, 479,
482
Law, John 27
Lazard Frères 93
Lea, Colonel Luke 145, 146, 147, 154,
483
Lehman Brothers'ın iflası 383
Lehman, Herbert 1, 4, 5, 6, 9, 19, 76, 77,
83, 135, 149, 150, 154, 162, 164,
167, 189, 191, 196, 201, 210, 221,
222, 229, 230, 231, 232, 233, 234,
235, 236, 238, 240, 242, 243, 245,
251, 252, 266, 278, 344, 349, 365,
383, 388, 396, 409, 422, 430, 466,
478, 483, 488, 491
Levin, Carl 252, 483
Lewis, Ken 71, 208, 213, 232, 233, 234,
261, 272, 281, 476, 483
Liberty Loan kampanyası 59
Liddy, Edward 241, 483
Lippens, Maurice 251, 252, 483
Lloyd George, David 45, 56, 483
Locarno Anlaşmaları 61
Long, Huey, 54, 75, 200, 234, 245, 280,
317, 336, 483, 490
Long-Term Capital Management
(LTCM) 200, 234, 245
LTCM. 200, 234
Lusitania, 58
Luther, Han 158, 159, 167, 168, 169,
313, 483

M

MacArthur, Douglas 273, 282, 477, 487
MacDonald, Ramsay 177, 213, 484
Macmillan Komisyonu (Committee on
Finance and Industry) 133, 174
Madoff, Bernard 20, 296, 484
Maiden Lane II, III 245, 246
Maiden Lane LLC 228
makro ihtiyati politika 36
Makro ihtiyati politika 36
mali düzenleme, 453
mali faktörün baskınlığı 50
Maliye Bakanlığı, ABD, 6, 59, 157, 174,
191, 211, 229, 230, 232, 233, 243,

245, 246, 247, 269, 278, 280, 291,
305, 306, 310, 324, 354, 386, 445,
471, 478, 480
Manley, Wesley 35, 36, 39, 40, 133, 144,
471, 484
Mantega, Guido 370, 376, 484
Marcus, Bernard 148, 149, 256, 484
Marcus, Joseph 148, 149, 256, 484
Martin, John Wellborn 30, 249, 279,
294, 484, 492
Mathiesen, Árni 259
Matignon Sözleşmeleri 333
May, George 176, 177, 380, 484
McCain, John 342, 343, 484
McDougal, James 66, 185, 485
McKinley, William 59, 60, 485
Mellon, Andrew 6, 166, 180, 182, 183,
466, 485
Merkel, Angela 13, 411, 412, 416, 417,
421, 423, 424, 457, 477, 485
Merkez Bankası Kurulu 37, 75, 101, 121,
138, 167, 168, 277, 282, 322, 324,
340, 369, 402, 472, 475, 494, 495,
496
Merkez Bankası Sistemi, 130, 131, 154,
297
Merkez Bankası Yasası, 27, 57, 184, 185,
226, 227, 270, 471, 495
Merrick, George 29, 30, 34, 35, 39, 101,
133, 471, 484, 485
Merrill Lynch 78, 83, 200, 201, 214, 233,
238, 350, 482, 483
Merton, Robert 485
mevduat sigortası 5, 13, 76, 112, 198,
201, 207, 209, 218, 236, 244, 262,
271, 290, 291, 292, 293, 363, 383,
430, 452, 461, 464
mevduat sigortası, 5, 13, 76, 112, 198,
201, 207, 209, 218, 236, 244, 262,
271, 290, 291, 292, 293, 363, 383,
430, 452, 461, 464
Meyer, Eugene, 166, 171, 183, 485
Miller, Adolph 26, 27, 28, 38, 54, 56, 68,
70, 72, 131, 138, 153, 190, 485
Miller, Charle 26, 27, 28, 38, 54, 56, 68,
70, 72, 131, 138, 153, 190, 485
Milletler Cemiyeti 59, 141, 163
Mills, Ogden 54, 182, 188, 190, 269, 280,

318, 337, 485
 Mississippi Balonu 27
 Mitchell, Charle 123, 125, 133, 182, 291, 485
 Mizner, Addison 40, 485
 Moley, Raymond 267, 269, 270, 279, 281, 285, 286, 354, 486
 Moreau, Emile 53, 54, 56, 486
 Moret, Clément 169, 486
 Morgan, Jack 4, 24, 25, 28, 37, 48, 58, 60, 61, 62, 63, 78, 83, 123, 124, 140, 150, 151, 171, 177, 181, 182, 227, 228, 231, 236, 242, 246, 268, 280, 291, 388, 401, 479, 482, 486, 493
 Morgan, John Pierpont, 4, 24, 25, 28, 37, 48, 58, 60, 61, 62, 63, 78, 83, 123, 124, 140, 150, 151, 171, 177, 181, 182, 227, 228, 231, 236, 242, 246, 268, 280, 291, 388, 401, 479, 482, 486, 493
 Morgan Stanley 78, 83, 151, 231, 236, 242, 246, 388
 Morgenthau, Henry 268, 277, 324, 398, 403, 486
 Morthens, Bubbi 259, 486
 Mozilo, Angelo, 73, 74, 75, 90, 101, 128, 291, 486
 Muhammed bin Halife bin Hamid el-Sani 256
 Mussolini, Benito 37, 156, 315, 486

N

National Bureau of Economic Research 95
 National City Bank, 77, 123, 146, 149, 182, 280, 292, 306, 485, 494
 National Industrial Recovery Act 268, 285
 National Industrial Recovery Act (NIRA) 268, 285
 New Deal 267, 269, 273, 285, 289, 290, 291, 299, 318, 322, 325, 333, 337, 340, 357, 362, 379, 395, 468, 472, 478, 480, 482, 485, 486, 494, 495
 New York Borsası 66, 83, 295
 New York Merkez Bankası 4, 27, 67, 69, 125, 131, 132, 137, 138, 146, 149,

150, 178, 179, 185, 192, 226, 227, 245, 274, 280, 281, 478, 480, 492, 495, 496
 NIRA. 268, 279, 287, 289
 Noonan, Michael 432, 439, 486
 Norddeutsche Wollkämmerei und Kammgarnspinnerei 165
 Nordwalle 165, 167, 172
 Norman, Montagu 25, 26, 28, 35, 42, 43, 52, 53, 54, 68, 126, 128, 129, 130, 133, 156, 167, 168, 169, 173, 174, 210, 283, 308, 309, 486
 Norris, George 27, 38, 66, 138, 271, 281, 486
 Northern Rock 4, 32, 207, 208, 209, 210, 212, 216, 217, 244, 410, 442, 471, 477, 490

O

Obama, Barack 1, 7, 8, 62, 140, 192, 223, 268, 280, 282, 294, 302, 342, 343, 350, 353, 357, 358, 359, 360, 361, 362, 363, 371, 379, 380, 381, 387, 388, 390, 393, 395, 396, 397, 398, 399, 400, 425, 444, 462, 467, 471, 472, 477, 484, 486, 487, 490, 492, 494
 Obama yönetimi, 8, 302, 380, 388, 393, 492
 Obey, David 358, 487
 Oddsson, David 259, 260
 Ohlin, Bertil 56, 304, 487
 Olağanüstü Bankacılık Yasası, 1970 293, 357, 437
 OMT. 271
 Open Market Investment Committee, 66, 130, 136, 138
 Operation Twist, 308 372
 Ordoliberal Ekol 16
 Orszag, Peter 398, 401, 406, 426, 487
 Ortseifen, Stefan 202, 487
 Osborne, George 441, 442, 443, 456, 487
 Oustric, Albert 129, 156, 157, 331, 479, 487, 493
 Outright Monetary Transactions (OMT), 271, 342, 450
 özel amaçlı yatırım araçları (SPV) 84, 199

P

Papaconstantinou, George 414, 415, 416, 417, 487
Papandreou, George 399, 414, 415, 487
para arzı 308, 311, 325, 408, 449
para birliği, 109, 116, 413, 443
para piyasası yatırım ortaklıkları, 5, 76, 206, 217, 218, 224, 243, 244, 383, 469
Para piyasası yatırım ortaklıkları 5, 76, 206, 217, 218, 224, 243, 244, 383, 469
para politikaları, 23, 115, 274, 367, 403
Parasal genişleme 8, 185
Paris Barış Konferansı 482
Patton, George 273, 317, 336, 487
Paulet, Henry 128, 488
Paul, Ron, 6, 11, 64, 76, 78, 81, 160, 219, 220, 224, 237, 268, 281, 283, 304, 313, 329, 342, 388, 400, 414, 482, 487, 489, 490, 491, 494, 495, 498
Paulson, Henry 6, 195, 197, 202, 203, 204, 214, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 233, 234, 235, 237, 238, 243, 244, 246, 247, 250, 269, 281, 291, 317, 336, 344, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 354, 355, 356, 488
Paulson, John 6, 195, 197, 202, 203, 204, 214, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 233, 234, 235, 237, 238, 243, 244, 246, 247, 250, 269, 281, 291, 317, 336, 344, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 354, 355, 356, 488
Pecora, Ferdinand, 60, 71, 291, 292, 488, 495
Pecora Komisyonu 71, 292, 495
Peterson, Peter 272, 396
Philadelphia Merkez Bankası 213, 222, 271, 486
Pitt, Harvey 80, 488
Pittman, Key 275, 276, 488
Poincaré, Raymond, 45, 48, 49, 51, 56, 157, 319, 338, 488, 490
Polanyi, Karl 460, 470, 488
politika tarzı, 222
Ponzi, Charles, 19, 20, 21, 24, 30, 34, 35,

37, 39, 126, 296, 488
Portekiz 108, 109, 110, 111, 424, 433, 434, 472
Potter, William 123
PPIP, 354, 355
Prodi, Romano 107, 489
Prosser, Seward 123, 489
Prot, Baudouin 204, 489
Provopoulos, George 414, 418, 422, 489
Pröll, Josef 420, 489
Public-Private Partnership Investment Program (PPIP) 182
Purcell, Phil, 78

R

Radio Corporation of America (RCA) 41
Raines, Franklin Delano 92, 93, 102, 292, 489
Rajoy, Mariano 435, 436, 489
Ramsey, Basil 147, 489
Rayburn, Sam 295, 489
Reagan, Ronald 77, 87, 489
Reconstruction Finance Corporation (RFC) 6, 60, 166, 171, 183, 229, 478, 481
Reed, John 78, 139, 489, 491
reel para doktrini 27, 38, 95
Regulation Q 75, 76, 77, 87, 243, 249
Rehn, Olli 11, 422, 426, 438, 489
Reichsbank, Alman 42, 45, 46, 52, 53, 56, 61, 67, 71, 136, 155, 158, 159, 161, 165, 166, 167, 168, 169, 173, 313, 480, 483
Reserve Primary Fund 217, 237, 242, 243
Reynaud, Paul 304, 319, 329, 337, 489
RFC, 183, 187
Ricardo'cu Eşdeğerlik, 133
Ricardo, David 16, 128, 133, 479, 490
Ridley, Matthew 208, 212, 490
Rist, Charle 54, 490
Robineau, George 49, 53, 490
Rogers, James Harvey 4, 22, 37, 123, 124, 143, 156, 158, 268, 474, 490
Rogers, Will 4, 22, 37, 123, 124, 143, 156, 158, 268, 474, 490

Romer, Christina 1, 282, 317, 318, 336,
337, 353, 357, 358, 363, 398, 399,
406, 490, 498
Romney, Mitt 341, 490
Roosevelt, Franklin Delano 82, 189,
266, 267, 268, 269, 271, 272, 273,
274, 275, 276, 277, 278, 279, 280,
281, 282, 286, 287, 289, 293, 295,
303, 325, 326, 327, 333, 343, 354,
356, 357, 379, 390, 393, 394, 395,
403, 473, 474, 476, 480, 481, 482,
486, 495
Roosevelt yönetimi, 272, 356, 379, 473
Roubini, Nouriel 4, 102, 116, 490
Rubin, Robert 347, 348, 349, 350, 397,
398, 399, 406, 478, 490
Rueff, Jacques 104, 319, 338, 490
Ruhr Vadisi, işgali, 45
Ryan, Paul 11, 160, 400, 490

S

Sackett, Frederic 171, 491
sadece faiz ödemeli, krediler 202, 429
Saltillo, Mexico 57
Samuelson, Paul, 76, 81, 491
Sarbanes-Oxley Yasası, 2002 88
Sarkozy, Nicola 411, 423, 424, 453, 482,
491
savaş tazminatı moratoryumu, 166, 171
savaş tazminatları 44, 45, 56, 65, 71, 219,
331, 476, 487
Schacht, Hjalmar 46, 52, 53, 54, 65, 67,
71, 158, 164, 168, 171, 172, 275,
313, 314, 483
Schmidt, Robert 491
Schneiderman, Eric 491
Schwartz, Alan 72, 116, 131, 133, 134,
143, 153, 154, 182, 193, 198, 205,
206, 211, 225, 226, 232, 249, 288,
317, 324, 336, 369, 421, 460, 461,
470, 478, 491
Schwartz, Anna 72, 116, 131, 133, 134,
143, 153, 154, 182, 193, 198, 205,
206, 211, 225, 226, 232, 249, 288,
317, 324, 336, 369, 421, 460, 461,
470, 478, 491
SEC. 80, 84, 226, 249

Securities and Exchange Commission
(SEC) 12, 80, 213, 476
Securities Exchange Company 20
Securities Market Programme 449
Securities Market Programme, 449
Securities ve Exchange Act 75
Senato Mali Komisyonu 63
Sequester, federal hükümet
harcamalarını 371, 402
Serbest Yatırım Fonları (Hedge funds),
94, 114, 206, 217, 236, 238, 242,
343, 344, 354, 383, 463
Shiller, Robert, 3, 4, 88, 116, 213, 491
Sinai, Allen 398, 406, 491
Singer, Saul 149, 491
Single European Act 80
Sloan, Alfred P. 42, 56, 149, 491
S&Ls (yapı ve kredi kurumları) 87
Smith, George, 56, 270, 281
Smoot, Reed 139, 140, 141, 285, 491
Sperling, Gene 79, 492
Spitzer, Eliot 492
Stark, Jürgen, 445, 446, 492
Starr, Cornelius Vander 239, 249, 476,
492
Steagall, Henry. 12, 75, 78, 79, 87, 113,
184, 194, 227, 279, 281, 290, 291,
292, 293, 350, 383, 384, 388, 391,
479, 482, 492, 494, 495
Stiglitz, Joseph 268, 280, 492
Stimson, Henry 492
Stinnes, Hugo 46, 492
St. Louis Merkez Bankası 102, 154, 369
Strauss-Kahn, Dominique 416, 417,
440, 445, 482, 492
Strong, Benjamin 4, 24, 25, 26, 28, 29,
33, 37, 53, 54, 55, 62, 66, 72, 125,
131, 138, 141, 168, 181, 185, 232,
324, 480, 492
Summers, Lawrence 79, 478
Süper komisyon 176, 401, 493, 494
Swenson, David 493

T

Takahashi, Korekiyo v, 300, 303, 306,
307, 308, 310, 311, 335, 478, 481,
493

Tannery, Jean-Claude 330, 333, 493
Tarafsızlık, ABD, I. Dünya Savaşı'nda, 348
Tardieu, André 331, 493
TARP. 247, 349
Tasfiyecilik 466, 485
Taylor, Frederick Winslow 22, 33, 96, 102, 376, 422, 493
Taylor, John 22, 33, 96, 102, 376, 422, 493
teknoloji 94, 286, 308, 443
Teminatlı borç senetleri (CDO) 199
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)u 343
Term Auction Facility, Geçici Vadeli İhale İmkânı 219, 224, 248
teşvik harcamaları 16
teşvik paketi 222, 357, 359, 360, 399, 412, 444, 487
Thatcher, Margaret 80, 207, 493
Thomas, Elmer 63, 116, 123, 126, 133, 139, 140, 150, 160, 171, 182, 184, 185, 186, 222, 227, 268, 274, 275, 277, 324, 403, 422, 470, 480, 481, 482, 493, 498
TIPS. 374
ticari senetler, 204, 217, 244
Timberwolf, Timberwolf II, 252
Toomey, Patrick 402, 493
Tourre, Fabrice 203, 493
Travelers Insurance Group 78, 495
Traylor, Melvin 187, 188, 189, 493
Treasury Inflation Protected Securities, TIPS, 374
Trichet, Jean-Claude 4, 9, 408, 409, 420, 421, 422, 424, 432, 448, 449, 494
Troika 419
Troubled Asset Relief Program (TARP) 7, 223, 247
Truman, Harry 459, 494
Tugwell, Rexford 267, 280, 285, 323, 494

U

ulusallaştırma 349, 353, 354, 355
uluslararası işbirliği 219
Uluslararası Para Fonu (IMF) 8, 16, 59, 98, 109, 402, 429, 482, 492

Union Guardian Trust Company 190
üretkenlik 22, 23, 99, 103, 110

V

Vandenberg, Arthur 494
Vanderlip, Frank 280, 494
Van Hollen, Chri 401, 494
ve American International Group 199
Versailles Anlaşması 165
Verwilt, Herman 252, 494
Vissering, Gérard 178, 494
Volcker, Paul 78, 388, 389, 392, 469, 494
von Hindenburg, Paul 313, 494

W

Wagner, Robert 327, 494
Wagner Yasası 327
Wall Street v, 12, 26, 36, 41, 42, 66, 68, 69, 75, 87, 93, 121, 122, 123, 124, 125, 133, 134, 155, 195, 200, 238, 262, 266, 291, 323, 341, 379, 385, 449, 478, 488
Wall Street. 123
Warburg, Jame 283, 495
Warburg, Paul 283, 495
War Finance Corporation (WFC) 166, 183, 485
Warren, Elizabeth 189, 244, 268, 280, 285, 287, 317, 336, 347, 386, 388, 392, 473, 495
Warren, George 189, 244, 268, 280, 285, 287, 317, 336, 347, 386, 388, 392, 473, 495
Washington Mutual 101
Weill, Sanford 78, 79, 87, 227, 488, 495
WFC. 166
Wicksell, Knut 301, 312, 495
Wiggin, Albert 123, 182, 292, 495
Willumstad, Robert 244, 495
Wilson, M.L. 27, 58, 142, 479, 482, 495
Wilson, Woodrow 27, 58, 142, 479, 482, 495
Winkler, Max 63, 71
Woodin, William H. 56, 268, 269, 271, 274, 280, 282, 291, 293, 324, 354,

Y

- Yabancı bonolar, ve ABD piyasası, 57
 yapı ve kredi kurumları 38, 39
 yapı ve kredi kurumları, 32, 458 32, 38,
 39
 yatırım bankaları. 174
 Yellen, Janet 375, 376, 496
 Yirmiler Grubu (G20) 260, 410
 Young, Owen D. 60, 62, 126, 142, 150,
 171, 179, 194, 227, 291, 323, 429,
 479, 496
 Young Planı 62, 126, 171, 496
 Yunanistan Merkez Bankası 414, 417,
 418
 yüksek risk faizli ipotek kredisi, piyasası
 65, 195, 197, 211, 251, 252, 429

Z

- Zapatero, José Luis Rodríguez 435
 zincir bankacılık 39, 323

Geçen yüzyılın iki büyük mali krizi, 1930'lu yıllardaki Büyük Bunalım ile 2008'de başlayan Büyük Durgunluk'tur. Her ikisinin de arka planında, kredilerdeki sert yükselişler, şaibeli bankacılık uygulamaları ve kırılgan, istikrarsız bir küresel finans sistemi vardı. 2008'de piyasalar kalp krizleri geçirirken, ekonomi politikasını belirleyenler en-kötüsünü önlemek amacıyla Büyük Bunalım'ın derslerine başvurdu. Verdikleri yanıtla 1930'lu yıllardakine benzer bir finansal bir çöküşü ve yıkıcı bir bunalımı önlediler ama ABD ve Avrupa'da işsizlik buna rağmen dayanılmaz seviyelere yükseldi. Acı ve ızdırıp alabildiğine yaygınlaştı.

Bu noktada sözkonusu olan soru, politik karar merkezlerinin neden daha iyisini yapmadıklarıdır. Barry Eichenberg'in bu ikiz krizin tarihine dair anıtsal eseri, Aynalı Salon, bu soruya bugüne kadar verilmiş en geniş kapsamlı yanıtı sunuyor. Eichengreen, bu iki kriz ve Kuzey Amerika ile Avrupa arasından sürekli gidip gelerek, Lehman Brothers'ın iflasını izleyecek bir başka Bunalım korkusunun, olumlu ve olumsuz sonuçlarıyla, her iki kıtadaki ekonomi-politik yanıtlara nasıl şekil verdiğini gösteriyor. Büyük Bunalım'ın öne çıkan özelliği banka iflasları olduğundan karar merkezleri sıkıntıdaki bankaları güçlendirmek için derhal harekete geçtiler. Ama türev piyasaların 1930'lu yıllarda bir önem taşıyor olması nedeniyle de gölge bankacılık diye bilinen sistemin sorunlarını gözden kaçırdılar. Yine 1930'lu yıllarda harcamaları desteklemek için çok az şey yapılmışken, hükümetler bu kez kamu harcamalarını da artırdı. Ancak krize verilen bu yanıt gelişigüzel nitelikteydi ve daha sonraları özellikle Güney Avrupa'daki aşırı borçlu devletlere sorun çıkardı. Üstelik, aşırı vaatlerde bulunan politikacıların aldığı önlemlerin büyük çaplı bir ekonomik durgunluğu önlemedeki başarısızlığı nedeniyle de, harekete geçme yanlısı hükümetler ve merkez bankalarına yönelik hızlı bir tepki gelişti. Karar merkezleri de, çok geçmeden, henüz normal koşullara dönüşmemişken normal politikalara geri dönme ayarısına erkenden boyun eğdi. Sonuç, Birleşik Devletler'de yıpratıcı derecede yavaş bir ekonomik canlanma, Avrupa'da ise sonu gelmeyen ekonomik durgunluklar oldu.

Aynalı Salon, hem önemli bir ekonomi tarihi çalışması hem de aynı hatalardan bazılarını ikinci bir kez daha düşmekten nasıl kurtulduğumuza dair esaslı bir incelemedir. Sadece Büyük Bunalım tarihinden çıkarılan 'dersler'in toplumun çağdaş ekonomik sorunlara verdiği yanıtı şekillendirmeye devam ettiğini göstermekle kalmıyor, aynı zamanda Büyük Durgunluk tecrübesinin Büyük Bunalım hakkındaki düşüncelerimizi nasıl kalıcı bir biçimde değiştireceğini de gözler önüne seriyor.

 www.efilyayinevi.com

 www.facebook.com/efilkitap

 twitter.com/efilyayinevi

 [instagram.com/efilyayinevi](https://www.instagram.com/efilyayinevi)



ISBN: 978-605-4160-74-7

