

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>

Yalancının Pokeri'nin
Yazarından



BÜYÜK AÇIK

Kıyamet Çarkının İçinde

MICHAEL
LEWIS

BÜYÜK AÇIK

Kıyamet Çarkının İçinde

"Unutulması mümkün değil ve hâlâ çok canlı... Bir dönemi kısa ve özlü bir biçimde tanımlayan nadir eserlerden biri... 1980'leri anımsıyor musunuz? Bu gürleyen on yılı hatırlamak istediğinizde Yalancının Pokeri'ni okuyun."

- FORTUNE

Kamuoyu 2008 sonbaharında ABD borsasının çöktüğünü öğrendiğinde haber çoktan eskimişti. Gerçek ve sessiz çöküş, bir yıl önce, gün ışığının girmedığı, SEC'in ayak basmaya cesaret veya zahmet etmediği tuhaf piyasalarda gerçekleşmişti. Çaylak trader'ların, borçlarını ödeyemeyen alt-orta sınıf Amerikalıların sıkıntıları üzerinden kâr sağlamak için anlaşılmaz menkul kıymetler icat ettikleri tahvil ve gayrimenkul türev piyasaları yerle bir olmuştu. Neler olduğunu veya olabileceğini anlayan bir avuç akıllı insan umut ve korkuyla donup kalmıştı; konuşamıyorlardı.

Michael Lewis gürleyen 80'lerin unutulmaz romanı Yalancının Pokeri'nin devamı niteliğinde yazdığı Büyük Açık'ta yine haksızlıklara karşı çıkan bir öfke ve kara mizahla soruyu bütünüyle değiştiriyor. "2008'i kim gördü ve doğru değerlendirdi" diye soruyor. Kim gayrimenkul piyasasının bir kara delik haline geleceğini öngördü ve bu sayede milyarlarca dolar kazandı? Herkes onları felâket tellalları gibi görüp umursamazken, hangi kişilik özellikleri bu az sayıda insanın görüşlerinde ısrarcı olmasını sağladı?

Lewis bu bir avuç alışılmamış -gerçekten alışılmamış - kahramanın etrafında tüm çok satan kitapları kadar ilginç ve sıra dışı bir öykü kurgulayarak, günümüzün en usta ve en eğlenceli tarih kayıtcısı olduğunu bir kez daha kanıtıyor.



Büyük Açık

KIYAMET ÇARKININ İÇİNDE

Michael Lewis

Çeviri: Neşenur Domaniç



Büyük Açık
© W. W. Norton & Company, Inc
Akçalı Telif Hakları Ajansı aracılığı ile
© Scala Yayıncılık
Sertifika no: 11478

ISBN: 978-975-8535-86-6

**Tanıtım için yapılacak kısa alıntılar dışında
yayıncının izni olmaksızın hiçbir yolla çoğaltılamaz.**

Birinci Basım, Ocak 2011

Dizi Editörü: Hakan Feyyat - Canan Feyyat
Çeviri: Neşenur Domanıç
Katkıda bulunanlar: Tuğrul Gemici, Nusret Avhan
Düzeltili: Nisan Alıcı
Kapak uyarılama ve sayfa düzeni: Kemal Okur

Ofset Hazırlık: Scala Yayıncılık

Baskı: Berdan Matbaası
Davutpaşa Cad. Güven San. Sit. CBlok
239 Topkapı - Zeytinburnu / İstanbul
Sertifika No: 12491

Scala Yayıncılık
İstiklal Caddesi Han Geçidi Sokak No: 116 - 3B
Beyoğlu - 80050 İstanbul
Tel: (0212) 251 51 26
Faks: (0212) 245 28 43
E-Mail: scala@scala.com.tr

İnternet satış:
www.scala.com.tr

Büyük Açık

KIYAMET ÇARKININ İÇİNDE

Michael Lewis

Çeviri: Neşenur Domanıç



Bu kitap Ak Portföy Yönetimi A.Ş.'nin katkılarıyla
Türkçe'ye kazandırılmıştır.

AKPortföy

www.akportfoy.com.tr

Ak Portföy bir AKBANK kuruluşudur.

*Hâlâ bir makale borçlu olduğum
Michael Kinsley'e ithafen*

İçindekiler

<i>Sunuş</i>		11
<i>Önsöz</i>	<i>Öcü</i>	15
<i>1. Bölüm</i>	Esrarengiz Bir Köken Öyküsü	29
<i>2. Bölüm</i>	Körler Ülkesinde	54
<i>3. Bölüm</i>	“İngilizce Konuşamayan bir Adam Nasıl Yalan Söyler?”	97
<i>4. Bölüm</i>	Göçmen Bir İşçi Nasıl Yolunur?	126
<i>5. Bölüm</i>	Tesadüfî Kapitalistler	150
<i>6. Bölüm</i>	Venedik Oteli’ndeki Örümcek Adam	189
<i>7. Bölüm</i>	Büyük Hazine Avı	218
<i>8. Bölüm</i>	Uzun Sessizlik	241
<i>9. Bölüm</i>	İlgi Kaybı	267
<i>10. Bölüm</i>	Bir Kayıkta İki Adam	298
<i>Sonsöz</i>	Her Şey Birbiriyle Bağlantılı	330
<i>Teşekkür</i>		345

SUNUŞ

Dünya finans tarihi 1600'lerde lale soğanı, 1700'lerde Güney Denizi Şirketi hisseleri, 1920'lerde gayrimenkul ve hisse senetleri ve 1990'ların ikinci yarısında teknoloji hisseleri gibi sayısız köpüklere ve sonrasında yaşanan çököşlere sahne olmuştur. Kuşkusuz, geçtiğimiz birkaç yıl boyunca yaşanan küresel finansal kriz de tarihin sayfaları arasında kendisine önemli bir yer bulacaktır.

Yaşanan bu felaketi diğerlerinden ayıran en önemli unsur; tüm dünyaya aynı anda yayılan enformasyon etkisiyle, krizin iyice entegre hale gelen finansal piyasalar üzerinden zincirleme bir şekilde dünyanın bir ucundan diğer ucuna, para piyasalarından, gayrimenkul fiyatlarına, hisse senetlerinden, sabit getirili menkul kıymetlere kadar başdöndürücü bir hızla yayılmış olmasıdır. . Sorunu bu kadar büyük hale getiren faktör ise piyasadaki yatırımcıların son dönemde yaşanan düşük risk düzeyini kalıcı bir değişiklik olarak algılamaları oldu. Geleneksel yatırımcılar iyice azalan getirilerini yükseltebilmek için kendi içinde alışılmamış düzeyde kaldıraç etkisi taşıyan ve likiditesi bulunmayan karmaşık yatırım araçlarına portföylerinde kaldırabileceklerinin ötesinde yer verdiler. Hiçbir kural koyucunun denetim ve gözetim alanına girmeyen bu gölge finansal sistemde günden güne büyüyen riskler, bugün içinde yaşadığımız krizin temellerini attı.

Tüm bu krizlerin oluşum sürecinde eksik analiz ve açgözlülüğün zehirleyici bir bileşimi yatıyor. Denetim ve gözetimin kontrolünden uzak bir ortamda gelişen bu zehirli kimya, tek tek bireylere zarar vermenin ötesine geçerek toplumları, ülkeleri sarsan sorunlara yol açıyor.

Michael Lewis'in, yayınlandığı dönemde ABD'de uzun süre çok satanlar listesinde kendisine yer bulan ve neredeyse bir klasik haline gelen 'Yalancının Pokeri – Liars Poker' adlı kitabı 2007 yılında Ak Portföy Yönetimi AŞ'nin sponsorluğunda Türkçe'ye kazandırılmıştı. Kitap 1980'lerde finans dünyasının dev kuruluşlarından birinde yaşanan günlük olayları alaycı bir dille anlatıyordu.

Bugün, aynı yazarın 2009 yılında yayınlanan ve ABD'de uzun müddet çok satanlar listesinin en tepesine oturan 'Büyük Açık - Big Short' isimli kitabını ilginize sunuyoruz. Kitap özelde çok kısa bir süre önce yaşanan ipotekli konut kredileri kaynaklı krizi ele almakla birlikte, esas olarak açgözlülüğün tüm dünyayı nasıl bir finansal yıkımın kenarına getirdiğini anlatıyor .

Keyifle okumanız dileğiyle,

Saygılarımızla

Cem YALÇINKAYA

Ak Portföy Yönetimi AŞ

Genel Müdür

Daha önce o konuda bir fikirleri yoksa en kalın kafalı insanlara en zor konular izah edilebilir; fakat konuyu bildiğine kesin olarak inanan çok akıllı adamlara en basit şeyler bile kendisinde kuşku uyandırmayacak şekilde izah edilemez.

- Leo Tolstoy, 1897

ÖNSÖZ

Öcü

Bir Wall Street yatırım bankasının yetişkinlere yatırım tavsiyelerinde bulunmam karşılığında bana yüz binlerce dolar ödeme arzusu, benim için bugün bile bir muamma olmaya devam ediyor. Yirmi dört yaşındaydım ve yükselecek ya da düşecek hisse senetleri ve bonolarla ilgili tahminde bulunabilecek hiçbir deneyimim olmadığı gibi, konuya özel bir ilgi de duymuyordum. Wall Street'in esas işlevi sermaye bölüştürmek, sermayenin kime tahsis edilip kime edilmeyeceğine karar vermektir. İnanın ilk elden edindiğim hiçbir bilğim yoktu. Hiç muhasebe dersi almamış, asla bir işletme idare etmemiştim; hatta yöneteceğim tasarruflarım bile olmamıştı. 1985'te bir hata yapıp Salomon Brothers'ta işe girdim ve 1988'de bir hata yapıp ayrıldım; artık daha zengindim. Ve yaşadıklarım ile ilgili bir kitap yazmış olmama rağmen, bütün bunlar bana hâlâ bütünüyle akıl dışı görünüyor -bunun nedenlerinden biri de para kazanmanın bu kadar kolay olması. Bu durumun sürdürülelemeyeceğini düşünmüştüm. Er ya da geç biri beni ve şu veya bu ölçüde bana benzeyen çok sayıda insanı sahtekâr olarak nitelendirecekti. Wall Street'in uya-

nıp benim gibi başkalarının paralarıyla çok büyük bahisler oynamaya veya başka insanları böylesi bahisler oynamaya ikna etmeye hakkı olmayan binlerce değilse de yüzlerce genci finans alanından kovacağı Büyük Hesaplaşmayı başlatması uzak olmaktan çok yakın bir ihtimaldi.

Yaşadıklarımı değerlendirmek üzere yazmaya oturduğumda - *Yalancının Pokeri*- tam iyi para kazanırken işi bıraktığını düşünen genç bir adamın ruh hali içindeydim. Yalnızca alelacele bir mesaj karalıyor ve onu, çok uzak gelecekte bunları yaşayacak olanlar için bir şişenin içine dolduruyordum. Bütün bu olanları içeriden birisi yazıya dökmediği takdirde, gelecekte hiç kimsenin olanlara inanmayacağını düşünüyordum.

O noktaya kadar Wall Street hakkında yazılan neredeyse her şey borsayla ilgili olmuştu. Başından itibaren Wall Street'in büyük bölümüne can veren şey borsaydı. Benim kitabım ise esas olarak tahvil piyasası hakkındaydı, çünkü Wall Street artık Amerika'nın giderek artan borçlarını ambalajlayıp satarak ve değiş tokuş ederek çok daha fazla para kazanıyordu.

Ben bunun da sürdürülemeyeceğini sanmıştım. 1980'lerde Amerika'da, büyük bir ülkenin finansal aklını yitirdiği bir zaman diliminde yazdığımı düşünüyordum. Gelecekteki okuyucuların,, 1986 yılında Salomon Brothers CEO'su John Gutfreund'a, işleri çıkmaza soktuğu dönemde 3,1 *milyon* dolar ödenmesi karşısında dehşete düşmelerini bekliyordum. Salomon'un daha sonra Merrill Lynch'e geçen ve bir anda 250 milyon dolar kaybeden ipotekli kredi tahvil trader'ı Howie Rubin'in öyküsü karşısında hayret içinde kalmalarını umuyordum. Bir zamanlar Wall Street'te CEO'ların, tahvil alım-satımcularının yönettiği karmaşık riskler

konusunda pek fikir sahibi olmamaları karşısında şaşkına dönmelerini bekliyordum.

Tahmin ettiklerim aşağı yukarı bunlardı; asla tahmin etmediğim şey ise gelecekteki okuyucunun geçmişe bakıp olanlardan herhangi birine veya benim tuhaf deneyimime, “Ne kadar ilginç ve hoş. Ne kadar *masum*,” diyebileceğiydi. 1980’lerdeki finansal işlemlerin yirmi yıldan fazla sürebileceğini veya Wall Street ile sıradan iktisadi yaşam arasındaki ölçek farklılığının artarak bir tür farklılığa dönüşebileceğini, bir tahvil alım-satımcısının 47 milyon dolar yıllık maaş aldığı halde kazık yediğini hissedebileceğini, Salomon Brothers işlem katında icat edilen ve o tarihte iyi bir fikirmiş gibi görünen ipotekli konut kredisi tahvil piyasasının tarihin en su katılmadık finansal ekonomik felaketine yol açabileceğini, 250 milyon dolar kaybettiği için utanılacak bir isim haline gelen Howie Rubin’den tam yirmi yıl sonra Morgan Stanley’den Howie adlı bir başka konut kredisi tahvil trader’ının tek bir ipotekli kredi tahvili işleminde 9 milyar dolar kaybettiği halde Morgan Stanley içindeki küçük bir çevre haricinde kimsenin ne yaptığını ve niçin yaptığını hiç duymadığı ve hâlâ esas olarak kimsenin tanınmadığı biri olarak kalabileceğini bir an bile düşünmemiştim.

İlk kitabımı yazmaya başladığımda çarpıcı bir öykü olduğunu düşündüğüm şeyi anlatmak dışında şahane bir gündemim yoktu. Bana birkaç kadeh içirtip kitabın nasıl bir etki yaratacağını düşündüğümü sorsaydınız şöyle bir şeyler söyleyebilirdim: “Umarım ne iş yapacaklarına karar vermeye çalışan üniversite öğrencileri kitabımı okuyup şarlatanlık yapmanın saçma olduğuna karar verirler ve finansçı olmak konusundaki tutkularından, hatta bu konuya belli belirsiz de olsa ilgi duymaktan vazgeçerler.”

Ohaio Eyalet Üniversitesi'nde okuyan ve gerçekten bir denizbilimci olmak isteyen parlak bir öğrencinin kitabımı okuduktan sonra Goldman Sachs'tan gelen teklifi geri çevirip denize açılmasını umuyordum.

Her nedense bu mesaj esas olarak gözden kaçtı. *Yalancının Pokeri* yayınlandıktan altı ay sonra Wall Street hakkında paylaşmak istediğim başka sırlar olup olmadığını bilmek isteyen Ohio Eyalet Üniversitesi öğrencilerinden yığınla mektup aldım. Kitabımı işin kurallarını anlatan bir el kitabı gibi okumuşlardı.

Ayrıldıktan sonra geçen yirmi yıl boyunca bildiğim Wall Street'in sonunun gelmesini bekledim. Acayip ikramiyeler, sahtekâr trader'ların tükenmek bilmeyen gösterileri, Drexel Burnham'ı batıran skandal, John Gutfreund'u mahvedip Salomon Brothers'ı sonlandıran skandal, eski patronum John Meriwether'in Long-Term Capital Management'ının çöküşüyle yaşanan kriz ve internet balonu... Finansal sistem tekrar tekrar darboğaza girdi, itibar kaybetti. Yine de Wall Street'in merkezindeki büyük bankalar belirgin hiçbir toplumsal yararı olmayan işleri yerine getirmeleri için 26 yaşındaki gençlere ödedikleri paraların miktarıyla birlikte büyüdüler. Amerikan gençliğinin para kültürüne karşı isyanı asla gerçekleşmedi. Anne babalarınızın dünyasını satın alıp parçalar halinde satabiliyorken, niçin onu dönüştürme zahmetine katlanasınız ki?

Bir noktaya gelindiğinde beklemekten vazgeçtim. Sistemi batırmaya yetecek büyüklükte hiçbir skandal veya tersine dönüş yaşanmadığını düşündüm.

Ardından Meredith Whitney geldi, söyleyecekleri vardı. Whitney, Oppenheimer and Co. adlı adı sanı duyulmamış bir fi-

nans şirketi için çalışan, adı sanı duyulmamış bir finansal şirket analistiydi. Fakat 31 Ekim 2007 günü artık meşhurdu, kim olduğunu herkes biliyordu. Whitney o gün bir tahminde bulundu: Citigroup işlerini çok kötü yönetiyordu ve bu yüzden ya kâr payında kesinti yapacak ya da iflas edecekti. Belli bir günde borsanın neyin, neye neden olacağını bilmek hiç kolay değildir , fakat 31 Ekim günü Meredith Whitney'in hisse senedi piyasasının çöküşüne neden olduğu gayet açıktı. İşlem gününün sonuna gelindiğinde, kimsenin adını bile duymadığı, sırf bu yüzden de söyledikleri ciddiye alınamayabilecek bir kadın, Citigroup hisselerinin yüzde 8'ini ve ABD borsasında 390 milyar dolarlık değeri tıraş edivermişti. Dört gün sonra Citigroup CEO'su Chuck Prince istifa etti. İki hafta sonra da Citigroup kâr payında kesintiye gitti.

Meredith Whitney o andan itibaren bir E. F. Hutton haline geldi: Artık konuştuğunda herkes onu dinliyordu. Verdiği mesaj açıktı: Bu Wall Street şirketlerinin gerçek değerini bilmek istiyorsanız, borç parayla edindikleri beş para etmez varlıklarına objektif ve soğukkanlı bir biçimde bakın ve acil bir satışta kaç para getireceklerini tahmin edin. Ona göre, bu şirketlerde çok yüksek maaşlarla çalışan büyük kalabalıkların hiçbir değeri yoktu. 2008 yılı boyunca banker ve broker'ların itfalar veya sermaye artışlarıyla sorunlarını arkalarında bıraktıkları şeklindeki iddialarını izleyip kendi iddiasını ortaya koydu: *Hata yapıyorsunuz. İşinizi ne kadar kötü yönettiğiniz konusunda gerçeğe hâlâ yüzleşmiyorsunuz. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerindeki milyarlarca dolarlık zararınızı hâlâ kabullenmiyorsunuz. Menkul kıymetlerinizin değeri, çalışanlarınızın değeri gibi hayali.* Hasımları Whitney'i durumu gereğinden fazla abartmakla suçladı; blogger'lar

şanslı olmakla itham etti. Whitney'in söyledikleri esas olarak doğrudu. Fakat söylediklerinin kısmen tahmine dayalı olduğu da doğrudu. Bu Wall Street şirketlerinin başına neler geleceğini veya bunların alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasındaki zararlarının boyutlarını bilmesine imkân yoktu. Bunu CEO'lar dahi bilmiyordu. “Biri ya da diğeri veya hepsi yalancı” diyordu Whitney, “ama sanırım bunu gerçekten bilmiyorlar.”

Tabii ki Wall Street'i Meredith Whitney batırmadı. O yalnızca, sosyal düzen açısından, örneğin muhtelif New York savcılarının Wall Street'teki yolsuzluklara karşı yürüttüğü birçok kampanyadan çok daha kışkırtıcı olan bir görüşü en açık biçimde ve en yüksek sesle açıkladı. Wall Street'in büyük yatırım bankalarını yalnızca skandallar yıkacak olsaydı, çok daha önceden tarihe karışmış olurlardı. Bu kadın Wall Street yatırım bankacılarının yolsuzluk yaptığını değil, aptal olduklarını söylüyordu. İşleri sermayeyi bölüştürmek olan bu insanların kendi sermayelerini yönetmeyi dahi bilmediği açıktı.

İtiraf ediyorum, bir yanım şöyle düşünüyordu: *Wall Street'te kalsaydım yaratabileceğim şey bu tür bir felaket olurdu.* Citigroup'taki kalabalığın merkezindeki karakterler, Salomon Brothers'ta birlikte çalıştığım insanlarla aynıydı; birkaçıyla Salomon Brothers'taki eğitim kursunda aynı sınıftaydık. Bir noktada kendime hakim olamadım ve Meredith Whitney'i aradım. Bu görüşme Mart 2008'de, yani Bear Stearns'ın iflasının hemen öncesinde, durumun hâlâ nazik olduğu bir dönemde gerçekleşti. Eğer gerçekten haklıysa, bu finans dünyasının 1980'lerin başında kaçtığı kafese geri döndüğü an olabilir, diye düşündüm. Mantıklı düşünüp düşünmediğini merak etsem de her konuşmasında borsayı çökerten bu genç kadının nereden geldiğini de bilmek istiyordum.

Meredith Whitney 1994 yılında Brown Üniversitesi İngilizce Bölümü'nden mezun olmuş ve doğrudan Wall Street'e gelmişti. Kendi ifadesiyle, New York'a geldiğinde araştırma diye bir şeyin varlığından bile haberdar değildi. Oppenheimer and Co.'da bir iş bulmuş ve sonra inanılmayacak bir şansla, yalnızca bir kariyer değil, aynı zamanda bir dünya görüşü kazanmasına yardımcı olan bir adam tarafından eğitilmişti. Bu adam Steve Eisman'dan başkası değildi. Whitney için Citi açıklamasını yaptığında başına gelen en iyi şeylerden biri, Steve'in arayıp onunla gurur duyduğunu söylemesi olmuştu. Whitney bana bunları anlatırken, Steve Eisman adını hiç duymadığım için söylediklerine bir anlam veremedim.

Fakat bir süre sonra, John Paulson adlı pek tanınmamış bir New York hedge fonu yöneticisinin yatırımcılarına 20 milyar dolar civarında para kazandırdığını ve kendisinin de yaklaşık 4 milyar dolar kazandığına ilişkin haberi okudum. Bu şimdiye kadar Wall Street'te böylesine hızlı kazanılan en büyük paraydı. Dahası, bu parayı şimdi Citigroup'u ve diğer tüm büyük Wall Street yatırım bankalarını batırmakta olan alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı bahse girerek kazanmıştı. Wall Street yatırım bankaları Las Vegas kumarhaneleri gibidir: Bahisleri belirlerler. Onlara karşı sıfır toplamli oyunlar oynayan müşteriler zaman zaman kazanmakla birlikte asla sistematik biçimde kazanamazlar ve kumarhaneyi iflas ettirecek muhteşem sonuçlar alamazlar. Ancak John Paulson bir Wall Street müşterisiydi. Burada Meredith Whitney'in gün ışığına çıkardığı beceriksizliğin aynadaki aksi söz konusuydu. Kumarhane kendi oyununun bahisleri konusunda kötü bir biçimde yanılmış ve en az bir kişi bunu fark etmişti. Whitney'i tekrar aradım ve diğerleri gibi ona da alt gelir

grubu ipotekli kredi afetini tahmin eden ve bu işten bir servet kazanmak için önceden hazırlık yapan herhangi birini tanıyıp tanımadığını sordum. Kumarhane afete yakalanmadan önce başka kim ruletin yönünün tahmin edilebilir hale geldiğini fark etmişti? Modern finansın kara kutusu içinde başka kimler onun mekanizmasının kusurlarını kavramıştı?

2008'in sonlarıydı. O tarihe gelindiğinde felaketi öngördüğünü iddia eden sözde üstatlardan uzun ve giderek daha da uzayan bir liste oluşmuştu, ama durumu fiilen öngören kişilerin listesi çok daha kısaydı. Bunlar arasından tahminlerine dayanarak bahis oynama cesaretine sahip olanların sayısı daha da azdı. Çılgınlık yapmaksızın kitlesel isteriden uzak durmak, finans haberlerinde yer alanlardan çoğunun yanıldığına, en önemli finans adamlarının yalan söylediğine veya aldatıldığına inanmak öyle kolay bir iş değildir. Whitney esas olarak kişisel danışmanlığını yaptığı yatırımcılardan oluşan altı kişinin adını verdi. Bu kısa listenin göbeğinde John Paulson, en başında ise Steve Eisman adı vardı.

BİRİNCİ BÖLÜM

Esrarengiz Bir Köken Öyküsü

Eisman finans dünyasına aşağı yukarı benim ayrıldığım dönemde girmişti. New York City’de yetişmiş, Musevi okullarına gitmiş, Pennsylvania Üniversitesi’ni takdirle bitirmiş, ardından Harvard Hukuk Fakültesi’nden dereceyle mezun olmuştu. Eisman 1991 yılında nasıl olup da avukat olmaktan hoşlanacağını düşündüğünü merak eden otuz yaşında bir şirket avukatıydı. Bugün “Bu işten nefret ediyordum,” diyor. “Avukat olmaktan nefret ediyordum. Annem ve babam Oppenheimer menkul kıymetler şirketinde broker olarak çalışıyordu. Bana bir iş ayarlamayı başardılar. Pek hoş olmasa da durum böyle.”

Oppenheimer, Wall Street’teki son eski moda ortaklıklardan biriydi ve Goldman Sachs ile Morgan Stanley’in ıskartaya çıkarıldıklarıyla yaşıyordu. Bir şirketten çok aile işi gibi görünüyordu. Lillian ve Elliot Eisman 1960’ların başından beri Oppenheimer adına bireysel yatırımcılara finans danışmanlığı yapıyorlardı. (Lillian bir süre sonra Oppenheimer bünyesinde kendi broker’lık işini kurmuş ve işe ceza avukatı olarak başlayan Elliot da, orta kademe Mafya müşterilerince çok sık zıvanadan çıkarılmaya başla-

yınca Lillian'a katılmıştı.) Hem iş arkadaşları hem de müşterileri tarafından çok sevilen ikili istedikleri kişiyi işe alabiliyordu. Oğullarını hukuk kariyerinden kurtarmadan önce onun eski dadısını Oppenheimer işlem katına yerleştirmişlerdi. Eisman kendi anne babasına rapor vermeye giderken bir zamanlar altını değiştiren kadının önünden geçiyordu. Ancak Oppenheimer'in akraba kayırmaya karşı bir kuralı vardı; Lillian ve Elliot oğullarını işe almak istedikleri takdirde ilk yıl maaşını kendi ceplerinden ödemek zorundaydılar, bu sırada diğerleri onun bu parayı hak edip etmediğine karar verecekti.

Gerçek anlamda eski moda değer yatırımcısı olan ebeveynleri, Eisman'a her zaman "Wall Street'i öğrenmenin en iyi yolu, hisse senedi analisti olarak çalışmak" derlerlerdi. Böylece Eisman da işe hisse senedi analiziyle başladı; halka açılan şirketler hakkında kamuoyunun görüşlerini şekillendiren kişiler için çalıştı. Oppenheimer'da 25 civarında analist görev yapıyordu ve bunların çoğunun analizleri Wall Street'in diğer kesimlerince önemsenmiyordu. Bir zamanlar Oppenheimer'de sigorta şirketleriyle ilgilenirken Morgan Stanley'e geçen ve sonunda Warren Buffett'ın resmi biyografi yazarı olan Alice Schroeder şirketin yapısını şöyle anlatıyor: "Oppenheimer'da analist olarak maaş almanın yegâne yolu haklı çıkmak ve bu konuda insanların ilgisini çekmeye yetecek ölçüde gürültü çıkarmaktı. Oppenheimer'de bir karşı kültür unsuru vardı. Büyük şirketlerde çalışanların hepsi ortak görüşe uyum sağladıkları için maaş alıyorlardı.."

Bir süre sonra, Eisman'ın gürültü çıkarmak ve ortak görüşe karşı çıkmak konusunda özel bir yeteneği olduğu ortaya çıktı. İşe kendi görüşlerini belirtmesi beklenmeyen bir çırak, yardımcı hisse senedi analisti olarak başladıysa da, işe başlamasının üstünden

henüz bir yıl bile geçmeden, Aralık 1991'de bu durum değişiverdi. O günlerde alt gelir grubuna ipotekli konut kredileri veren Aames Financial adlı bir şirket halka açılmış ve Oppenheimer'de hiç kimse bu konuda fikir beyan etme zahmetine girmemişti. Fakat Aames kadrosuna girmeyi uman Oppenheimer bankerlerinden biri, ipotekli konut kredisi işi konusunda bir şeyler bilen birini yakalamak için araştırma bölümünün etrafında dolaşarak duruyordu. Eisman'a gelmişti tabii... Eisman bu olayı şöyle anlatıyor: “Ben yardımcı analisttim ve yalnızca neler olup bittiğini anlamaya çalışıyordum . Ama ona The Money Store adına yapılan bir anlaşmada avukat olarak çalıştığımı söyledim.. Çok geçmeden Aames Financial'ın baş analistliğine atandı. Ona söylemediğim şey, yaptığım işin belgeleri düzeltmek olduğu ve bu lanet belgelerin bir kelimesini bile anlamadığımdı.”

The Money Store gibi Aames Financial da nakde sıkışan Amerikalılara örtülü adıyla “özel finansman” olarak bilinen krediler veren yeni bir şirket kategorisine dahildi. Bu kategorinin içinde Goldman Sachs veya J. P. Morgan değil, daha çok 1990'ların başındaki alt gelir grubu ipotekli konut kredisi balonuyla şu veya bu biçimde ilişkili, pek tanınmamış çok sayıda şirket vardı. Aames alt gelir grubuna ipotekli konut kredisi kullandıranlar arasında halka açılan ilk şirketti. İkincisi ise yalnızca Eisman'ın sorumluluğunda bulunan Lomas Financial Corp. oldu. Lomas iflastan yeni kurtulmuştu. “Bir işe yaramadığı için onu satılacak hisseler arasında sınıflandırdım. Şirketlerin satılacak hisseler sınıfına sokulmaması gerektiğini bilmiyordum. Alma, elde tutma ve satma şeklinde üç kategori olduğunu ve aralarından seçmeniz gerekeni seçebileceğinizi düşünüyordum.” Daha iyimser olmaya zorlanmıştı ama iyimserlik Steve Eisman'a doğal gö-

rünmüyordu. İyimsermiş gibi yapabiliirdi ve bazen de yaptı, ama bu zahmete girmediğinde daha mutluydu. Eski iş arkadaşlarından biri, “Koridorun sonundan telefondaki bağırışını duyabiliyordum,” diyor. “Kendi sorumluluk alanındaki hisseleri keyifle yerden yere vuruyor, düşündüğü her şeyi söylüyordu.” Lomas Financial Corporation piyasa riskini garanti altına aldığını açıkladıktan sonra bile Eisman, Lomas Financial hisselerini satış kategorisinden çıkarmadı. Bugün “Bir analist olarak en muhteşem cümlemi Lomas riskini garanti ettiğini söyledikten sonra yazdım,” diyor. Yazlığı cümleyi ezberinden okuyor: “Lomas Financial Corporation riskini mükemmel bir biçimde garanti altına almış bir finans kuruluşudur: Faiz oranlarının akla yatkın olduğu her ortamda para kaybeder.” Bu cümleyi daha önce yazdığım bütün cümlelerden daha çok sevmişti.” Ve bu cümle yayınlandıktan birkaç ay sonra Lomas Financial Corporation yeniden iflas etti.

Eisman çok geçmeden Oppenheimer’da piyasaları hareketlendirebilecek birkaç analistin arasına girdi. Kendi ifadesiyle, sanki okula geri dönmüş gibiydi: “ Bir sektörü öğreniyor, gidip bu konuda bir tez yazıyordum.” Wall Street’tekiler onu özgün bir kişilik olarak görmeye başlamışlardı. Giyimine pek fazla özen göstermiyordu; Birileri ona güzel yeni elbiseler almak için büyük zahmetlere katlanmış, ama ona bunların tam olarak nasıl giyilmesi gerektiğini söylememişti sanki. Kısa sarı saçlarını kendisi kesmiş gibi görünüyordu. Yumuşak ve ifadeli yüzünde en dikkat çeken yer ağzıydı; bunun nedeni esas olarak yemek yerken bile genellikle ağzının en az yarı açık olmasıydı. Sanki aklından geçenleri yeterince hızlı bir biçimde söyleyememekten, yeni bir fikirle onu unutacağından korkuyor ve bu yüzden kanalı daima açık tutuyordu. Diğer özelliklerinin tümü, neredeyse bir görev sorumluluğuyla yeni

gelişen düşüncelere açık olmak temelinde organize etmişlerdi. Bu bir pokerci yüzünün tam tersiydi.

Zaman geçtikçe Eisman'ın dış dünyayla ilişkilerinde bir örüntü gelişmeye başlamıştı. Steve Eisman'a bağlı çalışanların sayısı giderek arttı ve hepsi onu sevdi veya en azından birlikte çalışmaktan zevk aldı; Onun hem parasını hem de bilgisini paylaşma isteği ve kabiliyeti takdir topladı. Ona bağlı olarak çalışan bir hanım, "Steve bir öğretmen olarak doğmuş," diyor ve ekliyor: "Ayrıca kadınları hararetle korur." Kesinlikle tam olarak böyle olmasa da, Steve Eisman sıradan insanlarla ve güçsüzlerle özdeşleşmişti. Öte yandan, Eisman'dan hürmet veya saygı bekleyen önemli insanlar onunla karşı karşıya geldiklerinde çoğunlukla şaşkına dönüp öfkeleniyorlardı. Meredith Whitney'e göre, "Çoğu insanın Steve'i anlamazdı, fakat anlayanlar onu severdi." Steve'i anlamayanlardan biri de büyük bir ABD broker'lık şirketinin başkanıydı. Bu kişi, Eisman ile birkaç düzine yatırımcının katıldığı bir öğle yemeğinde biraraya gelmişti. Eisman broker'lık şirketi başkanının kendi işini niçin anlamadığını sormuş ve bunları söyledikten sonra, yemeğin ortasında yerinden kalkıp gitmiş, bir daha da geri dönmemişti. (Eisman, "Tuvalete gitmem gerekiyordu," diyor. "Niçin geri dönmediğimi bilmiyorum.") Başkan, o yemekten sonra bir daha asla Steve Eisman'ın bulunduğu bir yere gitmeyi kabul etmeyeceğini açıklamıştı. Eisman'ı anlamayanlardan biri de büyük bir Japon gayrimenkul şirketinin başkanıydı. Eisman'a şirketinin bilançolarını göndermiş ve ardından yatırım yapmasını rica etmek üzere bir tercümanla birlikte yanına gelmişti. Japon işadamlarının yaptığı genel hatlarıyla çok ayrıntılı giriş konuşmasından sonra Eisman, "Kendi şirketinizin hissele-

rine bile sahip değilsiniz,” demiş ve tercüman söylediklerini CEO’ya aktarmıştı.

CEO da uzun uzun, “Japonya’da yönetimin hisse sahibi olması adetten olmadığını” anlatmıştı.

Eisman başkanın gönderdiği bilançoların şirketinin gerçekten önemli hiçbir detayını göstermediğini belirtmiş, ama bunu basit bir biçimde söylemek yerine, bilançoyu sanki pisliğin içinden çıkarıyormuş gibi havaya kaldırarak “Bu... bu bir tuvalet kağıdı,” demiş, ve tercümana dönüp “tercüme etmesini” söylemişti.

Bu olaya tanıklık eden biri o anı şöyle anımsıyor: “Japon gözlüklerini çıkardı. Dudakları titriyordu. Üçüncü Dünya Savaşı çıkmak üzereydi. ‘Tov-let kağıdı? Tov-let kağıdı?’”

Eisman’ı dost bilen bir hedge fonu yöneticisi de onun bazı kodamanların ne kadar yalancı ya da aptal olduğunu ortaya çıkardığını anlattıyor. Fakat cümlesini bitirir bittirmez gülmeye başlıyor ve “Biraz rahatsız edici ama akıllı, dürüst ve korkusuz bir adamdır” diyor Eisman için.

Eisman’ın eşi Valerie Feigen de Wall Street’te insanların onun kaba, sevimsiz ve saldırgan olduğunu düşündüğünü” söylüyor. Edit New York adlı bayan giyim mağazasını açmak ve çocuklarını büyütmek için J. P. Morgan’dan ayrılan Valerie, “Görgü kurallarına hiç ilgi duymuyor. İnanın bana çok uğraştım.” Onu ilk kez evine götürdüğünde annesinin ne dediğini söylerken gülüyor. “Ondan yararlanamayız ama kesinlikle Birleşik Yahudi Yardım Cemiyeti’nde açık artırmaya çıkarabiliriz,” demiş. annesi Eisman’ın insanları kırmak konusunda bir yeteneği var sanki. Eşi, “Kabalığı bir taktik gereği değil,” diye açıklıyor, “Gerçekten kaba. Herkesin kendisini özgün bir kişilik sandığını biliyor ama

kendi hakkında böyle düşünmüyor. Steven zihninin içinde ya-
şar.”

Arkasında niçin çok sayıda kırgın insan bıraktığı sorulduğun-
da, Eisman şaşırmış, hatta biraz rencide olmuş görünüyor. Omuz
silkerek, “Bazen kendimi unutuyorum,” diyor.

Eisman hakkındaki birçok teoriden birincisi şöyle: Zihninden
geçenler her neyse, karşısındaki kişinin manen nasıl mahvolaca-
ğından çok, onlarla ilgileniyor. Bu teori Eisman’ı iyi tanıyanlar
açısından yetersiz kalıyor. Annesi Lillian’ın ikinci bir teorisi var:
“Steven’ın aslında iki kişiliği var. Biri, çok sevdiği yepyeni bisik-
letini binmesi için Central Park’ta hiç tanımadığı bir çocuğa
ödünç veren ve onun uzakta gözden kayboluşunu izleyen çocuk.
Diğeri Tanrı’ya en küçük bir ilgi duyduğundan değil, iç çelişki-
lerini merak ettiği için Talmud’u (Yahudilerin kutsal kitabı) ince-
lemeye başlayan genç adam. Annesi New York City’deki Yahudi
Eğitim Kurulu’nun başkanlığına atandığında, Eisman Talmud’un
tutarsızlıklarını araştırıyordu. “Başka kim Talmud’u yanlışlarını
bulmak için inceler ki?” diye soruyor annesi. Eisman daha sonra
ciddi bir biçimde zengin olup nereye bağış yapacağını düşünme-
ye başladığında, Footsteps adında, Ortodoks Yahudilerin dinden
vazgeçmesine yardımcı olmayı amaçlayan bir örgüt bulmuştu.
Velhasıl kavga çıkarmadan bağış bile yapamıyordu.

Eisman neredeyse her açıdan ilginç bir karakterdi. Ve Wall
Street’e ilginç bir dönemin tam başında girmişti. On yıl önce ipo-
tekli kredi tahvil piyasasının kurulması Wall Street’in daha önce
hiç girmedığı bir yere, sıradan Amerikalıların borçlarına uzanma-
sını sağlamıştı. Bu yeni tahvil piyasası çarkı başlangıçta Ameri-
kan halkının ödeme gücü daha iyi olan yarısıyla ilgileniyordu.
Şimdi ise ipotekli kredi tahvil piyasası kredi değerliliği düşük

olan Amerikalıların işlerini kapsayacak şekilde genişlemiş ve bu çark, yakıtını ödeme gücü daha yetersiz olan diğer yarının borçlarında bulmaya başlamıştı.

İpotekli kredi tahvilleri eski moda şirket ve devlet tahvillerinden önemli açılardan farklıydı. Bu tahvil açıkça belirtilmiş sabit bir vade süresince verilen tek bir dev kredi değildi. Binlerce tekil ipotekli konut kredisinin bulunduğu bir havuzdaki nakit akışı üzerindeki alacak hakkıydı. Kredi alan kişiler borçlarını canları istediği zaman ödeme hakkına sahip olduğundan, bu nakit akışları daima sorunluydu. Tahvil yatırımcılarının başlangıçta ipotekli konut kredilerine yatırım yapmakta isteksiz olmasının en büyük nedeni de buydu: Bu kredileri kullananlar borçlarını genel olarak yalnızca faiz oranları düşüp, yeniden finansmanı daha ucuza yapabilecekleri zaman ödüyor, ipotekli kredi tahvil hamillerini daha düşük faizli yatırımlarda kullanmak zorunda oldukları bir yığın nakitle baş başa bırakıyordu. Konut kredisi yatırımcısı yatırımının vadesini bilmiyor, parasını ancak hiç istemediği bir dönemde geri alabiliyordu. Salomon Brothers'ta birlikte çalıştığım, ipotekli kredi tahvil piyasasını kuran kişiler bu belirsizliği azaltmak için zekice bir çözüm bulmuşlardı. Dev konut kredisi havuzlarını alıp konut sahiplerinin yaptıkları ödemeleri bölerek adına tranş demişlerdi. İlk tranşın alıcısı sel baskınına uğrayan bir binanın zemin katının sahibi gibiydi: İpotekli kredi erken ödemelerin ilk dalgasında vurgunu yiyor, bunun karşılığında daha yüksek bir faiz oranı alıyordu. İkinci tranşın alıcısı, yani gökdelenin ikinci katının sahibi, ikinci erken ödeme dalgasından payını alıyor ve bunun karşılığında en yüksek ikinci faiz oranından yararlanıyor,du; bu yukarıya doğru böyle devam ediyordu. Binanın en üst katının sahibi en düşük faiz oranını almakla birlikte yatırımının kendisi

istemeden sona ermesine karşı en büyük güvenceye sahip oluyordu.

1980'lerdeki ipotekli kredi tahvil yatırımcısının büyük korkusu geri ödemenin yapılmayacak olması değil, çok hızlı yapılacak olmasıydı. İpotekli kredi tahvillerinin temelini oluşturan kredi havuzu büyüklüğü ve kredi kullanıcılarının kredi kalifikasyonu açısından, Freddie Mac, Mannie Mae ve Ginnie Mae gibi muhtelif devlet kuruluşlarından biri tarafından oluşturulan standartlara uygundu. Aslında krediler devlet güvencesi altındaydı; konut sahipleri borçlarını ödeyemediği takdirde onların yerine devlet ödüyordu. Steve Eisman yanlışlıkla bu yeni, hızla büyüyen özel finansman sektörüne girdiğinde, ipotekli kredi tahvilleri yeni bir kullanıma sokulmak üzereydi: Devlet garantisine uygun olmayan krediler verilmeye başlanıyordu. Amaç kredi değerliliği giderek daha fazla düşen konut sahiplerine kredi vermektir; bunun nedeni onların bir ev alabilmesini sağlamak değil, zaten sahip oldukları evin ipoteğini nakde çevirebilmektir.

Alt gelir grubu konut kredilerinden oluşturulan ipotekli kredi tahvilleri erken geri ödeme sorununu çözmek için icat edilen mantığı hiç geri ödeme yapmama sorununu da kapsayacak şekilde genişletti. Birinci kattaki yatırımcı veya tranş erken ödeme sorunuyla karşılaşmayacak ama fiili zarara açık olacaktı. Bu kişi ilk zararlara yatırımı bütünüyle yok oluncaya kadar maruz kalacak, ardından zararlar ikinci kattakini vuracak ve bu yukarıya doğru böyle devam edecekti.

1990'ların başında Wall Street'te yalnızca iki analist kariyerini güneşin pek sık girmediği yerlere verilen bu kredilerin etkilerini anlamaya vakfetti. Bunlardan biri Steve Eisman, diğeri Sy Jacobs'tu. Jacobs, Salomon Brothers'ta benim de katıldığım eği-

tim programına devam etmişti ve şimdi Alex Brown adlı küçük bir yatırım bankasında çalışıyordu. “Salomon eğitim programı boyunca oturup Lewie Ranieri'nin oluşturmakta olduğu bu muhteşem yeni menkul kıymetleştirme modelinin nelere yol açacağını anlamaya çalıştım,” diyor (Ranieri ipotekli kredi tahvil piyasasının kurucu babası olmaya en yakın isimdi.) İpotekli konut kredilerini tahvile çevirmenin etkileri akıl karıştıracak ölçüde büyük çaplıydı. Bir kişinin yükümlülüğü daima bir diğerinin aktif olmuştur, ama şimdi yükümlülüklerin giderek daha fazlası herhangi birine satabileceğiniz kâğıt parçalarına çevrilebilirdi. Salomon Brothers işlem katı kısa süre içinde kredi kartı alacakları, uçak kira kontratları, otomobil kredileri, sağlık kulübü aidatları gibi her türden tuhaf kâğıtla dolu küçük tahvil piyasaları oluşturdu. Yeni bir piyasa icat etmek yalnızca rehin verilecek bir varlık bulma sorunuydu. Amerika'daki hâlâ keşfedilmemiş olan en bariz varlık, konuttu. Birincil ipotekleri bulunan kişiler evlerine hapsolmuş muazzam miktarda sermayeye sahipti; bu el değmemiş sermayeyi menkul kıymet haline getirmemek için hiçbir neden yoktu. Jacobs, “Alt gelir grubu açısından düşünüldüğünde, ikinci ipotek borçlusu olmak aslında olmaması gereken bir toplumsal utanç konusuydu. Eğer kredi notunuz biraz kötüyse, çok daha fazla - aslında ödemeniz gerekenden çok fazla- faiz ödüyordunuz. Tahvilleri topluca pazarlayabilirsek ödünç alanların maliyetini düşürebilirdik. Yüksek faizli kredi kartı borçluları borçlarını düşük faizli ipotekli konut kredisi borcuyla değiştirebilirlerdi. Ve bu öngörüldüğü için gerçekleşen bir olay haline gelecekti,” diyor.

Karmaşık finansman ile alt-orta sınıf Amerika arasında giderek genişleyen arayüzün alt-orta sınıf Amerika için iyi olacağı varsayılıyordu. Sermaye piyasalarındaki bu yeni etkinlik alt-orta

sınıf Amerikalılara borçları için giderek daha düşük faiz ödeme olanağı verecekti. 1990'ların başında ilk alt gelir grubu ipotekli konut kredilerini kullandıran The Money Store, Greentree, Aa-mes gibi kuruluşlar daha hızlı büyüyebilmek için halka açıldılar. 1990'ların ortasına gelindiğinde piyasaya her yıl düzinelerce küçük tüketici kredisi şirketi girmeye başlamıştı. Alt gelir grubu kredi sektörü parçalara ayrılmıştı. Kredi kullandıranlar, kredilerin tümünü olmasa da çoğunu ipotekli kredi tahvili biçiminde başka yatırımcılara sattığından, sektör aynı zamanda subjektif riskle doluydu. Jacobs, “Bu kolay para kazandıran bir işti,” diyor. “Bir ürünü satıp onun nasıl performans göstereceği konusunda kaygı duymak zorunda kalmaksızın para kazanmak ahlâksızlara cazip gelecektir. Bu iyi fikrin çirkin kısmı buydu. Eisman da ben de bu büyük fikre inandık ve her ikimiz de gerçekten ahlâksız bazı kişiliklerle karşılaştık. İşimiz buydu: Bu kişiliklerden hangilerinin büyük fikri başarıya ulaştıracak doğru kişiler olduğunu tespit etmek.”

Alt gelir grubu ipotekli konut kredileri her yıl birkaç on milyar dolarla ABD kredi piyasalarının hâlâ önemsiz bir kısmını oluşturuyordu, fakat varlıkları Steve Eisman’a bile makul geliyordu. “Bunun giderek artan gelir eşitsizliğine bir tepki olduğunu düşündüm,” diyor Eisman. “Bu ülkedeki gelir dağılımı çarpık ve giderek daha da çarpıklaşıyor, sonuç olarak karşınıza daha fazla alt gelir grubu müşteri çıkıyor.” Tabii Eisman alt gelir grubuna verilen kredileri anlamak için maaş alıyordu: Oppenheimer hızla yeni sektörün önde gelen bankerlerinden biri oldu ve burada Eisman’ın sektörün önde gelen savunucularından biri olmasının payı hiç de az değildi. Eisman, “Alt gelir grubuna kredi veren çok sayıda şirketin halka açılmasının yolunu açtım,” diyor ve

devam ediyor: Anlatmaktan hoşlandıkları hikâye, ‘Müşterilere yardımcı oluyoruz. Onları yüksek faizli kredi kartı borcundan kurtarıp daha düşük faizli ipotekli konut kredisi almalarını sağlıyoruz,’ şeklindeydi. Ve ben bu hikâyeye inandım.” Sonra bir şeyler değişti.

Vincent Dainel Queens’te büyümüştü ve Steve Eisman için çantada keklik olan avantajların hiçbirine sahip değildi. Ancak yine de onlarla karşılaştığınızda Vinny’nin Park Avenue’da lüks bir ortamda büyüdüğünü, Eisman’ın ise 82. Cadde’de küçük bir dubleks dairede yetiştiğini sanırdınız. Eisman pişkin, yüksekten perdeden konuşan ve büyük vurguna odaklanan biriydi. Vinny ise dikkatli ve temkinliydi, detaylara ilgi duyuyordu. Koyu renk gür saçları, güzel yüz hatlarıyla genç ve yakışıklı bir adamdı, fakat kaygılı yüz ifadesi fiziksel görüntüsünü gölgeliyordu; ağzı daima kızgınlığını dengeleyecek biçimde temkinli, kaşları daima kalkmaya hazırdı. Kaybedecek çok az şeyi olmasına rağmen yine de sürekli kendisinden önemli bir şey alınmak üzereymiş gibi kaygılıydı. Şimdiye kadar hiç kimse bu konuda konuşmamışsa da küçük bir çocukken babası öldürülmüştü. Bunun üzerine annesi bir emtia alım-satım şirketinde muhasebeci olarak iş bulmuş, Vinny ile erkek kardeşini tek başına büyütülmüştü. Belki Queens’te büyümesi, belki babasına olanlar, belki de yalnızca Vincent Daniel’in kontrollü biri olması yüzünden beraberinde çalıştığı kişilere büyük bir kuşkuyla yaklaşırdı. Steve Eisman bir şampiyonun daha da büyük bir şampiyona duyduğu saygıyla, “*Vinny gizemlidir,*” diyor.

Eisman yukarı orta sınıfa mensup bir genç olarak Yale yerine Penn’i boyladığında pek şaşımamıştı. Vinny ise alt orta sınıftan

geliyordu; bir üniversiteye girmeyi başardığı için annesi onunla gurur duymuş, hatta 1994'te SUNY-Binghamton'dan mezun olduğunda, birkaç yıl sonra Enron skandalı sırasında batan Arthur Andersen tarafından Manhattan'da işe alındığında duyduğu gurur daha da artmıştı. Vinny, "Queens'te büyüdüğünüzde paranın nerede olduğunu hızla tespit edersiniz," diyor. "Burası Manhattan'dır." Manhattan'da yardımcı muhasebeci olarak kendisine verilen ilk görev, Salomon Brothers'ı denetlemektir. Yatırım bankasının defterlerinin anlaşılabilirliği hemen dikkatini çekmişti. Muhasebeci arkadaşlarından hiçbiri trader'ların yaptığı işlerin nedenlerini açıklayamıyordu. Vinny, "Ne yaptığımı bilmiyordum," diyor. "Fakat korkutucu olan yöneticilerimin de hiçbir şey bilmemesiydi. Kendi kendime, bu ipotekli kredi tahvillerini niçin ediniyorlar? Bu yalnızca bir bahis mi yoksa daha büyük bir stratejinin parçası mı gibi basit sorular soruyordum. Bunları bilmem gerektiğini düşünüyordum. Boşlukları birleştiremediğinizde bir şirketi denetlemek gerçekten zordur."

Vinny dev bir Wall Street şirketini denetlemekle görevlendirilmiş bir muhasebecinin bu şirketin para kazanmakta mı yoksa kaybetmekte mi olduğunu anlamasının kesinlikle hiçbir yolu olmadığı sonucuna varmıştı. Bu şirketler gizli çarkları sürekli hareket halinde olan dev kara kutulardı. Salomon'da denetim yaptığı birkaç ay içinde müdürü Vinny'nin sorduğu sorulardan bıkip usanmıştı. Ona açıklama yapamamış, "Vinny seni XYZ yapman için işe aldık, XYZ'yi yap ve ağzını kapat," demişti. Bunun üzerine Vinny odasına girmiş ve "Buradan ayrılmam lazım," demişti.

Böylece Vinny başka bir iş aramaya başlamıştı. Eski okul arkadaşlarından biri Oppenheimer and Co. adlı bir yerde çalışıyor ve iyi para kazanıyordu. Arkadaşı, Vinny'nin özgeçmişini insan

kaynaklarına vermiş ve özgeçmiş, alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini icat edenlerin kullandığı giderek esrarengizleşen muhasebeyi incelemekte kendisine yardımcı olacak birini arayan Steve Eisman'a gönderilmişti. Eisman, "Toplama yapamam," diyor. "Öykü biçiminde düşünürüm. Rakamlar konusunda yardıma ihtiyaç duyarım." Vinny, Eisman'ın zor biri olabileceğini duymuş ve tanıştıklarında, onun yalnızca anlaşıp anlaşılamayacaklarıyla ilgilenir görünmesi karşısında şaşırılmıştı. Vinny, "Yalnızca iyi birini arar gibi görünüyordu," diyor. Eisman beklenmedik bir anda aradığında henüz iki kez karşılaşmışlardı. Vinny onun kendisine iş teklif etmek üzere olduğunu sanırken, konuşmaya başlar başlamaz Eisman'a diğer hattından acil bir telefon gelmiş ve Vinny'yi beklemeye almıştı. Vinny on beş dakika sessizce beklemiş, fakat Eisman ona geri dönmemişti.

Eisman'ın sesini iki ay sonra, işe ne zaman başlayabileceğini sorduğunda duyabilecekti.

Eisman, Vinny'yi niçin beklemeye aldığını ve niçin geri dömediğini hatırlamıyor. Tıpkı önemli bir CEO ile yediği bir öğle yemeğinin tam ortasında tuvalete gidip niçin asla geri gelmediğini hatırlamadığı gibi... Ama Vinny bunun açıklamasını kısa sürede bulacaktı: Eisman diğer hattı açtığı anda, henüz doğmuş oğlunun öldüğünü öğrenmişti. Bebek, çiftin ilk oğluydu ve Max adını vermişlerdi. Anne de bebek de hastanedeydi. Grip olan Valeria'yi uyandıran bir gece hemşiresi, bir diğer gece hemşiresinin uyurken koynundaki bebeğin üzerine yatarak onu boğduğunu haber vermişti. On yıl sonra, Eisman'a en yakın insanlar, bu olayın onun etrafındaki dünyayla olan ilişkisini değiştirdiğini söyleyecekti. Valerie, "Steven hep omuzunda bir melek olduğunu düşünmüştü," diyor. "Başına asla kötü bir şey gelmezdi. Korunu-

yordu ve güvendeydi. Max'tan sonra omuzundaki melek ölmüştü. Herkesin başına her an bir şey gelebilirdi.” O andan sonra kocasında irili ufaklı birçok değişim olduğunu fark etti, zaten Eisman da bunu reddetmiyordu: “Max'ın ölümü evren tarihi açısından çok önemli bir olay değildi,” diyor. “Ama benim için çok büyük bir olaydı.”

Vinny ve Eisman olanlar hakkında öyle veya böyle bir daha asla konuşmadılar. Vinny'nin bildiği tek şey, birlikte çalışmaya başladığı Eisman'ın kesinlikle birkaç ay önce karşılaştığı Eisman ile aynı kişi olmadığıydı. Vinny ile mülakat yapan Eisman, Wall Street analistlerinin standartlarına göre dürüsttü. İşbirliğine bütünüyle kapalı değildi. Oppenheimer alt gelir grubu ipotekli kredi sektörünün önde gelen bankerleri arasındaydı. En yaygaracı analistleri Eisman bu sektörle ilgili iyi şeyler söylemiş olmasaydı Oppenheimer bu işe asla girmeyecekti. Eisman, ayakta kalma gücü düşük olan şirketleri hırpalamaktan hoşlanmakla birlikte, alt gelir grubuna kredi veren sektörün ABD ekonomisine yararlı bir ilave olduğunu kabul ediyordu. Alt gelir grubu tahvillerini icat edenlerden birkaçına kaba davranması bir açıdan yararlıydı. Diğerlerine ilişkin tavsiyelerine itibar kazandırıyordu.

Eisman artık dikkat çekecek ölçüde daha negatif bir tutum sergilemeye başlamıştı ve bu işvereni açısından finansal anlamda zararlı bulunuyordu. Vinny, “Sanki bir şeylerin kokusunu almış gibiydi,” diyor. “Kokusunu aldığı şeyin ne olduğunu anlamak için benim yardımına ihtiyaç duyuyordu.” Eisman tüm sektörü şu veya bu ölçüde lanetleyen bir rapor yazmak istiyordu, fakat her zamankinden daha dikkatli olması gerekiyordu. Vinny, “Satış işinde pozitif olup hata yapabilirsiniz,” diyor. “Ama negatif olup da hata yaparsanız işten kovulursunuz.” Sorun yaratacak

mühimmat birkaç ay önce Moodys'ten gelmişti: Derecelendirme kuruluşu artık alt gelir grubu ipotekli konut kredileri konusunda her türlü yeni bilgiye sahipti ve bunları satışa çıkarmıştı. Moody's'in veritabanı kredileri tek tek incelemenize olanak vermese de, ipotekli kredi tahvillerine temel oluşturan kredi havuzlarına ilişkin genel bir tablo sunuyor, bunlardan kaçının dalgalı oranlardan olduğunu, ödünç konutlardan kaçında sahiplerinin yaşadığını gösteriyordu. En önemlisi kaçının vadesi geldiği halde ödenmediği. Eisman yalnızca, “İşte sana veritabanı,” dedi Vinny’ye. “Şu odaya gir ve bunun ne anlama geldiğini bulmadan çıkma.” Vinny o anda hissetmişti, Eisman bunun ne anlama geldiğini zaten biliyordu.

Vinny bunun dışında, kendi başınaydı. “Yirmi altı yaşındaydım,” diyor “ve ipotekli kredi tahviline dayalı menkul kıymetlerin aslında ne olduğunu gerçekten anlamamıştım.” Eisman da bu konuda hiçbir şey bilmiyordu —o bir borsacıydı— ve Oppenheimer’da bir tahvil bölümü bile yoktu. Vinny kendi kendisine öğrenmek zorundaydı. Öğrendiğinde, alt gelir grubu ipotekli kredi sektöründen yayılan, Eisman’ın burnuna gelen kötü kokuyla ilgili bir açıklama bulmuştu. Bu şirketler durmadan artan kazançlarını açıklıyorlar ama bunun dışında başka hiçbir açıklama yapmıyorlardı. Açıklanmayan birçok kalemden biri vadesinde geri ödenmeyen konut kredilerinin oranıydı. Eisman onları bu yüzden kızdırdığında, tüm kredileri ipotekli kredi tahvili halinde ambalajlayan kişilere sattıkları için söyledikleri doğru değilmiş gibi davrandılar. Risk artık onlara ait değildi. Bu gerçeği yansıtmıyordu. Hepsi icat ettikleri kredinin küçük bir bölümünü elinde tutuyordu ve şirketlere bu kredilerin gelecekte gerçekleşmesi beklenen değerini defterlerine kâr olarak kaydetme olanağı tanınıyor-

du. Muhasebe kuralları şirketlerin kredilerin geri ödeneceğini ve ödemenin vade tarihinden önce yapılmayacağını varsaymasına izin veriyordu. Bu varsayım onları kıyamete taşıyan motor oldu.

Vinny'nin gözüne ilk çarpan şey “hazır konut” (“Bu kulağa ‘mobil konut’tan daha hoş geliyor.”) adı verilen bir sektörün tahsil ettiği yüksek erken ödemeler oldu. Mobil konutlar tekerleksiz türlerinden farklıydı: Tıpkı otomobiller gibi mağazadan ayrıldıkları anda değerleri düşüyordu. Mobil konut alıcısı, sıradan bir konut alıcısının tersine iki yıl içinde kendini yeniden finanse ederek parasını kurtaramıyordu. Vinny kendisine, *Niçin bu kadar hızlı erken ödeme yapıyorlar?* diye soruyordu. “Bana mantıklı gelmiyordu. Sonra erken ödemelerin böylesine yüksek olmasının nedeninin istem dışı erken ödeme olduğunu gördüm.” Aslında “İstem dışı erken ödeme” kulağa “temerrütten” daha hoş geliyor. Mobil konut alıcıları borçlarını geri ödeyemiyor, mobil evleri el değiştiriyor ve onlara ödünç para verenler verdikleri paranın küçük bir kısmını geri alabiliyordu. Vinny, “Sonunda tüm alt gelir grubu sektörünün ya erken ödemeye malul olduğunu ya da inanılmaz bir oranda kötüye gittiğini gördüm,” diyor. “Bu havuzların çarpıcı ölçüde yüksek temerrüt oranlarına sahip olduğunu görmeye başlamıştım.” Kredilerin faiz oranı Amerikan halkının bu özel kesimine kredi vermenin riskini karşılayacak kadar yüksek değildi. Sanki toplumsal bir soruna yanıt olarak finansmanın sıradan kuralları askıya alınmıştı. Aklından şu geçti: Ücretler dondurulduğunda yoksul insanların kendilerini zengin hissetmesi için ne yaparsınız? Onlara ucuz kredi kullandırabilirsiniz.

Alt gelir grubu ipotekli konut kredisi havuzlarının hepsini incelemek altı ayını aldı ama işi bittiğinde odadan çıktı ve haberi Eisman'a verdi. Alt gelir grubuna kredi veren bu şirketlerin tümü

çok hızlı büyüyor ve hiçbir reel kazançları olmadığı gerçeğini gizleyecek, göz boyayıcı, muhasebe güdümlü ahmakça bir kayıt tutuyorlardı. Bir saadet zincirinin temel özelliklerini taşıyorlardı: Kârlı kuruluşlar oldukları masalını sürdürebilmek için giderek çok daha fazla alt gelir grubu kredisi kullanılabilecekleri çok daha fazla sermayeye ihtiyaç duyuyorlardı. Vinny, “Aslında yüzde yüz emin değildim,” diyor, “ama Steve’e gidip, ‘Bu gerçekten iyi görünmüyor,’ dedim. Bilmek istediği yalnızca buydu. Sanırım hisseyi düşürmek için kanıtı ihtiyaç duyuyordu.”

Eisman’ın yazdığı rapor tüm alt gelir grubu mucitlerini tek tek ıskartaya çıkarıyor, bir düzine şirketin başvurduğu hileleri ifşa ediyordu. “Fark burada,” diyordu, “size sundukları dünya manzarasıyla fiili rakamlar arasında.” Alt gelir grubu şirketleri bu girişimi takdirle karşılamamıştı. Vinny, “Bir fırtına kopardı,” diyor. “Tüm bu alt gelir grubu şirketleri onu arayarak bağırıp çağırıyorlardı: *Yanılıyorsun. Verilerin yanlış.* Ve o da onlara bağırıyordu. ‘Bunlar sizin lanet verileriniz!’” Eisman’ın raporunun bu kadar çok kişiyi rahatsız etmesinin nedenlerinden biri şirketleri adil biçimde uyarmamış olmasıydı. Wall Street kuralını çiğnemişti. Vinny, “Steve bir fırtına kopacağını biliyordu,” diyor. “Ve istediği şey fırtına koparmaktı. Kendisiyle bu konuda konuşulmasını istemedi. Eğer onlara söylemiş olsaydı, bütün bu insanlar onu bu işten vazgeçmeye ikna etmeye çalışacaktı.”

Eisman ise daha sonra bu konuyla ilgili olarak şöyle diyecekti: “Elimizde hiç veri bulunmadığından bu kredileri daha önceden değerlendirememiştik. Adım bu sektörle anılıyor.. Tüm itibarım bu hisse senetlerini savunmak üzerine kurulu. Hata yapardım bu Steve Eisman’ın kariyerinin sonu olurdu.”

Eisman raporunu Eylül 1997’de ABD tarihindeki en büyük

ekonomik yükselişlerden biri gibi görünen bir canlılığın ortasında yayınlandı. Aradan bir yıl geçmeden Rusya borçlarını ödemeyeceğini ilan etti ve Long Term Capital Management adlı hedge fonu iflas etti. Bunun ardından gelen güvenlik arayışında ilk alt gelir grubu kredilerini kullandıranlar sermayesiz kalıp hızla toplu bir biçimde iflasa gittiler. Bunların başarısızlığı kârları gerçekleşmeden önce kaydetme olanağı tanıyan muhasebe prensiplerine bağlandı. Vinny'nin söylediğine göre kendisi dışında hiç kimse bu şirketlerin verdiği kredilerin ne kadar berbat olduğunu gerçek anlamda anlayamadı: “Bu piyasanın etkinlikten böylesine uzak olması kendimi iyi hissetmemi sağladı. Çünkü eğer piyasa her şeyin farkına varıyorsa, muhtemelen yanlış bir işte çalışıyorum demektir. Bu anlaşılması güç işlere bakarak herhangi bir katkıda bulunamazsınız, o halde sıkıntıya girmenin gereği var mı? Fakat ömrüm boyunca göreceğim en büyük ekonomik yükseliş sırasında batacak olan şirketleri inceleyen tek kişi olduğumu biliyorum. Ekonomide balonun nasıl şişirildiğini gördüm, bu gerçekten tuhaf ve biraz korkutucuydu.”

Eisman'ın meseleye yalnızca biraz olumsuz yaklaşmakla kalmadığı ilk kez o anda açığa çıktı. Finans dünyasına ilişkin kafasındaki tablo, sektörün çizdiği portreden kökten farklı ve pek övgüye değmeyen bir resimdi. Birkaç yıl sonra işinden ayrıldı ve Chilton Investment adlı dev bir hedge fonunda çalışmaya başladı. İnsanlara paralarını nereye yatırmalarını söylemeye yönelik ilgisini kaybetmişti. Parayı bizzat yönetmenin ve kendi kararlarıyla bahse girmenin hâlâ ilgisini çekebileceğini düşünüyordu. Eisman'ı işe alan Chilton Investment konu üzerinde bir kez daha

düşündü. Chilton'daki bir iş arkadaşı, "Steve ile ilgili düşünce söyleydi," diyor. "Evet, gerçekten akıllı bir adam. Ama acaba hisse seçimi yapabilecek mi?" Chilton ona hisse seçimi yaptırmayacağına karar verdi ve onu fiili yatırım kararlarını veren kişi için şirketleri analiz ettiği eski görevine getirdi. Eisman bundan nefret etmekle birlikte işini yaptı ve bunu yaparken kendisini yaklaştırmakta olan krize özgün bir biçimde hazırlayan bir şey öğrendi. Öğrendiği şey tüketici kredileri piyasasının içinde gerçekten neler olduğuydu.

Artık 2002 yılına gelinmişti. Amerika'da alt gelir grubu kredileri kullandıran halka açık hiçbir şirket kalmamıştı. Bununla birlikte, Household Finance Corporation adlı eski bir tüketici kredisi devi piyasadaydı. 1870'lerde kurulan şirket çok uzun süredir alanının lideri olmuştu. Eisman aksini fark edinceye kadar şirketi iyi anladığını düşünmüştü. 2002 başlarında Household adlı şirketin konut sermaye kredisi* vermeyi teklif eden yeni satış dokümanına el attı. Şirketin CEO'su Bill Aldinger rakipleri iflas ettiği sırada bile Household'u büyütülmüştü. İnternet balonunun patlamasını sindirmekte olan Amerikalılar yeni borçlar üstelenecek gibi görünmüyorlardı ama Household buna rağmen her zamankinden daha hızlı kredi veriyordu. Büyümesinin önemli kaynaklarından biri ikinci derece ipotekler olmuştu. Kâğıt on beş yıllık, sabit oranlı bir kredi sunuyor ama bu tuhaf bir biçimde sanki otuz yıllık bir krediymiş gibi gösteriliyordu. Konut sahibinin on beş yıl boyunca Household'a yapacağı ödeme akışı alınıp, teorik olarak otuz yıla dağıtılıyor ve şu soru soruluyordu: Eğer on beş

* Konut sermaye kredisi: Aslında ikinci dereceden ipotek olan ve kredi talep eden kişiye evinin birinci dereceden ipotek değerinden sonra kalan değerini ipotek ettirmesi karşılığında borç veren bir uygulamadır.

yıl içinde yaptığınız dolar ödemesini otuz yıl içinde yapsaydınız “fiili” faiz “oranınız” kaç olacaktı? Bu tuhaf, dürüst olmayan bir satış tezgâhıydı. Ödünç alan kişiye, aslında ödediği faiz yüzde 12,5 gibi bir rakam olduğu halde, “fiili faiz oranının yüzde 7” olduğu söyleniyordu. Eisman, “Bu apaçık bir sahtekârlıktı,” diyor. “Müşterilerini kandırıyorlardı.”

Eisman’ın başlarına ne geldiğini yeni anlayan borçluların yakınmalarını tespit etmesi uzun sürmedi. Ülkenin her yanındaki küçük gazeteleri taradı. Washington’un Kanada’dan önceki son kenti olan Bellingham’da *Bellingham News*’ta çalışan John Stark adlı bir muhabir buldu. Eisman kendisini hiç beklemediği bir anda aradığında Stark Household tarafından aldatıldıklarını düşünen ve şirketi dava ederek ipotek sözleşmelerini iptal etmeye istekli bir davacı avukatı bulan dört kent sakini hakkında küçük bir makale yazmıştı. Stark, “Başlangıçta kuşkuluydum,” diyor. “Çok fazla borçlanıp avukat tutan birileri daha, diye düşündüm. Çok sıcak bakmıyordum.” Yazı yayınlandığında çok sayıda insanın ilgisini çekti: Bellingham içinden ve çevresinden yüzlerce insan gazeteyi aldığı anda yüzde 7 faizli ipotekli konut kredisinin aslında yüzde 12,5 faizli olduğunu keşfetti. Stark, “Her yerden kızgın insanlar çıkıyordu,” diyor. “Öfkeliydiler. Çoğu kendilerine ne olduğunu fark etmemişti.”

Eisman’ın yapmayı amaçladığı şey bir yana atılmıştı. Şimdi işi Household Finance Corporation’a karşı kararlı bir savaş yürütmekti. Gazete muhabirlerine haber verdi, dergi yazarlarını aradı, ACORN (Acil Reform için Cemiyet Örgütleri Birliği) ile dostluk kurdu; bir Wall Street hedge fonunda çalışıp da yoksulların çıkarlarını korumak için kurulmuş bir örgüte böylesine ilgi gösteren ilk kişi olmuş olmalı. Washington eyalet savcısının bürosunu tek-

rar tekrar aradı. Savcının Household'u soruşturduğunu, ancak soruşturma sonuçlarını açıklamasına *eyalet yargıcının* engel olduğunu öğrenmiş ama buna inanmamıştı. Eisman soruşturmanın bir kopyasını ele geçirdi; belgenin içeriği en rahatsız edici kuşkularını doğruluyordu: "Savcının bürosundaki adama, 'Bu kişileri niçin tutuklamıyorsunuz?' diye sordum. 'Bu güçlü bir şirket. Eğer batarlarsa Washington eyaletinde alt gelir grubu kredileri kim verecek?' dedi. Ben de 'İnanın bana, ödünç para vermek isteyen çok sayıda insan olacak,' dedim."

Gerçekten bu federal bir meseleydi. Household bu yanıltıcı ipotekli konut kredilerini ülkenin her yerinde satıyordu. Buna rağmen federal hükümet harekete geçmiyordu. Tam tersine, 2002'nin sonunda Household bir grup davasını mahkemeye gitmeden sonuçlandırdı ve on iki eyalete dağıtılacak 484 milyon dolarlık cezayı ödemeyi kabul etti. Ertesi yıl kendisini ve alt gelir grubu kredilerden oluşan dev portföyünü 15,5 milyar dolara İngiliz finans şirketi HSBC Grubu'na sattı.

Eisman gerçekten şaşırılmıştı. "Bunun gerçekleşme ihtimali hiç aklıma gelmemişti," diyor. "Bu sıradan bir şirket değil, alt gelir grubuna kredi veren şimdiye kadar görülmüş en büyük şirketti. Ve açıkça sahtekârlık yapıyordu. CEO'yu işten çıkartıp lanet testislerinden asmaları gerekiyordu. Bunun yerine şirketi sattılar ve CEO yüz milyon dolar kazandı. Ve ben, Pes! Bu ulaşması gereken sona ulaşmadı," diye düşündüm. Eisman'ın karmaşık finans işlemlerine yönelik kötümserliğine siyasi fikirler dahil olmaya başlamıştı: "İşte o zaman bunun toplumsal etkilerini görmeye başladım. Eğer bütünüyle yeni bir düzenleme rejimi başlatırsanız, bunu orta ve alt orta gelirli insanları korumak için ta-

sarlarsınız, çünkü bunların kazıklanma olasılığı çok yüksektir. Biz ise tersine bu grubun en az korunanlar arasında olduğu bir rejim uyguladık.”

Yeni öyküler ulaşırken, Midtown Comics’te bulunabilmek için Eisman her çarşamba öğle saatinde işten çıkıyordu. Çeşitli süper kahramanların yaşamları konusunda her yetişkinden daha fazla şey biliyordu. Örneğin, Yeşil Fener’in* yemini ezberindeydi ve Batman’ın** iç dünyasını ondan daha iyi anlıyordu. Eisman oğlunun ölümünden önce çocukken okuduğu çizgi romanların yetişkin versiyonlarını okumuştı, aralarından en sevdiği *Örümcek Adam*’dı. Şimdi yalnızca en kasvetli yetişkin çizgi romanlarını okuyor ve en çok bilinen masalları alıp onları olayların hiçbirini değiştirmeden yeniden düzenleyenleri seviyordu; bu şekilde öykü hem masal olmaktan çıkıyor hem de bilinmeyen taraflar içeriyordu. Kendi deyişiyle, “Bir öykü anlatmak daha önce gerçekleşen her şeyle uyumlu olmakla birlikte anlatılan öykü bunlardan tamamen farklıdır. Ve sizi önceki olaylara farklı bakmaya sevk eder.” Pamuk Prenses ile cüceler arasındaki ilişkilerin biraz daha gergin olmasını tercih ederdi. Şimdi finans piyasalarında gözlerinin önünde bir masal yeniden icat ediliyordu. “Alt gelir grubu ipotekli konut kredisinin ne olduğuna daha yakından bakmaya başladım,” diyor. “Alt gelir grubuna verilen bir otomobil kredisi sabit oranlı olduğu için bazı açılardan dürüsttü. Yüksek ücretler alıp sizi kazıklıyorlardı ama hiç değilse bunu biliyordunuz. Fakat alt gelir grubu ipotekli kredisi tam bir madrabazlıktı.

*Yeşil Fener: Green Lantern- elinde plazma ışınları yayan, enerjisiyle insanları koruyan özel bir yüzük bulunduran hayali karakter –çn.

**Batman: Yarasa Adam ya da *Caped Crusader* adındaki çizgi roman kahramanı –çn.

Krediyi esas olarak o kişiye şunları söyleyerek kullandırıyorlardınız: ‘Bu krediyi kullanırsanız diğer tüm kredileriniz, kredi kartı borcunuz, otomobil krediniz ödenecek. Ve bakın faiz ne kadar düşük!’ Fakat bu düşük faiz gerçek oran değil, tanıtım oranıydı ve sonradan artırılacaktı.”

Zihni Household ile meşgul olduğu sırada, büyük bir Wall Street şirketince düzenlenen bir öğle yemeğine katıldı. Konuk konuşmacı Golden West Financial Corporation adlı dev mevduat ve kredi kuruluşunun CEO’su Herb Sandler’di. Eisman’ın hatırladığına göre, “Biri ona ücretsiz çek hesabı modeline inanıp inanmadığını sordu ve ‘Kayıt cihazlarınızı kapatın,’ dedi. Herkes kayıt cihazını kapattı. Ve bize ücretsiz çek hesabından, bunun aslında yoksul insanların çek hesaplarından fazla para çekme cezası biçiminde alınan bir vergi olması nedeniyle kaçındıklarını anlattı. Bu modeli kullanan bankalar aslında yoksul insanları ücretli çek hesabına göre çok daha fazla kazıkliyordu.”

Eisman, “Kural koyucular arasında bu konuyla ilgilenenler var mı?” diye sordu.

Sandler, “Hayır,” dedi.

“İşte bunun üzerine sistemin aslında, ‘Yoksulu kazıklamaya’ dayalı olduğuna karar verdim.”

Eisman gençliğinde koyu bir Cumhuriyetçiydi. Sağcı örgütlere katıldı, iki kere Reagan’a oy verdi, hatta Robert Bork’u* bile sevdi. Wall Street’e girdikten sonra politik tercihleri tuhaf bir biçimde değişti. Siyasi yelpazenin merkezine doğru attığı ilk adımları soğuk savaşın sonuna yaklaşılmasına bağlıyor. “Eskisi kadar

sağcı değildim, çünkü sağcı olmaya değecek fazla bir şey yoktu.” Household’un CEO’su Bill Aldinger 100 milyon dolarını tahsil ettiği sırada Eisman finans piyasasının ilk sosyalisti olma yoluna girmişti. “Muhafazakâr bir Cumhuriyetçi olduğunuzda insanların başkalarını kazıklayarak para kazandığını asla düşünmezsiniz,” diyordu. Artık zihni bu olasılığa bütünüyle açıldı. “Artık tüketici finansmanı denilen, esas olarak insanları kazıklamak için var olan bir sektör olduğunun farkındaydım.”

Çalıştığı hedge fonunun patronu ona para yönetme şansı tanımayınca işi bıraktı ve kendi hedge fonunu kurmaya çalıştı. Front-Point Partners adlı bir hedge fonu koleksiyonuna ev sahipliği yapan ekip kısa süre içinde bütünüyle Morgan Stanley’in eline geçecekti. 2004 başında Morgan Stanley Eisman’ın yalnızca finans şirketlerine odaklanacak bir fon kurmasına izin vermeyi kabul etti: Bunlar arasında Wall Street bankaları, konut inşaatçıları, ipotekli kredi tahvili yaratıcıları, büyük finansal hizmet bölümleri olan General Electric (GE) gibi şirketler ve Amerikan finansmanına el atan diğer herkes olacaktı. Morgan Stanley işlem ücretlerinden aslan payını alarak ona büro yeri, mobilya ve destek personeli temin etti. Temin etmediği tek şey paraydı. Eisman’ın parayı kendi çabasıyla bulması bekleniyordu. Bütün dünyayı dolaştı ve bunun sonucunda yüzlerce önemli yatırımcıyla tanıştı. “Esas olarak para toplamaya çalıştık ve aslında bunu yapamadık. Herkes, ‘Sizinle tanışmak memnuniyet vericiydi. Neler yaptığınızı görelim’ diyordu.”

2004 ilkbaharına gelindiğinde Eisman’ın sinirleri bozulmuştu. Para toplamamıştı; toplaması gerektiğini bilmiyordu; hatta toplayıp toplayamayacağını bile bilmiyordu. Dünyanın adil olduğuna veya işlerin daima en iyilerin lehine işlediğine ya da ya-

şamdaki tesadüflerin bazen onu koruduğuna kesinlikle inanmıyordu. Sabahın dördünde ter içinde uyanıyordu. Terapiye de devam ediyordu. Ancak o hâlâ Eisman olduğundan bu alışılmış bir terapi değildi. Katıldığı terapiye “Çalışma grubu” deniyordu. Bir avuç profesyonel güvenli bir ortamda sorunlarını paylaşmak için eğitilmiş bir psikoterapistle bir araya geliyordu. Eisman bu toplantılara geç gidiyor, kendisini rahatsız eden şeyleri anlatıyor ve diğerlerinin de ona *kendi* sorunlarını anlatmasını beklemeden aceleyle çıkıp gidiyordu. Bunu birkaç kez tekrarladıktan sonra terapist onunla bu konuda konuştuysa da Eisman terapistin söylediklerini anlamış gibi davranmıyordu. Eisman’ın eşini tanıyan terapist bunun üzerine onu arayıp kocasıyla konuşmasını söyledi. Ama bu da işe yaramadı. Valerie, “Ne zaman gruba katılsa habirim oluyordu,” diyor, “çünkü terapist arayıp, ‘yine aynı şeyi yaptı!’ diyordu.”

Valerie’nin bu hayat mücadelesinden bıkip usandığı açıktı. Eisman’a eğer bu en son Wall Street macerası da sonuç vermezse, New York’tan Rhode Island’a taşınıp bir pansiyon açacaklarını söyledi. Valerie orada keşif gezileri yapmıştı ve sık sık yeni doğan ikizleriyle daha fazla vakit geçirmek, hatta tavuk yetiştirmek istediğinden söz ediyordu. Eisman’ın kendisini tavuk yetiştirirken hayal etmesi en az kendisini tanıyanların hayal etmesi kadar zordu, ama eşinin söylediklerini kabul etti. Valerie, “Bu fikir ona hiç ama hiç cazip gelmedi,” diyor, “çok daha fazla çalışmaya başladı.” Eisman kendisine yatırım yapmak isteyen insanları bulmak için tüm Avrupa’yı ve ABD’yi dolaştı ve tek bir müşteri buldu: Bu ona 50 milyon dolar yatıran bir sigorta şirketi idi. Bu rakam kalıcılığı olan bir yatırım fonu oluşturmaya yetmese de bir başlangıçtı.

Eisman para toplamak yerine, görüşleri kendisinininki kadar karamsar olan insanların ilgisini çekti. Kısa süre önce “Mülkiyetine Sahip Olmadığınız Bir Konut Yalnızca Borçlanarak Kiraladığınız Bir Evdir” başlıklı kasvetli raporun ortak yazarlığını yapmış olan Vinny kendisine ilk katılan kişi oldu. Onu, Chilton Investment’ta Eisman ile birlikte çalışmış, iki kez kürekçi olarak Olimpiyatlara katılmış ve böylesine parlak fikirleri olan birine niçin daha fazla yetki verilmediğini fiilen hiç anlamamış olan Porter Collins izledi. Üçüncü kişi Easman’ın baş trader’ı Danny Moses oldu. Danny, Oppenheimer and Co.’da satış sorumlusu olarak çalışmıştı ve Eisman’ın satış yanlısı analistlerin nadiren söylediği türden şeyleri söyleyip yapmasıyla ilgili acı hatıraları vardı. Örneğin, bir işlem gününün ortasında Eisman Oppenheimer işlem katının ortasındaki kürsüye çıkmış, herkesin kendisini dinlemesini istemiş ve “okuyacağım sekiz hisse sıfıra gidiyor,” duyurusunu yaptıktan sonra, gerçekten de sonunda iflas eden sekiz şirketin adını saymıştı. Georgia’da yetişen ve bir finans profesörünün oğlu olan Danny, Vinny veya Steve kadar açık biçimde negatif biri olmasa da, özellikle Wall Street’te kötü şeylerin olabileceği ve olduğu fikrini genel olarak paylaşıyordu. Bir Wall Street şirketi onun her açıdan mükemmel görünen bir işlemi gerçekleştirmesine yardımcı olduğunda satış sorumlusuna, “Buna minnettarım, fakat bir şeyi bilmek istiyorum: Beni nasıl kazıklayacaksınız?” diye sormuştu.

Trader, *Heh-heh-heh, yok canım, biz asla böyle şeyler yapmayız*, demesine rağmen, Danny çok nazik davranmış, ama ısrarcı olmuştu.

“Her ikimiz de küçük hedge fonlarıyla büyük Wall Street şir-

ketleri arasında bu işlem gibi saflığı bozulmamış iyi şeyler olmayacağını biliyoruz. İşlemi yapacağım ama ancak beni nasıl kazıklayacağını anlattıktan sonra...” demişti. Ve satış sorumlusu onu nasıl kazıklayacağını anlatmış, Danny de işlemi yapmıştı.

Hepsi Steve Eisman ile birlikte para yönetme fikrinden son derece memnundu. Eisman ile çalışırken asla Eisman için çalıştığınızı hissetmezsiniz. Size öğretir ama denetlemezdi. Eisman aynı zamanda etraflarında gördükleri saçmalıklarla ilgili şakalar yapardı. Vinny, “Steve ile herhangi bir Wall Street toplantısına gitmek çok eğlenceliydi,” diyor. “Çünkü otuz kere ‘bana bunu açıkla’ veya ‘bunu İngilizce olarak biraz daha açıklayabilir misin?’ derdi. Bunu yapınca birkaç şey öğreniyordunuz. Öncelikle neden söz ettiklerini bile bilmediklerini fark ediyordunuz. Ve çoğu zaman bunu bilmiyorlardı!”

2005’in başlarına gelindiğinde Eisman’ın küçük grubu Wall Street’te çalışan insanların büyük çoğunluğunun yaptıkları şeyin ne olduğunu anlayamadığına ilişkin bir anlayışı paylaşıyordu. Alt gelir grubu ipotekli kredi çarkı harekete geçmiş ve sanki öncesinde hiç bozulmamış gibi yine çalışmaya başlamıştı. Alt gelir grubu kredilerinin birinci perdesine tuhaf denecekse bu ikinci perdeye dehşet verici demek gerekiyordu. 1990’ların ortasında alt gelir grubu kredileri otuz milyar dolarla en yüksek düzeyine ulaşmıştı. 2000’de ise alt gelir grubu ipotekli kredilerinin toplamı 130 milyar dolardı ve bu kredilerin 55 milyar dolarlık kısmı ipotekli kredi tahvili olarak yeniden ambalajlanmıştı. 2005’te alt gelir grubu ipotekli kredilerinin toplamı 625 milyar dolara çıkmış, bunların 507 milyar doları ipotekli kredi tahviline dönüştürülmüştü. *Tek bir yılda alt gelir grubu ipotekli kredilerine dayalı yarım trilyon dolarlık tahvil piyasaya çıkmıştı.* Faiz oranları

yükseldiği halde alt gelir grubuna verilen krediler hızla artıyordu ve bunun hiçbir mantığı yoktu. Daha da şaşırtıcı olan kredilerin vadesinin geri ödenmeme ihtimalini artıracak şekilde değişmiyordu. 1996'da alt gelir grubu kredilerin yüzde 65'i sabit oranla veriliyordu, bu alt gelir grubu borçluları genel olarak kazıklansalar bile en azından kredi kapanıncaya kadar her ay ne kadar ödeme yapacaklarını biliyorlardı. 2005'e gelindiğinde alt gelir grubu kredilerin yüzde 75'i genellikle ilk iki yılı sabit faizli olmak üzere dalgalı oranlardan verilmeye başlanmıştı.

Alt gelir grubu kredilerini vermeyi ilk başlatan finansçılar bu kredilerin küçük bir kısmını kendi defterlerinde tuttukları için batmışlardı. Piyasa basit bir ders alabilirdi: 'Geri ödeyemeyecek kişilere kredi vermeyin. Ancak bunun yerine karmaşık bir şey öğrendi: Bu kredileri vermeye devam edebilirsiniz, ama defterlerinizde bulundurmayın. Kredileri verin, sonra onları büyük Wall Street yatırım bankalarının sabit getiri bölümlerine satın, onlar bunları tahvil şekline ambalajlayacak ve yatırımcılara satacaktır. Long Beach Savings "krediyi ver ve sat" denilen bu modeli benimseyen ilk bankaydı. Öyle başarılı oldu ki –siz almanız bile Wall Street kredilerinizi alıyordu!- yalnızca kredi verip satmak amacıyla B&C Mortgage adlı yeni bir şirket kuruldu. 2005'in başlarına gelindiğinde tüm büyük Wall Street yatırım bankaları alt gelir grubu oyununun tamamen içine girmişti. Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in HEAT, SAIL ve GSAMP gibi tuhaf isimler verdikleri alt gelir grubu tahvilleri için "rafları" vardı; bu isimler halkın genel olarak bu alt gelir grubu tahvillerinin Wall Street'in en büyük isimlerince finanse edildiğini görmesini biraz daha zorlaştırıyordu.

Eisman ve takımı hem ABD konut piyasası hem de Wall Stre-

et hakkında temel bir anlayış geliştirmişti. Alt gelir grubuna borç verenlerin çoğunu, yani kredileri kullandıran kişileri tanıyorlardı. Birçoğu 1990'ların sonundaki felaketi yaratanlarla aynı kişilerdi. Eisman Goldman Sachs'ın alt orta sınıf Amerikalıların borçlarıyla yapabileceklerinin en kötüsünü düşünme eğilimindeydi. “Anlamanız gerek,” diyor. “Önce alt gelir grubuyla uğraştım. En kötü şeyleri en önce yaşadım. Bu herifler sürekli yalan söylediler. Deneyimlerimle öğrendiğim şey Wall Street'in ne sattığına zerre kadar aldırış etmediği oldu.” Anlayamadığı şey ise alt gelir grubu ipotekli kredilerinin bu ikinci dalgasıyla ilgili tahvilleri kimin aldığıydı. “Daha birinci gün, ‘Bu kâğıtlarda kısa pozisyon alarak (ödünç alınan menkul kıymetlerin satışıyla oluşan pozisyon, açığa satış) bir servet kazanacağımız günler gelecek,’ dedik. Bu balon mutlaka patlayacak. Yalnızca bunun ne zaman ve nasıl olacağını bilmiyoruz.”

Eisman'ın “bu kâğıtlar” ile kast ettiği şey alt gelir grubu kredi işine giren şirketlerin hisse senetleriydi. Hisse fiyatları her türden çılgınlığı yapabilirdi: Kredilerde ödeme sıkıntısı başlamadan önce kısa pozisyon almak istemiyordu. Vinny bu amaçla Amerikalı alt gelir grubu ipotekli kredi alıcılarının davranışlarını yakından izledi. Her ayın yirmi beşinde önündeki bilgisayar ekranına ödeme raporları geliyor ve ödenmeyen borçlarda bir artış olup olmadığına bakıyordu. Vinny, “İzlediğimiz rakamlara göre kredi kalitesi hâlâ iyiydi. En azından 2005'in ikinci yarısına kadar durum böyleydi,” diyor.

Eisman kendi işini yönettiği ilk on sekiz ayın tozu dumanı içinde bir meseleyi kavramıştı; bu çok açık bir şeyi atladığını fark ettiği, belirgin bir andı. Hangi hisseleri seçeceğine karar vermeye çalışıyordu ama hisselerin kaderi tahvillere giderek daha faz-

la bağımlı hale geliyordu. Alt gelir grubu ipotek piyasası büyüdükçe her finans şirketi şu ya da bu biçimde bu riske maruz kalacaktı. “Sabit getiri dünyası hisse senedi dünyasını gölgede bırakıyor. Hisse senedi dünyası tahvil piyasasına göre lanet bir ergenlik sivilcesi gibi.” Neredeyse her büyük Wall Street yatırım bankası esas olarak tahvil bölümleri tarafından yönetiliyor. Çoğu durumda CEO’lar, Lehman Brothers’taki Dick Fuld, Morgan Stanley’deki John Mack, Bear Stearns’daki Jimmy Cayne gibi, daha önce tahvil bölümünde çalışanlardan atanıyor. Tahvil piyasası, önde gelen tahvil şirketi Salomon Brothers’ın sanki diğer şirketlerden farklı bir sektördeymişçesine çok para kazandığı 1980’lerden beri büyük paraların kazanıldığı yer oldu. Eisman, “Altın kural şuydu,” diyor. “Kuralları altını olanlar koyarlar.”

Çoğu kişi tahvil piyasasında diğer her kâğıdı ezen yirmi yıllık yükselişin ne anlama geldiğini anlamamıştı. Eisman da kesinlikle anlamayanlardan biriydi. Ama artık anlıyordu. Sabit getiri dünyası hakkında öğrenebileceği her şeyi öğrenmesi gerekiyordu. Tahvil piyasasına ilişkin planları vardı. Bilmediği şey, tahvil piyasasının da kendisi için planları olduğuydu. Bu piyasa Eisman şeklinde bir delik yaratmak üzereydi.

İKİNCİ BÖLÜM

Körler Ülkesinde

Sohbetle taahhüdü birbirinden ayıran şey çek yazmaktır.

- Warren Buffett

2004'ün başlarında bir başka borsa yatırımcısı, Michael Burry ilk kez tahvil piyasasına giriyordu. Amerika'da nasıl ödünç para alınıp verildiğine ilişkin öğrenebileceği her şeyi öğrenmişti. Yeni takıntısı konusunda hiç kimseyle konuşmuyordu. San Jose, California'daki bürosunda tek başına oturup kitap, makale ve finans dosyaları okuyordu yalnızca. Özellikle alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin nasıl işlediğini öğrenmek istiyordu. Muazzam sayıda bireysel kredi bir kule şeklinde istiflenmişti. En üst kattakiler paralarına en önce kavuşuyor, bu yüzden Moody's ile S&P'den en yüksek notları ve en düşük faiz oranlarını alıyorlardı. Alt kattakiler paralarına en son kavuşuyor, ilk zararlara katlanıyor, Moody's ve S&P'den en düşük notları alıyorlardı. En alt katlardaki yatırımcılar daha fazla risk aldıkları için üst katlardaki yatırımcılardan daha yüksek bir faiz oranı alıyorlardı. İpotekli tahvilleri satın alan yatırımcılar kulenin hangi katına yatırım yapmak istediklerine karar vermek zorundaydı, fakat Michael Burry ipotekli kredi tahvili satın almayı düşünmüyordu. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini açığa nasıl satabileceğini merak ediyordu.

Her ipotekli kredi tahvili 130 sayfalık çok ama çok sıkıcı prospektüsle birlikte alınıyordu. Ayrıntılı bilgileri okuduğunuz takdirde her birinin kendi içinde küçük bir şirket olduğunu görüyordunuz. Bunları tasarlayan avukatlar dışında bu işi yapan yegâne kişi olduğu kesin olan Burry 2004'ün sonu ile 2005'in başlarını bu prospektüslerin yüzlercesini gözden geçirerek ve düzinelercesini fiilen okuyarak geçirdi. Halbuki tümünü yılda 100 dolar karşılığında 10KWizard.com'dan almak mümkündü. Bir e-postada bunu şöyle açıklamıştı:

Böylece, dönemin ilk örneklerinden olan, alt gelir grubu ipotekli konut kredilerini kullanarak başkasına satan NovaStar şirketi gibi bir şeyi almış oluyorsunuz. [Tahvillerin] isimleri NHEL 2004-1, NHEL 2004-2, NHEL 2004-3, NHEL 2005-1, vb. şeklinde. Örneğin, NHEL 2004-1 2004'ün ilk birkaç ve 2003'ün son birkaç ayında verilen kredileri, 2004-2 yılın ortasında verilenleri ve 2004-3 yılın sonunda verilenleri içeriyor. Bu prospektüsleri alıp, kullanır-sat sektörünün alt gelir grubu ipotekli konut kredisi bölümünde neler olduğuna ilişkin nabzı hızla kontrol edebilirsiniz. 2/28 yalnızca faizi değişen ARM* ipoteklerinin havuz içindeki oranının 2004 başlarında yalnızca % 5,85'ken, 2004'ün sonunda havuzun % 17,48'ine ve 2005 yazı sonunda % 25,34'üne ulaştığını görürsünüz. Yine de havuzun ortalama FICO [tüketici kredisi] puanları, ölçüm ve diğer göstergelerin değerlendirileceği belge olmaksızın

*ARM ipotekleri: 2 yılı sabit, 28 yılı değişken faizli, faizin yalnızca değişmeyen anapara üzerinden ödendiği 30 yıllık Uyarlanabilir Oranlı İpotekli Krediler –çn.

verilen [“Palavra”] kredilerin yüzdesi oldukça durağandı... Önemli olan şu ki bu ölçüler oldukça durağan kalabiliyor, fakat ihraç edilen, ambalajlanan ve satılan genel ipotekli konut kredisi havuzunun kalitesi kötüleşiyor, bunun nedeni aynı ortalama FICO puanlarında veya aynı kredi değerlilik ortalamalarında yalnızca faizi değişen ipoteklerin daha yüksek bir oranını almanızdır.

Daha 2004 yılındayken rakamlara baksaydınız, kredi verme standartlarındaki düşüşü açıkça görebilirdiniz. Burry’ye göre standartlar yalnızca düşmemiş, dibe vurmuştu. Hatta bu dibin bir adı bile vardı: *Yalnızca faizi değişen negatif amortismanlı uyarlanabilir oranlı alt gelir grubu ipotekli konut kredileri*. Siz konut alıcısına fiilen hiçbir ödeme yapmama ve bankaya borçlu olduğunuz anaparayı herhangi bir faiz oranından yenileme seçeneği verilmişti. Bu tür bir krediyi kullanmak isteyen kişinin hiç geliri olmayan biri olacağını anlamak zor değildi. Burry’nin anlayamadığı şey, kredi veren bir kişinin böyle bir krediyi niçin vermek istediğiydi: “İzlemek istedikleriniz krediyi alanlar değil verenlerdir. Kredi kullananlar daima kendileri için büyük paralar almak isteyeceklerdir. Buna kısıt koymak krediyi verenlerin elindedir ve zarar ettiklerinde dikkatli olması gereken onlardır.” Ödünç alanların zaten zarar ettiğini 2003’e gelindiğinde biliyordu. 2005’in başlarındaysa kredi kullandıranların da zarar ettiğini gördü.

Birçok hedge fonu yöneticisi vaktini yatırımcılarıyla sohbet ederek geçirir ve üç ayda bir yayınlanan mektupları bir formalite olarak görürdü. Burry ise insanlarla yüz yüze konuşmaktan hoşlanmıyordu ve bu mektupların yatırımcıların onun neler yaptı-

ğını bilmesini sağlayan tek ve en önemli şey olduğunu düşünüyordu. Olduğunu düşündüğü şeyi üç aylık mektuplarında anlatmak için şu deyimini buldu: “Kredi vadesinin bir enstrümanla uzatılması.” Yani, birçok insan ipotekli konut kredisini eski usullerle fiilen ödeyemez hale gelmişti ve kredi kullandıranlar bu yüzden kendilerine yeniden para verilmesini meşrulaştıracak yeni enstrümanlar uydurmaya başladılar. Burry, “kredi hacmini artırmak için sürekli standartlarını düşürmeleri kredi verenlerin zararında olduğunun açık bir işaretiydi,” diyor. Bunu niçin yaptıklarını görebiliyordu: Kredileri kendi defterlerinde tutmuyor, bunları tahvil biçiminde ambalajlayarak satışa çıkaran Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo ve diğerlerine satıyorlardı. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin son alıcılarının “ahmak yatırımcılar” olduğunu düşünüyordu. Onları da inceleyecekti, ama daha sonra.

Şu anda taktiksel bir yatırım sorunu vardı. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin muhtelif katlarının veya tranşlarının hepsinde ortak bir şey vardı: Tahvilleri açığa satmak olanaksızdı. Bir hisse senedi veya tahvili açığa satabilmek için onu ödünç almanız gerekiyordu, ancak bu ipotekli kredi tahvili tranşları çok ufaktı ve bulmak imkânsızdı. Onları satın alabilir veya almayabilirdiniz ama onlara karşı açıkça bahse giremezsiniz; alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası tahvillerine kuşkuyla bakanlara alan tanımıyordu. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasının бүтünüyle yok olmaya mahkûm olduğunu kesin bir biçimde bilseniz dahi bu konuda yapabileceğiniz hiçbir şey yoktu. Evleri açığa satamazdınız. Konut inşa eden, mesela Pulte Homes veya Toll Brothers gibi şirketlerin hisse senetlerini açığa satabilirdiniz ama bu pahalı, dolaylı ve tehlikeli bir işti. Hisse senedi fiyatları çok

daha uzun bir süre artabilir ve Burry bu süre boyunca ödeme gücünü koruyamayabilirdi.

Birkaç yıl önce kredi temerrüt swaplarını* keşfetmişti. Kredi temerrüt swapı esas olarak gerçek bir swap olmadığı için karmaşıktı. Bu, genel olarak bir şirket tahvili üzerinden düzenlenmiş altı aylık prim ödemeleri olan sabit vadeli bir sigorta poliçesiydi. Örneğin, yılda 200 bin dolar ödeyip 100 milyon dolarlık General Electric tahvilleri üzerinden düzenlenmiş on yıl vadeli kredi temerrüt swapı satın alabilirdiniz. Kaybedebileceğiniz miktar en fazla 2 milyon dolar, yani on yılda her yıl 200.000 dolar olurdu. Kazanabileceğiniz en fazla para ise, General Electric gelecek on yıl içinde herhangi bir tarihte borçlarını ödeyemeyip temerrüde düştüğü takdirde 100 milyon dolardı ve tahvil hamilleri borçlardan sorumlu değildi. Bu sıfır toplamı bir oyundu: Siz 100 milyon dolar kazandığınız takdirde, size kredi temerrüt swapını satan kişi 100 milyon dolar kaybediyordu. Aynı zamanda, rulet masasındaki bir rakama para koymaya benzeyen asimetric bir bahisti. Masaya koyduğunuz paradan fazlasını kaybedemezsiniz, fakat seçtiğiniz rakam geldiği takdirde paranızın otuz, kırk, hatta elli katını kazanabilirdiniz. Burry, “Kredi temerrüt swapları açık uçlu risk sorunumu giderdi,” diyor. “Bir kredi temerrüt swapı aldığım takdirde kaybedeceğim şey tanımlı ve kesindi, kazanacaklarım ise koyduğumun birkaç katı olacaktı.”

Burry zaten kurumsal kredi temerrüt swapları piyasasına girmiş durumdaydı. 2004’te gayrimenkul piyasasındaki gidişat tersine döndüğünde zarar edebilecek ipotekli kredi veren, ipotekli

*Kredi temerrüt swapları: CDS olarak anılan ve tahvil hamilini tahvili ihraç eden kuruluşun temerrüde düşmesine, yani borcunu ödeyememesine karşı sigortalayan sözleşme –çn.

kredileri sigorta eden, vb. şirketlerin sigorta poliçelerini satın almaya başladı. Bu bütünüyle tatmin edici değildi. Gayrimenkul piyasasının aniden çökmesi bu şirketlerin para kaybetmesine yol açabilirdi ama fiilen iflas edeceklerine dair hiçbir garanti yoktu. Alt gelir grubu ipotekli kredilerine karşı bahis oynamak için daha doğrudan bir araç istiyordu. 19 Mart 2005'te kapısı ve panjur-ları kapalı ofisinde tek başına oturmuş kredi türevleri konusunda anlaşılması güç bir ders kitabı okuduğu sırada Michael Burry'nin aklına bir fikir geldi: Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları alacaktı.

Bu fikir, ABD tahvil piyasasının evrimini ve 1990'ların ortasında J. P. Morgan'da ilk kurumsal kredi temerrüt swaplarının icat edilmesini konu alan kitabı okuduğu sırada aklına gelmişti. Bankaların kredi temerrüt swaplarına niçin ihtiyaç duyduğunu açıklayan bir paragrafı okuyordu. Hemen anlayamamıştı, ne de olsa General Electric'in borçlanını ödeyemez hale gelmesinden doğacak riskten kaçınmanın en iyi yolu öncelikle General Electric'e borç vermemektir. Kredi temerrüt swapları başlangıçta bir hedge aracı olmuştu: General Electric'in talebi üzerine bazı bankalar eski bir müşterilerini kaçırmaktan korkarak GE'ye vermeyi arzuladıklarından daha fazla kredi vermişlerdi; bir başka banka fikrini değiştirip GE'ye kredi vermenin hiç de akıllıca olmayacağı kararına varmıştı. Ancak bu yeni türev çok hızlı bir biçimde spekülasyon aracına dönüştü: Çok sayıda insan GE'nin temerrüde düşme olasılığı üzerine bahse girmek istedi. Bu durum Burry'yi etkilemişti: Wall Street alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri konusunda da aynı şeyi yapmak zorundaydı. Gayrimenkul piyasasında olanlar ve alt gelir grubuna ipotekli kredi verenlerin yaptıkları dikkate alındığında, birçok akıllı insan sonunda alt gelir grubu

ipoteekli kredi tahvilleri üzerine bahse girmek isteyecekti. Ve bunu yapmanın tek yolu kredi temerrüt swapı almak olacaktı.

Mike Burry'nin müthiş fikrinde var olan en büyük sorunu, yani zamanlama sorununu kredi temerrüt swapı çözecekti. 2005'in başlarında verilen alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinin neredeyse tamamının kesinlikle temerrüde gireceğini hissediyordu. Fakat bunların faiz oranları suni olarak düşük belirlendiği ve iki yıl boyunca sabit kalacağı için, bunun gerçekleşmesi iki yıl alacaktı. Alt gelir grubu ipotekli konut kredileri neredeyse daima dalgalı faiz oranlarıyla veriliyordu ama çoğu iki yıl boyunca sabit kalan "tamtım" oranına sahipti. Mesela, 2005'in başlarında verilen bir ipotekli kredinin iki yıllık "sabit" faizi yüzde 6 iken bu oran 2007'de yüzde 11'e fırlayacak ve bir temerrüt dalgasına yol açacaktı. Bu kredilerin çıkardığı hafif tıkrıklar zaman içinde yükselecek ve sonunda kendisi gibi birçok insan bunların birer bomba olduğundan kuşkulananacaktı. Bu gerçekleştikten sonra hiç kimse alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden sigorta satmaya istekli olmayacaktı. Parasını masaya şimdi koyması ve kumarhanenin uyanıp oyunun bahis oranını değiştirmesini beklemesi gerekiyordu. Otuz yıllık bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilinin kredi temerrüt swapı teorik olarak otuz yıl sürecek bir bahisti. Burry bunun gerçekleşmesinin yalnızca üç yıl süreceğini tespit etti.

Tek sorun alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinde kredi temerrüt swapı gibi bir araca rastlamamış olmasıydı. Büyük Wall Street şirketlerini bunları oluşturmaya teşvik etmesi gerekcekti. Fakat hangi şirketleri? Eğer haklıysa ve konut piyasası çökerse, piyasanın göbeğindeki bu şirketler kesinlikle çok para kaybedecekti. Sigorta değerli olduğu anda iflas edecek bir bankadan

sigorta satın almanın bir anlamı yoktu. İpotekli kredi tahvil piyasasında diğer şirketlerden daha fazla iş yaptıkları için Bear Stearns ve Lehman Brothers'ı arama zahmetine bile katlanmadı. Bir çöküşten kurtulma ihtimali en yüksek olan bankalar ona göre Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bank of America, UBS, Merrill Lynch ve Citigroup'tu. Hepsini aradı. Beşinin söylediği şeyler konusunda hiçbir fikri yoktu; ikisi karşılık vererek şu anda bir piyasa olmadığı halde bir gün var olabileceğini söyledi. Üç yıl içinde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden yapılan kredi temerrüt swapları bir trilyon dolarlık bir piyasa haline gelecek ve büyük Wall Street şirketlerinin yüz milyarlarca dolar zarar etmesine yol açacaktı. Bununla birlikte, Michael Burry 2005'in başında şirketlerin başına bela olduğunda yalnızca Deutsche Bank ve Goldman Sachs bu konuşmayı sürdürmekle gerçek anlamda ilgilendi. Wall Street'te hiç kimse onun gördüklerini göremiyordu.

Nedenini anlamadan önce kendisinin diğer insanlardan farklı olduğunu hissetti. İki yaşındayken nadir bir kanser türüne yakalanmış ve tümörü çıkarmak için yapılan ameliyat sol gözüne mal olmuştu. Tek gözlü bir çocuk dünyayı diğer herkesten farklı görür ama Mike Burry'nin gerçek farklılığını daha simgesel anlamda görmesi uzun sürmedi. Yetişkinler daima özellikle konuşurken karşısındakinin gözüne bakması gerektiğini söylemişti. “Birinin gözüne bakmak bütün enerjimi alıyordu,” diyor. “Eğer size bakıyorsam, sizi dinlemediğimi biliyorum demektir.” Konuşmaya çalıştığı her kim olursa olsun sol gözü kimseyi hizalayamıyordu; sohbet etmeye çalıştığı sosyal ortamlarda konuştuğu kişi sürekli sola kayıyordu. “Bunu nasıl durduracağımı gerçekten bilmi-

yorum,” diyor, “bu yüzden insanlar tam soluma gelinceye kadar sola doğru kaymaya devam ediyorlardı ve ben artık başımı çevirmeye çalışmıyordum. Sonunda yüzümü sağa çevirip gören gözümle burnumun üzerinden sola bakmış oluyordum.”

Diğer insanlarla yüz yüze etkileşimin kendisi için daima kötü sonuçlanma nedeninin cam gözü olduğunu zannediordu. İnsanların sözel olmayan ifadelerini anlamayı çıldırtıcı ölçüde zor buluyor ve sözel ifadeleri çoğunlukla insanların kastettiğinden fazla ciddiye alıyordu. Yapabileceğinin en iyisini yapmaya çalıştığında genellikle en kötü performansı gösteriyordu. Hemen iltifat edemiyordu: “Birisine iltifat ederseniz yanlış anlaşılacağınızı erken yaşlarda öğrenmiştim. *Sizin ebatlarınızda biri için iyi görünüyorsunuz. Bu gerçekten güzel bir elbise: Elde dikilmiş gibi duruyor.*” Cam gözü gruplara niçin gerçek anlamda uyum sağlamadığına ilişkin özel açıklaması haline gelmişti. Gözü akıyor, yaşıyor ve sürekli ilgi istiyordu. Bu diğer çocukların farkında olmayacağı türden bir şey değildi. Şaşı olmadığı halde ona şaşı diyorlardı. Her sene cam gözünü yerinden çıkarması için ona yalvarıyorlardı, çocukların isteğini yerine getirdiğinde ise gözü mikrop kaparak korkunç bir görüntü alıyor ve toplum dışı kalması için yeni bir gerekçe oluşturunuyordu.

Burry cam gözünde kendisine özgü diğer özelliklerin de açıklamasını bulmuştu. Örneğin, adalet takıntısı vardı. Yıldız basketbolcuların deplasmanlara daha alt düzeydeki oyunculardan daha az çağrıldığını fark ettiğinde yalnızca hakemlere bağırmaktan vazgeçmekle kalmayıp, basketbol seyretmeyi bütünüyle bıraktı; yaşanan adaletsizlik spora olan ilgisini yok etmişti. Aşırı rekabetçi, yapılı, fiziksel açıdan cesur ve iyi bir atlet olmasına rağmen takım sporlarına ilgi duymuyordu. Gözünün durumu bunu açık-

lamasına yardımcı oluyordu, çünkü çoğu takım sporu topla oynanıyordu ve derinlik algısı zayıf, çevresini sınırlı biçimde gören bir çocuk toplu sporları iyi oynayamazdı. Amerikan futbolunun topla daha az ilişkili pozisyonlarında oynamak için çok çaba sarf etti ama biri kendisine hızla çarptığında gözü yerinden fırlıyordu.

Fiziki sınırlamalarının nerede bitip psikolojik sınırlamalarının nerede ortaya çıktığını görmek de onun için zordu -her ikisinin de temelinde cam gözünün olduğunu düşünüyordu. Kendi çocuklarını kayıran antrenörlerin adaletsizliğine dayanamıyordu. Hataları göremeyen hakemler dikkatini dağıtıyordu. Fiilen hiçbir sosyal etkileşim gerektirmedikten yüzmeyi tercih etti. Hiç takım arkadaşı yoktu. Belirsizlik yoktu. Yalnızca yüzüyor, kazanıyor veya kaybediyordu.

Bir süre sonra zamanının çoğunu yalnız geçirmesine şaşırma-yı bile bıraktı. Yirmili yaşlarının sonuna geldiğinde kendisinin arkadaş olmayan insanlardan biri olduğunu düşünmeye başlamıştı. San Jose, UCLA'daki Santa Teresa Lisesi'ne ve Vanderbilt Üniversitesi Tıp Fakültesi'ne gitmiş ve hiçbir kalıcı dost edinmemişti. Arkadaşlıkları mektuplaşarak, e-postalarla kurulmuş ve gelişmişti; toplam yirmi yıldır tanıdığı ve gerçek dostu addettiği iki kişiyle toplam sekiz kere buluşmuştu. "Arkadaşsızlık benim tabiatım," diyor. "Kendi başıma olmaktan mutluyum." Her nasılsa iki kere evlenmişti. İlk eşi farklı bir şehirde yaşayan Kore kökenli bir kadındı ("çoğunlukla fiili bir ilişki yaşamaktan çok ilişki fikrinden hoşlandığımdan yakınıyordu") ve hâlâ evli olduğu Vietnam kökenli ikinci eşiyle Match.com'da tanışmıştı. Match.com profilinde kendisini içtenlikle, "tek gözlü, sosyal anlamda uyumsuz ve 145.000 dolarlık öğrenci kredisi borcu olan bir tıp öğrencisi," olarak tarif etmişti. Kişisel dürüstlük takıntısı adalet takıntısıyla akrabaydı.

Saplantılı olmak kendisine özgü sandığı bir diğer özelliğiydi. Zihninde orta yol yoktu: Bir konuya ya bütünüyle hakim oluyor ya da hiç ilgilenmiyordu. Bu özelliğin bariz bir olumsuz yanı vardı, örneğin diğer insanların kaygı ve hobileriyle ilgileniyor-muş gibi yapmakta çoğu kişiden daha fazla zorlanıyordu ama bunun olumlu bir tarafı da bulunuyordu. Küçük bir çocukken bile öğretmenle veya öğretmensiz odaklanma ve öğrenme konusunda olağanüstü yetenekliydi. İlgi alanlarıyla örtüştüğünde okul ona çok kolay geliyordu, öyle ki UCLA'da lisans öğrencisi olduğu sırada İngilizce ve Ekonomi bölümleri arasında mekik dokuyor ve kendisini ülkenin en iyi tıp fakültelerine kabul ettirmek için tıp öğrenimine hazırlık dersleri alıyordu. Bu olağanüstü konsantrasyon gücünü insanlarla etkileşime ilgi duymamasına bağlı-yordu. Tabii olan her şeye şu veya bu biçimde esas olarak takma sol gözünün neden olduğunu iddia edebilecek durumdaydı.

Çalışma ve odaklanma kabiliyeti onu diğer tıp öğrencilerinden bile ayırdı. 1998'de Stanford Hastanesi'nde nöroloji ihtisası yaparken amirlerine on dört saatlik vardiyalar arasında arka ar-kaya iki gece uyumayıp daha hızlı çalışması için bilgisayarını sö-küp yeniden monte ettiğini söyledi. Amirleri onu bir psikiyatra gönderdi ve psikiyatr Mike Burry'ye manik-depresif teşhisi koy-du. Teşhisin yanlış olduğunu hemen anlamıştı: Hiç depresyona girmeyen ya da daha çok, yalnızca günlük işleriyle ilgilendiğin-de ve tıp eğitimi almaktan hoşlandığı halde pratik yapmaktan hoşlanırmış gibi davrandığında depresyona giren biri nasıl ma-nik-depresif olabilirdi? Tıptan hoşlandığı için değil tıp fakültesi-ni çok zor bulmadığı için doktor olmuştu. Halbuki fiili tıp prati-ği onu ya bunaltıyor ya da tiksindiriyordu. İlk sıkıntısını makros-kopik anatomide yaşamıştı: "İnsanların dışkılarını yıkamak için

bacaklarını ayıra ayıra küvete sokulduğu bir sahne midemi bulandırdı ve çıkardım.” Hastalarla ilgili duyguları da karıştı: “İnsanlara yardım etmek istiyordum, ama tam da değil.”

Burroughs bilgisayarlarla gerçekten ilgileniyordu, fakat bu ilgi bilgisayarların yaşam boyu takıntısı olan bir işe, borsanın iç işleyişini anlamaya hizmet etmesinden kaynaklanıyordu. İlkokulda babası ona gazetenin arka sayfasındaki hisse senedi tablolarını gösterip borsanın yatırım yapmak şöyle dursun asla güvenilme-yecek, düzenbazlıkla malûl bir yer olduğunu söylediğinden beri konu onu büyülemişti. Henüz bir çocukken bile bu rakamlar dünyası üzerine mantık yürütmek istemişti. Piyasalarla ilgili şeyler okumaya bir hobi olarak başladı. Oldukça hızlı bir biçimde şema ve grafiklerde, dalgalanmalarda ve çoğu kendinden menkul piyasa profesyonellerinin sonu gelmeyen gevezeliklerinde hiçbir mantık olmadığını gördü. Ardından dot.com balonu geldi ve tüm borsa birdenbire bütünüyle anlamsızlaştı. “Doksanların sonu neredeyse kendimi bir değer yatırımcısı olarak tanımlamak zorunda bırakıyordu, çünkü diğerlerinin yaptıklarının çılgınlık olduğunu düşünüyordum,” diyor. Büyük Bunalım sırasında Benjamin Graham tarafından finans piyasalarıyla ilgili resmi bir yaklaşım olarak geliştirilen “değer yatırımcılığı” hiç gündemde olmayan veya yanlış anlaşılmış ve bu nedenle tasfiye değerlerinin altından satın alınabilecek şirketlerin bıkıp usanmadan aranmasını gerektiriyordu. Değer yatırımcılığı en basit haliyle değişerek başka şeylere dönüşmüş bir formüldü, bunlardan biri Benjamin Graham’ın öğrencisi olan en ünlü değer yatırımcısı Warren Buffett’ın parasıyla yaptığı şeydi.

Burroughs yatırımın bir formüle indirgenebileceğini veya bir tek rol modelinden öğrenilebileceğini düşünmüyordu. Buffett’ı ince-

ledikçe onun model alınamayacağına daha fazla kanaat getirdi; aslında Buffett'ın öğrettiği şey, şaşırtıcı ölçüde başarılı olmak için şaşırtıcı ölçüde sıra dışı olmanız gerektiği idi. Burry, “Eğer büyük bir yatırımcı olacaksanız kendi tarzınızın olması gerekir,” diyor. “Bir noktada Warren Buffett’ın Ben Graham’dan öğrenmek için her türlü avantaja sahip olduğu halde onu örnek almadığını, daha çok kendi yolunu çizdiğini ve parasını kendi tarzında, kendi kurallarıyla yönettiğini fark ettim... Aynı zamanda kişiye nasıl büyük yatırımcı olacağını öğretebilecek hiçbir okul bulunmadığı fikrini de hemen içselleştirdim. Eğer böyle bir okul olsaydı, muhtemelen dünyadaki en popüler okul olur ve ücreti ödenemeyecek kadar yüksek olurdu. Demek ki böyle bir okul yoktu.”

Yatırım kendi başınıza, kendi özgün tarzınızla öğrenmeniz gereken bir şeydi. Burry'nin yatırım yapacak parası yoktu ama buna rağmen takıntısını lise, üniversite ve tıp fakültesi boyunca sürdürdü. Stanford Hastanesi’nde çalışmaya başladığında, bırakın herhangi bir Wall Street şirketinde çalışmayı hiçbir finans veya muhasebe dersi bile almamıştı. 145.000 dolar öğrenci kredisi borcu, 40.000 dolar civarında nakit parası vardı. Önceki dört yılı tıp fakültesinde ders çalışarak geçirmişti. Buna rağmen kendisini bir tür finans uzmanı haline getirecek zamanı bulmuştu. 1999 yılında bir pazar sabahı e-posta arkadaşlarından birine, “Zaman değişken bir süreçtir,” diye yazdı:

Bir öğleden sonra uçup gidebilir veya 5 saat sürebilir. Muhtemelen senin gibi ben de çoğu kişinin ölü zaman olarak ayırdığı boşlukları üretken bir biçimde dolduruyorum. Üretken olma dürtüm muhtemelen ilk evliliğime mal oldu ve birkaç gün önce neredeyse nişanlımdan oluyordum.

Üniversiteye gitmeden önce ordunun, “sabah 9’dan önce çoğu kişinin bütün gün yaptığından daha fazla şey yapıyoruz,” diye bir sözü vardı ve *ben ordudan daha fazla düşünmeye ve yapmaya alıştım*. Bildiğin gibi, diğer HER ŞEYİN yerine geçen belirli faaliyetlerde enerji bulan bazı seçilmiş insanlar vardır.

Manik-depresif değildi. Yalnızca kendisini fiilen yalnız veya fazlasıyla mutsuz hissetmeden yalnız ve ayrı duran biriydi. Kendisini bir trajedi olarak görmüyordu; diğer şeylerin yanında sıradışı kişiliğinin diğer insanlardan daha iyi konsantre olmasını sağladığını düşünüyordu. Ona göre bunların hepsi takma gözünün çarpıtıcı etkisinden kaynaklanıyordu. “İnsanların benim bu yüzden farklı olduğumu düşündüklerini sanıyordum,” diyor. “Bu yüzden farklı olduğumu düşünüyordum.” Farklı olduğunu düşündüğünden Wall Street ile ters düştüğünde başına gelenleri aslında olduğu kadar garipsemedi.

Kasım 1996’da bir gece geç vakit Nashville, Tennessee'deki St. Thomas Hastanesi'nde kardiyoloji rotasyonu olduğu sırada bir hastane bilgisayarından techstocks.com adlı mesaj panosuna girdi. Orada değer yatırımcılığı başlıklı bir mesaj dizisi oluşturdu. Yatırım hakkında var olan her şeyi okumuş ve “gerçek dünyada yatırım yapma” konusunda biraz daha fazla şey öğrenmeye karar vermişti. Piyasa internet hisseleriyle ilgili bir cinnetin etkisi altındaydı. 1996 civarında Silikon Vadisi yatırımcısı için yapılmış bir site ağırbaşlı bir değer yatırımcısı için doğal bir yer olamazdı. Yine de çok sayıda insan çok sayıda fikir belirtti. Birkaç kişi bir doktorun yatırımlar konusunda yararlı bir şeyler söyleyemeyeceğini öne sürdü fakat Burry zaman içinde tartışmalara ağırlığını

koymaya başladı. Dr. Mike Burry –daima bu imzayı atardı- diğer insanların mesaj panosundaki tavsiyelerini yerine getirip para kazandığını hissediyordu.

Panosundaki kalabalıktan öğrenecek şeyi kalmadığını anladığında, daha sonra blog adı verilen ama o tarihte tuhaf bir iletişim biçiminden ibaret olan panodan ayrıldı. Hastanede on altı saatlik vardiyalarla çalışıyor, blog çalışmalarını esas olarak gece yarısı ile sabahın üçü arasındaki saatlerle sınırlıyordu. Bloguna borsa işlemlerini ve bu işlemleri yapma nedenlerini yazıyordu. İnsanlar onu buluyordu. Büyük bir Philadelphia değer fonunun para yöneticilerinden biri şöyle anımsıyor: “Merak ettiğim tek şey, *bunu ne zaman yaptığıydı?* Karşımızdaki stajyer bir tıp öğrencisiydi. Yalnızca onun tıpla ilgili olmayan faaliyetlerine tanık oldum ve bu gerçekten müthişti. İşlemlerini insanlara gösteriyordu. Ve insanlar bunu gerçek zamanlı olarak izliyordu. Dot.com balonunun ortasında değer yatırımcılığı yapıyordu. Bizim yaptığımız gibi değer hisseleri alıyordu. Ama biz para kaybediyorduk. Müşteri kaybediyorduk. Birden bire bu işe girdi. Yüzde elliye çıktı. Bu anlaşılmaz bir durum. O anlaşılmaz bir adam. Ve bunu izleyen yalnızca biz değiliz.”

Mike Burry finansal hamlelerini kimlerin izlediğini tam olarak göremiyordu ama nereden geldiklerini biliyordu. Başlangıçta okuyucuları EarthLink ve AOL’dan geliyordu. Bunlar yalnızca sıradan bireylerdi. Ancak çok kısa süre içinde durum değişti. Sitesine Fidelity gibi yatırım fonları ve Morgan Stanley gibi büyük Wall Street bankalarında çalışanlar girmeye başladı. Bir gün Vanguard’ın endeks fonlarına saldırdı ve neredeyse anında Vanguard’ın avukatlarından bir durdurma ve feragat emri aldı. Burry

ciddi yatırımcıların blogundaki görüşler doğrultusunda hareket ettiklerinden bile kuşkulandı ama bunların kim olabileceği konusunda hiçbir belirgin fikri yoktu. Philadelphia yatırım fonu yöneticisi, “Piyasa onu buldu,” diyor. “Hiç kimsenin görmediği örüntüleri fark ediyordu.”

Burry 1998 yılında nöroloji ihtisasını yapmak için Stanford Hastanesi’ne geldiğinde, gece yarısı ile sabahın üçü arasında yapması gereken iş onu değer yatırımcılığı dünyasında küçük ama anlamlı bir mihrak haline getirmişti. O tarihe kadar internet hisselerine yönelik çılgınlık bütünüyle kontrolden çıkmış ve Stanford Üniversitesi’ndeki tıp camiasına sirayet etmişti. Burry, “Özellikle ihtisas yapan doktorların ve bazı öğretim üyeleri dot.com balonunun cazibesine kapılmış olduğunu” söylüyor: “Makul bir azınlık her şeyi satın alıyor ve tartışıyordu, bunların arasından Polycom, Corel, Razorfish, Pets.com, TIBCO, Microsoft, Dell ve Intel’i özellikle hatırlıyorum, fakat benim beynim bunların çoğunu benimledalgamıgeçiyorsun-dot.com olarak algılıyordu... Hiç kimsenin diğer yanda neler yaptığımı bilmesini istemediğimden ağzımı kapalı tuttum. Oradaki doktorların kendimi tıbbı yüzde yüz on adamadığımı görmeleri halinde başımın büyük bir belaya girebileceğini hissediyordum.”

Tıbbı yeterince adanmış görünmek konusunda kaygılanan kişiler muhtemelen tıbbı yeterince adanmamışlardır. Burry tıp kariyerinde ilerledikçe bu dünyadaki diğer insanlarla yaşadığı sorunların kendisini kısıtladığını daha fazla hissetmeye başladı. Kısa bir süre ölü insanların bulunduğu patalojiye sığındı, ama işe yaramadı. (“Ölü insanlar, ölü uzuvlar. Daha çok ölü insan, daha çok ölü uzuv. Daha entelektüel bir şeyler istediğimi düşündüm.”)

Yeniden San Jose'ye taşındı, babasını toprağa verdi, yeniden evlendi, web sitesini kapatıp, nörolojiden istifa ederek para yöneticisi olacağını açıkladığında uzmanlar tarafından koyulan yanlış teşhisle manik-depresif olduğu söylendi. Stanford'un Nöroloji Bölüm başkanı onun çıldırdığını düşündü ve bir yıl daha kalıp yeniden düşünmesini söyledi, fakat o zaten yeterince düşünmüştü. "Bunu büyüleyici ve gerçekten doğru buluyordum," diyor, "bir portföyü iyi yönetebildiğim takdirde hayatta başarılı olabilirdim ve esasında iyi bir insan olduğumu düşündüğüm halde, ne tür bir insan olarak algılanacağım önemli olmayacaktı." 145.000 dolarlık öğrenci kredisi borcuna karşılık 40.000 dolarlık varlığı olması tam olarak nasıl bir portföy yöneteceği sorununa yol açıyordu. Babası bir başka yanlış teşhis nedeniyle ölmüştü: Bir doktor röntgen filminde görülen kanseri tespit edememiş ve aile küçük bir tazminat almıştı. Babası borsaya sıcak bakmıyordu ama ölümü nedeniyle yapılan ödeme oğlunun borsaya girmesine olanak veren fonu sağlamıştı. Annesi tazminattan kendisine düşen payın 20 bin dolarıyla, üç erkek kardeşi ise 10'ar bin dolarla ona katkıda bulunmuştu. Dr. Michael Burry bu parayla Scion Capital'ı açtı. (Çocukken *The Scions of Shannara* – Shannara'nın Çocukları- adlı kitaba bayılırdı.) Akrabaları dışındaki insanları cezbedebilmek için gösterişli bir biyografi yazdı. "Yatırımcıların minimum net varlığı 15 milyon dolar olmalıdır," diyordu ki bu, yalnızca kendisini değil esas olarak tanıdığı herkesi hariç tuttuğu için ilginçti.

Ofis bulmak, mobilya almak ve bir broker'lık hesabı açmak için uğraştığı sırada iki şaşırtıcı telefon geldi. Birincisi New York City'deki Gotham Capital adlı büyük bir yatırım fonundandı. Gotham Joel Greenblatt isimindeki bir değer yatırımı gurusu tara-

findan kurulmuştu. Burry, Greenblatt'ın *You Can Be a Stock Market Genius* (Bir Borsa Dahisi Olabilirsiniz) adlı kitabını okumuştı. ("Başlığından nefret etmiş ama kitabı sevmiştim.") Greenblatt'ın çalışanları ona bir süredir Mike'ın fikirleriyle para kazandıklarını ve kazanmaya devam etmek istediklerini söylemişlerdi, acaba Mike Burry fonuna Gotham'ın yatırım yapmasına izin verir miydi? Joel Greenblatt bizzat aramış ve "Doktorluğu bırakmanı bekliyordum," demişti. Gotham, Burry ve eşini uçakla New York'a getirdi, bu Michael Burry'nin New York'a uçakla gittiği ya da birinci sınıf biletle uçtuğu ilk seferdi, onları Intercontinental Otel'de bir süite yerleştirdi.

Burry Greenblatt ile görüşmeye giderken insanlarla yüz yüze karşılaşmalarda daima başına bela olan endişeye kapılmıştı. Gotham çalışanlarının yazdıklarının çoğunu okumuş olması onu biraz rahatlatıyordu. "Önce yazdıklarımı okuyup, sonra benimle görüşürseniz, görüşme iyi gider," diyor. "Yazdıklarımı okumayan insanlarla yaptığım görüşmeler neredeyse asla iyi gitmez. Lisede dahi durum böyleydi, hatta öğretmenlerle bile." Yürüyen bir kıyaslama testi gibiydi: Onunla görüşmeden önce kendisini tasvip edip etmediğinize karar vermeniz gerekiyordu. Önemli para yöneticilerinin nasıl giyindiği hakkında hiçbir fikri yoktu, dolayısıyla da bu konuda ciddi bir dezavantajı vardı. Profesyonel bir para yöneticisi olan e-posta arkadaşlarından biri, toplantıdan önce onu arayıp, "Ne giymeliyim?" diye sorduğunu anımsıyor: "Kravatı yoktu. Cenazelerde giydiği lacivert bir pardösüsü vardı." Bu Mike Burry'nin bir başka tuhaflığıydı. Yazarken kendisini resmi bir biçimde, hatta biraz tutucu biri gibi tanıtıyor ama plaja gider gibi giyiniyordu. Gotham'ın ofisine giderken paniğe kapıldı ve kravat almak için bir mağazanın kravat reyonuna daldı.

Burphy o gün New York'un büyük para yönetim şirketine daha önce hiç giymediğı resmi bir kıyafetle geldi, müstakbel ortakları ise t-shirt ve eşofman altı giymişti. Görüşme şöyle geçti:

“Size bir milyon dolar vermek istiyoruz.”

“Pardon?”

“Yeni hedge fonunuzun dörtte birini satın almak istiyoruz. Bir milyon dolar karşılığında.”

“Öyle mi?”

“Evet. Bir milyon dolar öneriyoruz.”

“Vergi sonrası mı?”

Her nasılsa Burphy'nin aklında bir gün, vergi sonrası bir milyon dolara sahip olmak vardı. Her koşulda karşısındakilerin neyin peşinde olduğunu bütünüyle anlamadan önce o son sözleri ağzından kaçırmıştı. Ve istediğini vermişlerdi! O anda, blogunda yazdıkları nedeniyle net 105.000 dolar borcu olan bir tıp öğrencisi olmaktan çıkıp birkaç açık kredisi olan bir milyonere dönüşmüştü. Burphy böyle olacağını bilmiyordu, fakat Joel Greenblatt da ilk defa böyle bir şey yapıyordu. Greenblatt, “Çok parlak bir adam olduğu çok açıktı ve bunlardan çok fazla yok,” diyor.

Bu tuhaf görüşmeden kısa bir süre sonra White Mountains adlı bir sigorta şirketleri grubundan bir telefon gelmişti. White Mountains Warren Buffett'ın yakın çevresinden Jack Byrne tarafından yönetiliyordu ve şirket Gotham Capital ile görüşmüştü. “Şirketinizin bir kısmını sattığınızı bilmiyorduk,” diyorlardı.e Burphy onlara, birkaç gün önce birileri vergi sonrası bir milyon dolar teklif edinceye kadar böyle bir düşüncesi olmadığını anlattı. White Mountains'ın da Michael Burphy'yi yakından izlediğı anlaşılmıştı. O tarihte White Mountains'ta çalışan Kip Oberting,

“Bizi en çok şaşırtan şey onun nöroloji ihtisası yapan bir doktor olmasıydı,” diyor. Peki bu işi ne zaman yapıyordu? Oberting bu soruyu şöyle yanıtlıyor: “White Mountains’dan fonunun daha küçük bir kısmı için 600.000 dolar çekmiş ve 10 milyon dolarlık yatırım sözü almıştı. “Ve evet... İnternette bulduğumuz, daha önce hiç tanımadığımız halde para verdiğimiz tek kişi oydu.”

Dr. Mike Burry sektördeki ilk yılında kısa bir süre para yönetmenin sosyal boyutuyla epey boğuştu: “İnsanlarla olumlu görüşmeler yapmadığınızda genellikle para toplayamazsınız. ve ben genellikle insanların arasında olmak istemem. Benimle görüşen insanlar genellikle bunu fark ederler.”

Burry bir gün Bank of America’nın yeni fon yöneticilerini zengin yatırımcılarla tanıştırmak için düzenlediği bir konferansa gitmişti. Tabii konferans katılımcıları onu orada görmüştü. Burry o konferansta, onların risk ölçme tarzının bütünüyle aptalca olduğunu öne sürdüğü bir konuşma yaptı. Riski, bir hisse senedi veya tahvilin son birkaç yılda ne kadar sıçrama yaptığına bakarak, yani oynaklıkla ölçüyorlardı. Oysa gerçek risk oynaklıkta değil, aptalca alınan yatırım kararlarında yatıyordu.. Burry konuşmasına, “En zenginler ve onların temsilcileri, çoğu yöneticinin ortalama performans gösterdiğini, daha iyi olanların da ortalamanın altında bir oynaklıkla ortalama getirilere ulaşabilenler olduğunu kabul etmektedir,” diye devam etti. “Bu mantıkla, bir doların değeri; bir gün elli sentten, ertesi gün altmış sentten, bir sonraki gün kırk sentten satılması halinde, bu üç gün boyunca ortalama elli sentten satıldığı için bir dolardan azdır.. Ben kırk sentten dolar almanın bir risk değil fırsat olduğunu ve doların hâlâ bir dolarlık değerini koruduğunu iddia ediyorum.” Burry’nin konuşması mutlak bir sessizlikle karşılandı ve öğle yemeğini tek

başına yedi. Büyük yuvarlak masalardan birine oturup diğer masalardaki insanların keyif içinde anlamsız konuşmalar yapmalarını izledi.

Burrry dünyadaki diğer insanlarla konuştuğunda onları verdiği mesajın mı yoksa kendisinin mi rahatsız ettiğini hiç anlayamadı. Bir şekilde hem fazlasıyla popüler hem de olağanüstü başarılı olmayı başaran Warren Buffett'ı yakından incelemişti. Buffett da gençliğinde insanlarla sorunlar yaşamıştı. Diğer insanlarla daha verimli etkileşmenin yollarını öğrenmek için bir Dale Carnegie kursuna katılmıştı. Mike Burrry farklı bir para kültüründe olgunlaştı. Dale Carnegie'nin yerini internet almıştı. İnsanlarla görüşmesi gerekmedi. Kendisini online ifade edebiliyor ve yatırımcıların onu bulmasını bekliyordu. Düşüncelerini ayrıntılarıyla yazabiliyor ve insanların yazdıklarını okuyarak yönetmesi için kendisine para göndermesini bekliyordu. Burrry, "Buffett benim için fazlasıyla popülerdi," diyor. "Ben asla müşfik bir büyük baba figürü olamayacağım."

Bu fon cezbetme yöntemi Mike Burrry'ye uygundu. Daha da önemlisi işe yarıyordu. Scion Capital'i yönetmeye annesinin, erkek kardeşlerinin ve kendi vergi sonrası bir milyonuyla toplam bir milyon doların biraz üzerinde bir miktarla başladı. Bütün sene çalıştığı ilk yıl olan 2001'de S&P 500 yüzde 11,88 düştü. Scion yüzde 55 artış kaydetmişti. Ertesi yıl S&P 500 yine yüzde 22,1 düştü ama Scion yine yüzde 16 artış gösterdi. Ertesi yıl, 2003'te borsa nihayet yükselişe geçip yüzde 28,69 artış kaydetti, fakat Mike Burrry borsayı yine alt etmiş, yatırımları yüzde 50 artış kaydetmişti. 2004'ün sonuna gelindiğinde Mike Burrry 600 milyon dolar yönetiyor ve gelen paraları geri çeviriyordu.

Burrry'nin performansını giderek artan bir hayretle izleyen bir New York hedge fonu yöneticisi, "Eğer fonunu yönettiği para miktarını maksimize etmek amacıyla yönetseydi milyarlarca dolar yönetiyor olurdu," diyor. "Scion'u yatırım yapmak için iyi ama bir işletme olarak kötü olacak şekilde tasarlamıştı."

Burrry yatırımcılarına, muhtemelen onları para yöneticilerini sevip sevmediklerinin, hatta onu tanıyıp tanımadıklarının önemli olmadığı konusunda rahatlatmak için, "Sermaye artırmak bir popülerite yarışması olabilir, fakat akıllı yatırım bunun tam tersidir," diye yazdı.

Warren Buffet'in insanların kendisini sevip sevmediğine Buffett'tan çok daha az aldırış eden Charlie Munger adında huysuz bir ortağı vardı. Munger 1995'te Harvard İşletme Fakültesi'nde yaptığı "Yanlış Değerlendirme Psikolojisi" başlıklı konuşmasında "İnsanların nasıl davranacaklarını tahmin etmek istiyorsanız yapmanız gereken tek şey onları harekete geçiren şeylere bakmaktır" demişti. FedEx gece vardiyasının zamanında bitmesini sağlayamıyordu; işi hızlandırmak için her şeyi denemişler, ama hiçbir şey işe yaramamıştı; sonunda gece vardiyasında çalışanlara saat başı ücret ödemek yerine vardiya başına ödeme yapmaya başladıklarında sorun hallolmuştu. Xerox yeni ve daha iyi bir makine yapmasına rağmen bunların satışı eski geri makineler kadar iyi değildi, sonunda satış sorumlularının eskisini sattıklarında aldıkları komisyonun daha yüksek olduğunu tespit ettiler. Munger, "Şimdi siz, 'Bunu herkes bilir,' diyebilirsiniz," diyordu, "Sanırım harekete geçirici saikleri anlamak konusunda kendi yaş kuşağımın en üst yüzde beşi içinde oldum ve tüm yaşamım boyunca bunu ciddiye almadım. Ve beni biraz şaşırtıp sınırimi biraz daha ilerletmeyen bir yıl bile geçmiyor."

Munger'ın işaret ettiği şeyler Mike Burry'nin piyasalar ve onları oluşturan insanlar hakkında düşündüğü pek çok şeyi de içeriyordu. Burry, "O konuşmayı okudum ve kendi kendime bunun her kelimesini onayladığımı söyledim," diyor. "Munger'ın da bir gözü takma." Burry bu konuda tıp alanında geçirdiği dönemde bir bakış açısı edinmişti. Hem yaşam hem ölüm halinde doktorlar, hemşireler ve tüm hastalar hoş olmayan saiklere tepki veriyordu. Örneğin, apandisit ameliyatları için yapılan ödemelerin daha yüksek olduğu hastanelerde cerrahlar daha fazla apandisit alıyordu. Göz cerrahisinin evrimi bir başka önemli örnekti. 1990'larda göz doktorları katarakt ameliyatlarıyla kariyer geliştiriyorlardı. En fazla yarım saatte yaptıkları bu işin karşılığında Medicare* bir anda 1.700 dolar ödüyordu. Medicare 1990'ların sonunda ödeme düzeylerini ameliyat başına 450 dolar civarına çekti ve cerrahiye yatkın göz doktorlarının gelirleri düştü. Amerika'nın her yerinde göz doktorları radyal keratotomi** adlı kuşku ve riskli bir işlemi yeniden keşfettiler ve küçük görme bozukluklarını düzeltmek için yapılan ameliyatlarda bir patlama oldu. Yeterince araştırılmamış olan bu işlem kontakt lens takanlar için bir tedaviymiş gibi pazarlandı. Burry, "Gerçekte ise," diyor, "bunun altında yatan saik çoğunlukla bir ila iki milyon dolar olan gelirleri bu yüksek düzeyde tutmaktı ve bunun gerekçesi üretil-di. Sektör radial keratotomi kadar tehlikeli olmayan bir şey bulma telaşına düştü ve sonunda Lazer tedavisi doğdu."

Dolayısıyla Mike Burry bu işe girerken doğru saiklere sahip olduğundan emindi. Tipik hedge fonu yöneticilerinin çalışma

*Medicare: ABD'de Sosyal Güvenlik Sistemi -çn.

**Keratotomi: Işınla miyop tedavisi -çn.

tarzını onaylamıyordu. Çoğu yönetici gibi varlıkların yüzde 2'sini almak, hedge fonu yöneticisinin yalnızca başka insanların muazzam miktarlardaki paralarını topladığı için para kazanması demekti. Scion Capital yatırımcılardan yalnızca fiili masraflarını alıyordu ki bu da genel olarak varlıkların yüzde 1'inin oldukça altındaydı. Para kazanmak için yatırımcılarının parasını artırması gerekiyordu. İlk yatırımcılarından biri, “Scion’un işe başlama noktasını düşünün,” diyor. “Adamın hiç parası yok ve diğer her hedge fonunun çantada keklik olarak gördüğü bir ücretten feragat etmeyi tercih ediyor. Bu görülmemiş bir şeydi.”

Scion Capital başından itibaren çılgınca, neredeyse garip denebilecek bir biçimde başarılıydı. 2005’in ortalarına gelindiğinde, genel borsa endeksinin yüzde 6,84 düştüğü bir dönem boyunca Burry’nin fonu yüzde 242 artış kaydediyor ve Burry yatırımcıları geri çeviriyordu. Giderek çoğalan müşterileri için borsanın düşüp düşmemesi önem taşıyor gibi görünüyordu; Mike Burry akıllıca yatırım yapacak yerler buluyordu. Hiç kaldıraç kullanmıyor ve açığa hisse satışından kaçınıyordu. Yaptığı en gelecek vaat eden iş sıradan hisse senetleri satın almak, en karmaşık iş ise bir odada oturup bilanço okumaktı. Yılda 100 dolar civarında bir para ödeyerek 10-K Wizard’a abone oldu. Scion Capital’in karar verme mekanizması kapısı ve panjurları kapalı bir odada 10-K Wizard'da halka açıklanan bilgi ve verilere dalmış bir kişiden oluşuyordu. Mahkeme kararlarını, tamamlanan anlaşmaları veya devlet düzenlemelerindeki değişiklikleri, yani bir şirketin değerini değiştirebilecek her şeyi inceliyordu.

Çoğunlukla “sevimsiz” yatırımlar dediği şeyleri keşfederdi. Ekim 2001’de yazdığı mektupta yatırımcılarına bu kavramı açık-

ladı: “Sevimsiz yatırım ilk bakışta ‘sevimsiz’ gelen hisse senetlerine özel bir analitik ilgi göstermek anlamına gelir.”

İsmiyle korku uyandıran Avant! Corporation iyi bir örnek oluşturunuyordu. Onu yeni haberlerde “kabul edilmiş” sözcüğünü ararken bulmuştu. Oyun sahasının kıyısında durup, kendisi için bir avantaja çevireceği alışılmamış yöntemler bulmak zorunda olduğunu biliyordu ve bu genellikle dünyanın bütünüyle farkında olmadığı olağandışı durumları bulmak anlamına geliyordu. “Aslında dolandırıcılık ve sahtekârlıklarla ilgili haberleri aramıyordum,” diyor. “Bu çok geriye dönük bir yaklaşım olurdu, ben se bir şeylerin önüne geçmek istiyordum. Mahkemelerde olan ve bir yatırım tezine yol açabilecek bir şeyler arıyordum. Kabul edilmiş bir iddia, kabul edilmiş bir dava, mahkemenin kabul ettiği bir uzlaşma gibi.” Bir mahkeme Avant! Corporation adlı bir yazılım şirketiyle ilgili bir davayı kabul etmişti. Avant! bir rakibinden Avant!’ın yaptığı işin tüm temelini oluşturan yazılım kodlarını çalmakla suçlanmıştı. Şirketin bankada 100 milyon dolar nakit parası vardı, yılda 100 milyon dolarlık serbest nakit akışı üretmeye devam ediyordu ve piyasa değeri yalnızca 250 milyon dolardı! Michael Burry araştırmasını derinleştirmeye başladı; araştırması bittiğinde Avant! Corporation hakkında diğer herkes ten fazla şey biliyordu. Üst düzey yöneticileri hapse girse (ki girdiler) ve cezalar ödense (ki ödendi) bile Avant!’ın değeri piyasanın varsaydığından çok daha fazla olacaktı. Mühendislerinin çoğu çalışma vizesi bulunan Çinlilerdi ve dolayısıyla köşeye sıkışmışlardı, hiçbiri vize süresi dolmadan işten ayrılma riski taşımıyordu. Bununla birlikte, olumsuz haberler karşısında dehşete düşen yatırımcılar hisseleri elden çıkartacaklarından, Avant! hisselerinden para kazanması için muhtemelen kısa vadeli zararları si neye çekmesi gerekecekti.

Burrry ilk Avant! hisselerini Haziran 2001’de hisse başına 12 dolardan aldı. Ardından Avant!’ın yönetimi “Suç İşlemek Para Kazandırır mı?” başlığıyla *Business Week* sayılarından birinin kapak konusu oldu. Hisse dibe vurdu; Burrry daha fazla hisse aldı. Avant!’ın yönetimi hapse girdi. Hisse biraz daha düştü. Mike Burrry 2 dolara düşünceye kadar hisseyi satın almaya devam etti. Avant!’ın en büyük tek hissedarı oldu; yönetimi değişiklik yapmaya zorladı. Yeni patronlara, “[Eski CEO’nun] suç işlemeye açık atmosferi artık işletme yönetiminin bir parçası olmayacağından, Avant!’ın hissedarlarını düşündüğünü göstermek için bir şans var,” diye yazdı. Ağustosta yazdığı yeni bir e-postada, “Avant! bana hâlâ köylü bir fahişeyle yattığım hissini veriyor. Beni ne kadar memnun ederse etsin onunla övüneceğimden kuşkuluyum. ‘Ağır’ ilerleme grafiklerde görünmüyor. Bir yanımla Avant!’ı daha fazla zorlarsam Çin mafyası tarafından tehdit edileceğimi düşünüyorum,” diyordu. Dört ay sonra Avant! hissesi 22 doların üzerine çıkmıştı. Yatırımcılarından biri, “Bu klasik bir Mike Burrry işlemiydi,” diyor. “On kat yükselmeden önce yarı yarıya düşer.”

Çoğu yatırımcının hoşuna giden bir tarz olmamakla birlikte Burrry bunun değer yatırımcılığının özü olduğunu düşünüyordu. Onun işi popüler yaklaşımlara cepheden karşı çıkmaktı. Çok kısa vadeli piyasa hareketlerinin insafına kalmış olsaydı bunu yapamazdı, bu nedenle yatırımcılarına çoğu hedge fonunun yaptığı gibi kısa süreli ön ihbarlarla para çekme hakkı vermemişti. Sci-on’a yatırım yapması için para verdiğiniz takdirde paranız en az bir yıl burada bağlı kalırdı. Burrry fonunu borsada uzun pozisyon almak (menkul kıymet alıp elde tutmak) isteyen, yani düşecek hisselerden çok yükselecek hisselerle oynayan kişileri de cezbe-

decek şekilde tasarlamıştı. “Esasen açığa satışı tercih eden biri değilim,” diyor. “Temel değerlere bakarak düşme değil yükselme eğiliminde olanları tercih ederim.” Açığa hisse senedi satma riskini alma fikrinden de risk teorik olarak sınırsız olduğundan hoşlanmıyordu. Bir hisse yalnızca sıfıra kadar düşebilir ama son-
suza kadar yükselebilirdi.

İyi yatırımcılık alınan risk karşılığında doğru fiyatı elde etmek-
ten ibaretti. Burry giderek bu karşılığı almadığını hissetmeye baş-
lamıştı. Sorun tekil hisse senetleriyle sınırlı değildi. İnternet balo-
nu sönmüştü ve buna rağmen balonun merkez üssü olan San Jo-
se’de konut fiyatları hâlâ artıyordu. Konut inşaatçılarının hisse
senetlerini araştırdı ve ardından PMI gibi ipotekli konut kredile-
rini sigorta eden şirketlerin hisselerini inceledi. Mayıs 2003’te
önemli bir profesyonel Doğu Yakası yatırımcısı olan bir arkadaşı-
na gayrimenkul balonunun çok kolay ipotekli konut kredisi kul-
landırıran kuruluşların akıl dışı davranışlarıyla daha da şişirildiği-
ni yazdı. “Yapacağın tek şey, neredeyse sınırsız ya da benzeri gö-
rülmemiş miktarda krediyle, konut piyasasının artık daha fazla
yükselemeyecek düzeye gelmesini izlemek,” diyordu. “Ben faz-
lasıyla kötümserim ve bunun sonucunda ABD’deki gayrimen-
kullerde rahatlıkla yüzde 50’lik bir düşüş olabileceğini düşünü-
yorum... İnsanların fiyatların yükselmediğine ikna olması halin-
de şu andaki fiyatlarla yapılan talebin [konut] büyük bir kısmı or-
tadan kaybolacak. Bunun yan etkilerinin şu anda herkesin dü-
şündüğünden çok daha büyük boyutlarda olması muhtemel.”

2005'in ilk aylarında alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri
piyasasına karşı bahis oynamaya başladığında karşılaştığı ilk bü-

yük sorun kendisine kredi temerrüt swapı satabilecek olan Wall Street yatırım bankalarının onunla aynı aciliyet hissini paylaşmamasıydı. Mike Burry bahsi şimdi, ABD konut piyasası uyanıp akıl sağlığına kavuşmadan oynaması gerektiğine inanıyordu: “Tanıtım oranların ın süresi dolup aylık ödemeler birden bire yükselmeden önce geçecek birkaç yıl boyunca tahvillerin dayalı olduğu ipotekli konut kredisi havuzlarının kritik düzeylere gelmesine yol açacak köklü bir kötüye gidiş beklemiyordum.” Fakat piyasanın kaçınılmaz olarak aynı gidişatı görüp, ayarlama yapacağını düşünüyordu. Wall Street’te birileri alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinin risklerindeki bu muazzam artışı fark edecek ve bunları sigortalamanın bedeli aynı paralelde yükselecekti. Bir e-postada, “Ben bu işlemi yapamadan olay patlayacak,” diye yazdı.

Burry e-postalarla yaşadığından, yeni bir piyasanın doğuşunu o piyasanın ilk perakende müşterisinin bakış açısıyla ister istemez kayıt altına almıştı. Geriye dönüp bakıldığında, Mike Burry arayıp onlardan alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapı istediğinde neden söz ettiği hakkında hiçbir fikre sahip olmayan Wall Street şirketlerinin, işlerini bu yeni türev girişimini merkeze alacak şekilde yeniden şekillendirmekteki hızları şaşırtıcı görünüyor. Orijinal ipotekli kredi tahvil piyasası ortaya neredeyse aynı şekilde karmaşık biçimde, büyük boyutlu finans işlemlerinin sınırlarındaki bir avuç insanın aşırı ilgisiyle gündeme getirilerek çıkmış, fakat piyasanın olgunlaşması yıllar almıştı; bu yeni piyasa ise birkaç ay içinde yükselecek ve on milyarlarca dolar değerinde risk içeren işlemlere sahne olacaktı.

Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden büyük bir tomar almak istiyorsa Mike Burry'nin geliştirmesi gereken ilk şey bir tür standart, üzerinde yaygın bir biçimde uzlaşmış bir sözleşmeydi. Ona alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden kredi temerrüt swapı satan her kimse, bir gün Burry'ye büyük miktarda borçlanacaktı. Alım-satımcıların kendisine ödeme yapmaktan kaçınmasından kuşkulanıyordu. Bir sözleşmenin varlığı hem bunu zorlaştıracak hem de bir alım-satımcıdan aldığını diğerine satmasını ve dolayısıyla piyasada fiyat araştırmasını kolaylaştıracaktı. International Swaps and Derivatives Association (ISDA – Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği) adlı bir kuruluş yeni menkul kıymetlerin koşullarını resmileştirme görevini üstlenmişti.* ISDA şirket tahvilleri üzerinden yapılan kredi temerrüt swaplarının kurallarını zaten koymuştu ama şirket tahvilleri üzerinden sigorta görece basit bir meseleydi. Temerrüt denilen, gerçekleşen veya gerçekleşmeyen bu olay vardı. Şirket faiz ödemesini yapmazsa borcu ödemek zorundaydınız. Sigorta alıcısı bir dolar üzerinden 100 senti tamamen tahsil edemeyebilirdi -tıpkı tahvil hamilinin bir dolar üzerinden 100 sent kaybetmeyebileceği gibi- fakat bağımsız bir yargıç genel olarak adil ve tatmin edici bir yöntemle nasıl bir düzeltme yapılacağına karar verebilecek-

* ISDA faiz swapı denilen bir icatla ilgili acil sorunu çözmek için 1986'da Salomon Brothers'taki patronların tarafından kurulmuştu. İşlemi yapan insanlara basit gibi görünen iş –sizin bana dalgalı orandan ödeme yapmanız karşılığında ben size sabit bir faiz oranı ödü-yordum- çok sayıda kural içeriyordu. Bu kuralların ardında Wall Street şirketinin faiz swapının karşı tarafındaki şirketin iflas edip ödeme yapamayacağından duyulan basit korku vardı. Kredi temerrüt swapı gibi faiz swapı da yeni yöntemlerle Wall Street şirketlerini diğer insanların kredileriyle ve diğer insanları Wall Street şirketlerinin kredileriyle karşı karşıya bırakıyordu.

ti. Tahvil hamili bir dolar üzerinden 30 sent alıyorsa -yani 70 sent zarar ediyorsa- kredi temerrüt swapını satın alan kişi 70 sent alacaktı.

ABD'deki ipotekli konut kredisi havuzundan sigorta satın almak daha karmaşık bir işti, çünkü havuz aynı anda temerrüde düşmüyordu; daha çok tek tek konut sahipleri farklı zamanlarda temerrüde düşüyorlardı. Deutsche Bank ve Goldman Sachs liderliğindeki alım-satımcılar zekice bir çözüm geliştirdiler: Devam ettikçe öde kredi temerrüt swapı. Swap alıcısı –sigorta alıcısı- tüm ipotekli konut kredisi havuzu aynı anda batmayacağından parasının hepsini bir anda alamayacak, konut sahipleri teker teker temerrüde düştükçe artan dilimler halinde alacaktı.

ISDA anlaşmasının yapılması avukatlarla piyasayı yönetecek büyük Wall Street şirketlerinin trader'ları arasındaki çekişmeler yüzünden aylar sürdü. Burry'nin avukatı Steve Druskin'e bir nedenle telefon konuşmalarını gizlice izleme ve hatta Wall Street müşterisinin bakış açısını sunmak için zaman zaman devreye girme izni verilmişti. Geçmişte bir Wall Street şirketi müşterilerinin kredi değerliliği konusunda kaygı duyardı; müşterileri çoğunlukla kumarhanenin kazananlara ödeme yapacak gücü olduğuna inanırdı. Mike Burry buna inanmıyordu. "Ben bir tahvile karşı bahis oynamıyorum, bir sisteme karşı oynuyorum," diyordu. Goldman Sachs'tan seyelan sigortası almak istemedi, seyelan geldiğinde Goldman Sachs'ı alıp götürecek ve şirket Burry'ye ödeme yapamayacaktı. Sigorta sözleşmesinin değeri değiştiğinden –örneğin sel suları yaklaştığında ama binayı fiilen tahrip etmeden önce- Goldman Sachs ve Deutsche Bank'tan sahip oldukları değerdeki artışı yansıtan bir teminat göstermelerini istedi.

19 Mayıs 2005'te, koşullar son halini almadan bir ay önce Mike Burry ilk alt gelir grubu ipotekli kredi işlemini gerçekleştirdi. Deutsche Bank'tan her biri 10 milyon dolarlık altı farklı tahvil şeklinde 60 milyon dolarlık kredi temerrüt swapı aldı. Bunlara "referans tahvilleri" deniyordu. Sigortayı tüm alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasası üzerinden değil belirli bir tahvil üzerinden satın alıyordunuz ve Burry kendisini tam olarak hangilerine karşı bahse girmenin doğru olacağını bulmaya adanmıştı. En riskli ipotekli konut kredisi havuzlarını ararken düzinelerce prospektüs okumuş ve daha yüzlercesini gözden geçirmişti ve o tarihte bile (ve kesinlikle sonrasında), kaleme alan avukatlar dışında bunları okuyan tek kişi olduğundan oldukça emindi. Bunu yaparak muhtemelen konut kredileri verilmeden önce yapılması gereken eski tarz banka kredi analizi türünden bir araştırma yapan tek yatırımcı haline de gelmiş oldu. Ancak, eski tarz bir bankacının tam tersini yapıyordu. En iyi kredileri değil en kötülerini araştırıyordu ki bunlara karşı bahse girebilsin.

Konut kredilerinin kredi değer oranlarının görece önemini, konutların ikinci ve üçüncü derece ipoteklerini, bulundukları yerleri, ödünç alan kişinin geliriyle ilgili belgeleri eksik olan kredileri ve 2005 civarında Amerika'da verilmiş bir konut kredisinin geri ödenmemesine yol açabilecek onlarca diğer faktörü analiz etti. En kuşkulu kredilere dayalı tahvilleri aramaya koyuldu. Deutsche Bank'ın onun hangi tahvillere karşı bahse girdiğine aldırış etmemesi Burry'yi şaşırttı. Anladığı kadarıyla onlara göre alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin hepsi aynıydı. Sigorta fiyatı bağımsız bir analizle değil Moody's ve Standard & Poor's gibi derecelendirme kuruluşlarının tahvile verdiği nota göre belir-

leniyordu.* Risksiz olduğu varsayılan üç A notlu tranştan sigorta almak istediği takdirde 20 taban puan (yüzde 0,20) ödeyebilirdi; daha riskli A notlu tranşlara 50 taban puan (yüzde 0,50) ödeyebilirdi; ve aynı ölçüde güvenli olmayan B notlu tranşlara 200 taban puan, yani yüzde 2 ödeyebilirdi. (Bir taban puan yüzde birin yüzde biridir). O üç B notlu tranşların, dayalı olduğu ipotekli konut kredisi havuzu yalnızca yüzde 7'lik bir zarar yaşadığında değeri sıfırlanacak olanların peşindeydi. Bunun çok muhafazakâr bir bahis olduğunu düşünüyordu, analiz aracılığıyla bunu daha da kesinleştirebilirdi. Prospektüslere göz gezdirmekle yetinen biri bile üç B notlu tahvil ile bir sonraki arasındaki birçok önemli farklılığı görebilirdi –örneğin, bunların dayalı olduğu ipotekli konut kredisi havuzuna yalnızca faiz ödemeli kredilerin yüzdesi de dahil edilmişti. Kesinlikle en kötü olanları seçmeye başladı, yatırım bankalarının özgün ipotekli kredi tahvilleri hakkında ne kadar bilgisi olduğunu anlayıp fiyatlarını uyarlama olasılığı onu biraz kaygılandırıyordu.

2008'de alt gelir grubu tahvillerinden oluşan dev bir yığının notları anlamsız çıkınca bunların ne anlama geldikleri hararetle tartışılmıştı. Wall Street yatırımcıları bunları uzun süredir temerrüt ihtimali anlamına gelecek şekilde yorumlamıştı. Örneğin, eskiden üç A notu taşıyan bir tahvilin temerrüde düşme olasılığı varlığının ilk yılında 10.000'de 1'den azdı. Çift A notlu bir tahvilin –en yüksek ikinci not- temerrüde düşme olasılığı 1.000'de 1

* İki büyük derecelendirme kuruluşu aynı fikri aktarırken biraz farklı terminolojiler kullanırlar. Örneğin, Standard & Poor's en az temerrüt riski olan bir tahvili AAA notuyla belirtirken Moody's bunu Aaa şeklinde ifade eder. Metinde kolaylık açısından yalnızca S&P terimleri kullanılacak ve AAA üç A vb. şeklinde ifade edilecektir.

ihtimal, üç B notlu bir tahvilin ise 500’de 1 ihtimaldi. Derecelendirme kuruluşları 2008’de notlarının asla böylesine kesin ölçümler içermediklerini iddia edeceklerdi. Notlar yalnızca kuruluşun risk derecelendirmesine göre tahmin ediliyordu.

Onu bir kez daha şaşırtıp sevindirdiler: Goldman Sachs e-postayla ona içinden seçim yapması için uzun bir işe yaramaz ipotekli kredi tahvil listesi gönderdi. Bu onun için gerçekten şok ediciydi: “Hepsi üç büyük derecelendirme kuruluşundan birinin en düşük notuna göre fiyatlandırılmıştı.” Onları bilgisinin derinliği konusunda uyandırmadan listeden seçim yapacaktı. Bu, bir vadideki ev için satın alacağı sigortayı bir dağın tepesinde bulunan evin sigortasıyla aynı fiyata satın alması gibi bir şeydi.

Piyanın mantığı yoktu, fakat bu diğer Wall Street şirketlerinin piyasaya balıklama dalmasını engellemedi, bunun nedeni kısmen Mike Burry’nin onlara kancayı takmış olmasıydı. Sonunda kendisine 5 milyon dolarlık kredi temerrüt swapı satmaya razı edinceye kadar Bank of America ile haftalarca uğraşmıştı. İşlemi teyit eden e-postayı gönderdikten yirmi dakika sonra Burry'den yeni bir teklif almışlardı: “Yeni bir işlem daha yapabilir miyiz?” Mike Burry birkaç hafta içinde yarım düzine bankadan 5 milyon dolarlık parçalar halinde birkaç yüz milyon dolarlık kredi temerrüt swapı satın aldı. Satış sorumlularının hiçbirisi hangi tahvilleri sigorta ettiğine fazla aldırış eder görünmüyordu. Yüzde yüz dalgalı oranlı negatif itfali ipotekli konut kredilerinden oluşan, yani borçluların hiç faiz ödememeyi ve sonunda muhtemelen temerrüde düşünceye kadar borçlarını giderek daha fazla artırmayı tercih edebildiği bir ipotekli kredi havuzu buldu. Goldman Sachs ona bu havuzla ilgili sigorta satmakla yetinmeyecek bir de Wall Street’te bu havuzla ilgili sigorta satın alan ilk ki-

şi olması nedeniyle küçük bir tebrik mesajı gönderdi. Burry yazdığı bir e-postada “Burada uzmanları eğitiyorum,” diye hava atmayı ihmal etmeyecekti.

Uyanık olduğu varsayılan bu yatırım bankalarının kendisine niçin bu kadar ucuz sigorta satmak istediklerini merak etmekle zaman kaybetmiyordu. Başkalarının da uyanmasından ve fırsatın yitip gitmesinden endişeleniyordu: “Biraz salağı oynayacaktım, onlara aslında ne yaptığını bilmeyen biri gibi görünmeliydim. ‘Bunu nasıl yaptığınızı tekrarlayabilir misiniz?’ ya da ‘Ah, bu bilgiyi nerede bulabilirim?’ diyor veya bana aslında çok açık bir şey söylediklerinde, ‘Gerçekten mi?’ diye soruyordum.” Bu, çok uzun yıllardır esas olarak etrafındaki dünyaya yabancılaşarak yaşamının sağladığı ek getirilerden biriydi: Kendisinin doğru, diğerlerinin yanlış düşündüğüne kolaylıkla inanabiliyordu.

Yeni işe daha fazla Wall Street şirketi girdikçe bahislerini oynaması daha da kolaylaştı. İlk birkaç ay boyunca her seferinde en fazla 10 milyon dolarlık olmak üzere kısa pozisyon alabildi. Sonra, 2005 sonlarında Goldman Sachs’tan işlem hacmini bir seferde 100 milyon dolara yükseltmek isteyip istemeyeceğini soran bir telefon aldı. Ertesi gün “Burada hatırlanması gereken bunun 100 milyon dolar olduğudur,” diye yazdı notlarına. “Bu deli bir para. Ve sanki dokuz haneli değil, üç haneli rakamlar gibi etrafa saçılıyor.”

Temmuz sonuna gelindiğinde alt gelir grubu tahvillerinde 750 milyon dolarlık kredi temerrüt swapına sahip olmuştu ve kendisiyle gizli gizli övünüyordu. Hedge fonu yöneticisinin yeni bir tür strateji uyguladığını fark eden yatırımcılarından birine, “Dünyada başka hiçbir hedge fonunun, hiçbir yerde bu tür ve portföy büyüklüğüne göre bu ölçüde bir yatırım yapmadığını dü-

şünüyorum,” diye yazdı. Artık işlemlerinin diğer yanında tam olarak kim olduğuna ilişkin merakının önüne geçemiyordu. Dikkatle seçtiği infilak edecek tahviller üzerinden bu kadar fazla sigortayı kendisine satan çılgın kimdi? Kredi temerrüt swapı sıfır toplamı bir oyundu. Mike Burry seçtiği alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri temerrüde düştüğünde 100 milyon dolar kazancaksa, başka birileri de 100 milyon dolar kaybedecekti. Goldman Sachs son satıcının kendisi olmadığını açıkça ifade etmişti. O yalnızca sigorta alıcısıyla sigorta satıcısını buluşturuyor, aradan komisyon alıyordu.

Kendisine böylesine büyük miktarlarda ucuz sigorta satma isteğinde olan bu kişi her kimse, Mike Burry’ye başka bir fikir daha verdi. Yaptığı tek iş alt gelir grubu ipotekli konut kredisi sigortası satın almak olan bir fon kuracaktı. Hisse seçmek için kurulan 600 milyon dolarlık bir fonda oynayacağı bahsin devasa olacağı belliydi; fakat yalnızca bu amaçla para toplayabilirse daha milyarlarca dolarlık işlem yapabilirdi. Ağustosta Milton’s Opus adını verdiği fon için bir davet mektubu yazıp yatırımcılarına gönderdi. (İlk soru hep aynıydı: “Milton’s Opus ne demek?” Bu soruyu “*Kayıp Cennet*” diye yanıtlıyor ama bu yanıt genellikle yeni bir soruya yol açıyordu.) Yatırımcılarının çoğu şampiyon hisse seçicilerinin kredi temerrüt swapı denilen bu esrarengiz sigorta sözleşmeleriyle ilgilendiği hakkında hâlâ bir fikir sahibi değildi. Çoğu bunlarla uğraşmak istemiyordu; birkaçı kendi paralarıyla bu tür işleri zaten yapıyor olmasından kaygılandı.

Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleriyle ilgili kredi temerrüt swapı almak için para toplamak yerine, elinde bulunanları tutmakta zorlanmaya başladı. Yatırımcıları Burry’nin kendi adlarına hisse seçmesinden memnundu ama neredeyse hepsi onun büyük

makro ekonomik trendleri öngörme kabiliyetinden kuşku duyuyordu. Ve multitrilyon dolarlık alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili piyasası konusunda niçin özel bir sezgiye sahip olduğunu kesinlikle hiçbiri anlamıyordu. Milton's Opus çok kısa ömürlü oldu.

Burry Ekim 2005'te yatırımcılarına yazdığı mektupta nihayet bütünüyle açık davrandı ve alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden en az bir milyar dolarlık kredi temerrüt swapını niçin satın aldıklarını anlattı. "Piyasalar bazen önemli yanlışlara düşerler," diye yazdı.

Piyasalar America Online'a Time Warner'ı satın alması için para verdiklerinde yanlışlığa düştüler. George Soros'a karşı İngiliz pound'undan yana bahse girdiklerinde yanlışlığa düştüler. Ve şu anda sanki şimdiye kadar görülen en önemli kredi balonu yokmuş gibi bunları piyasaya sürmeye devam ederek yanlışlığa düşüyorlar. Fırsatlar nadir çıkar ve muazzam potansiyel getiriler için neredeyse sınırsız denemek kadar sermaye yatırılacak büyük fırsatlar daha da nadir çıkar. Tarihin en sorunlu ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetler seçilerek oluşturulan bir kısa pozisyon bugün tam da böyle bir fırsatı ifade etmektedir.

2005'in ikinci çeyreğinde, konut fiyatları hızla yükseldiği halde, kredi kartı temerrütleri tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaştı. Yani Amerikalılar bu varlığa karşılık borçlanırken bile yükümlülüklerini yerine getirmek için her zamankinden daha fazla çaba sarf ediyordu. Federal Reserve faiz oranlarını artırmıştı fakat ipotekli konut kredisi oranları hâlâ fiilen düşüyordu, çünkü

Wall Street insanların borç para almasını mümkün kılmak için her zamankinden daha akıllıca yöntemler buluyordu. Burry'nin artık masada bir milyar doların üzerinde bir bahsi vardı ve daha fazla para bulamadığı takdirde bunu daha fazla artıramayacaktı. Dolarıyla bu fırsatı yatırımcılarının önüne serdi: ABD ipotekli kredi tahvili piyasası muazzamdı, ABD Hazine bonosu ve devlet tahvili piyasasından daha büyüktü. Tüm ekonomi bu piyasanın istikrarına bel bağlamıştı ve bu piyasanın istikrarı da konut fiyatlarında devam eden yükselişe dayanıyordu. “Bu varlık balonlarının yalnızca sonradan fark edilebileceğini düşünmek saçma,” diye yazdı. “Balonun şişmesi sırasında bütünüyle fark edilebilir olan özel belirteçler vardır. Cinnetin ayırt edici özelliklerinden biri sahteciliğin sayısı ve karmaşıklığındaki artıştır... FBI ipotekli konut kredilerine ilişkin sahteciliğin 2000'den bu yana beş kat arttığını dile getirmektedir.” Olumsuz davranışlar genel olarak sağlıklı işleyen bir ekonomide yaşanan marjinal olaylar olmaktan çıkıp artık merkeze oturmuştu. “Konut sektörüyle ilişkili sahteciliğin modern türünün belirgin özelliği ülkemizin kurumlarıyla bütünleşmiş olmasıdır,” diye ekledi.

Bunlar son iki yıl boyunca üç ayda bir yatırımcılarına yazdığı mektuplarında söylediklerinden hiç de farklı şeyler değildi. Temmuz 2003'te onlara muhtemel bir konut piyasası çöküşünün neden ve sonuçları hakkında uzun bir makale yazmış ve “Alan Greenspan bize konut fiyatlarının ulusal ölçekte balonlara veya büyük deflasyonlara yatkın olmadığı konusunda güvence veriyor,” demişti. Aslında “Tabii ki saçma...” diyordu. 1933'te, Büyük Bu-nalım'ın dördüncü yılında ABD kendisini konut fiyatlarının 1925'teki düzeyinin % 10'una indiği bir konut krizinin ortasında bulmuştu. Tüm ipotekli borçların yaklaşık yarısı temerrüde düş-

müştü. 1930’lar boyunca konut fiyatları ülke çapında yaklaşık % 80 düştü.” Ocak 2004’te ve ardından Ocak 2005’te yine aynı temayı işliyordu: “Ayda yalnızca 25 dolar ödeyerek 1 milyon dolar kredi almak ister misiniz? Quicken Loans* hiç kuşkusuz Amerikalıların borcuna sadık kesimini -yani kısa vadeli nakit akış sorunu olan konut alıcılarını- desteklemek için yalnızca faiz ödemeli uyarlanabilir oranlı, altı ay ödemesiz ve % 0,03 faizle ipotekli konut kredisi vermeye başlamış bulunuyor.”

Yatırımcıları para yöneticilerinin paralarını uzun süredir ağzından düşmeyen yere yatırdığını öğrendiklerinde pek de memnun olmamışlardı. İçlerinden biri, “Mike bilinen en iyi hisse seçicidir. Ve şimdi... ne yapıyor?” diye sormuştu. Bazıları hisse seçmesi için tuttukları adamın gidip çürük ipotekli kredi tahvilleri seçmesine sinirlenmişti; bazıları eğer kredi temerrüt swapları böylesine büyük bir işse Goldman Sachs bunları niçin satıyor diye merak etmişti; bazıları yetmiş yıldır yükselen konut fiyatlarının doruğa ulaştığını söylemeye çalışmanın mantığını sorgulamıştı; bazıları da gerçekten kredi temerrüt swapının tam olarak ne olduğunu veya nasıl işlediğini anlamamıştı. Bir yatırımcı Burry’ye, “Deneyimler bana ABD finans piyasaları hakkındaki kehanetlerin kısa vadede nadiren gerçekleştiğini gösteriyor,” diye yazdı. “Kariyerim sırasında çoğu zaman ABD finans piyasaları hakkında meşru kehanetlerde bulunuldu. Bunlar genellikle gerçekleşmedi.” Burry cevap mektubunda, “Mahşeri öngördüğü halde bunun üzerine bahse girmediğini” söyledi. Kredi temerrüt swaplarının güzelliği de buradaydı: Bunlar ona bu kuşkulu ipotekli kredi havuzlarının yalnızca küçük bir kesimi kötüye gittiğinde bir servet kazanma olanağı sağlıyordu.

*Quicken Loans: Hızlandırılmış kredi kullandıran bir şirket- çn.

Kaçınılmaz olarak kendi yatırımcıları arasında bir tartışma başlatmıştı ki bu hiç sevmediği işlerden biriydi. “Yatırımcılarla fikirlerimi tartışmaktan nefret ederim,” diyor, “çünkü o zaman fikrin savunucusu oluyorsunuz ve bu düşünce sürecinizi etkiliyor.” Bir fikrin savunucusu olduğunuz zaman o konuda fikrinizi değiştirmeniz daha da zorlaşıyor. Ama başka şansı yoktu: Kendisine para verenler arasında makro yaklaşım denilen konuda yerleşik bir kuşkunun bulunduğu oldukça açıktı. Bilançoların altını üstüne getiren bu çok akıllı adamın niçin tesadüfen başka hiç kimsenin dikkatini çekmeyen küçük bir şirket bulabileceğini anlayabiliyorlardı. Ama onun televizyondaki haber programlarına bakarak hızla hisse senedi alıp satan herhangi bir Amerikalının gördüğü trend ve küresel güçler konusunda daha derin bir anlayışa sahip olabileceğini düşünmüyorlardı. Kendisini ilk destekleyen kuruluşa öfkeyle, “White Mountain’ın kendi işime bağlı kalmamı istediğini duydum,” diye yazdı, “ancak White Mountain’ın geçmişten bugüne gerçekten ne iş yaptığımı anlayıp anlamadığı benim açımdan pek açık değil.” Onun için çok açık olan şeyleri hiç kimsenin göremediği anlaşıyordu: Bu kredi temerrüt swaplarının tümü onun küresel değer arayışının bir parçasıydı. White Mountains’e, “Değer arayışına ara vermem,” diye yazdı. “Dikkatimi dağıtacak golf veya benzeri başka bir hobim yok. Yaptığım tek iş değeri görmek.”

İşi modaya uygun olmayan bahisler oynamak olduğundan Scion’u kurduğunda potansiyel yatırımcılara kendisini örneğin beş yıl gibi uzun bir dönem üzerinden değerlendirmeleri gerektiğini söylemişti. Şimdi an be an değerlendiriliyordu. “Önceleri insanlar bana mektuplarım yüzünden para yatırdılar,” diyor. “Ve ardından, yatırımlarını yaptıktan sonra nedense mektuplarımı okumaktan vazgeçtiler.” Olağanüstü başarılı olması çok sayıda yeni yatırımcıyı

cezbetmişti, fakat bunlar onun kendisine nasıl hızla para kazandırabileceği ile ilgileniyorlardı, kuruluşun ruhuna pek de bakmıyorlardı. Burry her üç ayda bir onlara seçtiği hisselerden ne kazanıp ne kaybettiğini bildiriyordu. Şimdi de o rakamdan bu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili sigorta primlerini düşmeleri gerektiğini açıklamak zorundaydı. New Yorklu yatırımcılarından biri arayıp da kaygılı bir sesle “Biliyor musun birçok kişi fonlarını senden çekmeyi düşünüyor,” dediğinde işin ciddiyeti açıldı.

Yaptıkları sözleşmeler gereği fonları bir süre daha Scion Capital’de kalmak zorunda olduğundan, yatırımcıların yapabildiği yalnızca, ona e-posta göndererek yeni stratejisini gerekçelendirmesini istemek, huzursuzluklarını hissettirmektir. Burry yeni stratejiyi protesto eden bir yatırımcıya verdiği cevapta, “İnsanlar birkaç yıldır + %5 ile - % 5 arasındaki farka kafayı takıyorlar,” dedi. “Halbuki gerçek soru şu: Kim 10 yıl içinde her yıl % 10 taban puanlık daha iyi performans gösterir? Ve kesinlikle inanıyorum ki yıllık bazda bu avantaja ulaşmak için gelecek birkaç yıl boyunca geçmişe bakabilmem gerekecek... eğer temel değerler böyle söylüyorsa yaygın memnuniyetsizlik karşısında sebat etmek zorundayım.” İşe başlamasından itibaren geçen beş yıl içinde, performans kıstası olan S&P 500 yüzde 6,84 düşmüştü. Yatırımcılarına aynı dönem içinde Scion Capital’in yüzde 242 artış kaydettiğini hatırlattı. Kendisini kurtardığını zannetti. Ama yanılmıştı. “Kumdan nefes kesici kaleler inşa ediyorum,” diye yazmıştı notlarına, “ama dalgaları hiçbir şey durdurmuyor.”

Tuhaf bir biçimde, Mike Burry’nin yatırımcıları sabırsızlandıkça, Burry’nin Wall Street’te işlem yaptığı kuruluşlar, onun yapmaya çalıştığı şeye yeni ve kıskançlık içeren bir ilgi duymaya

başlamıştı. Ekim 2005'in sonlarında Goldman Sachs'ın alt gelir grubu trader'larından biri onu arayıp alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin çok özgün tranşları üzerinden niçin kredi temerrüt swapları aldığını sordu. Trader birkaç hedge fonunun "Scion'un açığa satış yaptığı konut işleminin nasıl gerçekleştiğini sormak için Goldman'ı aradığını" ağzından kaçırdı. Bunu soranlar arasında Burry'nin Milton's Opus için teklifte bulunduğu, başlangıçta fona büyük ilgi gösteren kişiler de vardı. Burry, finans müdürüne yazdığı e-postada, "Bu insanlar büyük ihtimalle işlemin nasıl yapıldığına ilişkin hiçbir şey bilmiyor ve Goldman'ın kopya çekmelerine yardımcı olmasını bekliyorlar," dedi. "İnkâr etseler de Goldman'ın onlara yardımcı olduğundan kuşlanıyorum." Diğer şeyler bir yana, artık Milton's Opus için niçin para toplayamadığını anlamıştı. Bir e-posta sırdaşına, "Yeterince anlattığım takdirde ilginç geliyor ve insanlar bunu kendi başlarına yapabileceklerini sanıyorlar," diye yazdı. "Yeterince anlatmadığımda ise korkutucu ve karmaşık geliyor ve sermaye toplayamıyorum." Satış yeteneği yoktu.

Artık alt gelir gurubu ipotekli kredi tahvili piyasası çözülecekmiş gibi görünüyordu. Burry 4 Kasımda, hiç beklenmedik bir anda Deutsche Bank'ın alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili işlemlerinin başında bulunan Greg Lippmann adlı birinden bir e-posta aldı. Aslına bakarsanız Deutsche Bank teminat talebinde fazlasıyla mütecaviz olduğu gerekçesiyle geçen haziranda Mike Burry ile ilişkisini kesmişti. Şimdi ise bu adam arayıp Scion'un mayısta satın aldığı ilk altı kredi temerrüt swapını geri almak istediğini söylüyordu. 60 milyon dolar Burry'nin portföyünde küçük bir yer tuttuğundan ve Deutsche Bank ile onların kendisiyle yapmak istediğinden fazlasını yapmak istemediğinden bunları kârla

geriye sattı. Greg Lippmann alelacele ve kuralsız bir biçimde yeniden yazıp, “Bize karşılığında kaç para ödeyeceğimizi söyleyebileceğimiz başka tahviller de vermek ister misiniz?” diye sordu.

Deutsche Bank’tan Greg Lippmann Burry’nin milyarlarca dolarlık kredi temerrüt swapını satın almak istiyordu! Burry, “Sorduğun için teşekkürler Greg,” diye cevap verdi. “Şu anda satmayı düşünmüyoruz.” Mesajı gönderip düşünmeye başladı. “Ne kadar tuhaf. Beş aydır Deutsche Bank ile iş yapmadım. Greg Lippmann bu kadar çok kredi temerrüt swapım olduğunu nereden biliyor?”

Üç gün sonra Goldman Sachs’tan öğrendi. Goldman Sachs’ın satış sorumlusu Veronic Grinstein konuşmanın kaydedilmesini istemediği için onu cep telefonundan aramıştı. (Wall Street şirketleri artık işlem masalarından yapılan konuşmaları kaydediyordu.) “Özel bir ricam olacak,” dedi. O da kredi temerrüt swaplarından bir miktar almak istiyordu. “Yönetim endişeli,” dedi. Trader’ların bütün bu sigortaları geriye alabilecekleri hiçbir yer olmadan sattığını düşünmüşlerdi. Mike Burry ona kendi seçtiği alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden gerçekten cömert fiyatlarla 25 milyon dolarlık satış yapabilir miydi? Anlattığı gibi sırf Goldman yönetimini yatıştırmak için. Telefonu beklemeye alıp bir önseziyle Bank of Americayı aradı ve kendisine biraz daha satış yapıp yapamayacaklarını sordu. Yapamayacaklardı. Onlar da alma arayışındaydı. Ardından Morgan Stanley geldi, yine beklenmedik bir anda. Morgan Stanley ile fazla iş yapmamıştı ama Morgan Stanley’in de onda olanları satın almak istediği açıktı. Bu bankaların niçin birdenbire büyük bir hevesle alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil sigortası almak istediklerini tam olarak bilmiyordu ama açıkça görünen bir neden vardı: Krediler aniden korkutucu bir oranda kötüye gitmeye başlamıştı. Mike Burry daha mayısta insan davranışlarına ilişkin teorisi üzerine bahse girmiş-

ti. Krediler kötüye gidecek şekilde yapılandırılmıştı. Şimdi, kasımda fiilen kötüye gidiyorlardı.

Ertesi sabah Burry *Wall Street Journal*'ı açtığında yeni uyarlanabilir oranlı ipotekli kredi dalgasının ilk dokuz ay içinde daha önce asla görülmemiş oranlarla nasıl temerrüde düştüğünü anlatan bir makale görecekti. Alt orta sınıf Amerika bütün parasını kaybetmişti. Makaleyi okumaya vakti olmayan okuyuculara durumu gösteren küçük bir grafik bile vardı. Sırının açığa çıktığını düşündü. Dünya değişmek üzereydi. Kredi verenler standartlarını yükseltecek, derecelendirme kuruluşları daha titiz inceleme yapacak ve akıl sağlığı yerinde hiç bir komisyoncu daha önce sattığı fiyatlardan alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil sigortası satmayacaktı. “Ampulün birden yanacağını ve akıllı bir kredi yöneticisinin, ‘Bu işlemlerden kurtulun,’ diyeceğini düşünüyordum,” diyor. Wall Street'teki çoğu trader çok fazla para kaybetmek üzereydi, muhtemelen tek bir istisnaıyla. Mike Burry kısa süre önce yatırımcılarından birinden yeni bir e-posta almıştı, mesajda Deutsche Bank'ın finans piyasaları konusunda tek gözle yaptığı değerlendirmelerden etkilenmiş olabileceği yazıyordu: “Deutsche Bank'ın [alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri] baş trader'ı Gregg Lippmann önceki gün buradaydı. Bize bu kâğıtlarla 1 milyar dolarlık açığa satış yaptığını ve ‘derya’ kadar (veya aynı ölçüde) para kazanacağını söyledi. Coşkusu biraz korkutucuydu.”

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

“İngilizce Konuşamayan Bir Adam Nasıl Yalan Söyler?”

Greg Lippmann Şubat 2006’da FrontPoint konferans salonuna geldiğinde Steve Eisman tahvil piyasası hakkında ancak temkinli olacak kadar, Vincent Daniel ise bu camiada hiç kimseye güvenilmeyeceğine karar vermeye yetecek kadar çok şey biliyordu. Hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına giden bir yatırımcı tek bir yırtıcı hayvanın bulunmadığı bir adada yetişip piton yılanlarıyla dolu bir çukura düşen küçük, kürklü bir yaratığa benziyordu. Hisse senedi piyasasında büyük Wall Street şirketleri tarafından kazıklanmak mümkündü, ama orada gerçek anlamda çalışmak zorundaydınız. Tüm piyasa ekranlarda işlem yaptığı için belirli herhangi bir şirketin hisse fiyatı konusunda daima net bir görüşe sahip olabilirdiniz. Hisse senedi piyasası yalnızca şeffaf olmakla kalmıyor, aynı zamanda yoğun bir biçimde denetleniyordu. Bir Wall Street trader’ının sizinle halka açık şirketler hakkındaki her olumsuz düşüncesini paylaşmasını bekleyemezsiniz, ama doğrudan yalan söyleyerek veya size karşı işlem yapmak için bariz bir biçimde içeriden aldığı bilgileri kullanarak sizi keizlemek için çok çaba harcamasını da bekleyemezsiniz, bunun

nedeni esas olarak en azından böyle yaptığında yakalanma ihtimali olmasıydı. Milyonlarca küçük yatırımcının varlığı hisse senedi piyasasını siyasallaştırmıştı. En azından adil görünecek kadar kanuna ve kurala bağlanmıştı.

Tahvil piyasası ise esas olarak büyük kurumsal yatırımcılardan oluştuğu için aynı popülist siyasi baskıyı yaşamıyordu. Hisse senedi piyasasını gölgede bırakacak hale geldiğinde bile ciddi düzenlemelerden yakasını kurtarmıştı. Tahvil satıcıları herhangi bir yetkili kuruluşa ihbar edilmekten korkmaksızın istediğini söyleyip yapabiliyordu. Tahvil trader'ları içeriden aldığı bilgileri yakalanma endişesi duymaksızın kullanabiliyordu. Tahvil teknisyenleri devlet düzenlemeleri konusunda çok fazla kaygı duymaksızın daha da karmaşık menkul kıymetler icat edebiliyorlardı; tahvillerden şu veya bu biçimde bu kadar çok türev türetilmesinin nedenlerinden biri de budur. Tahvil piyasasının daha büyük, daha likit ucu, mesela ABD Hazine bonosu işlemleri, ekranda yapılıyordu ama çoğu durumda bir tahvil trader'ının size verdiği fiyatın adil olup olmadığını anlamanın yegâne yolu anlaşılması güç aynı menkul kıymetle ilgili piyasa oluşturan bir başka tahvil işlemcisi bulmaktır. Tahvil piyasasının şeffaflıktan yoksun ve karmaşık olması büyük Wall Street şirketleri için muazzam bir avantajdı. Tahvil piyasası müşterisi bilmediklerine ilişkin sürekli bir korkuyla yaşıyordu. Wall Street tahvil bölümlerinin giderek Wall Street kârlarının kaynağı haline gelmesinin nedeni kısmen buydu: Tahvil piyasasında müşterilerin korkusundan ve cehaletinden yararlanarak muazzam paralar kazanmak hâlâ mümkündü.

Dolayısıyla Steve Eisman'ın ofisine gelen Greg Lippmann'ın bir kuşku duvarına çarpma nedenleri üzerinde özel olarak düşün-

meye gerek yoktu. Eisman, “Kapıdan içeri girerek sabit getiri bölümünden geldiğini söyleyen kişi Moses olsaydı Vinny ona da güvenmezdi,” diyor.

Yine de uzmanlardan oluşan bir takım bir Wall Street müşterisinin ödünün patlama olasılığını azamiye çıkaracak bir insan yaratmaya girişmiş olsaydı Lippmann gibi birini tasarlayabilirlerdi. Lippmann, Deutsche Bank adına tahvil işlemleri yapıyordu ama Deutsche Bank için veya Credit Suisse ya da UBS veya ABD finans piyasalarında sözü geçecek kadar alım-satım yapan başka büyük yabancı bankalar adına çalışanlar gibi o da Amerikalıydı. Zayıf ve çok konuşan biriydi, öyle hızlı konuşuyordu ki tam olarak ne söylediğini anlamak zordu. Saçlarını Gordon Gekko gibi arkaya taramış, favorilerini 1820’lerin romantik bestecileri veya 1970’lerin porno yıldızları tarzında uzun bırakmıştı. Parlak bir kravat takmıştı ve olumsuz bir biçimde tekrarlandığında nasıl izlenim yaratacağına dair en küçük bir duyarlılık göstermek-sizin ölçüsüz bir biçimde konuşuyordu. Örneğin, konuşmasını ne kadar para kazandığına ilişkin şifreli mesajlarla süslüyordu. Wall Street’te çalışanlar Wall Street dışındaki insanlarla konuşacakları son şeyin ikramiyeleri olduğunu çok önce öğrenmişlerdi. Lippmann, “Diyelim ki geçen yıl bana altı milyon ödediler,” diye söze giriyor ve “Bunu ödediklerini söylemiyorum, bundan daha azını verdiler. Ne kadar daha az verdiklerini söylemiyorum,” diye devam ediyordu. İtiraz etmenize fırsat bile vermeden, “Ama asla istemedim!” diyordu: “Geçirdiğim yıl düşünüldüğünde bana dört milyonun altında para ödemelerine imkân yok.” İşte şimdi size rakamı düşündürmüştü: *Demek ki rakam 4 ila 6 milyon dolar arasındaydı.* Konuşmaya New York City, bale gibi konularla başlayıp, sonunda kendinizi Amiral Battı oynarken bula-

bilirdiniz. Lippmann geminin yerini size neredeyse zorla tespit ettirinceye kadar koordinatları vermeye devam ederdi, tam da Wall Street'teki diğer herkes asla yapamayacağımızı umarken.

Lippmann kuralları daha da ihlal ederek, patronunun kendisine layık olduğu parayı ödemediğini anlatıyordu: “Üst kademe yönetimin işi insanlara ödeme yapmak,” diyordu. “Yüz kişiyi yüzer bin dolar kazıkladıklarında on milyon daha kazanmış olurlar. Dört kategorileri vardır: Mutlu, memnun, huzursuz, bıkkın. Mutlu birine rast gelirlerse bozulurlar. Asla mutlu olmanızı istemezler. Diğer yandan, işten ayrılacak kadar bıkkın olmanızı da istemezler. En tatlı nokta huzursuzla bıkkın arasında bir yerlerdedir.” 1986 ile 2006 arasında bir tarihte Wall Street'te, belirgin hiçbir sosyal amacı olmayan kâğıt parçalarını elden ele gezdirerek zengin olmaya devam etmek istiyorsanız gerçek kişiliğinizi gizlemeniz gerekir, diyen bir mesaj dolaşmıştı. Greg Lippmann kendisini veya güdülerini gizlemeye muktedir değildi. “Deutsche Bank’a özel bir bağlılığım yok,” diyordu. “Orada yalnızca çalışıyorum.” Bu alışılmamış bir tutum değildi. Alışılmamış olan bunu Lippmann’ın söylemesiydi.

Lippmann hakkında hiç tartışmasız söylenebilecek tek şey tartışmalı bir kişilik olduğuydu. Yalnızca iyi değil, mükemmel bir tahvil trader’ıydı. Gaddar değildi. Hatta kaba bile değildi, hiç değilse kasten kabalaşmıyordu. Yalnızca diğerlerinde aşırı duygular uyandırıyor. Yıllarca yanında çalışan bir trader ondan, “Greg Lippmann olarak tanınan aşağılık herif,” diye söz ediyor. Niçin böyle kötü bir sıfat kullandığını sorduğumuzda, “Her şeyi çok ileri götürüyordu,” diyor.

Deutsche Bank’taki amirlerinden biri ise onu sevdiğini söylüyor: “Vurucu lanet işi dışında onun hakkında kötü bir şey

söyleyemem.” Lippmann'ın kişiliği etrafındaki tartışmayı netleştirdiğinizde bunun temelinde iki basit şikâyet bulunduğunu görebilirdiniz. Birincisi, açık biçimde çıkarıcı ve yükselme isteği olan biriydi. İkincisi, başkalarının çıkarları ve yükselme isteği karşısında aşırı ölçüde tetikteydi. Karanlık güdülerini tespit etmek konusunda neredeyse olağanüstü denilebilecek bir yeteneği vardı. Mezun olduğunuz okula, mesela yalnızca yüce bir dava için kendinizi düşünmeden bir fedakârlık yapmış olmanın sıcaklığını hissetmek için 20 milyon dolar bağışlamışsanız, Lippman, “Yirmi milyon dolar verdin çünkü binaya adını yazdırmak için gereken en düşük tutar bu, değil mi?” diye soran ilk kişi olacaktır.

Şimdi bu karakter durup dururken gelip Steve Eisman’a alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasına karşı bahse girmenin kendi orijinal fikri olduğunu iddia ediyordu. Ve fikrini kırk iki sayfalık uzun bir sunuşla savunuyordu: Konut fiyatları son üç yıldır geçen otuz yıldan çok daha hızlı yükselmişti; fiyatlar henüz düşmemişti ama yükseliş durmuştu; dahası konut kredileri henüz birinci yılda inanılmaz oranlarda yükseliyordu –yüzde 1’den yüzde 4’e. Bir ev almak için kim borçlanmış ve on iki ay içinde temerrüde düşmüştü? Bir süre böyle devam ettikten sonra Eisman’a kendi yaptığı küçük grafiği gösteriyor ve bu işlemle ilgilenmesine bu grafiğin neden olduğunu iddia ediyordu. Grafik şaşırtıcı bir gerçeği gösteriyordu: 2000’den beri evlerinin değerleri yüzde 1 ile yüzde 5 oranında artan kişilerin konut kredilerinde temerrüde düşme ihtimalleri evlerinin değeri yüzde 10’dan fazla artanlara göre dört kat fazlaydı. Evlerinin değeri olağanüstü bir yükseliş kaydetmediği takdirde milyonlarca Amerikalının ipotekli konut kredilerini geri ödemesi mümkün değildi ve bu onların daha da çok borçlanmasını mümkün kılıyordu.

İşin özü kısaca buydu: Konut fiyatlarının düşmesi bile gerekmiyordu. Muazzam sayıda Amerikalının konut kredilerinde temerrüde düşmesi için önceki yıllarda görülen benzersiz oranlardaki fiyat artışının durması yeterliydi.

Lippmann sunuşuna “Riskli Konut Hissesi Tranşlarıyla Kısa Pozisyon” adını vermişti. Bu başlık, Mike Burry’nin ABD konut kredilerine karşı bahse girme fikrini anlatmanın süslü bir yönteminden, yani alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin en niteliksiz üç B dilimleri üzerinden kredi temerrüt swapları satın almaktan başka bir şey değildi. Lippman sunuşunu görüp ona “Küçük Piliç” lakabını takan Deutsche Bank’tan bir meslektaşına konuyu daha açık biçimde anlatmış, “Lanet olsun,” demişti. “Senin evinde kısa pozisyonum var.”

Kredi temerrüt swapının veya CDS’nin güzelliği zamanlama sorununu çözmesiydi. Eisman’ın artık alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasının tam olarak ne zaman çökeceğini tahmin etmesi gerekmiyordu. Bu ona ortaya peşin para koymak zorunda kalmadan bahis oynama olanağı veriyor ve onu kaybetmesi olası miktarın kat be kat üstünü kazanabilecek bir konuma getiriyordu. En kötü durumda, ödeme sıkıntısı çeken Amerikalılar alt gelir grubu ipotekli kredilerini bir biçimde geri ödeyebilir ve altı yıl boyunca –otuz yıllık kredilerin varsayılan en uzun ömrü- yılda yüzde 2 civarında bir sigorta primini ödemek zorunda kalabilirdiniz.

Alt gelir grubu kredi borçlularının kredilerini geri ödeme hevesi de bu yükselen piyasanın bir diğer tuhaf yönüydü. Buna,

*Küçük Piliç: başına bir palamut düşünce gökyüzünün yere düştüğünü sanıp arkadaşlarını büyük bir tehlikenin geldiğine inandıran “Küçük Piliç” lakaplı çocuk romanı kahramanı piliç –çn.

dalgalı orana “geçiş” yapmadan önce iki veya üç yıl suni olarak düşük tutulan sabit başlangıç oranları taşıyan kredi yapısı neden oluyordu. Eisman, “Yükselen oranları ödeme kabiliyeti bulunmadığını bildikleri düşük gelirli insanlara bir tanıtım oranıyla kredi veriyorlardı. Tanıtım oranının geçerli olduğu dönemin sona ermesine doğru borçluların yeniden finansmana gideceklerini ve onların sırtından daha fazla para kazanacaklarını bildikleri için böyle yapıyorlardı,” diyor. Dolayısıyla otuz yıl vadeli krediler birkaç yıl içinde geri ödenecek şekilde tasarlanmıştı. 100 milyon dolarlık alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili üzerinden kredi temerrüt swapı aldığınız takdirde, en kötü koşullarda altı yıl boyunca örneğin 12 milyon dolar tutarındaki primleri ödemek zorunda olacaktınız. En iyi koşullarda ise, kredilerin zararları şu andaki yüzde 4'lük düzeyinden yüzde 8'e çıkacak ve 100 milyon kazanacaktınız. Hesaplanan ihtimaller daha çok 2:1 gibi bir şey olduğu sırada bahisçiler size 6:1 ile 10:1 arasında ihtimaller teklif ediyordu. İşi akıllı bahisler oynamak olan hiç kimse buna hayır diyemezdi.

Tartışmayı sona erdiren Lippmann'ın tek kişilik sayısal çözümleme destek takımı oldu. Adı Eugene Xu'ydu, fakat Lippmann'ın söylediklerini duyanlar ona genellikle “Lippmann'ın Çinli rakamcısı” diyorlardı. Xu Deutsche Bank'ın işe aldığı bir analistti, fakat Lippmann herkeste onu evcil bir hayvan gibi Bloomberg terminalinin başına bağladığı hissini uyandırmıştı. Xu Çin kökenli bir Amerikalı değil, gerçek bir Çinliydi ve hiç İngilizce konuşmadığı, yalnızca sayıları bildiği açıktı. Lippmann insanlara Çin'de Eugene'in ikinci olduğu bir ulusal matematik yarışması olduğunu söylüyordu. *Tüm Çin'in ikincisi*. Lippmann'ın sunuşundaki her tartışmasız veri parçasından Eugene Xu sorum-

luydu. Eugene denkleme dahil edilince hiç kimse Lippmann'ı matematiği veya verileri konusunda rahatsız etmiyordu. Zira Lippmann'ın deyişiyle, “İngilizce konuşamayan bir adam nasıl yalan söylerdi?”

Bundan çok daha fazlası vardı. Lippmann'ın sunuşu Amerikalı ev sahiplerinin tarihsel davranışları; tam da dayalı oldukları konut kredisi havuzlarının zararları yüzde 8'e ulaştığı sırada bu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine üç B notu veren Moody's ve S&P gibi derecelendirme kuruluşlarının aptallığı ve yozluğu*; ipotek piyasasındaki yaygın sahtecilik; büyük bir çoğunluğu Almanya'nın Duesseldorf şehrinde yaşadığı anlaşılan alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili yatırımcılarının ahmaklıkları türünden etkileyici detaylarla doluydu. Vinny, “Lippmann'a bu işe yaramaz şeyleri kimin aldığını sorduğumuzda, her zaman ‘Düsseldorf’ diyordu,” diye aktarıyor. Düsseldorf'un fiilen nakit para verip alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri mi satın aldığı yoksa aynı ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları mı sattığı önemli değildi; zira bunlar sonunda aynı şeyi, bahsin “uzun pozisyon” yanını ifade ediyordu.

Lippmann'ın çantası başka Lippmann teklifleriyle de doluydu. Eisman'a Los Angeles Dodgers tahvilleri alarak çok zengin olabileceğini ima etti. (“Dodgers'i satın alabileceğini kastetmiyorum.”) Eisman öylesine zengin olabilirdi ki sinema yıldızları onu şiddetle arzu edebilirdi. (“Jessica Simpson'la çıkabileceğini

* Bu zararlar yalnızca kaç borçlunun temerrüde düştüğüne değil, her temerrüdün maliyetine de bağlıydı. Ne de olsa krediyi kullandıran elinde teminat olarak evi tutuyordu. Pratik bir hesaplama, kredi kullandıran temerrüt halinde bir dolar üzerinden yaklaşık 50 sent tahsil ediyordu. Ve havuzun yüzde 8 zarar etmesi için bir ipotek havuzundaki borçluların yaklaşık yüzde 16'sının temerrüde düşmesi gerekiyordu.

kastetmiyorum.”) Lippmann bir eliyle işlemle ilgili olguları anlatıyor, diğerini bir çubukla Eisman’ın kişiliğinin derinliğindeki gizli su kaynağını araştıran biri gibi ileri doğru oynatıyordu.

Vincent Daniel’in bir gözü Greg Lippman’da diğeri Steve Eisman’daydı ve bir yanıyla odanın infilak etmesini bekliyordu. Fakat tam tersine Steve Eisman, Greg Lippmann’a en küçük bir itirazda dahi bulunmadı. *Müthiş adam!* Eisman gerçekten de yalnızca birkaç soru sordu. Birincisi şuydu: Şu lanet kredi temerrüt swapının nasıl çalıştığını bana bir kere daha anlatır mısın? İkincisi: Kendi şirketinin yarattığı ve derecelendirme kuruluşlarını ayarlayıp yanlış not verdiğin tahvillere karşı bahse girmemi niçin istiyorsun? Eisman, “Tüm yaşamım boyunca satış tarafındaki bir adamın gelip de bana, ‘Benim piyasamda açığa satış yap dediğini hiç duymadım,’ diyor. Lippmann bir tahvil satıcısı bile değildi; aynı alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleriyle uzun pozisyon alması beklenebilecek bir tahvil trader’ıydı. Eisman, aslında güvensizlik duymamıştı: “Onu anlamamıştım. Bizi bir biçimde kazıklayacağından emin olan kişi Vinny’ydi.”

Eisman alt gelir grubu ipotekli kredilerine karşı bahse girmekte hiç tereddüt etmedi. Hatta, muhtemelen gelecek altı yıl boyunca her gece yatağına yattığında, hiçbir şeyin tanıdığı, küçümsediği ve bir gün kesinlikle patlayacağından emin olduğu bir finans piyasasında kısa pozisyonu olduğunu bilmek kadar keyif veremeyeceğini düşünüyordu: “Lippmann içeri girip alt gelir grubu kâğıtlarında kısa pozisyon alarak para kazanabilirsiniz dediğinde önüme çıplak bir topmodel koymuş gibiydi. Anlayamadığım şey bunu niçin benim yapmamı istediği idi.” Bu meselenin Eisman’ın sandığından daha ilginç olduğu ortaya çıkıyordu. BAK!

Alt gelir grubu ipotekli konut kredisi piyasası her yıl yarım trilyon dolarlık yeni kredi ürettiyordu, fakat tüm piyasanın çökme riskini yeniden dağıtan çevre çok küçüktü. Goldman Sachs'taki kadın satış sorumlusu Mike Burry'yi arayıp şirketinin ona 100 milyon dolarlık parçalar halinde kredi temerrüt swapı satmaktan memnuniyet duyacağını söylediğinde Burry Goldman'ın kendi bahislerinin diğer yanındaki son kuruluş olmadığını doğru tahmin etmişti. Goldman asla ödeme güclüğü çeken milyonlarca Amerikalının konut kredilerini geri ödeyeceği üzerine muazzam bahisler oynayacak kadar aptal olamazdı. Kim olduğunu, nedenlerini ve miktarını bilmemekle birlikte, üç A notlu dev bir şirketin piyasada alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden kredi temerrüt swapları sattığını biliyordu. Yalnızca üç A notlu bir şirket hiç peşin para ödemedi ve hiç soru sormadan böylesi bir riski üstlenebilirdi. Burry bu konuda da doğru düşünüyordu, fakat bunu öğrenmesi üç yıl alacaktı. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerine oynadığı bahsin karşı tarafında üç A notlu bir sigorta şirketi olan AIG (American International Group Inc) vardı. Karşısındaki aslında AIG'in AIG FÜ (AIG Finans Ürünleri) denilen bir birimiydi.

AIG Finans Ürünleri faiz swapı işlemleri yapmak ve bunlara değer kazandırmak için daha iyi bir modeli olduğunu iddia eden Howard Sosin adlı bir trader öncülüğünde Drexel Burnham'da Michael Milken'in tahvil departmanından ayrılanlar tarafından 1987'de kurulmuştu. Bin dokuz yüz seksenlerdeki finansal yenilikler her türden sonuca yol açmıştı ama bunlardan biri büyük finans şirketleri arasındaki, birbirlerinin kredi risklerini üstlenmelerini gerektiren işlem sayısındaki muazzam artıştı. Tarafların sabit faiz oranı karşılığında dalgalı faiz oranını değiş tokuş ettiği fa-

iz swapları bu tür yeniliklerden biriydi. Chrysler bir zamanlar Morgan Stanley aracılığıyla bir tahvil ihraç etmiş ve kredi riskini üstlenenler yalnızca Chrysler tahvilini satın alanlar olmuştu. Chrysler tahvillerini satabilir ve eş zamanlı olarak Morgan Stanley ile on yıllık bir faiz swapı işlemi yapabilirdi. Bu şekilde Chrysler ve Morgan Stanley birbirlerinin riskini üstlenmiş olurdu. Chrysler iflas ettiği takdirde tahvil hamilleri her koşulda kaybedecek; swapın yapısına ve faiz oranı hareketlerine bağlı olarak Morgan Stanley de kaybedebilecekti. Morgan Stanley battığı takdirdeyse, Morgan Stanley ile faiz swapı yapmış olan diğer herkesin yanı sıra Chrysler de bundan zarar görebilirdi. Hiç yoktan finansal risk yaratılarak bunun dürüstçe açıklanmasından kaçınılmış veya gizli tutulmuştu.

Drexel Burnham o tarihte faiz swaplarında bir piyasa lideri olmamasına rağmen, Sosin yeni ve gelişkin olduğunu iddia ettiği bir faiz swapı modeliyle devreye girdi. En yüksek kredi notuna sahip birinci sınıf bir şirketin swapların ve uzun vadeli opsiyonlarla risk üreten diğer yeniliklerin orta yerinde rol üstlenmesi doğaldı. Özellikleri gereği bu şirket bir banka değildi —dolayısıyla bankaların düzenlemelerine tabi olmadığı gibi riskli varlıklara karşılık rezerv bulundurması da gerekmiyordu- ve isterse egzotik riskleri bilançosunda gizleyebilirdi. Örneğin, ne yaptığını hiç kimseye bildirmek zorunda olmadan 100 milyar dolarlık alt gelir grubu ipotekli konut kredisini sigortalayabiliyordu. Bu şirketin AIG olmasının hiçbir gerçek nedeni yoktu; bu örneğin Berkshire Hathaway veya General Electric gibi dev gibi bir bilançooya sahip herhangi bir A notlu kuruluş olabilirdi. AIG yalnızca bu işe ilk giren şirketti.

Hızla karmaşık riskler üreten bir finans sistemi içinde AIG

FÜ bu riskleri muazzam lokmalar şeklinde yutan bir şirkete dönüştü. İlk günlerdeki haliyle gerçekleşmesi fazlasıyla imkânsız sayılan olayları sigorta etmeye değermiş gibi görülmüş olmalı. Başarısı taklitçilerini ortaya çıkardı: Zurich Re FÜ, Swiss Re FÜ, Credit Suisse FÜ, Gen Re FÜ (“Re” Reasüransın kısaltılmış şekli) gibi. Bunların tümü son yirmi yıldır olan olaylarda merkezi bir rol oynadı; onlar olmasaydı yaratılan yeni riskler gizlenecek yer bulamayacak ve banka düzenleyicilerinin gözüne batacaktı. Kriz baş gösterdiğinde bütün bu kuruluşlar karmaşık finansal risklerin varlığına duyulan genel tiksintiyle yok olup gidecekti, fakat finans dünyasında bunların harita üzerindeki varlığının zorunlu görüldüğü bir an vardı. AIG FÜ bunların hepsi için örnek oluşturdu.

AIG Finans Ürünleri bölümünün ilk on beş yılı sürekli ve şaşırtıcı ölçüde kârlı geçti, dev ana şirketine az da olsa zarar verecek kadar para kaybetmesine neden olacak riskleri yönettiğine dair hiçbir ipucu yoktu. Howard Sosin 1993’te bölümden ayrıldığında fantastik bir para makinesi gibi görünen şirketten kendisine düşen pay olarak yaklaşık 200 milyon doları beraberinde götürdü. 1998’de AIG FÜ kurumsal kredi temerrüt swapları denilen yeni piyasaya girdi: En güvenilir halka açık şirketlerin muazzam sayıdaki temerrüt riskine karşı bankalara sigorta sattı. J.P. Morgan’da çalışan bankacılar kredi temerrüt swapını henüz icat etmiş, bunları satmak isteyen üç A notlu şirket arayışına başlamıştı ve AIG FÜ’ni buldular.* Piyasa işe, Wall Street standartlarına göre, yeterince masum başladı.

* Bunu nasıl ve niçin yaptıkları *Financial Times* muhabiri Gillian Tett tarafından Fool’s Gold (Ahmağın Altını) adlı kitabında etraflıca anlatılmıştır.

Farklı ülkelerde ve farklı sektörlerdeki yatırım notu yüksek çok sayıda şirketin aynı anda temerrüde düşmesi gerçekten olanaksızdı. AIG FÜ tarafından satılan ve bu tür havuzları sigortalayan kredi temerrüt swaplarının iyi bir iş olduğu görüldü. 2001'e gelindiğinde artık Joe Cassano adlı birisi tarafından yönetilen AIG FÜ'nin yılda 300 milyon dolar, yani AIG'in kârlarının yüzde 15'ini ürettiği hesaplanıyordu.

Fakat sonra, 2000'lerin başında finans piyasaları bu fantastik aldatmacayı hayata geçirip iki aşamada değişim gösterdi. Birinci aşama, kurumsal kredi riskiyle tüketici kredi riskini boy ölçüştürmek üzere icat edilen bir formülü uygulamaktı. IBM ve GE'ye verilen yığınlarca krediyi sigorta etmek için AIG FÜ'ni kullanan bankalar artık içinde kredi kartı borçları, öğrenci kredileri, otomobil kredileri, birinci dereceden ipotekler, uçak kiralama malarının ve neredeyse nakit akışı yaratan diğer her şeyin bulunduğu çok daha karmaşık yığınları sigortalamaya başlamıştı. Farklı türden insanlara çok farklı türden krediler verildiğinden, kurumsal krediler için geçerli olan mantığın onlar için de geçerli olduğu düşünülüyordu: Aynı anda batamayacak kadar çeşitliydiler.

2004'ün sonunda başlayan İkinci aşama, öğrenci kredileri, otomobil kredileri ve diğerlerinin yerine yalnızca ABD'deki alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinden oluşan daha büyük yığınları geçirmektir. AIG FÜ trader'larından birinin söylediği gibi, "Sorun, yaptığımız şeyle aynı sandığımız başka bir şeylerin ortaya çıkmasıydı." Goldman Sachs önderliğindeki Wall Street şirketlerinin AIG FÜ'den sigorta etmesini istediği "tüketici kredisi" yığınları içinde alt gelir grubuna kullandırılmış ipotekli konut kredilerinin oranı yüzde 2'den yüzde 95'e yükseldi. Birkaç ay içinde AIF FÜ temerrüde karşı sigortalamak suretiyle esasen 50

milyar dolarlık üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili satın almıştı. Ve buna rağmen bu konuda bir şeyler söyleyen hiç kimse yoktu, ne AIG CEO'su Martin Sullivan, ne AIF FÜ başkanı Joe Cassano, ne AIG FÜ Connecticut bürosundan, şirketin kredi temerrüt swap hizmetlerini büyük Wall Street şirketlerine satmakla sorumlu Al Frost. Söylenenlere bakılırsa işlemlere önce AIG FÜ içinde onay kaşesi basılıyor ve ardından AIG kaşesi geliyordu. Sorumluların hepsinin esas olarak yaklaşık on yıldır üstlendikleri riskin aynısını üstlenmeleri karşılığında kendilerine sigorta primi ödendiğini zannettiği anlaşıyor. Halbuki durum böyle değildi. Aslında onlar artık, dünyadaki alt gelir grubu ipotekli kredi tahviline en çok miktarda sahip olan şirketti.

Greg Lippmann Goldman Sachs'taki meslektaşlarının muazzam miktarlarda ucuz alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili sigortası satmak isteyenleri bulup yararlanma arayışlarını izledi ve satıcının kimliğini neredeyse hemen tahmin etti. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil yaratıcıları ve işlemcilerinin küçük dünyasında söylenti hızla yayıldı: AIG FÜ şimdi yılda yalnızca yüzde 0,12'ye üç A notlu alt gelir grubu tahvilleri üzerinden kredi temerrüt swapı satıyordu. On iki taban puan! Lippmann Goldman Sachs'ın AIG FÜ'ni kurumsal krediler piyasasına verdiği hizmetin aynısını hızla yükselen alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasına da vermeye nasıl ikna ettiğini tam olarak bilmiyordu. Bildiği tek şey Goldman'ın arka arkaya, hızlı bir biçimde 20 milyar dolarlık üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin gelecekteki zararlarının tüm sorumluluğunu AIG'e transfer eden bir grup multimilyar dolarlık işlem yarattığıydı. Bu inanılmaz bir şeydi: Bu sigorta şirketi yılda birkaç milyon dolar karşılığında

çok gerçek bir riski, 20 milyar doların yok olma riskini üstleniyordu. Goldman ile yapılan işlemler birkaç ay içinde tamamlanmış ve buna yalnızca Goldman tahvil işlem masasındaki birkaç zibidiyle hizmetleri karşılığında kısa süre içinde genel müdürlüğe terfi edecek Andrew Davilman adlı bir Goldman satış sorumlusunun çabaları yetmişti. Goldman trader'ları 1,5 milyar ile 3 milyar dolar arasında kâr etmişlerdi ve bu, tahvil piyasası standartlarına göre bile soluk kesen bir miktardı.

Bu süreçte Goldman Sachs yatırımcıların ve derecelendirme kuruluşlarının sonsuza kadar yanlış yorumlamaya devam edeceği son derece anlaşılmaz ve karmaşık bir menkul kıymet icat etti. Bu sentetik alt gelir grubu ipotekli kredi tahviline dayalı CDO veya teminatlı borç yükümlülüğüydü. CDO da kredi temerrüt swapı gibi kurumsal risklerin ve devlet tahvili temerrütlerinin yeniden dağıtımını için icat edilmişti ve şimdi alt gelir grubu ipotekli kredilerinin riskini maskeleyerek amacıyla yeniden şekillendiriliyordu. Mantığı orijinal ipotekli kredi tahvilleriyle tam olarak aynıydı. Bir ipotekli kredi tahvilinde binlerce krediyi bir araya getiriyor ve bunların hep birlikte temerrüde düşmesinin kesinlikle olanaksız olduğunu varsayarak tahvillerden bir kule inşa ediyordunuz. Kule yükseldikçe hem risk hem de getiri azalıyordu. CDO'da ise, genellikle kulenin en alt katlarında bulunan en riskli tahvillerden oluşan yüz farklı *ipotekli kredi tahvilini* bir araya getiriyor ve bunları bütünüyle yeni bir tahvil kulesi dikmekte kullanıyordunuz. Masum gözlemci haklı olarak, bir borç kulesinin katlarını bir başka borç kulesi yaratmak için kullanmanın sebebini sorabilir. Sorunun kısa yanıtı şuydu: Bunlar zemine çok yakın. Selden etkilenmeye daha yatkın, ilk zarar edecek tahviller olduğundan üç B gibi daha düşük bir nota sahipler. Üç B

notlu tahvilleri satmak binanın güvenli olan yukarı katlarındaki üç A notlu tahvilleri satmaktan daha zordu.

Sorunun uzun yanıtı ise, bunları bir biçimde üç A olarak yeniden derecelendirebildiğiniz, dolayısıyla ahlâksızca ve suni bir biçimde de olsa algılanan riski azalttığınız takdirde muazzam miktarda para kazanabileceğinizdi. İşte Goldman Sachs'ın akıllıca yaptığı şey buydu. Geçmişe bakıldığında, alt katları satma sorununa buldukları –ve yakında herkesin bulacağı- etkileyici çözüm neredeyse büyüleyici görünüyordu. 100 farklı alt gelir grubu ipotekli konut kredisi binasından (100 farklı üç B notlu tahvil) 100 tane zemin katı bir araya getirerek derecelendirme kuruluşlarını bunların göründükleriyle tam olarak aynı şeyler olmadığına ikna ettiler. Bunlar çeşitlendirilmiş bir başka varlık portföyüydü! Bu saçma bir iddiaydı. 100 binanın hepsi sel taşkınına açık yerdeydi ve bir tufan baş gösterdiğinde bundan hepsi aynı ölçüde etkilenecekti. Ama boş verin: Derecelendirdikleri her işlem için Goldman Sachs'tan ve diğer Wall Street şirketlerinden dolgun ücretler alan derecelendirme kuruluşları yeni borç kulesinin yüzde 80'ine üç A notu verdiler.

CDO aslında Alt Orta Sınıf Amerikalara verilen bir kredi aklama hizmeti idi. Wall Street içinse kurşunu altına dönüştüren bir makineydi.

1980'li yıllarda, alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı tahvillerin açıklanan ilk amacı ipotekli konut kredileriyle ilişkili riski yeniden dağıtmaktı. İpotekli konut kredileri bunların çoğu için ödeme yapmak isteyen tahvil piyasası yatırımcılarına ulaşabilecekti. Dolayısıyla konut sahibi tarafından ödenen faiz oranı düşecekti. Kısacası, yeni icadın hedefi finans piyasalarını daha etkin hale getirmektir. Şimdi ise her nedense aynı yaratıcı

ruh tam tersi bir amaçla, yani karmaşıklaştırmak suretiyle riski gizlemek için devreye giriyordu. Piyasa Goldman Sachs tahvil trader'larına piyasanın etkinliğini azaltmaları için para ödüyordu. Aslına bakarsanız, dondurulmuş ücretler ve hızla artan tüketim karşısında nakit sıkıntısı çeken Amerikalı yığınların kredi talepleri sınırsızdı ama bunları geri ödeme kabiliyetleri olup olmadığı belirsizdi. Wall Street'teki finans mühendisleri açısından tercih edilmelerinin tek sebebi finansal akıbetlerinin birbirleriyle ilişkisizmiş gibi yanlış yorumlanabilmesiydi. Alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinden oluşan bir kümenin diğeriyle aynı güçlerin etkisine açık olmadığını, yani ağırlıklı olarak Florida'da yoğunlaşan bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilinin daha çok California'da yoğunlaşan tahvile pek benzemediğini varsayan mühendisler bir güvenlik yanılsaması yarattılar. AIG FÜ bu yanılsamayı gerçeklikmiş gibi kabul etti.

Goldman Sachs'ın konuyla ilgili ipotekli kredi tahvilleri işlem masasında çalışan herkes aşırı akıllıydı. Hepsi okullarında çok başarılı olmuş ve en iyi üniversitelere gitmişti. Fakat üç B notlu tahvilleri aklayarak üç A notlu tahvillere dönüştürmek suretiyle kazanılacak serveti görmek dahi olmayı gerektirmiyordu. Deha gerektiren şey aklanacak 20 milyar dolarlık üç B notlu tahvil bulmaktı. Orijinal ipotekli kredi tahvillerinden oluşan ilk kredi kulesinde yalnızca tek, zayıf bir kat üç B notuna sahipti. Bir milyar dolarlık beş para etmez konut kredisinin içinden yalnızca 20 milyon dolarlık en berbat üç B tranşı elde edilebilirdi. Bir başka ifadeyle, yalnızca üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden oluşan bir milyar dolarlık bir CDO yaratmak için gerçek insanlara 50 milyar dolar kredi vermeniz gerekiyordu. Bu,

zaman ve çaba gerektiriyordu. Kredi temerrüt swapı içinse ikisi de gerekmiyordu.

Mike Burry'nin aldığı bir milyar dolarlık kredi temerrüt swapı birden fazla şekilde değerlendirilebilirdi. Birincisi, bu basit, hatta masum bir sigorta sözleşmesiydi. Burry altı aylık prim ödemelerini yapıyor, karşılığında bir milyar dolar değerindeki tahvil-lerinin temerrüde düşmesi karşısında korunuyordu. Sigortaladığı üç B notlu tahvilleri sorunsuz ödendiği takdirde hiç para alamayacak veya o üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri ödenmediği takdirde bir milyar dolar kazanacaktı. Fakat tabii ki Mike Burry'nin elinde ne üç B notlu ipotekli kredi tahvili ne de buna benzer bir şey bulunuyordu. “Sigorta” yaptıracak herhangi bir malı yoktu; geçmişte çok kez yanan bir kulübenin yangın sigortasını satın almış gibiydi. Steve Eisman açısından olduğu gibi, onun açısından da kredi temerrüt swapı sigorta değil düpedüz piyasaya karşı oynanan bir bahisti ve bu, durumun ikinci değerlendirilme şekliydi.

Bu yeni enstrümanı değerlendirmenin daha da kafa karıştıran üçüncü bir şekli vardı: Bu da enstrümanın bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilinin neredeyse mükemmel bir kopyası olmasaydı. Mike Burry'nin kredi temerrüt swaplarının nakit akışı, karşı bahis oynadığı üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin nakit akışıyla aynıydı. Yani, Mike Burry'nin ödediği yıllık yüzde 2,5'luk prim üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin fiili yatırımcısına ödenen LIBOR * artı spread (kâr mar-

* Londra Bankalararası Faiz Oranı –bankaların birbirlerine ödünç para verdikleri faiz oranı. Eskiden bu oranın büyük ölçüde risksiz olduğu düşünülürdü, şimdi ise pek de risksiz olmadığı düşünülüyor.

j1) ile aynıydı. Milyar dolarlık kredi temerrüt swaplarını Mike Burry'ye kim satmışsa, tahviller ödenmediğinde fiili tahvil hamilinin potansiyel kayıplarıyla aynı miktarda zarar edecekti.

Görünüşte, alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerine kenardan oynanan bahislerde yükselen piyasa fantezi futbolun* finansal karşılığı gibi görünüyordu: Yani, aptalca da olsa yatırım yapmanın zararsız bir kopyasıydı. Ne var ki, kurgusal futbolla kurgusal finans arasında bir fark vardı: Kurgusal futbol oyuncusu Peyton Manning'i kendi takımına almayı tasarladığında ikinci bir Peyton Manning yaratmıyordu. Mike Burry Long Beach Savings'e dayalı alt gelir grubu tahvili üzerinden düzenlenmiş bir kredi temerrüt swapı satın aldığı anda, Goldman Sachs'ın tek bir yönü hariç her bakımdan orijinalinin aynısı olan yeni bir tahvil yaratmasını mümkün kıldı: Ortada hiçbir fiili konut kredisi veya konut alıcısı yoktu. Gerçek olan şey yalnızca kenardan oynanan bahsin kazanç ve kayıplarıydı.

Ve dolayısıyla Goldman Sachs'ın 1 milyar dolarlık üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili üretmesi için 50 milyar dolarlık konut kredisi vermesi gerekmiyordu. İhtiyaç duyduğu tek şey Mike Burry'yi veya piyasaya kötümser bakan başka birini üç B notlu 100 farklı tahvil seçmeye, her birinden 10 milyon dolarlık kredi temerrüt swapı satın almaya ikna etmektir. Bu paketi oluşturduklarında (buna "sentetik CDO" deniyordu, bu yalnızca kredi temerrüt swapından oluşan CDO'lar için kullanılan bir jargondu) Moody's ve Standart & Poors'a götürüyorlardı. Goldman'ın eski bir CDO trader'ı, "Aslında derecelendirme kuruluşlarının kendi CDO modelleri yoktu," diyor. "Bankalar kendi mo-

*Fantezi futbol: Kurgusal bilgisayar oyunu- çn.

dellerini Moodys'e gönderip, 'Bu nasıl görünüyor?' diye soruyorlardı." Nasıl olduysa, üç B notlu riskli tahvillerin yaklaşık yüzde 80'i artık üç A notlu tahviller gibi görünmeye başlamıştı. Daha düşük kredi notuna sahip yüzde 20'lik kısmın satışı ise genellikle daha zordu ama onlar da inanılmaz bir biçimde başka bir grupta toplanıp yeniden işleminden geçirilerek yeni üç A notlu tahvillere dönüştürülüyordu. Yüzde 100 oranındaki kurşunu artık yüzde 80 altın yüzde 20 kurşun şeklinde bir maden cevherine dönüştüren makine kalan kurşunu alıp bunun yüzde 80'ini de altına dönüştürebiliyordu.

Ayrıntılar karmaşık olmakla birlikte bu yeni para makinesinin özü hiç de karmaşık değildi: Çok sayıda riskli krediyi çoğu üç A notlu olan bir tahvil yığınınına dönüştürüyor, sonra kalan tahvillerin en düşük notlu olanlarını alıp bunların çoğunu üç A notlu CDO'lara çeviriyordu. Ve sonra, yeterli sayıda düşük notlu tahvil yaratacak kadar hızlı konut kredisi verilemediğinden, mevcut tahvillerin en kötülerini üst üste çok kez kopyalamak için kredi temerrüt swaplarını kullanıyordu. Goldman Sachs Michael Burry ile AIG arasında duruyordu. Michael Burry en berbat üç B notlu tahviller üzerinden kredi temerrüt swapı sahibi olmak için 250

* Sevgili Okuyucu: Eğer hikâyeyi bu noktaya kadar izlediyseniz yalnızca altın bir yıldız değil, karmaşık bir sorunun yanıtını almayı da hak ettiniz: Eğer Mike Burry alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden kredi temerrüt swapı alan tek kişiye ve bir milyar dolar değerinde swap aldıysa, AIG ile yapılan işlemin kısa tarafındaki yaklaşık 19 milyar dolarlık diğer swapları kim aldı? Yanıt şöyle: Öncelikle Mike Burry'ye derhal başkaları da katıldı, bunlar arasında bizzat Goldman Sachs da vardı –ve dolayısıyla Goldman kendi trader'ları tarafından yaratılan tahvilleri müşterilerine satan, böylece onlara karşı bahis oynayabilecek taraf konumundaydı. İkincisi, Mike Burry'nin kredi temerrüt swaplarının yerine geçebilecek kaba, karmaşık, yavaş fakat kabul edilebilir bir araç vardı, yani fiili nakit tahviller. Eski bir Goldman türev trader'ına göre Goldman herhangi bir CDO'nun

taban puan (yüzde 2,5) uçlanıyor, AIG ise sentetik CDO filtresinden geçirilerek üç A notlu olduğu söylenen aynı tahviller üzerinden kredi temerrüt swapları satmak için yalnızca 12 taban puan (yüzde 0,12) ödüyordu. Birkaç başka karmaşık detay daha vardı* - kurşunun bir kısmı doğrudan Düsseldorf'taki Alman yatırımcılara satılıyordu- fakat ortalıktaki toz bulutu dağıldığında Goldman Sachs hemen yaklaşık yüzde 2 komisyon almış, hiç riske girmeden peşinen defterlerine kâr kaydetmiş oluyordu. Her iki tarafta da –uzun veya kısa pozisyon- nakdin el değiştirmesi gerekmiyordu. Goldman Sachs ile imzaladıkları bir kâğıt parçası tarafların işlemi gerçekleştirmesine yetiyordu. Her iki tarafın da akıbeti üzerine bahse girdiği orijinal ipotekli konut kredilerinin oynadığı başka bir rol yoktu. Tuhaf bir biçimde yalnızca akıbetleri üzerine kumar oynanabilmesi için mevcuttular.

“Sentetik” piyasası alt gelir grubu ipotekli konut kredileriyle ilişkili riskin boyutları üzerindeki her türlü kısıtı kaldırdı. Bir milyar dolarlık bir bahis oynamak için artık bir milyar dolar değerinde fiili ipotekli konut kredisi biriktirmeniz gerekmiyordu. Yapmanız gereken tek şey piyasada bahsin diğer tarafına oynamak isteyen birini bulmaktı.

üç A tranşını alıyor, onu AIG'in Goldman'a sattığı tranşı (tranşın getirisinin altında bir bedelle) sigortalayan kredi temerrüt swaplarıyla eşleştiriyor, tüm paketin risksiz olduğunu ilan ediyor ve bunu bilançosunun dışında tutuyordu. Tabii ki paket bütünüyle risksiz değildi: AIG batarsa sigorta değersizleşecek ve Goldman her şeyini kaybedebtme tehlikesi yaşıyacaktı. Bugün tam olarak ne yaptığını açıklaması istendiğinde Goldman Sachs en hafif tabirle yardımcı olmaktan kaçınıyor ve bu şeffaflık yoksunluğu kendi hissedarlarına kadar uzanıyor. Karmaşanın açığa çıkmasına yardımcı olan ve Goldman'daki meslektaşlarıyla samimi olan eski bir AIG FÜ çalışan, “Eğer adli muhasebecilerden oluşan bir takım Goldman'ın defterlerini inceleyseydi, Goldman'ın yaptıklarını gizlemek konusunda ne kadar iyi olduğuna şaşırırdı,” diyor.

Goldman Sachs'ın aniden Mike Burry'ye 100 milyon dolarlık dev parçalar halinde kredi temerrüt swapları satmaya niçin bu kadar istekliği olduğuna veya Goldman Sachs tahvil trader'ının Mike Burry'nin karşı bahis oynayacağı alt gelir grubu tahvillerine niçin bu kadar şaşırtıcı ölçüde kayıtsız kaldığına şaşmamalı. Mike Burry'nin satın aldığı sigorta sentetik bir CDO'nun arasına sokulmuş ve AIG'e aktarılmıştı. AIG tarafından Goldman Sachs'a satılan yaklaşık 20 milyar dolarlık kredi temerrüt swapı Goldman Sachs için yaklaşık 400 milyon dolar risksiz kâr demektir. *Her yıl*. İşlemler, bunların esasını oluşturan yaklaşık altı yıl ömürlü tahviller var olduğu sürece devam etti ve işi matematiğe vurduğunuzda bu Goldman trader'ı için 2,4 milyar dolarlık bir kâr demektir.

Wall Street'in tahvil piyasalarından kâr sızdırmak için uyguladığı en yeni teknik kafalarda birkaç soru uyandırmış olmalıydı. AIG FÜ'deki çok bilgili olduğu varsayılan trader'lar bu işi niçin yapıyorlardı? Kredi temerrüt swapları sigorta ise, yasal açıdan niçin sigorta olarak düzenlenmiyordu? Örneğin, AIG'in bunların karşılığında rezerv sermaye bulundurması niçin zorunlu değildi? Moody's ve Standard & Poor's bu riskli ipotekli konut kredisi havuzunun yüzde 80'ini niçin ABD Hazine borçlarına layık gördüğü üç A notuyla kutsamak istemişti? Niçin Goldman Sachs'ın içinden herhangi biri çıkıp, "Bu ahlâksızlık. Derecelendirme kuruluşlarının, yani bütün bu alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinin nihai fiyatını belirleyenlerin riskten anlamadıkları kesin ve bunların ahmaklığı bir felakete davetiye çıkarıyor," dememişti? Bu sorulardan hiçbiri piyasanın içinde faaliyet gösterenlerin aklına, Goldman Sachs'ın yaptığını ben nasıl yaparım, sorusu kadar hızlı gelmedi. Özellikle Deutsche Bank bu özgün kâr kaynağını

Goldman Sachs'ın bulması nedeniyle bir nevi utanç duydu. Deutsche Bank çapraşık ipotekli kredi türevlerinde Goldman'ın yanı sıra önde gelen piyasa yapıcılardandı. Düsseldorf yeni piyasada bir tür rol oynuyordu. ABD alt gelir grubu ipotekli kredi türevlerini almaya hazır aptal Almanlar varsa, onları ilk bulan Deutsche Bank olmalıydı.

Bunların hiçbiri Greg Lippmann'ı doğrudan ilgilendirmiyordu. Deutsche Bank'ın CDO işini yöneten Lippmann değil, Michael Lamont adlı bir adamdı. Lippmann yalnızca alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri alım satımından ve dolayısıyla bu tahvillerle ilgili kredi temerrüt swaplarından sorumluydu. Fakat alt gelir grubu tahvil piyasasına karşı doğrudan bahis oynamak isteyen yatırımcı sayısı çok az olduğundan, Lippmann'ın patronları ondan şirketin çıkarları için bir fedakârlıkta bulunmasını, yani aslında Mike Burry'nin vekili gibi işlev görüp piyasaya karşı açık bir bahis oynamasını istediler. Lippmann Deutsche Bank'ın CDO bölümünden kredi temerrüt swapı alacak olursa, onlar da AIG uyanıp bu işlere son vermeden önce AIG ile işlem yapabileceklerdi. Deutsche Bank CDO takımında uzun süre çalışmış olanlardan biri, "Greg CDO'larda açığa satmaya zorlanmıştı," diyor. "Zorlandığımı diyorum ama aslında Greg'e zorla hiçbir şey yaptıramazsınız." Lippmann şirketinin CDO operasyonlarını yönetenlerle biraz itiş kakış yaşadı ama sonunda alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinde tedirginlik yaratacak ölçüde kısa pozisyon aldı.

Lippmann'ın büyük bir kavga çıkarmamak için en az bir haklı nedeni vardı: Olağanüstü kârlı bir piyasa yaratılmayı bekliyordu. Finans piyasaları bir iddialar toplamından ibarettir. Piyasa şeffaflıktan ne kadar yoksun ve menkul kıymetler ne kadar karmaşık olursa, büyük Wall Street şirketlerinin işlem masaları bu

iddiadan o kadar çok para kazanabilirler. Halka açık bazı büyük şirketlere ait hisselerin değeri konusunda sürekli ortaya atılan iddialar hem alıcı hem de satıcı, hissenin adil fiyatını borsa fiyatlarını şeride kaydeden cihaz üzerinde görebildiği ve aracı komisyonu rekabet yüzünden aşağı çekildiği için pek değer taşımaz. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri –değeri bir başka karmaşık menkul kıymetten türetilen karmaşık bir menkul kıymet- konusundaki iddia ise bir altın madeni olabilir. Kredi temerrüt swaplarında piyasa yapan diğer tek işlemci Goldman Sachs olduğundan başlangıçta çok az fiyat rekabeti vardı. Arz AIG sayesinde fiilen sınırsızdı. Sorun talepte, Mike Burry'nin işlemlerini yapmak isteyen yatırımcılardaydı. İnanılmaz ama, finans tarihinin çok şeyin çok çabuk değiştiği bu kritik kavşağında alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasındaki yegâne kısıt ona karşı bahis oynamak isteyen insanların azlığıydı.

Greg Lippman'ın alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı –elindeki bir yığın kredi temerrüt swapını satın alarak- bahse girme fikrini yatırımcılara satmak için yeni ve gelişkin bir iddiaya ihtiyacı vardı. Devreye Yüce Çinli Rakamcı girdi. Lippmann Eugene Xu'dan konut fiyatlarındaki artışların alt gelir grubu ipotekli kredileri üzerindeki etkisini araştırmasını istedi. Eugene Xu gidip işe koyuldu ve Çin'deki en akıllı ikinci adamın yapabileceği şeyleri yaptı. Nihayet elinde muhtelif konut fiyatı senaryolarında, yani konut fiyatlarının yükseldiği, aynı kaldığı ve düştüğü durumlarda temerrüt oranlarının ne olacağını gösteren bir grafikte geri geldi. Lippmann grafiğe baktı... ve tekrar baktı. Rakamlar onu bile şok etmişti. *Fiyatların düşmesi bile gerekmiyordu; gereken tek şey yükselmenin hız kaybetmesiydi.* Konut fiyatları hâlâ yükseliyordu ve temerrüt oranları yine de yüzde 4'e

yaklaşıyordu; yalnızca yüzde 7 yükselmiş olsalar, en düşük yatırım notlu tahviller, yani notu üç B eksi olanlar sıfıra inecekti. Yüzde 8'e yükselmeleri halinde bir sonraki en düşük notlu tahviller, yani notu üç B olanlar sıfıra düşecekti.

Greg Lippmann o anda –Kasım 2005'te- alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden bir yığın kredi temerrüt swapına sahip olmanın bir sorun yaratmadığını fark etti. Bunlar sigorta değil bir kumardı ve o kazanma ihtimalini seviyordu. Açığa satmayı kendisi istiyordu.

Bu yeni bir işti. Greg Lippmann Pennsylvania Üniversitesi'nden mezun olup Credit Suisse'de işe girdiği 1991 yılından beri otomobil kredileri, kredi kartları, konut kredileri gibi muhtelif tüketici kredilerine dayalı tahvillerin ticaretini yapmıştı. Bunları ödünç almak imkânsız olduğundan daha önce asla kısa pozisyon alamamıştı. Varlığa dayalı tahvil trader'larının yapabileceği tek tercih, onlardan hoşlanmak veya onları sevmekti. Onlardan nefret edebilme şansları hiç olmamıştı. Şimdi ise bunu yapabiliirdi ve yaptı da. Fakat onlardan nefret etmek kendisini kalabalıktan ayırmıştı ve bu Greg Lippmann için yeni bir kariyer riski oluşturuyordu. Diğerlerine söylediği gibi, "Eğer yapabileceğiniz yalnızca tek bir iş varsa ve o iş yürümüyorsa patronlarınızın size kızması zordur." Şimdi birden fazla şey yapması mümkündü ama alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı bahse girip kaybederse patronları ona kızmakta zorlanmayacaktı.

Greg Lippmann rahatsız edici bir gerçeği bilen bir adamın erdemli ruhuyla koltuğunun altına "Riskli Konut Hissesi Tranşlarıyla Kısa Pozisyon" dosyasının bir kopyasını alıp kendisini kurumsal yatırım dünyasına attı. Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasını araştırmaya bir Wall Street satıcısının ruhuyla başlamış,

gerçeğin yerine inandırıcı gelen bir teklif bulmaya çalışmış olabilirdi. Şimdi ise, şaşırtıcı bir biçimde müşterilerini zengin etmek için dahice bir planı olduğunu düşünüyordu. Hiç kuşkusuz onlar kredi temerrüt swaplarını alıp satarken aradan dolgun ücretler alacaktı, ama bu müşterilerinin kazanması muhtemel olan servetle karşılaştırıldığında önemsiz olacaktı. Artık satış yapmıyor, armağanlar dağıtıyordu. *Dikkatle bakın. Size bir hediyem var.*

Kurumsal yatırımcılar onun hakkında ne karar vereceklerini bilmiyorlardı, hiç değilse başlangıçta. Lippmann'ın teklifini duyan ama onunla işlem yapmayan bir para yöneticisi, “Sanırım bir tür narsist kişilik bozukluğu var,” diyor. Bir başkası ise onları korkuttuğunu söylüyor: “Geldi ve bu parlak işlemi anlattı. Bütünüyle mantıklıydı. Bizim açımızdan risk şuydu: İşlemi yaptık diyelim, işe yaradı, sonra ne yapacaktık? Pozisyonu nasıl kapatacaktık? Piyasayı o kontrol ediyordu; satış yapabileceğimiz tek kişi o olabilirdi. Ve diyordu ki, ‘Bu yüzme havuzundan yalnızca benim aracılığım ile çıkabilirsiniz ve benden havlu istediğinizde gözlerinizi oyacağım.’ Gerçekten böyle söyledi, gözlerinizi oyaacağım dedi. Çok açık konuşuyordu.”

Bir bakıma bundan çok hoşlanmışlardı, fakat gözlerinin oyulmasını da istemiyorlardı. Bu fon yöneticisine göre “Fazlasıyla açık sözlü olması Greg’in aleyhine işlemiştir.”

Lippmann her Wall Street tahvil müşterisinin her Wall Street tahvil satıcısına yönelteceği -*Madem ki bu çok muazzam bir işlem, niçin bana teklif ediyorsun*, gibi- alışılmış itirazlarla karşılaşıyordu, ama alışılmamış başka itirazlar da vardı. Kredi temerrüt swapı almak Amerikalı ev sahipleri temerrüde düşün diye beklediğiniz, muhtemelen yıllarca devam edecek bir süre boyunca sigorta primi ödemek anlamına geliyordu. Tıpkı tahvil piyasa-

sı trader'ları gibi tahvil piyasası yatırımcıları da pozisyon almak için para ödemek zorunda oldukları her türlü işleme içgüdüsel olarak direnç gösteriyor ve sabahleyin gösterebilecekleri paralar kazandıran işlemler peşinde koşuyorlardı. (Büyük bir tahvil piyasası yatırımcısı yatına Pozitif Getiri adını vermişti.) Yılda yüzde 2'nin üzerinde para ödemenizi gerektiren işlemler onlar açısından lanetliydi. Başka türden yatırımcılar başka türden itirazlarda bulundular. Greg Lippmann'ın teklifine gelen ortak yanıt, "Kredi temerrüt swaplarını yatırımcılarıma açıklayamam," şeklindeydi. Bunun dışında şu tür yanıtlar geliyordu: "Moody's'te çalışan bir kuzenim var ve bu kağıtların [alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri] bütünüyle iyi olduğunu söylüyor." Ya da, "Bear Stearns ile konuştum, senin delirdiğini söylediler." Lippman bir hedge fonu yöneticisini ikna etmek için yirmi dört saat harcamıştı ve onu ikna ettiğini düşünürken, adam arayıp bir inşaat firmasında çalışan bir üniversite arkadaşıyla telefonda konuştuktan sonra fikrini değiştirdiğini söylemişti.

Lippmann'ın iddiasını duyan tüm yatırımcıların ortak yanıtı, "İkna oldum. Haklısın. Fakat alt gelir grubu piyasasında açığa satmak benim işim değil," şeklindeydi.

Lippmann da, "İşte bunun bir fırsat olmasının nedeni bu," diye karşılık veriyordu. "Bu hiç kimsenin işi değil."

Bu, Lippmann'ın da işi değildi. Onun işi, işlem defterlerine geçen alıcı ve satıcılardan azar azar para alan ücretli geçiş gişesi olmaktı. Artık, hem piyasası hem de patronuyla farklı, daha inatçı bir ilişki içindeydi. Lippmann'ın kısa pozisyonu ona zorla aldırılmış olabilirdi ama 2005'in sonuna gelindiğinde kendi pozisyonunu oluşturmuş ve bir milyar dolara çıkarmıştı. Deutsche Bank'ın Wall Street'teki genel merkez binasındaki ofisinin on al-

tı kat üstünde yüksek ücretli birkaç yüz personel alt gelir grubu ipotekli kredilerinden satın alıyor, onları tahvil şeklinde ambalajlıyor ve satıyordu. Bir başka grup bu tahvillerin tranşlarının ve tahviller üzerinden düzenledikleri CDS'lerin en sevimsiz, satılması mümkün olmayanlarını CDO'lar şeklinde ambalajlıyordu. Lippmann'ın kısa pozisyonu büyüdükçe bu insanlara ve hızla Wall Street'in en kârlı işi haline gelen sektörlerine yönelik örtük nefreti de büyüyordu. Lippmann'ın ödediği primlerin maliyeti yılda on milyonlarca dolar tutuyor ve zararları daha da büyük görünüyordu. Kredi temerrüt swapı alan biri onun dayalı olduğu tahvillerin vadesi boyunca prim ödemeyi kabul ediyordu. Dayalı olduğu tahvillerin vadesi doluncaya kadar kredi temerrüt swaplarının hem alıcısı hem satıcısı fiyat hareketlerine karşı teminat göstermek zorundaydı. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin fiyatları şaşırtıcı biçimde artıyordu. Birkaç ay içinde Lippmann'ın kredi temerrüt swap pozisyonu 30 milyon dolar düşürülmek zorunda kaldı. Amirleri tekrar tekrar ondan yaptığı işi niye yaptığını açıklamasını istiyordu. Büyüyen çelişkiyi izleyen üst düzey bir Deutsche Bank yöneticisi, "Birçok kişi bunun Greg'in zamanını ve bizim paramızı kullanmanın en iyi yolu olup olmadığını merak ediyordu," diyor.

Lippmann baskıya boyun eğmektense baskıya son vermeyi, yeni piyasayı yok etmeyi düşündü. AIG üç A notlu CDO'ların (yani, üç A notlu CDO'lar şeklinde yeniden ambalajlanan üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin) neredeyse tek alıcısıydı. Son tahlilde Mike Burry'nin satın almakta olduğu kredi temerrüt swaplarının diğer yanındaki taraf AIG'di. AIG tahvil almaktan (ya da daha doğrusu onları temerrüde karşı sigortalamaktan) vazgeçtiği takdirde tüm alt gelir grubu ipotekli kredi

tahvil piyasası çökebilir ve Lippmann'ın kredi temerrüt swapları bir servet değeri kazanabilirdi. Lippmann 2005'in sonunda bunu gerçekleştirmeye çalışmak için Londra'ya uçtu. Doğrudan AIG FÜ başkanı Joe Cassano'ya bağlı olarak çalışan Tom Fewings adlı bir AIG FÜ çalışanıyla buluştu. Sunuşuna sürekli veri ekleyen Lippmann "Riskli Konut Hissesi Tranşlarıyla Kısa Pozisyon" başlıklı sunuşunun son versiyonunu hazırlamış ve iddiasını Fewings'e aktarmıştı. Fewings ona hiçbir ciddi itirazda bulunmadı ve Lippmann AIG'in Londra ofisinden Fewings'i davasına kazandığını düşünerek ayrıldı. Lippmann'ın ziyaretinden kısa bir süre sonra AIG FÜ'nin kredi temerrüt swaplarını satmaktan vazgeçtiği yeterince kesin. Daha da iyisi, AIG FÜ fiilen bir miktar kredi temerrüt swapı alabileceğini ima etti. Lippmann bir kısmını satabileceği beklentisiyle yenilerini biriktirdi.

Lippmann kısa bir süre tek başına dünyayı değiştirdiğini düşündü. AIG FÜ'ye gidip diğer her Wall Street şirketi gibi Deutsche Bank'ın da onları aptal yerine koyduğunu göstermişti ve onlar da bunu anlayacaktı.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Göçmen Bir İşçi Nasıl Yolunur?

A anlamamışlardı, ya da tam olarak anlamamışlardı. Şirketinin çalgınlığını AIF FÜ içinde ilk fark eden ve alarm çanlarını çalan kişi Lippmann ile yaptığı toplantıyı hemen unutan Tom Fwings değil Gene Park oldu. Park AIF FÜ'nin Connecticut ofisinde çalışıyor ve kredi temerrüt swapı trader'larına neyin peşinde oldukları konusunda genel bir fikre sahip olacak kadar yakın duruyordu. 2005 ortalarında *Wall Street Journal*'in baş sayfasında New Century adlı bir ipotekli konut kredisi kuruluşu hakkında bir makale okumuştı. Şirketin kâr payının çok yüksek oluşu dikkatini çekmiş ve hisselerinden bazılarını bizzat satın alıp alamayacağını merak etmişti. Ancak New Century'yi biraz daha araştıran Park şirketin bütün bu alt gelir grubu ipotekli konut kredilerini defterlerinde tuttuğunu gördü –ve bizzat kendi bilançolarına bakarak bu kredilerin kalitesinin korkutucu ölçüde düşük olduğunu görebiliyordu. Park'ın New Century ile ilgili özel araştırmasından hemen sonra, bankalardan ödemelerini karşılamayacağı bir ev alması için muhtelif kredi teklifleri alan beş parasız, işsiz eski bir sınıf arkadaşı onu telefonla aradı. İşte jeton

tam o anda düştü: Park meslektaşı Al Frost'un büyük Wall Street şirketleriyle yapılan kredi temerrüt swapı işlemlerinin yeni bir hız kazandığını söylediğini hatırlamıştı. Frost bir yıl önce her ay bir milyar dolarlık işlem yaparken, şimdi yirmi milyarlık yapıyordu ve bunların tümü çeşitlendirildiğı varsayılan tüketici kredisi gruplarını sigortalama işlemleriydi. Trader'lardan biri, "Citigroup dışında tüm Wall Street şirketleriyle her gün işlem yapıyorduk," diyor. "Citigroup risk almaktan hoşlandığına karar verdi ve kredileri defterlerinde tuttu. Geri kalanların hepsini biz aldık." Trader'lar Frost'a Wall Street'in AIG ile iş yapmaya niçin birdenbire bu kadar ilgi duyduğunu sorduklarında, aralarından birinin söylediğine göre bunu, "bizi hızlı hareket edebildiğimiz için seviyorlar" diye açıklıyordu. Park durumu fark etti ve AIG FÜ'nin sigortaladığı bu tüketici kredisi yığınlarının yapısının değışmekte olduğunu, bunların artık kimsenin bilmediğı kadar çok sayıda alt gelir grubu ipotekli konut kredisi içerdığını, ABD'deki ev sahipleri büyük sayılar halinde temerrüde düşmeye başladıkları takdirde AIG'in bu zararları karşılayacak sermayeye sahip olmadığını düşündü. Bu konuyu bir toplantıda gündeme getirdiğinde aldığı ödöl, kendisine sen ne söylediğini bilmiyorsun diye bağıran Joe Cassano'nun onu başka bir odaya taşıması oldu.

AIG FÜ'nin başkanı Joe Cassano bir polis memurunun oğluydu ve Brooklyn College'den siyasal bilgiler diploması almıştı; geriye dönüp bakıldığında, kendisine itaat edilmesi ve bütün kontrolü elinde tutma işteğinin aldığı eğitimle hiç de uyumlu olmadığı anlaşılıyor. Kariyerinin büyük bölümünü önce Drexel Burnham'da ve ardından AIG FÜ'nde tahvil trader'ı olarak değıl, kayıt ofisinde (trader'ların yaptığı işlemlerin kayda geçirildiğı bölüm) çalışarak geçirmişti. AIG FÜ'nde patronunun kendisiyle

ilgili görüşü dikkat çekecek ölçüde isabetliydi: Cassano finansal riski hissetmek konusunda acemi olmakla birlikte kendisinden kuşkulananlara kabadayılık etmek konusunda gerçek bir yetenekti. Londralı bir trader, “AIG FÜ bir diktatörlük haline gelmişti” diyor. “Joe etrafındaki insanlara kabadayılık yapıyordu. Onları aşağılıyor, sonra büyük miktarlarda para vererek arayı düzeltmeye çalışıyordu.”

Connecticutlu bir trader Joe Cassano ile yaptığı ilginç bir telefon görüşmesini anımsıyor: “Bir gün bana telefon etti; para kaybettiği bir işlem yüzünden çok öfkeliydi. *‘Para kaybettiğinde giden benim kahrolası paramdır. Şimdi söyle bakalım!’* dedi. *‘Ne söyleyeyim?’* diye sordum. *‘Joe, bu para senin kahrolası paran- dır, de!’* diye bağırdı. Ben de söyledim: *‘Bu senin kahrolası pa- ran Joe.’*

Bir başka trader, “Kültür değişmişti,” diyor. “Korku düzeyi öylesine yüksekti ki sabah toplantılarında yaptığınız işleri onu kızdırmayacak şekilde anlatıyordunuz. Ve eğer şirketi eleştirecek olursanız bütün ipler kopuyordu. Yine bir trader’ın anlattığına göre, “Joe daima, ‘Bu benim şirketim. Siz benim şirketimde çalışıyorsunuz,’ derdi. Sizi elinizde bir şişe suyla görecektir olsa, gelip, ‘Bu benim suyum, diyordu. Öğle yemeği ücretsizdi ama Joe size daima yemeği kendisinin ısmarladığını hissettirirdi.”

Bir trader da onun ne kadar dediğim dedik olduğunu vurguluyor: “Joe’ya bağlı çalışmaya başladığımızda Tom [Savage, eski CEO] zamanında yaygın biçimde yapılan tartışmalar sona erdi. Size söylediklerimi [Tom’a] söyleyebilirdim, ama Joe’nun yanında biz hep dinleyiciydik.” Birlikte çalıştığı bir meslektaşı bulduğu bir yöntemi dile getiriyor: “Joe ile anlaşmanın yolu her söze, ‘Haklısın Joe,’ diye başlamaktı.”

Anlatılanlara göre Cassano, kişiliklerindeki kusurlar onları suç işlemeye uygun kişiler gibi gösterecek kadar abartılan Wall Street'in kötü adamlarının standartlarıyla bile bir çizgi film canavarı haline gelmişti. Connecticut'taki trader'lerden biri ilginç bir olayı anımsıyor: "Bir gün içeri girdi ve birinin jimnastik salonundaki Smith makinesinin (bir tür ağırlık kaldırma makinesi) üzerinde ağırlık bıraktığını gördü. Bunu yapanı bulmak için resmen etrafta dolaşıp benzi solmuş kimse var mı diye aradı. Bas bas bağıırıyordu: 'Bu lanet ağırlığı bu kahrolası Smith makinesinin üzerinde bırakan kim? Bu lanet ağırlığı bu kahrolası Smith makinesinin üzerinde kim bıraktı?'"

Cassano tuhaf bir biçimde kâr etmeyen trader'lar kadar kârlı olanlara da öfkeleniyordu, çünkü onda öfke uyandıran şey finansal kayıplar değil en küçük isyan belirtisiydi. Daha da tuhafı, öfkesi buna maruz kalan kişinin aldığı para üzerinde hiçbir açık etki yaratmıyordu: Bir trader sürekli amirinin hakaretlerine maruz kalıp yine de aynı amir tarafından belirlenen yıl sonu ikramiyesinden hoşnut olabiliyordu. AIG FÜ'ndeki trader'lerden hiçbirinin işten ayrılmadan önce Joe Cassano'ya bir yumruk atmamasının sebebi yalnızca aldıkları paranın fazlasıyla iyi olmasıydı. Sadakat ve itaate diğer her türlü özellikten daha fazla değer veren bir adamın para dışında bir komuta aracı olamazdı. Para bir yönetim aracı olarak işlev görüyordu ama bir noktaya kadar. Eğer Goldman Sachs'ın yaptığı bir işlemin diğer yanında olacaksanız, Goldman Sachs'ın neyin peşinde olduğunu mutlaka bilmeliydiniz. AIG FÜ Goldman Sachs'taki meslektaşlarıyla mükemmel bir biçimde aşık atacak yetenekte olağanüstü parlak kişileri cezbedebilirdi. Ancak kendi işinin nüanslarını anlamaktan aciz ve muhakemesi güvensizlikle gölgelenmiş bir amir buna engel oluyordu.

2005'in sonlarına doğru Cassano Al Frost'u terfi ettirdi ve sonra Wall Street'teki tahvil işlem masalarında kendi adına elçilik yapmak üzere onun yerine bir başkasını aramaya başladı. Aslında iş, herhangi bir Wall Street trader'ı tüketici kredisine dayalı bir milyar dolarlık bir tahvil grubunu sigorta etmek –yani esas olarak satın almak- isteyip istemediğini sorduğunda daima “evet” demekti. Gene Park çeşitli nedenlerle olası bir adaydı, bu yüzden AIG FÜ'nin sigortaladığı kredileri biraz daha yakından incelemeye karar verdi. Yanılgının boyutları onu şaşırtmıştı: Çeşitlendirilmiş tüketici kredisi olduğu varsayılan bu kredi yığınları artık neredeyse bütünüyle ABD'deki alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinden oluşuyordu. Park özel bir araştırma yaptı. Tüketici kredileri üzerinden kredi temerrüt swapı satma kararına en doğrudan katılan insanlara bu kredilerin içinde alt gelir grubu ipotekli kredilerinin hangi oranda olduğunu sordu. Sorduklarından biri Cassano'nun kredi temerrüt swaplarını fiyatlandırmak için kullandığı modeli inşa eden Gary Gorton adlı bir Yale profesörüydü. Gorton yığınların en fazla yüzde 10'unun alt gelir grubu kredilerinden oluştuğunu tahmin etti. Londra'daki bir risk analistine sordu; onun tahmini yüzde 20 oldu. Bir trader, “Hiçbiri bu oranın yüzde 95 olduğunu bilmiyordu,” diyor. “Ve eminim Cassano da bilmiyordu.” Geriye dönüp bakıldığında umursamazlıkları inanılmaz görünüyor –fakat sonra, finans sistemi bütünüyle onların bilgisizliği üzerine inşa edildi ve bu yetenek karşılığında hepsine para ödendi.

Joe Cassano Gene Park'ı patlamak üzere olan bu bombalardan daha da fazlasını üretme işine “terfi ettirmek” için Londra'ya davet ettiğinde, Park hiçbir biçimde bu işin içinde olmak istemediğini biliyordu. İş kabul etmeye zorlanırsa istifa edeceğini söy-

ledi. Bu doğal olarak Park'ı tembellikle ve karmaşık kırtasiye işleri gerektiren işlemleri yapmamak için bahane üretmekle suçlayan Joe Cassano'yu öfkeden deliye döndürdü. Yeni bir gerçekle –şirketinin üç A notlu çeşitlendirilmiş tüketici kredisi havuzu kisvesi altında üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinde fiilen 50 milyar dolarlık uzun pozisyonu olduğu gerçeğiyle- karşı karşıya kalan Cassano başlangıçta bunu rasyonalize etmeye çalıştı. Yüksek notlu tahviller üzerinden temerrüt sigortası satarak havadan para kazandığını düşündüğü açıktı. Tahvillerin temerrüde düşmesi için ABD'deki konut fiyatlarının düşmesi gerekiyordu ve Joe Cassano konut fiyatlarının ülkenin her yerinde aynı anda düşebileceğine hiç inanmıyordu. Ne de olsa hem Moody's hem de S&P bu kâğıtlara üç A notu vermişti!

Bununla birlikte Cassano tüm büyük Wall Street şirketleriyle görüşüp işlemlerinin mantığını tartışmayı –bir yığın sağlıksız kredinin üç A notlu tahvillere nasıl dönüştürülmüş olabileceğini araştırmayı- kabul etti. Gene Park ve diğer birkaç kişiyle birlikte Deutsche Bank, Goldman Sachs ve öteki bankalardaki trader'larla bir dizi toplantı yapmaya başladı. Bunların hepsi tüm konut fiyatlarının aynı anda düşmesinin imkânsız olduğunu iddia ediyordu. Toplantılara katılan bir trader, “Hepsi aynı şeyi söyledi,” diyor. “Son altmış yılın gayrimenkul fiyatlarını gösteriyorlar ve bunların ülke çapında asla aynı anda düşmediğini söylüyorlardı.” (Goldman Sachs ile yaptıkları toplantıdan iki ay sonra AIG FÜ trader'larından biri tesadüfen bir Goldman trader'ıyla karşılaşmıştı; bu trader, *aramızda kalsın, siz haklısınız. Bunlar elinizde patlayacak* diyordu.) Toplantılara katılan AIG FÜ trader'ları bu alt gelir grubu ipotekli kredi çarkının ne kadar az fikir veya analizle desteklendiğini görünce şaşırdılar: Bu yalnızca fi-

yatların asla düşmeyeceği üzerine oynanan bir bahisti. Joe Cassano bunu anladıktan ve sanki kendi düşüncesiymiş gibi yorumlamayı başardıktan sonra fikrini değiştirdi. 2006'nın başlarına gelindiğinde açık biçimde Gene Park'ın görüşlerini kabul etti: AIG FÜ artık bu işlemleri sigorta etmemeliydi –ancak zaten sigortalamış olduklarını sigortalamaya devam edeceklerdi.

Aslında bu karar o tarihte AIG FÜ'ye çok büyük bir şeymiş gibi görünmedi. Bölüm yılda neredeyse 2 milyar dolar tutarında kâr ürettiyordu. Kredi temerrüt swaplarının tümü zirvede oldukları sırada buna yalnızca 180 milyon dolarlık bir katkıda bulunuyordu. Cassano Park'a kızmış ve fikrini değiştirmekte yavaş davranmıştı, bunun esas olarak Park'ın kendisine karşı çıkma cüretini göstermiş olmasından kaynaklandığı anlaşıyordu.

AIG FÜ'yi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasası üzerine bahis oynamaktan vazgeçmeye ikna etmeye çalışan tek Wall Street trader'ı bu iç politikaların hiçbirine tanık olmadı. Greg Lippman yalnızca iddiasının gücüyle onları yendiğini sanmıştı –yenemediğini anlayıncaya kadar. AIG FÜ'nin fikir değiştirdiği halde niçin kendisini fazlasıyla korumasız bıraktığını asla anlamadı. AIG FÜ Wall Street'e artık kredi temerrüt swapı satmıyordu ama zaten satmış olduğu 50 milyar dolar değerindeki swapları dengelemek için de hiçbir şey yapmıyordu.

Lippmann bunun bile piyasanın çökmesine neden olabileceğini aklından geçirdi. AIG FÜ işlemin uzun pozisyon tarafında olmayı reddederse bunu kabul edecek başkası olmayacağından alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasının kapanacağını düşündü. Fakat –ve işin sırrı da burada başlıyordu- piyasa çok da fazla sorun yaşamadı. Wall Street şirketleri üç A notlu alt gelir grubu CDO'lara yeni alıcılar –alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin

en riskli üç B tranşlarını iteleyecek yeni yerler- buldular, ancak bunların kim olduğu bir süre Greg Lippmann tarafından bile anlaşılamadı.

Alt gelir grubu ipotekli kredi çarkı gürlemeye devam etti. Krediler giderek fiilen daha da niteliksiz kişilere veriliyor ama bunların sigorta bedelleri –kredi temerrüt swapı alım fiyatı- tuhaf bir biçimde düşüyordu. Nisan 2006'ya gelindiğinde Lippmann'ın Deutsche Bank'taki amirleri ona bu donkişotvari kumarı nasıl savunacağını sordu. Tıpkı Goldman Sachs gibi yalnızca piyasanın ortasında durup alıcılarla satıcıları karşılaştırarak para kazanmasını istiyorlardı. Bir anlaşmaya vardılar: Lippmann, satmak zorunda kaldığında elindekileri çok kısa bir sürede ondan almak isteyecek başka bir yatırımcı olduğunu kanıtlayabildiği takdirde bu pahalı kısa pozisyonunu tutmaya devam edebilecekti. Yani kredi temerrüt swaplarında çok daha varlık bir piyasa oluşturmak zorundaydı; bahse devam edebilmek için kendisine katılacak başkalarını bulması gerekiyordu.

2006 yazına gelindiğinde Greg Lippmann'ın zihninde yeni bir metafor oluşmuştu: Halat çekme yarışı. Kendi işvereni Deutsche Bank'ın da dahil olduğu tüm alt gelir grubu ipotekli konut kredisi kullandırma çarkı halatın bir ucundan çekerken, Greg Lippmann diğer ucunu çekecekti. Başkalarının da kendisine katılması gerekiyordu. Diğer ucu hep birlikte çekeceklerdi. Takım arkadaşları onun yanında olmak için ona bir ücret ödeyecekti ama kendileri de zengin olacaktı.

Lippmann kısa süre içinde alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasındaki çirkin gerçeği göreceğini en fazla umduğu insanların –alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil işlemleri konusunda uzmanlaşmış fonları yönetenler- yıllardan beri gördükleri şey dışında

bir şey görme ihtimali en düşük insanlar olduğunu tespit etti. Burada tuhaf ama doğru bir olgu vardı: Piyasaya ne kadar yakın-sanız onun akıl dışılığını algılamanız o kadar zor oluyordu. Bunu fark eden Lippmann konut fiyatları veya konut hissesi fiyatları düştüğü takdirde büyük risk altına girecek pozisyonlar tutan hisse senedi yatırımcılarını aramaya başladı ve fikrini onlara bir hedge olarak sundu. *Bu kâğıtlar yükselmeye devam ettikçe bir servet kazanıyorsunuz. Düştüğü takdirde kendinizi güvence altına almak için neden biraz para harcamıyorsunuz?* Hırslandırmak işe yaramamıştı, bu yüzden korkutmayı denedi. Büyük miktarlarda alt gelir grubu kredileri veren New Century'nin tüm büyük yatırımcılarının bir listesini temin etti. Listedeki en seçkin yatırımcı FrontPoint Partners adlı bir hedge fonuydu. Bir randevu ayarlaması için Deutsche Bank'taki ilgili satıcıyı aradı. Satıcı FrontPoint içinde birden fazla hedge fonu olduğunu—bu tek bir fon değil bağımsız yönetilen bir hedge fonları toplamıydı—ve New Century hisselerinde uzun pozisyonda olan fonun, merkezi Batı Yakası'nda bulunan küçük bir grup olduğunu fark etmemişti.

Greg Lippmann Steve Eisman'ın Manhattan'daki toplantı odasına girdiğinde Eisman, “New Century hisselerinde uzun pozisyonda olan FrontPoint biz değiliz,” diyerek onu şaşırttı. “Biz New Century hisselerinde açığa satış yapan FrontPoint'iz.” Eisman kredilerle alınan evleri inşa eden Toll Brothers gibi şirketlerin yanı sıra, alt gelir grubu ipotekli konut kredileri kullandıran New Century ve IndyMac Bank gibi kuruluşların hisselerine karşı zaten bahis oynamaktaydı. Bu bahisler şirketlere karşı değil, piyasanın bu şirketlerle ilgili görüşlerine karşı oynandığından bütünüyle tatmin edici değildi. Aynı zamanda bunlar sürdürülmesi pahalı bahislerdi. Şirketler yüksek kâr payı ödüyordu ve

hisselerini ödünç almak genellikle pahalıya mal oluyordu: Örneğin New Century yüzde 20’lik bir kâr payı ödüyor ve hisselerini ödünç almak yılda yüzde 12’ye mal oluyordu. Steve Eisman New Century kâğıtlarında 100 milyon dolarlık açığa satış yapmanın zevkini tatmak için yılda 32 milyon dolar ödüyordu.

Felaket senaryosuyla korkutacak borsa yatırımcılarını bulmaya çalışan Lippmann tesadüfen şanslı bir karşılaşma yaşamış, alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasına kendisinden daha karamsar bakan bir borsa yatırımcısıyla karşılaşmıştı. Eisman’ın piyasayla, içindeki kişilikler ve ahlâksızlıklarla ilgili bilgisi Lippmann’ın şimdiye kadar konuştuğu herkesten fazlaydı. Eğer herhangi biri alt gelir grubu kredilerine karşı etkili bir bahis oynayacaksa bu Eisman olmalı diye düşündü –ve Eisman bunu yapmadığında şaşırdı. Birkaç ay sonra, Eisman’ın yeni baş trader’ı Danny Moses ile araştırma sorumlusu Vinny Daniels yeniden gelmesini ve her şeyi tekrar baştan anlatmasını istediğinde daha da fazla şaşırdı.

Kendi çıkarlarıyla ilgilendiğini açıkça ifade eden biriyle ilgili sorun, çıkarlarının hangi boyutlara uzandığının asla açık olmamasıdır. Danny ilk karşılaşmalarında Lippmann'a hiç güvenmemişti. Ona, “Lanet Lippmann” diyordu. “Lanet Lippmann sizinle konuşurken asla gözlerinize bakmaz. Bu beni korkunç rahatsız ediyor.” Vinny Deutsche Bank’ın kendi dar çıkarlarına hizmet etmeyecek olsaydı bu adamın etrafta serbestçe dolaşıp piyasalarını torpillemesine izin vereceğine inanamıyordu. Danny ve Vinny’ye göre Greg Lippmann tahvil piyasasının ayaklı simgesiydi, yani dünyaya müşteri kazıklamak için gelmişti.

Danny ve Vinny onu birkaç ay içinde üç kere aradılar ve Lippmann her seferinde yanlarına geldi –yalnızca bu bile onunla ilgili kuşkularını artırdı. Wall Street’ten şehir merkezine dünya

barışını desteklemek için gelmiyordu. Peki ama niçin geliyordu? Lippmann her seferinde bir dakikada tonlarca laf ediyor, Danny ve Vinny hayretler içinde ona bakıyordu. Toplantıları postmodern bir edebi yapboz havasına bürünmüştü: Anlatıcıya hiç güven duyulmasa bile öykü doğru geliyordu. Bu oturumların her birinde bir noktada Vinny onu susturup, “Greg, niçin burada olduğunu anlamaya çalışıyorum,” diyordu. Bu, Lippmann’ı itham eden soru bombardımanına ilişkin bir sinyaldi:

Madem ki bu müthiş bir fikir, niçin Deutsche Bank’tan ayrılıp bir hedge fonu kurarak kendi başına bir servet kazanmıyorsun?

Bir hedge fonu kurmak altı ayımı alır. Dünya gelecek hafta bu çılgınlığın farkına varabilir. Oyunu elimdekilerle oynamalıyım.

Madem ki bu müthiş bir fikir, niçin bize veriyorsun?

Kimseye bir şey vermiyorum. Arz sonsuz.

Peki, niçin bize anlatma zahmetine katlanıyorsun?

Siz pozisyon alıp pozisyon kapatırken aradan komisyon alacağım. Elektrik faturalarımı ödemem gerekiyor.

Bu sıfır toplamalı bir oyun. Diğer tarafta kim var? Aptal kim?

Duesseldorf. Aptal Almanlar. Derecelendirme kuruluşlarını ciddiye alıyorlar. Kurallara inanıyorlar.

Deutsche Bank niçin merkezinde oturduğu bir piyasayı değersizleştirmene izin veriyor?

Deutsche Bank’a özel bir bağlılığım yok... Yalnızca orada çalışıyorum.

Saçma. Sana para ödüyorlar. CDO çarkınızı yönetenlerin bizden yararlanmak için kendi piyasanda kısa pozisyon alma hevesini kullanmadıklarını nereden bileceğiz?

CDO çarkımızı yöneten insanlarla karşılaştınız mı?

Danny ve Vinny bir noktada kredi temerrüt swapları ve alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleriyle ilgili yeni bilgiler topluyormuş numarası yapmayı bile bırakmıştı. Onun aslında düşündükleri gibi yalancı bir Wall Street pisliği olduğunu bir biçimde gösterecek bir hata yapmasını umuyorlardı. Vinny, “Onu bu dünyada nereye oturtacağımızı anlamaya çalışıyorduk,” diyor. “Elinde bu kâğıtlardan çok fazla olduğu için bize ihtiyaç duyduğuna inanmıyorum. Peki ama bunu niçin yapıyor?” Lippman ise kendisini sorguya çekilen bir tanık gibi hissediyordu. Bu adamlar onu *konuşturmaya* çalışıyordu. Birkaç ay sonra fikrini Harbinger Capital adlı dev bir hedge fonunu yöneten Phil Falcone’e açacak, Falcone neredeyse hemen milyarlarca dolarlık kredi temerrüt swapı alacaktı. Falcone alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası hakkında bu adamların bildiğinin onda birini biliyordu ama bu adamlar Lippmann'a güvenmezken Falcone güveniyordu. Niha yet yaptıkları son toplantıda Vinny sorunu açıkça ortaya koydu. “Greg,” dedi. “Bunu yanlış anlama. Yalnızca beni nasıl kazıklayacağını anlamaya çalışıyorum.”

Greg Lippmann'ın ruhunu tartmayı asla fiilen bitiremediler. Daha çok, iki yeni haber sorgulamayı kesintiye uğrattı. Birincisi Mayıs 2006'da geldi: Standard & Poor's alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini derecelendirmek için kullandığı modeli değiştirmeyi planladığını açıkladı. Açıklamaya göre model 1 Temmuz 2006'da değişecekti, fakat bu tarihten önce ihraç edilmiş tüm alt gelir grubu tahvilleri eski, muhtemelen aynı titizliği taşımayan modelle derecelendirilecekti. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil yaratma faaliyeti dikkat çekecek ölçüde kesildi. Vinny, “Kanaalı besliyorlardı,” diyor. “Eski modelle derecelendirilebilecek

mümkün olduğunca fazla değersiz tahvili ortaya çıkarıyorlardı.” Yeni ve daha gelişkin bir derecelendirme yöntemine karşı duyulan korku büyük Wall Street şirketlerinin bile yarattıkları tahvil-lerin olması gerektiğinden daha yüksek derecelendirildiğini bildiğini gösteriyordu.

Diğer bilgi konut fiyatlarıyla ilgiliydi. Eisman sık sık Credit Suisse’den Ivy Zelman adlı konut piyasası analistiyle konuşurdu. Zelman, konut fiyatlarındaki çılgınlığın en basit ölçüsünün ortalama konut fiyatlarının gelire oranı olduğunu öne sürüyordu. Geçmişte ABD’de 3:1 civarında seyreden bu oran 2004’ün sonuna gelindiğinde ülke çapında 4:1’e çıkmıştı. Zelman, “Tüm bu insanlar oranın neredeyse bazı başka ülkelerdeki kadar yüksek olduğunu söylüyorlardı,” diyor. “Fakat problem oranın dörde bir olması değildi. Los Angeles’teki oran *ona bir*, Miami’deki sekiz buçuğa birdi. Sonra bunları alıcılarla birleştiriyordunuz. Bunlar gerçek alıcı değildi. Spekülatörlerdi.” * Satılık levhalarının sayısı 2005 ortalarında artmaya başladı ve bu artış asla durmadı. 2006 yazında Case-Shiller konut fiyat endeksi doruğa çıktı ve konut fiyatları ülke çapında düşmeye başladı. Fiyatlar bütün yıl boyunca ülkenin her yerinde yüzde 2 oranında düşecekti.

Her iki haberin de –derecelendirme standartlarının yükseltilmesi ve konut fiyatlarının düşmesi- alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili piyasasının sekteye uğramasına ve tahvil sigortası fiyatla-

* Zelman karamsarlığıyla Wall Street’teki patronunu bu işten vazgeçirdi ve sonunda işten ayrılıp kendi danışmanlık şirketini kurdu. “Sonradan bakıldığında bunu görmek o kadar da zor değildi,” diyor. “Bunun ne zaman duracağını bilmek çok zordu.” Zelman zaman zaman Eisman ile görüştü ve bu görüşmelerin hepsinde kendi yaklaşımıyla ilgili daha olumlu, dünya hakkında ise daha kötü bir izlenim uyandırdı. “Deli olmadığınızda dair kimi güvenceler vermeniz gerekiyordu,” diyor.

rının yükselmesine neden olması gerekirdi. Tam tersine tahvil sigortası fiyatları düştü. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin en niteliksiz üç B tranşının sigortası artık yılda yüzde 2'nin altına düşmüştü. Eisman, "Sonunda Lippmann ile işlemi yaptık," diyor. "Sonra da ne yaptığımızı anlamaya çalıştık."

İlk işlemi yaptıkları anda Greg Lippmann'ın uzun ve giderek daha da uzayan e-posta listesine katıldılar. Çöküş gerçekleşinceye kadar Lippmann onlara konut piyasası hakkında ajitasyon propaganda yapacak ve müşterilerinin hangi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı bahis oynaması gerektiğini yazacaktı. Danny Moses, "Lippmann ne zaman bize bir kâğıt önerse Vinny ile birbirimize bakıp hayır diyorduk," diye anlatıyor. Lippmann'ın tavsiyelerine yalnızca bir noktaya kadar uyuyorlardı. Henüz Wall Street'teki bir tahvil bölümünde çalışan hiç kimseye güven duymuyorlardı; zaten her koşulda tekil tahvilleri değerlendirmek Lippmann'ın değil kendilerinin işiydi.

Michael Burry kuramsal olarak kredilerin yapısına odaklandı ve bahisleri ağırlıklı olarak batmak üzere tasarlandığını düşündüğü türleri içeren havuzlara karşı oynadı. Eisman ve ortakları ise somut olarak kredileri alan ve kullandıran kişilere odaklandılar. Alt gelir grubu piyasası Amerikan halkının genel olarak Wall Street ile hiçbir ilgisi olmayan bir kesiminden para sızdırıyordu: Bu, kredi notu beşinci ile yirmi dokuzuncu yüzdeler dilimi arasında olan tranştı. Yani, kredileri kullandıranlar kredi değerliliği halkın yüzde 71'inden düşük olan kişilere kredi veriyordu. Bu yoksul Amerikalılardan hangilerinin finans işlerinde nasıl engellerle karşılaşma ihtimalleri vardı? Kredilerinin infilak etmesi için konut fiyatlarının ne kadar düşmesi gerekecekti? En fazla yol-

suzluk yapanlar ipotekli konut kredisi kullandıran şirketlerden hangileriydi? Hangi Wall Street şirketleri en namussuz ipotekli kredi tahvillerini yaratıyordu? Ülkenin hangi kesimlerinde ne tür insanlar en üst derecede finansal sorumsuzluk sergiliyordu? Her iki eyalette işsizlik oranı aynı olduğu halde, Georgia'daki temerrüt oranı Florida'dan beş kat yüksekti. Niçin? Californialılar mali konularda görünüşte daha az sorumluluk sergilemesine rağmen California'daki temerrüt oranı yalnızca yüzde 5 iken Indiana'daki yüzde 25'ti. Niçin? Vinny ve Danny Miami'ye giderek alt gelir grubu kredileriyle inşa edilen boş mahallelerde dolaştılar ve işlerin ne kadar kötü olduğunu kendi gözleriyle gördüler. Eisman kendisini arayıp "Tanrım, burası feci durumda" dediklerini anımsıyor.

Kısacası, ipotekli konut kredileri üzerinde, krediler verilmeden önce yapılması gereken titiz kredi analizi gibi bir inceleme yaptılar. Ardından sahtekârların ve ahmakların peşine düştüler. Eisman, durumun ne kadar kötü olduğunu ilk kez Lippmann'a, "Bana belgesiz verilen kredilerle ilgili 2006'da yapılan işlemlerin listesini gönder," dediğinde anladığını söylüyor. Piyasada sahtecilik yapıldığından kuşkulama eğiliminde olan Eisman gelir veya istihdam belgesi göstermesi istenmeden kredi verilen Amerikalılara karşı bahse girmek istemişti. "Lippmann'ın bana göndereceği işlemlerin yüzde yirmisinin belgesiz olacağını düşündüm. Bize bir liste gönderdi, hepsinde en az yüzde ellisi belgesizdi."

Wall Street işlem masalarını aradılar ve alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil listesini istediler, böylece en çürük olanları bulup en çok kazandıracak sigortayı satın alacaklardı. En kârlı kısa pozisyonların —esas olarak temerrüde düşmesi en muhtemel ipotek-

li konut kredilerine dayalı tahviller- çeşitli özellikleri vardı. Birincisi, tahvillerin dayalı olduğu krediler ağırlıklı olarak şimdi Wall Street'tekilerin kum eyaletleri dediği California, Florida, Nevada ve Arizona gibi yerlerde yoğunlaşmıştı. Kum eyaletlerindeki konut fiyatları balon şişerken en hızlı artışı göstermişti ve dolayısıyla balon sönerken muhtemelen en hızlı düşenlerden olacaktı –ve düştüklerinde o düşük California temerrüt oranları hızla yükselecekti. İkincisi, artık kredileri daha kuşkululu ipotekli konut kredisi kuruluşları verecekti. Tamamına Washington Mutual'ın sahip olduğu Long Beach Savings finansal denetimsizliğin başlıca örneğiydi. Long Beach Savings oluştur ve sat modelini ilk benimseyenlerden olmuştu ve şimdi yeni konut alıcılarına çok az soru sorarak mümkün olduğunca hızlı para akıtıyordu. Üçüncüsü, havuzlardaki az belgeli ya da hiç belgesiz kredilerin ortalaması daha yüksek olacaktı –yani, kredilerin hileli olma ihtimali artacaktı. Eisman ve ortaklarına göre Long Beach Savings kredi değerliliği olmayan ve gelir durumunu kanıtlayamayan kişilere dalgalı oranlardan ipotekli konut kredisi kullanma teklif etmekte uzmanlaşmıştı. Peşin ödeme yoktu, faiz ödemeleri talep üzerine erteleniyordu. Güney California'nın konut blogları otuz yıl ödeme seçenekli ARM'lar veya uyarlanabilir oranlı ipotekli konut kredisi denilen uygulamaların mümkün kıldığı finansal yolsuzluk öyküleriyle doluydu. Bakersfield California'da 14.000 dolar yıllık geliri olan ve hiç İngilizce bilmeyen Meksikalı bir çilek toplayıcısına 724.000 dolarlık bir ev almak için ihtiyaç duyduğu para son kuruşuna kadar verilmişti.

Tekil tahvilleri inceledikçe bu kredilerdeki kâr amacıyla yararlanabilecek örüntüleri daha iyi görmeye başladılar. Örneğin, bunlardan biri yoksul göçmenlere muazzam miktarlarda kredi

kullandırma hevesiydi. Eisman'ın ev işlerini yapan Güney Amerikalı kadın bir gün gelip ona Queens'te müstakil bir ev almayı planladığını söylemiş. Eisman, “Fiyat çok mantıksızdı ve kadına peşin ödemesiz uyarlanabilir oranlı ipotekli konut kredisi seçeneği sunuyorlardı,” diyor. Ona alışılmış sabit oranlı konut kredisi almasını tavsiye etmiş. Ardından, 2003'te yeni doğan ikiz kızlarına bakmak üzere işe aldığı çocuk bakıcısı aramış. “Jamaikalı sevimli bir kadındı,” diyor. “Kız kardeşiyle birlikte Queens'te altı müstakil ev aldıklarını söyledi. ‘Corinne bu nasıl oldu?’ dedim. İlk evi aldıktan sonra değeri artmış ve krediyi kullandıranlar gelip refinansman yapmayı ve krediyi 250.000 dolara çıkarmayı teklif etmişler –onlar da bu parayı yeni bir ev almakta kullanmış. Ardından, yeni evin de fiyatı artınca aynı şey yine tekrarlanmış. Bu şekilde beş evleri olmuş ve piyasa düşmeye başlayınca hiçbirinin ödemesini yapamamışlar.”

Çocuk bakıcısının birdenbire kredi kullanabilir hale gelmesi tesadüfî değildi: Alt gelir gurubu ipotekli konut kredisi kullandıranlarla kullananlar arasında geçen neredeyse diğer her şey gibi bunun sebebi de iki büyük derecelendirme kuruluşu Moody's ve Standard & Poors'un alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini değerlendirirken uyguladıkları modellerin sakatlığıydı.

Büyük Wall Street şirketleri –Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Citigroup ve diğerleri- herhangi bir imalatçıyla aynı hedeflere sahipti: Ham madde (konut kredileri) için mümkün olduğunca az para ödemek ve nihai ürünü (ipotekli kredi tahvilleri) mümkün olan en yüksek fiyata satmak. Nihai ürünün fiyatı Moody's ve S&P'nin kullandığı modellerce verilen nota göre belirleniyordu. Bu modellerin iç işleyişi resmen sırdı: Moody's ve S&P bunların hileli olmasının imkânsız olduğunu id-

dia ettiler. Fakat Wall Street'teki herkes modelleri çalıştıran kişilerin istismara açık olduğunu biliyordu. Artık bir hedge fonu yönetmeye başlayan Goldman Sachs'dan bir trader, "Wall Street'te iş bulamayanlar Moody's'te işe başlar," diyor. Derecelendirme kuruluşu içinde bir başka hiyerarşi daha vardı ki bu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini derecelendirenlerin gururunun daha da az okşanmasına yol açıyordu. Morgan Stanley'de ipotekli kredi tahvili düzenleyen bir analist, derecelendirme kuruluşlarında en az kötü olanların kurumsal kredilere bakanlar olduklarını söylüyor: "Ardından üst gelir grubu ipotekli konut kredilerine bakanlar gelir. Sonra esas olarak beyinleri ölmüş olan varlığa dayalı tahvil sorumluları vardır." * Wall Street'in yıllık geliri yedi rakamlı insanlarla dolu tahvil işlem masaları, yıllık geliri beş rakamlı olan beyni ölü adamları var olan en kötü kredilere mümkün olan en yüksek notu vermeleri için ikna etmeye koyuldular. Bu işi birinci sınıf üniversitelerde öğrendikleri titizlik ve etkinlikle yerine getirdiler. Örneğin hızla Moody's ve S&P'deki insanların aslında tekil konut kredilerini değerlendirmediklerini veya bunlara pek bakmadıklarını anladılar. Hem kendilerinin hem de kullandıkları modellerin gördüğü ve değerlendirdiği şey yalnızca kredi havuzlarının genel özellikleriydi.

Bunun örneklerinden biri FICO puanlarını ele alış biçimleriydi. FICO puanlarının -1950'lerde Fair Isaac Corporation adlı bir şirket tarafından icat edildikleri için bu adı almışlardı- kredi kullanan bireylerin kredi değerliliğini ölçtüğü iddia ediliyordu. En yüksek FICO puanı 850, en düşük olanı ise 300'dü; ABD ortalama

* Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri ipotekli kredi tahvili olarak değil, kafa karıştıracak biçimde kredi kartları, otomobil kredileri ve diğer güvenilir teminatlarla verilen kredilere dayalı tahvillerle birlikte "varlığa dayalı menkul kıymetler" olarak sınıflandırılmıştır.

ması ise 723'tü. FICO puanları çok basitti. Örneğin kredi borçlusunun gelirini hesaba katmıyordu. Aynı zamanda allanıp pullanabiliyorlardı. Kredi kullanmak isteyen biri bir kredi kartı borcu yapıp hemen geri ödeyerek FICO puanını yükseltebiliyordu. Ama aldırış etmeyin: FICO puanlarının asıl sorunu derecelendirme kuruluşlarınca yanlış kullanılarak gölgeye düşürülmeleri idi. Moody's ve S&P kredi ambalajcılarında tüm borçluların FICO puan listesini değil, havuzun *ortalama* FICO puanını istiyordu. Derecelendirme kuruluşlarının standartlarının karşılanması –veri- li herhangi bir borç havuzundan yaratılan tahviller içinde üç A notluların oranını en üst seviyeye çıkarmak- için havuzdaki borçluların FICO puanının 615 civarında olması gerekiyordu. Bu ortalamaya ulaşmanın birden fazla yolu vardı. Ve burada muazzam bir fırsat yatıyordu. Tümünün FICO puanı 615 olan borçlulardan oluşmuş bir havuzun büyük zararlarla karşılaşma olasılığı, yarısının FICO puanı 550 ve yarısının 680 olan borçlulardan oluşan bir kredi havuzuna göre çok daha azdı. FICO puanı 550 olan bir kişinin temerrüde düşeceği neredeyse kesindi ve aslında böyle bir kişiye asla kredi verilmemesi gerekiyordu. Fakat derecelendirme kuruluşlarının modellerindeki boşluk, açığı dengelemek için FICO puanı 680 olan borçlular bulunup ortalama 615'te tutulabildiği sürece kredinin verilmesini mümkün kılıyordu.

Yüksek FICO puanı olan borçlular nereden bulunacaktı? İşte burada Wall Street tahvil işlem masaları derecelendirme kuruluşlarının modellerindeki bir başka kör noktadan yararlandılar. Kuruluşların “ince dosyalı” bir FICO puanıyla “kalın dosyalı” bir FICO puanı arasındaki farkı kavramadıkları açıktı. İnce dosyalı bir FICO puanı anlaşıldığı gibi kısa bir kredi geçmişini ifade ediyordu. Borçlu çok fazla kredi kullanmadığından dosyası inceydi.

Kendilerine asla kredi verilmemiş olduğu için asla geri ödeme sorunu yaşamamış olan göçmenler çoğunlukla şaşırtıcı ölçüde yüksek ince dosyalı FICO puanlarına sahip oluyorlardı. Dolayısıyla yıllık geliri 14.000 dolar olan ve yedi yüz elli bin dolar tutarında kredi arayan Jamaikalı bir bebek bakıcısı veya Meksikalı bir çilek toplayıcısı Moody's ve S&P'nin modelinden geçirildiğinde, kredinin allanıp pullanabilmesi açısından aniden daha yararlı hale geldi. Bunlar kredi havuzlarının algılanan kalitesini fiilen yükseltebilir ve oranı üç A olarak açıklanabilecek şekilde artırabilirlerdi. Meksikalı çilekleri toplarken, Wall Street de onun FICO puanını topluyordu.

Derecelendirme kuruluşlarının kullandığı modeller bu tür fırsatlarla doluydu. Maharet bunları başkalarından önce bulmaktaydı -örneğin, hem Moody's hem de S&P'nin başlangıç oranı düşük, dalgalı oranlı ipotekli konut kredilerini sabit oranlılara tercih ettiğini anlamaktı. Veya bir kredinin yükselen bir gayrimenkul piyasasında mı yoksa durgun bir piyasada mı verildiğine aldırış etmediklerini. Ya da belgesiz kredilerde gizli sahteciliğe karşı açıkça ilgisiz olduklarını. Veya "sessiz ikinciller" in varlığına karşı kör olduklarını -ikinci dereceden ipotekli krediler ev sahibini kendi evinin hisselerinden mahrum ediyor ve dolayısıyla anahtarları bankaya vermemek için hiçbir finansal teşvik olmaksızın çekip gitmesine neden oluyordu. Her seferinde akıllı bir Wall Street ipotekli konut kredisi ambalajcısı derecelendirme kuruluşlarının ahmaklık veya ihmaline ilişkin yeni bir örnek keşfediyor ve piyasada kendisine üstünlük sağlıyordu: Değersiz kredi havuzlarını almak biraz iyilerini almaktan daha ucuzdu. İçinde çok sayıda çok düşük ve çok yüksek FICO puanı bulunan halter şeklindeki kredi havuzları 615 ortalaması etrafında toplanan havuz-

lara göre kelepirdi –hiç değilse Wall Street’in kalan kısmı derecelendirme kuruluşlarının açıklarını yakalayıp fiyatları yukarı çekinceye kadar. Wall Street şirketi bu gerçekleşinceye kadar ahlâk dışı bir tekelden yararlanıyordu. Krediyi veren kuruluşu arayıp, “Kimseye söyleme ama eğer bana yüksek ince dosyalı FI-CO puanıyla dolu kredi havuzları getirirsen sana diğer herkesten fazla para ödeyeceğim,” diyorlardı. Derecelendirme kuruluşlarının hataları ne kadar vahimse Wall Street işlem masalarının fırsatları o kadar büyük oluyordu.

Eisman ve ortakları 2006 yazının sonunda bunların hiçbirini hakkında bilgi sahibi değildi. Bildikleri tek şey Wall Street yatırım bankalarının derecelendirme kuruluşlarının modelleriyle oynamak dışında bir şey yapmayan insanlar istihdam ettiklerinin açık olduğuydu. Rasyonel bir piyasada daha zayıf kredilere dayalı tahvillerin fiyatları daha güçlü kredilere dayalı olanlara göre düşük olmalıydı. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin tümü bunlara Moody’s tarafından verilen notlara göre fiyatlandırılmıştı. Üç A tranşlarının tümü bir fiyattan, kendi aralarında önemli farklılıklar olmasına rağmen üç B tranşlarının tümü bir başka fiyattan işlem görüyordu. Tüm tahviller Moody’s notlarına göre fiyatlandırıldığından, aşırı fiyatlandırılmış tahviller en beceriksizce derecelendirilmiş olanlardı. Ve en beceriksizce derecelendirilmiş olan tahviller Wall Street şirketlerinin derecelendirme kuruluşlarını kandırarak çok beceriksizce derecelendirilmelerini sağladıklarıydı. Eisman, “Buna izin verildiğine inanamıyorum, diyor. “Bunu bin kere söylemiş olmalıyım.”

Eisman derecelendirme kuruluşlarının nasıl oyuna getirildiğini tam olarak bilmiyordu. Öğrenmek zorundaydı. Böylece takımının hak ettiğinden yüksek derecelendirilmiş tahvillerden olu-

şan bir piyasada en aşırı derecelendirilmiş olan tahvilleri bulmak için yaptığı aylar süren araştırma başladı. Araştırmaya başladıktan bir ila bir buçuk ay sonra Lippmann'dan alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş ilk kredi temerrüt swaplarını satın aldılar ve ardından Vincent Daniel ve Danny Moses bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili konferansına katılmak üzere Orlando'ya uçtu. Konferansın anlaşılmaz bir adı vardı –ABS East- fakat aslında dar bir sektör için düzenlenmiş ticari bir gösteriydi: Alt gelir grubu ipotekli konut kredilerini kullandırırlar, bu ipotekli konut kredilerini ambalajlayıp satan Wall Street şirketleri, yalnızca ipotekli konut kredilerine dayalı tahvillere yatırım yapan fon yöneticileri, alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini derecelendiren kuruluşlar ve avukatların yaptığı her türlü işi yapan avukatlar buradaydı. Daniel ve Moses küçük bir ev işletmesini ziyaret ettiklerini düşünüyorlardı ama ev bir şatoydu. Daniel, “Bu sektörden beslenen çok fazla insan vardı,” diyor. “Broker’lık şirketlerindeki sabit getiri bölümlerinin bu sektör üzerine inşa edildiğini işte o zaman anladık.”

Bu aynı zamanda derecelendirme kuruluşlarıyla yüz yüze yaptıkları ilk görüşme oldu. Görüşmeyi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı bahis oynadıklarını söylememeleri şartıyla Greg Lippmann'ın personeli ayarlamıştı. Moses, “Amacımızın yalnızca, ‘Bu menkul kıymetleri satın almak için buradayız’ demek olması gerekiyordu. Oradaki insanlar, ‘Kâğıt cazip düzeylere yükseldiği için alım yapmak istiyorlar,’ diye düşünmeliydi.” Orlando Ritz-Carlton otelindeki küçük bir odada Moody's ve S&P ile görüştüler. Vinny ve Danny alt gelir grubu piyasasının kredi analizi işinde fiilen kredi analizi yapmayan kişileri çalıştırdığından zaten kuşkuluyorlardı. O gün öğrendikleri hiçbir şey

kuşkularını azaltmadı. S&P'de çalışanlar kurnazdı ama Moddys'te çalışan bir kadın şaşırtıcı ölçüde samimiydi. Örneğin onlara alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini değerlendirmekten sorumlu olduğunu, düşük not verilmesi gerektiğini düşündüğü tahvillerin düşük derecelendirilmesine amirlerince izin verilmediğini anlatmıştı. Düşük not almasını istediği tahvillerin listesini amirlerine vermiş ve kendisine düşük not verebileceği tahvillerin listesi iletilmişti. Danny, “Yüz tahvillik bir liste verdiği halde geriye yirmi beş tahvillik bir liste almış ve nedenleriyle ilgili hiçbir açıklama yapılmamış,” diyor.

Soruların çoğunu analist Vinny sormuş ama Danny de konuşmalara artan bir ilgiyle katılmış. Moses, Vinny'nin kendine özgü bir konuşma şekli olduğunu anlatıyor: “Heyecanlandığında elini ağzına götürür ve dirseğini masaya dayayarak, ‘Size bu konuda bir soru sormama izin verin...’ der. Vinny'nin elini yüzünde görünce bir şeylerin peşinde olduğunu anladım.”

Vinny, eli çenesinde, “Burada anlamadığım bir şey var” demiş ve konuşma şöyle gelişmişti: *Bir örnekmiş gibi görünen iki tahviliniz var. Nasıl oluyor da bunlardan biri üç A notlu ama diğeri değil?*

Moddys'te çalışan kadın şaşırmıştı. *Kararları veren kişi ben değilim*, dedi ama rahatsız olduğu açıktı.

Vinny üsteledi:

Anlamadığım bir şey daha var. Yalnızca alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı olan bir tahvilin herhangi bir parçasına nasıl üç A notu verebiliyorsunuz?

Kadın bir an durdu, “Bu çok iyi bir soru” dedi.

Tam isabet buna denirdi.

Moses, “Kadın muhteşemdi,” diyor. “Çünkü neyin peşinde olduğumuzu bilmiyordu.

Ve Orlando’dan Eisman’ı arayıp, bu sektörün düşündüğünden çok daha kokuşmuş olduğunu söylüyorlardı. Daniel bu olayı anlatırken “Orlando bir okul takımı konferansı bile değildi,” diyor. “Orlando bir Müşterek Vizyon (JV) konferansıydı. Okul takımı Vegas’ta buluşacaktı. Steve’e, ‘Sırf bunu görmek için Vegas’a gitmelisin’ dedik.” Gerçekten bir sırta sahip olduklarını düşünüyorlardı. 2006 yazı boyunca, sonbaharın ilk aylarına kadar müthiş heyecanlıydılar. Bazı anlaşılmaz yönler barındırsa da tesadüfen muhteşem bir hazine haritası bulmuşlardı sanki. Öyle davranıyorlardı. Eisman artık geceleri eve eşinin uzun süredir görmediği kadar iyi bir ruh haliyle dönüyordu. Valerie mutluydu: “Tanrıya şükür bütün o yakınmalardan kurtulabileceğiz, diye düşünüyordum. Steven bana ‘Bir şey buldum. Bu bir altın madeni ve başka hiç kimse bilmiyor’ diyordu.”

BEŞİNCİ BÖLÜM

Tesadüfî Kapitalistler

Eisman'ın bulduğu şey gerçekten de bir altın madeniydi ama bunu hiç kimsenin bilmediği doğru değildi. 2006 sonbaharına gelindiğinde Greg Lippmann, o madeni özel ziyaretlerle 250 civarında büyük yatırımcıya ve Deutsche Bank satış konferansları ya da Deutsche Bank telekonferanslarında yüzlercesine daha anlatmıştı. PerTrac Hedge Fonu Veritabanı Araştırması'na göre, 2006'nın sonuna gelindiğinde sonuçları rapor eden 13.675 hedge fonu ve kredi temerrüt swaplarına yatırım yapmasına izin verilen başka türden binlerce kurumsal yatırımcı vardı. Lippmann'ın teklifi çoğuna şu veya bu biçimde ulaşmıştı. Yine de yalnızca yüz civarında yatırımcı alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden kredi temerrüt swapı satan yeni piyasayla ilgilenmişti. Çoğu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden yapılan bu sigortayı doğrudan karşı bahis oynamak için değil, *üzerine* oynadıkları bahse -ABD gayrimenkul hisse veya tahvilleriyle ilişkili portföylerine- yönelik bir hedge olarak satın almıştı. Daha küçük bir grup kredi temerrüt swaplarını genellikle alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin görelî değeri üzerine olağanüstü korkunç

bir kumara dönüşen şeyi yapmak -eş anlı olarak bir ipotekli kredi tahvilini alırken diğerini satmak- için kullandı. Örneğin, California'da verilen çok sayıdaki krediye dayalı tahvillerin, içinde çok az California kredisi bulunan kredilere dayalı tahvillerin altında performans göstereceğine dair bahse giriyorlardı. Veya alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin üç A notlu üst katının daha alttaki üç B notlu katından daha üstün performans göstereceği üzerine. Veya Lehman Brothers ya da Goldman Sachs (her ikisi de Amerika'nın en kötü konut kredilerini ambalajlamakla tanınmıştır) tarafından ihraç edilen tahvillerin J. P. Morgan ya da Wells Fargo (hangi kredileri tahvil şeklinde ambalajladığına biraz da olsa dikkat ettiği fiilen anlaşılanlar) tarafından ambalajlanarlardan daha kötü performans göstereceğine.

Daha da az sayıda insan -10'un üzerinde, 20'nin altında- bahsi doğrudan multitrilyon dolarlık alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasının tümüne ve dolayısıyla küresel finans sistemine karşı oynadı. Aslında bu dikkat çeken bir olguydu: Felaket öngörülebiliyordu ama bunu yalnızca bir avuç insan fark etti. Aralarında Minneapolis merkezli Whitebox adlı bir hedge fonu, Boston merkezli Baupost Group adlı bir hedge fonu, San Francisco merkezli Passport Capital adlı bir hedge fonu, New Jersey merkezli Elm Ridge adlı bir hedge fonu ve Elliott Associates, Cedar Hill Capital Partners, QVT Financial ve Philip Falcone'un Harbinger Capital Partners'ı gibi New York merkezli muhtelif hedge fonları vardı. Bu yatırımcıların çoğunun ortak yönü doğrudan veya dolaylı olarak Greg Lippmann'ın iddiasını duymuş olmalarıydı. Dallas Texas'ta Kyle Bass adlı eski bir Bear Stearns tahvil satıcısı 2006 ortalarında Hayman Capital adlı bir hedge fonu kurdu ve hemen ardından alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden

düzenlenmiş kredi temerrüt swapları satın aldı. Bass iddiayı New Jersey'deki Pennant Capital'de çalışan Alan Fournier'den, o da Lippmann'dan duymuştu. Zengin bir Amerikalı gayrimenkul yatırımcısı olan Jeff Greene de haberi New York hedge fonu yöneticisi John Paulson'dan duymuş ve gidip birkaç milyar dolarlık kredi temerrüt swapı satın almıştı. Paulson da Greg Lippmann'ın teklifini öğrenmiş ve kredi temerrüt swaplarıyla muazzam bir pozisyon oluşturduğu sırada Lippmann'ı görüşlerini yaymakta kullanmıştı. Goldman Sachs Londra'da çalışan bir emlak trader'ı Deutsche Bank New York'taki bu trader'ın ortaya attığı güçlü iddiayı duyunca Lippmann ile görüşmek için Atlantik'i aştı ve geriye milyarlarca dolar değerinde kredi temerrüt swapıyla döndü. Theo Phanos adlı Yunanlı bir hedge fonu yatırımcısı Lippmann'ın iddiasını Phoenix Arizona'da yapılan bir Deutsche Bank konferansında duydu ve kendi bahsini hemen oynadı. Fikrin bir virüs gibi nasıl yayıldığına baktığınızda hattın çoğu noktası Lippmann'ı işaret ediyordu. O ilk hastaydı. Hastalığın tek taşıyıcısının bu hastalığı ona kendisinin bulaştırdığını iddia etmesi mümkündü. Fakat Mike Burry San Jose California'daki ofisine kapanmış, hiç kimseyle konuşmuyordu.

Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı bahis oynayan bu küçük yatırımcılar dünyası kendi içinde daha da küçük bir dünya barındırıyordu: Bu, CDS işlemini bir takıntı haline getiren insanların dünyasıydı. Bir avuç yatırımcı olanların yalnızca finansal sistemi değil, bu sistemin hizmet etmesi gereken daha geniş toplum kesimlerini etkilediğini fark etti ve sermayelerine göre çok daha büyük yatırımlar yaparak bildiğimiz para yöneticileri olmaktan çıkıp başka bir şeye dönüştü. John Paulson'ın oyunu oynayacak parası diğerlerinden çok daha fazla olduğundan en

belirgin örnek o oldu. Mike Burry yalnızca alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapı almak için kuracağı fona para toplamakta başarısız olduktan dokuz ay sonra Paulson meseleyi yatırımcılara gerçekleşmesi neredeyse kesin olan bir felaket olarak değil, uzaktaki bir felaket olasılığına karşı ucuz bir hedge şeklinde sunmayı başardı. Paulson Burry'den on beş yaş büyüktü ve Wall Street'te çok daha fazla tanınıyordu ama yine de bazı açılardan Wall Street'te bir yabancıydı. Paulson'un 2006 ortalarında fon talebinde bulunduğu zengin bir adam, "Paulson'u sormak için Goldman Sachs'ı aradım," diyor. "Bana onun ne konuştuğunu bilmeyen üçüncü sınıf bir hedge fonu yöneticisi olduğunu söylediler." Paulson kurduğu fonu gayrimenkulle ilişkili hisse senedi ve tahvillerden oluşan portföylerinin sigorta poliçesi olarak gören yatırımcılardan birkaç milyar dolar topladı. Kendisini ipotekli kredi tahvil piyasasında neler olduğunu görmeye hazırlayan şeyin kariyeri boyunca karşı bahis oynayacağı aşırı değer biçilmiş tahviller aramak olduğunu belirten Paulson, zarar beklentisi sınırlı olan bir tahvilde açığa satma fikrinden hoşlandığını söylüyor: "Bu asimetrik bir bahistir." Kredi temerrüt swapı satın almanın –tam olarak aynı bahsi temsil ettiği halde- nakit karşılıklı gerçek bir tahvili açığa satmaktan ne kadar daha kolay ve ucuz olduğunu görünce şaşır- mış. "Yarım milyarlık pozisyon aldım. 'Bir milyarlık daha almak ister misin?' dediler. Ve ben, 'Niçin gereğini yapmıyorum?' dedim. İki veya üç gün içinde bu işe yirmi beş milyar yatırdım." Paulson bir yatırımcının hissenin fiyatını düşürmeden, hatta çö- kertmeden açığa 25 milyar dolarlık hisse senedi veya tahvil sata- bileceği bir piyasayla hiç karşılaşmamıştı. "İsteseydik elli milyar yatırabilirdik," diyor.

Konut fiyatlarının düşmeye başladığı 2006 yazında bile çirkin gerçekleri görmek ve buna tepki vermek farklı türden biri olmayı –genç ve güzel bir hanımefendinin profilindeki yaşlı cadının yüzünü ayırt edebilmeyi- gerektiriyordu. Bu insanların her biri, tıpkı bir uçak kazasından sağ kurtulan insanların bu kazayla ve kazadan kurtulan insanların yapısıyla ilgili bir şeyler anlatması gibi, finans sisteminin durumu hakkında bir şeyler anlatıyordu. Tümü, neredeyse tanımları gereği tuhaftı. Fakat hepsi aynı şekilde tuhaf değildi. John Paulson tuhaf bir biçimde riskli kredilere karşı bahis oynamakla ilgileniyordu ve kendisiyle birlikte davranmaları için başkalarıyla konuşurken tuhaf bir biçimde ikna ediciydi. Mike Burry yaygın düşüncelerden ve hatta insanlarla doğrudan ilişkiler kurmaktan uzak durma arzusu nedeniyle bunun yerine kesin verilerle gelecekte insanların finansal davranışlarını yönlendirecek güdülere odaklandığı için tuhaftı. Steve Eisman orta sınıf Amerikalılara kredi kullandırmanın namussuzca bir olay olduğuna ve özellikle alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasının bir sömürü ve son tahlilde yıkım mekanizması olduğuna inandığı için tuhaftı. Her biri bir boşluğu doldurdu; her biri başkalarında bulunmayan bir kavrayış geliştirdi ve risk konusunda, yaygınlaştıysaydı felaketi engelleyebilecek olan bir yaklaşım gösterdi. Fakat büyük profesyonel yatırımcılardan hiçbirinin dolduramadığı en az bir boşluk vardı. Bu da onların yerine Charlie Ledley tarafından dolduruldu.

Charlie Ledley –ilginç bir biçimde kuşkucu Charlie Ledley- Wall Street'te para kazanmanın en iyi yolunun Wall Street'in gerçekleşeceğine en az inandığı şeyi bulup onun gerçekleşmesi üzerine bahis oynamak olduğunu düşündüğü için tuhaftı. Charlie ve ortakları bunu yeterince sık yapmışlar ve piyasaların drama-

tik değişikliklerin gerçekleşme olasılığını hafife almaya yatkın olduğunu bilecek ölçüde başarı kazanmışlardı. Hatta Ledley 2006 Eylülünde bir arkadaşının kendisine gönderdiği, Deutsche Bank'tan Greg Lippmann adlı birinin alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinde açığa satışla ilgili olarak hazırladığı sunuşu okurken, önce *bu doğru olamayacak kadar iyi bir fikir*, diye düşündü. Daha önce hiç ipotekli kredi tahvil işlemi yapmamıştı, aslına bakılırsa gayrimenkul konusunda hiçbir şey bilmiyordu. Tahvil piyasasının jargonu onu şaşırtmıştı ve Deutsche Bank ya da başka bir kuruluşun alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları satın almasına izin verip vermeyeceğinden bile emin değildi -çünkü bu kurumsal yatırımcıların piyasasıydı ve hiç kimse kendisiyle iki ortağı Ben Hockett ve Jamie Mai'nin bir kurum olduğunu düşünmüyordu. Fakat yalnızca bakıp, "Bu nasıl mümkün olabilir?" dedi ve sonra da fikri bir soruyla birlikte ortaklarına açtı: *Niçin bizden daha akıllı birileri bunu yapmıyor?*

Özünde her yeni iş inanılması güç bir girişimdir, fakat Jamie Mai ve Charlie Ledley'in 2003 başlarındaki fikri bir para yönetimi şirketi için imkânsızlığın sınırlarındaydı. Otuz yaşında, Schwab'da 110.000 dolarlık hesapları olan iki adam Berkeley, California'da bir arkadaşlarına ait evin arkasındaki kulübede oturup kurdukları şirkete Cornwall Capital Management unvanını layık gördüler. İkisinin de yatırım yeteneği olduğuna inanması için bir nedeni yoktu. Her ikisi de kısa bir süre New York'ta bir girişim sermayesi şirketi olan Golub Associates'de masalarına zincirlenmiş biçimde çalışmışlardı ama hiçbiri fiili yatırım kararları almamıştı. Jamie Mai uzun boylu ve çarpıcı ölçüde yakışıklı

bir adamdı ve bu yüzden neredeyse sorumlu pozisyonda olan bir adam diye tanımlanabilecek bir havası vardı –ağzını açınca ve yarın güneşin nasıl doğacağından insanoğlunun geleceğine kadar her konuda kendine güvensiz olduğunu açığa vuruncaya kadar. Jamie’nin cümlelerin ortasında susup, sanki kendi düşüncelerinden rahatsız olmuş gibi “mmm, mmm” diye kekeleme huyu vardı. Charlie Ledley ondan daha da beterdi: Bir ölü gömücü gibi solgundu ve kesin eyleme geçmeyi mümkün olduğu kadar erteleme eğiliminde olan bir adamdı. Basit bir soru sorulduğunda sessiz bir biçimde havaya bakar, ezberini unutmuş bir aktör gibi başını sallayıp gözlerini kırpardı, öyle ki, nihayet ağzını açıp sesinin duyulması, “konuşuyor!” düşüncesiyle sizi koltuğunuzdan hoplatırdı.

Her ikisi de yaşlıları tarafından iyi huylu, dağınık, meraklı, parlak ama yönsüz kişiler olarak görülüyordu –on beşinci lise mezuniyet buluşmasında şaşırtıcı sakalları ve karmaşık yaşam öyküleriyle karşınıza çıkan türden kişiler. Charlie, Bill Clinton’un ilk başkanlık kampanyasında gönüllü olarak görev almak için birinci sınıftan sonra Amherst College’den ayrılmış ve sonunda geri dönmüş olsa da para kazanmaktan çok kendi idealleriyle ilgilenmişti. Jamie’nin Duke Üniversitesi’nden mezun olduktan sonra yaptığı ilk iş Doğu Yakası’nın alt ve üst kesimlerinde oturan zenginlere yelkenli teslimatı yapmaktı. (“Bir mesleğe adapte olabileceğimi –mmm, mmm, mmm- işte o zaman anladım.”) Yirmi sekiz yaşındayken kız arkadaşıyla birlikte on sekiz ay boyunca dünyayı dolaşarak “tatil” yapmıştı. Berkeley’e çok para kazanmak için bereketli topraklar ararken değil, kız arkadaşı oraya taşınmak istediği için gelmişti. Charlie aslında Berkeley’de olmak dahi istemiyordu; Manhattan’da büyümüştü ve

köprü veya tünelin diğer yanına geçtiğinde bir balkabağına dönüşüyordu. Berkeley'e birlikte para yönetme fikri nedeniyle taşınmıştı ve ellerindeki 110.000 dolar Jamie'ye aitti. Charlie'nin şu anda gecelerini geçirdiği garaj da Jamie'nindi.

Finans piyasalarında paraları ve inandırıcılıkları yoktu ama bir fikirleri veya daha çok birbiriyle ilişkili bir dizi fikirleri vardı. Bir girişim sermayesi şirketinde –firmaların tüm şirketleri tezgâh üzerinde alıp sattıkları- çalışmış olmaları özel borsaların halka açık olanlardan daha etkin olabileceğini düşünmelerine yol açmıştı. Charlie, “Özel işlemlerde genellikle her iki tarafta da bilgili bir danışmanınız olur,” diyor. “Bir hissenin değerini gerçek anlamda bilmeyen insanlarla çalışmazsınız. Halka açık piyasalarda işletmenin ayrıcalıklarından çok üç aylık kazançlara odaklanan insanlar vardır. Her türden çılgın nedenle iş yapan insanlar vardır.” Dahası, halka açık finans piyasalarında büyük resimle ilgilenen yatırımcıların bulunmadığını düşünüyorlardı. ABD borsasındakiler ABD borsası, Japon tahvil piyasasındakiler Japon tahvil piyasası içinde kararlar alıyordu, vb. Charlie, “Gerçekten de yalnızca Avrupa'daki orta sermayeli sağlık hizmeti sektörü borçlarına yatırım yapan insanlar var,” diyor. “Sorunun finans alanına özgü olduğunu düşünmüyorum. Dar kafalılığın modern entelektüel yaşamın ortak özelliği olduğunu düşünüyorum. Hiçbir entegrasyon girişimi yok.” Finans piyasaları çok sığ uzmanlıkları olan birçok insana aşırı iyi paralar öderken, farklı piyasalara sermaye tahsis etmek istediğinizde ihtiyaç duyacağınız, geniş perspektifli, küresel görüşleri olan az sayıda insana ise düşük ücretler verdi.

2003 başlarında Cornwall Capital işe henüz başlamıştı ve bu Jamie ile Charlie'nin Berkeley'deki garajda –Charlie'nin yatak

odası- piyasa geyiği yapmaya oturmadan önce işe daha fazla zaman ayırması demekti. Cornwall Capital'in yalnızca piyasaların etkin olmadığı alanları araştırmakla yetinmeyip, bunu küresel olarak her piyasada, hisse senetleri, tahviller, döviz ve emtiada da yapmasına karar verdiler. İlk büyük fırsatları olan Capital One Financial adlı bir kredi kartı şirketiyle karşılaştıklarında, çok basit olmayan bu iki tutkuya kısa süre içinde biraz daha basit bir tutku daha eklediler.

Capital One zayıf kredi notları olan Amerikalılara kredi vermenin akıllıca bir yolunu bulmuş görünen nadir şirketlerden biriydi. İş konut kredileri değil kredi kartlarıydı ama yalnızca birkaç yıl sonra bir felaketle sonuçlanacak konut kredilerinin verildiği aynı sosyo-ekonomik sınıfla iş yapıyordu. Şirket 1990'lar boyunca ve 2000'lerde alt gelir grubu kredi kartı kullanıcılarının kredi değerliliğini analiz etmek ve bunlara verilen kredilerin riskini fiyatlandırmak için diğer şirketlerden daha iyi araçları olduğunu iddia etti ve piyasayı buna inandırdı. Rakiplerinden birkaçının iflas ettiği 1990'ların sonunda sektörünün yaşadığı sıkıntıları atlattı. Ardından, Capital One yönetiminin potansiyel alt gelir grubu zararlarına karşı rezerv olarak ne kadar sermayeye ihtiyaç duydukları konusunda devlet denetçileriyle, yani Kredi Denetim Bürosu ve Federal Reserve ile anlaşmazlık içinde olduklarını kendi isteğiyle açıkladığı Temmuz 2002'de şirketin hisseleri dibine vurdu –iki gün içinde yüzde 60 düştü.

Piyasa birdenbire Capital One'ın aslında kredi vermek konusunda sektördeki diğer herkesten daha akıllı olmayıp, yalnızca zararlarını gizlemek konusunda daha iyi olmasından korkmaya başladı. Piyasa, denetçilerin sahtecilik yapıldığını keşfedip Capital One'ı cezalandırmak üzere olmasından kuşkulanıyordu. Duru-

ma ilişkin kanıtlar olayı şirketin aleyhine çevirdi. Örneğin, SEC (Sermaye Piyasaları Kurulu) şirketin kısa süre önce istifa eden Finans İşlerinden Sorumlu Yönetim Kurulu Üyesini (CFO), şirketin denetçilerle anlaşmazlık içinde olduğunu açıklamasının ardından hisse fiyatları dibe vurmadan iki ay önce şirket hisselerini sattığı için sorguladığını duyurdu.

İzleyen altı ay boyunca şirket etkileyici oranlarda para kazanmaya devam etti. Hiçbir yanlışı olmadığını, denetçilerin keyfi davrandığını iddia etti ve bunun alt gelir grubu kredilerinden oluşan 20 milyar dolarlık portföyüne özel hiçbir zararı olmadığını duyurdu. Charlie ve Jamie olayı incelediler, yani sektör konferanslarına katıldılar ve açığa satış yapanlar, eski Capital One çalışanları, şirkete tavsiyelerde bulunmuş olan yönetim danışmanları, şirketin rakipleri ve hatta devlet denetçileri gibi tanımadıkları her türlü kişiyi arayıp onlardan gizlice bilgi topladılar. Charlie, “Açıklık kazanan tek şey ortada çok sınırlı miktarda bilgi bulunduğu ve bizim de diğer herkesle aynı bilgilere sahip olduğumuzdu,” diyor. Capital One’ın alt gelir grubu kredilerini vermek konusunda muhtemelen daha iyi araçlara sahip olduğuna kanaat getirdiler. Yanıtlanmayan yalnızca tek bir soru vardı: Şirket sahtekârlar tarafından mı yönetiliyordu?

Bu Berkeley, California’da bir Schwab hesabında 110.000 doları olan otuz yaş civarında iki sözde profesyonel yatırımcının yanıt vermekle yükümlü olduğunu düşünmesini gerektiren bir soru değildi. Ama düşündüler. Capital One CEO’su Richard Fairbank ile aynı üniversiteye giden kişileri aramaya başladılar ve kişiliğiyle ilgili bilgi topladılar. Jamie şirket içinde görüşme teklif edebileceği birini bulmak için Capital One’ın 10-K dosyasını inceledi. Charlie, “Eğer CEO ile görüşmek isteseydik, görüşme-

miz mümkün olmayacaktı,” diye açıkladı. Sonunda daha alt kademede görevli, alt gelir grubu portföyünden sorumlu başkan yardımcısı olan Peter Schnall ile görüştüler. Charlie, “Peter Schnall’ı kim niçin arar ki?” diye düşündükleri izlenimine kapıldım,” diyor. “Çünkü onunla görüşmek istediğimizi söylediğimizde, ‘Neden olmasın?’ der gibiydiler. Kendilerini ciddi bir biçimde Cornwall Capital Management olarak tanıttılar fakat Cornwall Capital Management’in tam olarak ne olduğunu belirtmekten kaçındılar. Jamie ise başını iki yana sallıyor: “Çok komik, İnsanlar size kaç paranız olduğunu sormaktan rahatsız oluyor, dolayısıyla onlara söylemek zorunda kalmıyorsunuz.”

Schnall’a, yatırım yapmadan önce birkaç soru sormak için kendisini ziyaret edip edemeyeceklerini sordular. Charlie’nin anlattığına göre, aslında yapmak istedikleri tek şey bir sahtekâr gibi görünüp görünmediğini anlamaktı, Onu bütünüyle ikna edici buldular. İlginç bir biçimde kendi şirketinin hisselerini satın alıyordu. Oradan Capital One’ın denetçilerle olan anlaşmazlığının önemsiz ve şirketin esas olarak dürüst olduğunu düşünerek ayrıldılar. Jamie, “Sahtekâr olabilecekleri ama büyük ihtimalle olmadıkları sonucuna vardık,” diyor.

Bundan sonra olanlar, neredeyse tesadüfen, finans piyasaları konusunda onları kısa sürede zengin edecek olağandışı yaklaşımı geliştirmelerine yol açtı. Capital One’ın hissesi Federal Reserve ve Kredi Denetim Bürosu ile sorun yaşadığına ilişkin haberleri izleyen altı ay içinde hisse başına 30 dolar civarında dar bir aralıkta işlem gördü. Bu istikrarın derin bir belirsizliği gizlediği açıktı. Hisse başına otuz dolar Capital One için “doğru” fiyat değildi. Ya şirket sahtekârlık yapıyordu ve bu durumda hissesinin değeri muhtemelen sıfır olmalıydı, ya da Charlie ve Jamie’nin

düşündüğü gibi dürüsttü ki bu durumda hissesinin değeri 60 dolar civarında olmalıydı. Jamie Joel Greenblatt'ın yazdığı, Mike Burry'nin hedge fonunu riske atmasına yol açan *You Can Be a Stock Market Genius* (Bir Borsa Dehası Olabilirsiniz) adlı kitabı henüz okumuştı. Greenblatt kitabının sonuna doğru LEAP (Uzun Vadeli Sermaye Beklentisi Kâğıdı) denilen ve alıcısına bir hisse senedini belirli bir süre boyunca sabit fiyattan satın alma hakkı veren bir türev kâğıtla nasıl büyük paralar kazandığını anlatıyordu. Greenblatt, bizzat hisse senedini almaktansa o hisse üzerinden opsiyon almanın daha akıllıca olduğu dönemler olduğunu söylüyordu. Greenblatt'ın değer yatırımcıları dünyasında bu bir sapkınlık sayılıyordu. Opsiyonların gerçek değerinden az değer biçilmiş hisselerdeki fiyat hareketlerini zamanlama kabiliyeti sunduğu varsayıldığından, eski moda değer yatırımcıları bunlardan uzak duruyordu. Greenblatt'ın yaklaşımı basitti: Bir hisse senedinin değeri yakında gerçekleşecek tarihi bilinen bir olaya (örneğin bir şirket birleşmesi veya bir mahkeme tarihi) fazlasıyla açık bir biçimde bağlıysa, değer yatırımcısı görüşlerini ifade etmek için opsiyonlardan iyi niyetle yararlanabilir. Bu Jamie'ye bir fikir verdi: Capital One hisselerini almak için uzun vadeli bir opsiyon satın alacaktı: “Vay canına bir görüşümüz oluştu. Bu hisse senedi ilginç görünüyor ama lanet olsun, şu opsiyonların fiyatlarına bak, dedik.”

Capital One hisselerini gelecek iki buçuk yıl içinde herhangi bir tarihte 40 dolardan alma hakkının bedeli 3 dolardan biraz fazlaydı. Bu mantıklı değildi. Capital One'ın denetçilerle yaşadığı sorunlar gelecek birkaç ay içinde ya çözümlenecek ya da çözümlenmeyecekti. Sonuç belirlendiğinde hisse ya sıfıra düşecek ya da 60 dolara fırlayacaktı. Meseleyi biraz daha inceleyen Jamie

Wall Street'in LEAP'leri fiyatlandırmak için kullandığı Black-Scholes opsiyon fiyatlandırma modelini buldu ve bazı garip varsayımlarda bulundu. Örneğin, gelecekteki hisse fiyatlarının normal, çan şeklinde bir dağılım göstereceğini varsaydı. Modele göre, Capital One hisse başına 30 dolardan işlem görüyorsa, hissenin 35 dolara çıkması 40 dolara çıkmasından ve 40 dolara çıkması 45 dolara çıkmasından daha muhtemeldi ve bu böyle devam ediyordu. Bu varsayım yalnızca şirketi tanımayanlar açısından mantıklıydı. Bu vakada model esas noktayı bütünüyle atlıyordu: Capital One hissesi harekete geçtiğinde ki kesinlikle geçecekti, azar azar değil hızla hareket etmesi daha olasıydı.

Cornwall Capital Management hemen 8.000 LEAP aldı. Potansiyel zararları hisseyi satın alma opsiyonuna ödedikleri 26.000 dolarla sınırlıydı. Potansiyel kazançları ise teorik olarak sınırsızdı. Cornwall Capital opsiyon alımını yaptıktan hemen sonra denetçiler Capital One'ı akladı, şirketin hisse fiyatı hızla arttı ve Cornwall Capital'in 26.000 dolarlık opsiyon pozisyonunun değeri 526.000 dolara çıktı. Charlie, "Oldukça heyecanlanmıştık," diyor.

Jamie ise insanların onlara bu uzun vadeli opsiyonları bu kadar ucuza sattıklarına inanamadıklarını söylüyor: "Daha çok sayıda uzun vadeli opsiyon aramaya başladık."

Bu aniden muazzam kârlı bir strateji haline gelmişti: İşe, alış fiyatı ucuz görünen bir opsiyon satın alarak veya bir Kore hissesi veya domuz eti ya da üçüncü dünya parası –aslında yakında fiyatında etkili bir değişim olması beklenen herhangi bir şey- satarak başla ve sonra opsiyonun size almayı veya satmayı sağladığı şey üzerinde geçmişe dönük olarak çalış. Opsiyonlar bu iki adamın kişiliklerine uygundu: Asla hiçbir şeyden emin olmaları

gerekmiyordu. Her ikisi de insanların ve dolayısıyla piyasaların esas olarak kesinlik içermeyen şeyler hakkında çok kesin fikirlerle sahip olduğunu düşünme eğilimindeydi. Her ikisi de insanların, dolayısıyla piyasaların gerçekleşmesi fazlasıyla olanaksız olan şeylere uygun olasılıklar atfetmekte sıkıntı çektiğini hissediyordu. Her ikisi de kendi kanaatlerini geliştirmekte zorlanıyor ama başkalarının yanlış olduğunu düşündükleri kanaatlerine tepki göstermekte hiç zorluk çekmiyorlardı. Ne zaman umut veren riskli bir girişimle karşılaşsalar biri çalışmaya başlıyor ve PowerPoint slaytları eşliğinde ayrıntılı bir sunuş hazırlıyordu. Aslında sunuş yapabilecekleri kimse yoktu. Bunları yalnızca tekliflerinin ne kadar akla yatkın olduğunu birbirlerine göstermek için yapıyorlardı. Piyasalara yalnızca büyük bir karşılık getirecek uzun vadeli ihtimaller üzerine küçük bahisler oynamak için etkiLEYICI bir şeylerin gerçekleşmek üzere olduğunu düşündüklerinde giriyorlardı. Kore hisseleri veya üçüncü dünya paraları hakkında ilk bilinmesi gerekenleri bilmiyorlardı ama aslında bilmeleri de gerekmiyordu. Herhangi bir menkul kıymetin fiyat hareketleri üzerine bahis oynamanın ucuz görüldüğünü tespit ettiklerinde ayrıntıları çözümlenmekte kendilerine yardımcı olması için bir uzman tutuyorlardı. Jamie Mai, “Bu bizim çalışma tarzımız oldu,” diyor. “Bizden daha fazla şey bilen akıllı insanların çalışmasına güvenmek.”

Capital One’daki başarılarını United Pan-European Cable adlı sıkıntıya girmiş bir Avrupa kablolu televizyon şirketinde elde ettikleri benzer bir başarı izledi. Bu kez daha fazla paraları olduğundan piyasanın çok uzağında belirlenmiş bir fiyatla 500.000 dolarlık alım opsiyonu satın aldılar. UPC yeniden yükselişe geçtiğinde bunu hızla 5 milyon dolarlık bir kâra dönüştürdüler. Ja-

mie heyecanlanmaya başladıklarını söylüyor: “Artık gerçekten ama gerçekten heyecanlanıyorduk.” Ardından doğrudan hasta insanların evlerine oksijen tüpü götüren bir şirket üzerine oynadılar. 200.000 dolarlık bu bahis de hızla 3 milyon dolara dönüştü. Charlie, “Artık üçte üç yapmıştık,” diyor. “Bunun eğlenceli olduğunu düşünüyorduk. Kendimi ilk kez bu işi gerçekten uzun süredir yapıyormuş gibi hissediyordum.”

Ya modern finans piyasalarında ciddi bir yanılsa rastlamış ya da büyük bir kumara girişmişlerdi. Tam olarak hangisini yaptıklarından emin değillerdi. Charlie’nin ifadesiyle, “Ne zaman şanslı olup ne zaman akıllıca davrandığınızı bilmek gerçekten zordu.” İstatistiksel olarak geçerli bir performans kaydı elde edinceye kadar ya ölmüş ya da çok yaşlanmış olacaklarını hesaplayıp, şanslı mı yoksa akıllı mı olduklarını düşünmeye çok fazla zaman harcamadılar. Her iki durumda da özellikle finansal opsiyonlar konusunda bilmeleri gerektiği kadar şey bilmediklerinin farkındaydılar. Berkeley’deki California Üniversitesi istatistik bölümünden bir doktora öğrencisini kendilerine yardımcı olması için işe aldılar, fakat vadeli domuz eti piyasasını araştırmasını istediklerinde öğrenci istifa etti. Jamie’nin anlattığına göre öğrencinin vejetaryen olduğu ortaya çıkmıştı: “Genel olarak kapitalizmle sorunu vardı, fakat domuz eti onu iyice marjinalleştirdi.” Bir yığın karmaşık finans teorisiyle kendi başlarına cebelleşmek zorunda kalmışlardı. Jamie, “Kendi başımıza Black-Scholes modelleri oluşturmak ve bunların içindeki çeşitli varsayımları değiştirdiğimizde neler olduğunu görmek için çok fazla zaman harcadık,” diyor. Onları güçlü bir biçimde etkileyen şey modellerin insanın iki dramatik yoldan biriyle sonuçlanma ihtimali olan durumlar üzerine zahmetsizce spekülasyon yapmasına ola-

nak tanınmasıydı. Eğer bir hisse gelecek yıl ya değersiz ya da 100 dolar değerinde olacaksa, insanın hisseyi 50 dolardan almak için 3 dolara bir yıl vadeli bir opsiyonu satması aptallıktı. Ancak piyasa sık sık buna benzer şeyler yapıyordu. Wall Street'in trilyonlarca dolar değerindeki türevleri fiyatlandırmak için kullandığı model finans dünyasını düzenli, sürekliliği olan bir süreç olarak düşünüyordu. Halbuki dünya süreklilik göstermiyordu; çoğunlukla tesadüfen, kesintiye uğrayarak değişiyordu.

Olayların yönlendirdiği yatırımlar: Yaptıkları şeye koydukları veya başka bir yerden çaldıkları isim buydu. Bu isim yaptıkları işi gerçekte olduğu kadar eğlenceli göstermiyordu. Charlie bir gün vadeli etanol piyasasına merak duyduğunu fark etti. Etanol hakkında fazla bir şey bilmiyordu ama ABD hükümetinin etanolla galon başına 50 sentlik devlet desteği verdiğini görebiliyordu ve etanolun benzine göre galon başına 50 sentlik bir primle işlem görmesi gerekiyordu ve daima böyle işlem görüyordu. Konunun ilgisini çektiği 2005 başlarında kısa bir süre benzine göre 50 sentlik bir *iskonto*yla işlem gördü. Nedenini bilmiyordu ve asla öğrenmedi; Charlie bunun yerine iki vagon değerinde vadeli etanol sözleşmesi satın aldı ve var olduğunu daha önce bilmediği *Ethanol Today* adlı dergiye manşet oldu. Cornwall'ın broker'ını çok sinirlendirmelerine rağmen sonunda –broker'ın gü-lünç denecek kadar az bulduğu miktarda para kazanmak için etanol yüklü vagonların Chicago'daki depo alanına gönderilmesini kabul etmek zorunda kaldılar. Charlie, “Yaptığımız işin bürokratik karmaşıklığı varlıklarımızla oransızdı,” diyor. “Bizim büyüklüğümüzdeki şirketler farklı varlık sınıfları arasında alım-satım işlemi yapmıyordu.”

Jamie işin bir başka yönüne işaret ediyor: “Yatırımcıların

size bağırmasına neden olabilecek türden işler yapıyorduk. Fakat yatırımcılarımız bize bağırmadı, çünkü hiç yatırımcımız yoktu.”

Aslında kazandıkları parayı onların adına işletmesi için sertifikalı, nitelikli, titiz, dürüst bir profesyonel yatırımcıya vermeyi düşündüler. Birkaç hafta New York’ta dolaşıp hedge fonu yöneticileriyle görüşmeler yaptılar. Jamie, “Onları dinlediğinizde hepsi müthiş konuşuyordu,” diyor, “fakat sonra rakamlarına bakıyor ve rakamların yerinde saydığını görüyordunuz.” Paralarıyla kendi başlarına yatırım yapmayı sürdürmeye karar verdiler. İşe başladıktan iki yıl sonra kendilerine ait 12 milyon doları yönetiyorlardı ve Berkeley’de bir barakada bulunan genel merkezlerini Manhattan’daki bir ofise taşımışlardı –sanatçı Julian Schnabel’in Greenwich Village’teki stüdyosunun bir katına.

Schwab’daki hesaplarını da kapatıp paralarını Bear Stearns’a yatırmışlardı. Büyük bir Wall Street şirketiyle ilişki kurma arzusu içindeydiler ve bu isteklerini muhasebecilerine açtılar. Charlie’nin anlattığına göre, muhasebeci “Ace Greenberg’i tanıdığını ve onları tanıştırabileceğini” söyledi. Onlar da “Bu harika olur” dediler. Bear Stearns’ın eski yönetim kurulu başkanı ve CEO’su, aynı zamanda bir Wall Street efsanesi olan Greenberg’in şirkette hâlâ bir ofisi vardı ve özel olduğu varsayılan az sayıda yatırımcı için broker’lık yapıyordu. Cornwall Capital varlıklarını Bear Stearns’a taşıdığında, broker’lık raporlarının üstünde Ace Greenberg’in adıyla geri geleceği yeterince kesindi.

Finans piyasalarında başlarına gelen çoğu şey gibi büyük bir Wall Street şirketiyle ilk temasları da memnuniyet verici ölçüde tuhaf ama nihai olarak açıklanması olanaksız bir ilişkiydi. Daha Ace Greenberg’i görmeden müşterisi oluvermişlerdi. Charlie gülüyor: “Kendi kendimize, ‘Nasıl oldu da Ace Greenberg bro-

ker’ımız oldu?’ diye soruyorduk. Yani, önemli insanlar değildik. Ve aslında Ace Greenberg ile hiç tanışmamıştık.” Greenberg ile konuşmak için yaptıkları her girişimde işin sırrı daha da artıyordu. Onun telefon numarası olduğunu düşündükleri bir numarayı aradılar ama telefona Greenberg yerine başka biri çıktı. Charlie, “Durum bütünüyle tuhaftı,” diyor. “Telefonu zaman zaman Ace Greenberg açıyor ama söylediği tek şey, ‘Bekleyin,’ oluyordu. Sonra karşımıza bir sekreter çıkıp emrimizi kaydediyordu.”

Wall Street efsanesiyle yüz yüze karşılaşmalarını uzun uzadıya anlattılar. Ancak karşılaşma o kadar kısa olmuştu ki görüştükleri kişinin Ace Greenberg mi yoksa onun rolünü oynayan bir aktör mü olduğunu tam olarak söyleyemiyorlardı. Jamie, içeride otuz saniye –tam otuz saniye- kaldıklarını ve sonra kabaca dışarı çıkarıldıklarını söylüyor. Broker’ları hâlâ Ace Greenberg’di. Ama onunla hiç konuşmamışlardı.

Charlie, “Bu Ace Greenberg meselesine hâlâ bir anlam veremiyoruz,” diyor.

Artık “Ace Greenberg rolünü oynayan aktör” diye söz ettikleri adam en büyük sorunları olarak gördükleri soruna çözüm getirememişti. Onlar küçük özel yatırımcılardı. Wall Street şirketleri onlar açısından büyük ölçüde bir sırdı. Charlie aslında hiç bankada çalışmadığını söylüyor: “Oralarda olup bitenleri yalnızca hayal edebiliyorum.” Onların istediği türden işlemleri gerçekleştirebilmek için büyük bir Wall Street şirketiyle nasıl çalışılacağı konusunda deneyimli yatırımcılara hizmet veren büyük Wall Street şirketlerince aldatılmaları gerekiyordu. Jamie ise “Özel yatırımcılar olarak ikinci sınıf vatandaşsınız,” diyor. “Aldığınız fiyatlar daha kötü, hizmet daha kötü, her şey daha kötü.”

Bu düşünceleri Jamie'nin Berkeley'deki yeni komşusu Ben Hockett ile güç kazandı. Onlar gibi otuzlu yaşlarının başında olan Hockett dokuz yılını Deutsche Bank Tokyo'da satıcı ve sonra türev işlemcisi olarak geçirmişti. Jamie ve Charlie gibi o da toplumdan kopmanın hoş bir duygu olacağını düşünmüştü. "İşe başladığımda yirmi iki yaşında ve bekârdım," diyor. "Şimdi bir eşim, bir bebeğim ve bir köpeğim var. İşten sıkıldım. İşten eve geldiğimde içinde bulunduğum durumdan hoşlanmıyordum. Çocuğumu böyle bir baba olarak büyütmek istemedim. *Buradan ayrılmam gerek*, diye düşündüm." İstifa mektubunu verdiğinde Deutsche Bank'taki amirleri ısrarla şikâyetlerini sıralamasını istediler. "Onlara bir ofiste çalışmak istemediğimi söyledim. Takım elbise giymekten ve büyük bir kentte yaşamaktan hoşlanmıyorum, dedim. 'Peki,' dediler." Ona ne istiyorsa onu giyebileceğini, nerede istiyorsa orada oturabileceğini ve istediği yerde çalışabileceğini –ve bütün bunları Deutsche Bank'ta çalışmaya devam ederken yapabileceğini- söylediler.

Ben, Deutsche Bank'ın 100 milyon dolarıyla birlikte Tokyo'dan San Francisco Körfezi'ne taşındı ve işlemlerini Berkeley Hills'teki yeni evinin konforu içinde sürdürdü. Haklı olarak Berkeley'de kredi türevleri için arbitraj fırsatları arayan tek kişi olabileceğinden kuşkulanıyordu. Caddenin aşağı kısmında finansal facialara dayalı uzun vadeli opsiyonlar alma peşinde koşarken zihninde dünyanın her yanını gezen birinin varlığı onu şaşırttı. Ben ve Jamie köpeklerini yürüyüşe birlikte çıkarıyorlardı. Jamie Ben'den büyük Wall Street şirketleri ve esrarengiz finansal piyasaların işleyişi hakkında bilgi almaya çalışıyordu ve sonunda onu gerçek işinden ayrılıp Cornwall Capital'e katılmaya teşvik etti. Ben, "Üç yılı bir odada kendi başıma geçirdikten sonra başka in-

sanlarla birlikte çalışmanın güzel olacağını düşündüm,” diyor. Mutlu tesadüf ve felaket arayışına katılmak için Deutsche Bank’tan ayrıldı ve oldukça hızlı bir biçimde yeniden yalnız çalışmaya başladı. Charlie bilet parası bulur bulmaz yine Manhattan’a taşındı ve Jamie de kız arkadaşından ayrıldığında büyük bir hevesle onun peşinden gitti.

Onlarınki tuhaf bir biçimde benzer zihinlerin birliğiydi. Ben, Charlie ve Jamie’nin insanlar ve piyasaların aşırı değişim olasılığını ciddiye almama eğiliminde oldukları şeklindeki görüşlerini paylaşıyordu, fakat düşüncelerini bir adım öteye taşıdı. Charlie ve Jamie esas olarak finans piyasalarındaki felaket olasılıklarıyla ilgileniyordu. Ben’in zihninde ise gerçek yaşamdaki felaket olasılıkları çok küçük bir yer tutuyordu. İnsanların bunları düşünmek istemedikleri için bu tür olasılıkları ciddiye almadığına inanıyordu. İnsanların hem piyasalarda hem de yaşamda aşırı olaylara iki yoldan biriyle tepki verme eğilimi vardı: Kaçma veya savaşıma. Savaşıma, “Gidip silahlarımı alacağım,” demekti. “Kaçma ise, “Hepimiz buna mahkûmuz, bu yüzden bir şey yapmam,” anlamına geliyordu. Charlie ve Jamie kaçmaktan yana olan tiplerdi. Küresel ısınmanın deniz seviyesini altı metre yükseltme ihtimali olduğunu söylediğimde omuz silkip, “Bu konuda yapabileceğimiz bir şey olmadığına göre endişelenmeye ne gerek var?” veya “Böyle bir şey olursa zaten hayatta olmak istemem,” derlerdi.

Ben bu durumu gayet güzel özetliyor: “Manhattan’da yaşayan iki bekâr adam. Birbirlerine benziyorlar. ‘Manhattan’da yaşayamayacaksak hiç yaşamasak da olur,’ diye düşünüyorlar.” Charlie’nin de Jamie’nin de finans piyasalarındaki dramatik bir

değişim olasılığına karşı bu kadar tetikteyken, bu piyasaların dışındaki olasılıklara karşı aynı duyarlılıkta olmamaları onu şaşırtmış: “Kendimi ve çocuklarımı öngörülmesi mümkün olmayan bir ortama hazırlamaya çalışıyorum.”

Charlie ve Jamie, Ben’in kehanetlerini kendisine saklamasını tercih ettiler. İnsanları rahatsız ediyordu. Örneğin, bildiğimiz kadarıyla Ben’in dünyanın sonunun gelme ihtimaline karşı San Francisco’nun kuzeyinde yolu bile olmayan uzak, kırsal bir bölgede içinde ailesini beslemeye yetecek sebzelerin ve meyve ağaçlarının ekili olduğu küçük bir çiftlik aldığını hiç kimsenin bilmesine gerek yoktu. Ben’in, özellikle de onların yatırım stratejilerinin birinci kuşaktan kuzeni olduğundan, dünya görüşünü kendisine saklaması zordu: Kaza ve felaket olasılığı asla konuşmalarının çok uzağında değildi. Charlie bir gün telefonda Ben ile konuşurken, *Uzak riskleri almaktan bile hoşlanmıyorsun ama her zamankinden yüksek olan bir konut piyasasında, fay hattındaki bir dağın tepesinde bulunan bir evde yaşıyorsun*, dedi. Charlie, yalnızca, “Gitmem gerek,” diyerek telefonu kapattığını anımsıyor: “Neredeyse iki ay onunla bağlantı kurmakta zorlandık.”

Ben, “Telefonu kapattım ve *evimi satmam gerektiğini, hem de bunu hemen yapmam gerektiğini* fark ettim,” diyor. Evinin değeri bir milyon dolar, belki de daha fazlaydı ama ayda 2.500 doların üzerinde kiraya verilemiyordu. Ben, brüt kiranın otuz katının üzerinde işlem gördüğünü söylüyor: “Genel olarak ondan alıp yirmiden satıyordunuz.” Böylece, ekim 2005’te ailesiyle birlikte fay hattının uzağında kiralık bir eve taşındı.

Ben, Charlie ve Jamie’nin profesyonel para yöneticileri olmaktan çok bu işi zevk için yaptıklarını düşünüyordu, ya da ken-

di ifadesiyle, onlar “piyasalarda top çeviren iki akıllı adamdı.” Fakat gerçekleşeceğini umdukları bir finansal tiyatroya ucuz bilet alma stratejileri kendisine yakın geliyordu. Buna pek de kumsuz bir strateji denemezdi, hatta başarılı olduğundan daha sık başarısız olduğu neredeyse kesindi. Bazen beklenen tiyatro oyununu asla oynanmıyordu; bazen de fiilen ne yaptıklarını bilmiyorlardı. Bir keresinde Charlie vadeli benzin işlemlerinde tuhaf bir fiyat tutarsızlığı olduğunu düşündü ve hızla bir benzin sözleşmesi alıp bir başkasını sattı ve risksiz kâr ettiğini düşünürken, Jamie’nin ifadesiyle “birinin kurşunsuz benzinken, diğerinin motorin gibi bir şey olduğunu” fark etti. Bir başka sefer önerme doğru ama sonuç yanlıştı. Jamie şöyle anlatıyor: “Bir gün Ben beni aradı ve ‘Dostum, sanırım Tayland’da darbe olacak’ dedi. Gazetelerde Tayland’da darbe olasılığıyla ilgili hiçbir haber yoktu; bu gerçek bir vurgun olacaktı. Ona, ‘Hadi Ben, delirdin mi, darbe filan olmayacak,’ dedim. ‘Zaten nasıl bilebilirsin ki? Sen Berkeley’desin!’ Ben, eskiden Singapur’da çalışan ve Tayland’ın nabzını tutan biriyle konuştuğuna yemin etti.” Öylesine ısrarcıydı ki Tayland döviz piyasasına girip Thai bahtı üzerinden çarpıcı ölçüde ucuz görünen üç aylık satış opsiyonları satın aldılar. Bir hafta sonra Tayland ordusu seçilmiş başbakanı devirdi. Thai bahtı yerinden oynamadı. Jamie, “Darbeyi öngörebildik ve para kaybettik,” diyor.

Zararlar işin yapısı gereği çok önemli değildi, planın bir parçasıydı. Kayıpla sonuçlanan işlemler kazandıklarından fazlaydı, ama zararları, yani opsiyonların maliyeti kazançlarına kıyasla önemsizdi. Başarılarının Charlie ve Jamie’nin yalnızca sezdikleri, büyük bir Wall Street şirketi için opsiyon fiyatlandırıcı Ben’in kolaylıkla ifade ettiği tek bir açıklaması vardı: Finansal opsiyon-

lar sistematik olarak yanlış fiyatlandırılıyordu. Piyasa fiyatlarda aşırı hareketler görülme olasılığını çoğunlukla hafife alıyordu. Opsiyon piyasası da uzak geleceğin genellikle olduğundan daha fazla bugüne benzeyeceğini varsayma eğilimindeydi. Nihayetinde bir opsiyonun fiyatı ilgili hisse senedi, döviz veya emtianın oynaklığının bir fonksiyonuydu ve opsiyon piyasaları bir hisse senedi, döviz veya emtianın ne kadar oynak olduğunu tespit etmek için yakın geçmişe bakma eğilimindeydi. IBM hissesi hisse başına 34 dolardan işlem gördüğünde ve önceki yıl boyunca çığınca hareket etmişse, bu hisseyi kısa süre içinde herhangi bir tarihte 35 dolara satın alma opsiyonu nadiren düşük fiyatlandırılıyordu. Altın son iki yıl boyunca onsu 650 dolar civarından işlem görmüşse, gelecek on yıl içinde herhangi bir tarihte onsu 2.000 dolardan bir opsiyon almak pekâlâ fena halde düşük fiyatlandırılmış olabiliyordu. Opsiyonun vadesi uzadıkça Black-Scholes opsiyon fiyatlandırma modelinin oluşturduğu sonuçlar saçmalaşıyor ve bu modeli kullanmayanların fırsatları artıyordu.

Tuhaf ama Potemkin köyü etkisi* yaratarak Cornwall Capital'in yabancılara geleneksel bir kurumsal para yöneticisi gibi görünmesini üçü arasında kişisel olarak en sıra dışı olan Ben sağlıyordu. Wall Street işlem katları konusunda deneyimliydi ve aynı zamanda Charlie ve Jamie'nin büyük Wall Street şirketleri tarafından çok ciddi yatırımcılar olarak görülmedikleri veya Ben'in ifadesiyle, "bir garaj takımı hedge fonu" olarak değerlendirildikleri için hangi ölçüde cezalandırıldıklarını da biliyordu. Borsalarda kişisel yatırımcılara sunulan en uzun vadeli opsiyonlar, hisse

*Potemkin köyü etkisi: 18. yüzyılda Rus Bakan Potemkin'in Çariçe'nin gözüne girebilmek için oluşturduğu içi boş sahte köylerin yarattığı etki –çn.

senetleri üzerinden iki buçuk yıllık opsiyonlar olan LEAP'lerdi. Ben, Charlie ve Jamie'ye, "*Biliyorsunuz, eğer kendinizi ciddi bir kurumsal yatırımcıymış gibi gösterirseniz Lehman Brothers veya Morgan Stanley'i arayıp istediğiniz her şeyin sekiz yıl vadeli opsiyonlarını alabilirsiniz. Bunu ister misiniz?*" dedi.

İstiyorlardı! En düşük fiyatlandırıldığını düşündükleri opsiyonların kaynağıyla, yani Goldman Sachs, Deutsche Bank, Bear Stearns ve geri kalanların en karmaşık işlemler yapan sayısal işlem masalarıyla doğrudan işlem yapabilmeyi fena halde istiyorlardı. Buna *avcılık ruhsatı* diyorlardı. Avcılık ruhsatının adı ISDA'ydı. Bunlar Swap ve Türev Ürünleri Birliği'nin tasarladığı, Mike Burry'nin ilk kredi temerrüt swaplarını satın almadan önce güvence altına aldığı anlaşmalardı. Teorik olarak, ISDA'nızı aldığınızda büyük Wall Street şirketleriyle eşit koşullarda olmasa da hiç değilse bir yetişkin olarak işlem yapabiliyordunuz. Sorun, para yönetimindeki başarılarına rağmen hâlâ çok fazla paraları olmamasından kaynaklanıyordu. Daha da kötüsü, sahip oldukları para kendilerine aitti. Wall Street'te en iyi koşullarda, "net varlığı yüksek kişiler" olarak sınıflandırıyorlardı. Yani zengin kişiler olarak. Zengin kişiler Wall Street'ten orta sınıf mensuplarına göre daha iyi hizmet alıyordu ama yine de kurumsal yatırımcılara göre ikinci sınıf vatandaşlardı. Dahası, zengin kişiler açık borsalarda işlem görmeyen kredi temerrüt swapları gibi esrarengiz kâğıtları alıp satmaya genellikle davet edilmiyordu. Halbuki bu kâğıtlar giderek Wall Street'in atardamarı haline geliyordu.

2006'nın başlarına gelindiğinde Cornwall Capital sermayesini neredeyse 30 milyon dolara çıkarmıştı ama bu bile Wall Street şirketlerinin içindeki kredi temerrüt swapı satan masalar açısından komik denecek ölçüde küçük bir tutardı. Jamie, "Gold-

man Sachs'ı aradık ve bizimle iş yapmak istemediklerini neredeyse hemen anladık,” diyor. “Lehman Brothers bize güldü. Karşımızda ya tırmanmak ya da dibini kazmak zorunda olduğumuz girilmesi imkânsız bir kale vardı.” Charlie, “J.P. Morgan’ın bir müşteri olarak onları kovduğunu” söylüyor: “Onlar için fazlasıyla sorun oluşturduğumuzu söylediler.” Gerçekten de sorun oluşturlarlardı! Cep harçlığı sayılan paralarla yetişkin muamelesi görmek istiyorlardı. Charlie, “Deutsche Bank’tan platin opsiyonu almak istedik,” diyor, “bize ‘kusura bakmayın sizinle böyle bir iş yapamayız,’ dediler. Wall Street bize, paramızı Wall Street’te faaliyet gösteren birine yönettirmek yerine kendimiz yönettiğimiz için bedel ödetiyordu. Jamie onaylıyor: “Bizimle hiç kimse iş yapmayacaktı. Herkesi aradık, itibar görmek için en az yüz milyon dolarınız olması gerekiyordu.”

Büyük İsviçre bankası UBS’i aradıklarında hattın diğer ucunda kendilerine ne kadar paraları olduğunu soran kişiye cevap vermeyecek kadar çok şey öğrenmişlerdi. Jamie, “Bu defasında fırlıdak çevirmeyi öğrenmiştik,” diyor. Sonuç olarak UBS’in onları geri çevirmesi diğerlerinden biraz daha uzun sürdü. Charlie, “‘Ne tutarda kısa pozisyon alıyorsunuz?’ diye sorduklarını hatırlıyor. “Çok fazla almıyoruz dedik. Bunun üzerine, ‘Hangi sıklıkta işlem yapıyorsunuz?’ dediler. Çok sık yapmıyoruz dedik. Uzun bir sessizlik oldu. Sonra, ‘Amirimle görüşmem gerek,’ dediler. Ve bir daha aramadılar.”

Morgan Stanley, Merrill Lynch ve diğerleriyle de benzer şeyler yaşadılar. Charlie bu deneyimleri şöyle anlatıyor: “‘Bize pazarlama materyalinizi gösterin,’ diyorlardı, biz ‘bu tür materyalimiz yok,’ diyorduk. ‘Peki o zaman teklif belgelerinizi gösterin’ diyorlardı. Başkalarının parasını yönetmediğimizden teklif belge-

lerimiz de yoktu. O zaman, ‘Peki, o zaman bize paranızı gösterin,’ diyorlar, biz de ‘Hmm, yeterince paramız da yok,’ diyorduk. ‘O zaman bize özgeçmişlerinizi verin,’ diyorlardı.” Charlie ve Jamie’nin para yönetimi dünyasıyla, örneğin daha önce çalıştıkları iş gibi herhangi bir bağlantıları olsaydı, bu başvurularına bir itibar kazandırabilirdi, ama yoktu. “Görüşmeler hep, ‘Peki o zaman neyiniz var?’ şeklinde sorularla sona eriyordu.”

Cüret, artı 30 milyon dolarla istedikleri ve yapabilecekleri her şeyi yapmak istiyorlardı. Bir de bu büyük Wall Street şirketlerinin nasıl çalıştığını bilen geleceği görme kabiliyetine sahip eski bir türev trader’ı vardı. Ben, “Jamie ve Charlie iki yıllık bir ISDA istiyorlar ama aslında bunu nasıl isteyeceklerini bilmiyorlardı,” diyor. “ISDA’ terimini bile bilmiyorlardı.”

Charlie, Ben’in bunu nasıl yaptığını asla bütünüyle anlayamadıysa da, Ben, bir yatırımcıyı kurum kabul etmek için 2 milyar doları yönetmesini şart koşan Deutsche Bank’ı, Cornwall Capital’i “kurumsal platformuna” almaya ikna etmişti. Ben, bunun yalnızca doğru kişiyi aramayı ve meselelerini anlatacak dili bilmeyi gerektirdiğini iddia ediyor. Deutsche Bank’tan bir ekip, Cornwall’ın bilgisi dışında, Cornwall Capital’in ayrıcalığa, yani Deutsche Bank’ın kurumsal müşterisi olarak kabul edilmeye layık olup olmadığını tespit etmek için Cornwall Capital’i ziyaret etmeye karar vermişti. Charlie, “Ben iyi izlenim bırakır,” diyor.

Deutsche Bank’ın MT (Müşterini Tanı) adlı bir programı vardı, program müşterilerin fiilen tanınması gibi radikal bir içeriğe sahip olmamakla birlikte müşterileriyle en az bir kere görüşmelerini gerektiriyordu. MT programına dahil olacaklarını duyan Charlie ve Jamie ilk kez Greenwich Village’in yanlış tarafında bulunan Julian Schnabel’in stüdyosunda çalışmanın sorulara ya-

nıt vermekten çok, akla yeni sorular getirebileceğini fark etti. Jamie kibarca, “Bir görüntü sorunumuz vardı,” diyor. Çalışma koşulları kötüydü, yukarıdan taze boya, aşağıdan bakımsız tuvaletin kokusu ve dışarıdan gürültü geliyordu. Charlie, “Onlar gelmeden önce, *tuvalete gitmek isteyen olursa mahvoluruz*, diye düşündüğünü anımsıyor. Cornwall Capital’ın o geniş alanda kendisine ayırdığı küçük yer sevimli olmakla birlikte finans işlerine uygun değildi; arka tarafta küçük ve bakımsız bir bahçeye açılan karanlık bir odada çalışıyorlardı ve görünüm bir kredi temerrüt swapı alım sahnesinden çok şehvetli bir sahnenin oynanmasına uygundu. Jamie, “Ofisimizin alt katında bir terzi olduğu ve sesi yukarıdan duyulabildiği için mahcubiyet uyandıran bir veya iki an yaşandı,” diyor. Fakat Deutsche Bank’tan hiç kimse tuvalete gitmek zorunda kalmadı ve Cornwall Capital Management ISDA’sını aldı.

Matbu sözleşmenin son halinde Cornwall Capital’ın Deutsche Bank’a yönelik görevleri uzun pozisyon, Deutsche Bank’ın Cornwall Capital’e yönelik görevleri kısa pozisyondu. Cornwall Capital Deutsche Bank ile bir bahse girer ve “çok para kazanırsa” Deutsche Bank teminat göstermek zorunda değildi. Cornwall yalnızca Deutsche Bank’ın borçlarına sadık olmasını umut edebilecekti. Diğer yandan işlem Cornwall Capital aleyhine gelişirse, zarar ettikleri miktarı günlük olarak yatırmak zorundaydılar. O tarihte Charlie, Jamie ve Ben böyle bir madde yüzünden veya Bear Stearns ile bağittikleri ISDA’daki benzer hükümler nedeniyle endişeye kapılmadılar. Greg Lippmann’dan kredi temerrüt swapı almalarına izin verildiği için mutluydular.

Şimdi ne olacaktı? Aceleci genç adamlardı, işlemin yapıldığına inanamıyorlar ve ne kadar süreceğini bilmiyorlardı, fakat bu

konuda kendi aralarında birkaç hafta boyunca tartıştılar. Lippmann'ın satış teklifi onlara hem yabancı hem de cazip geliyordu. Cornwall Capital daha önce asla ipotekli kredi tahvili almamış, satmamıştı fakat kredi temerrüt swapının yalnızca bir finansal opsiyondan ibaret olduğunu görebiliyorlardı: Küçük bir prim ödüyordunuz ve yeterli sayıda borçlu temerrüde düştüğünde zengin oluyordunuz. Ancak bu vakada, teklif edilen ucuz biletin karşılığındaki oyun fiilen gerçekleşecekmiş gibi görünüyordu. Kendileri için yeni bir sunuş hazırladılar. Charlie, "İşleme bakıyorduk ve bu gerçekleşemeyecek kadar güzel bir şey diye düşünüyorduk" diyor, "üç B notlu CDS'leri [alt gelir grubu ipotekli konut kredisi tahvillerinin üç B tranşı üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları] bu düzeylerden satın almayı nasıl başarabilmiştik? Akli başında olan kim, 'Vay canına, bu riski almak iki yüz taban puana mal olacak,' diyebilirdi? Saçma denecek ölçüde düşük bir fiyattan satılıyormuş gibi görünüyordu. Mantıklı değildi." Artık 2006 yılı ekim ayının başlarına gelmişlerdi. Birkaç ay önce, haziranda, konut fiyatları ülke çapında ilk kez düşmeye başlamıştı. Beş hafta içinde, 29 kasımda, ABX denilen alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri ilk faiz oranı düşüşünü gösterecekti. Borçlular en riskli alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin karşılığına yetecek ölçüde faiz ödemesi yapamıyordu. Tahvillerin dayalı olduğu ipotekli konut kredileri zaten sevimsizleşmişti ama yinede bu kredilere dayalı tahvillerin fiyatları değişmemişti. Charlie, "Bu, işin fazlasıyla tuhaf olan kısmıydı," diyor. "Krediler zaten ödenmemeye başlamıştı. 'Bu işlemin diğer yanında kim var?' diye sormaya devam ettik. Bize durmadan verilen yanıt, 'CDO'lar olduğuydu.'" Tabii ki yeni bir soruya neden oldu: CDO kimdi veya neydi?

Genel olarak –gerçekleşmesi beklenen potansiyel bir olayın üzerine bahis oynamaya degeceğini düşündüklerinden- yeni bir piyasaya girdiklerinde orman rehberi gibi işlev görecektir bir uzman bulurlardı. Bu piyasa deneyim sahibi oldukları piyasalardan o kadar farklıydı ki, yardım bulmaları alıştıklarından daha uzun sürdü. Charlie; “ABS’nin [varlığa dayalı menkul kıymet] ne olduğu konusunda biraz fikrim vardı ama CDO’nun ne olduğunu hiç bilmiyordum,” diyor. Sonunda tahvil piyasası içinde kullanılan dilin bu piyasanın içinde dış dünyadakinden farklı bir amaca hizmet ettiğini fark ettiler. Tahvil piyasası terminolojisi bir anlam ifade etmekten çok dışarıdaki dünyayı şaşırtmak üzere tasarlanmıştı. Aşırı fiyatlandırılmış tahviller “pahalı” değil, “yüksek değerli”ydi, çağrıştırdığı şey neredeyse onları almak zorundasınız gibi bir şeydi. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin oluşturduğu katlara kat denmiyor -veya tahvil alıcısının zihninde somut bir imaj uyandıracak başka herhangi bir isim verilmiyor- tranş adı veriliyordu. En alt tranşa –riskli zemin kat- zemin kat değil mezzanine veya mezz deniyor, böylece tehlikeli bir yatırımdan çok kubbeli bir stadyumda fazlasıyla değerli bir koltuk izlenimi yaratması sağlanıyordu. Yalnızca alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinin en riskli, mezzanine tabakasından oluşan bir CDO’ya alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı CDO değil, “yapılandırılmış finansman CDO’su” deniyordu. Charlie, “Değişik terimler konusunda çok fazla kafa karışıklığı vardı,” diyor. “Bunları anlamaya çalıştığımız sırada bize niçin pek mantıklı gelmediğini anladık. Bunun nedeni pek mantıklı olmamalarıydı.”

Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasının açığa kavuşturulması gereken şeyleri belirsizleştirmek konusunda özel bir yeteneği

vardı. Örneğin, bütünüyle alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı bir tahvile alt gelir grubu ipotekli konut kredisi tahvili değil, ABS veya varlığa dayalı menkul kıymet deniyordu. Charlie Deutsche Bank’a varlığa dayalı bir menkul kıymetin tam olarak hangi varlıklara dayalı olduğunu sorduğunda, eline var olduğunu dahi bilmediği kredi kategorilerinin (“orta gelir grubu”) yanı sıra daha çok baş harflerden oluşan bir kısaltma listesi verildi –RMBS, HEL, HELOC, Alt-A. RMBS ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri ifade eden bir kısaltmaydı. HEL konut sermaye kredisini ifade ediyordu. HELOC konut sermaye kredisinden yararlanma limiti idi. Alt-A –örneğin, kredi müşterisinin gelirini teyit etmek için- istenmesi gereken evrakları alma zahmetine bile girilmeksizin kullandırılan en riskli ipotekli konut kredilerine verilen isimdi. “A” kredi değerliliği en yüksek olan kredi müşterilerini tanımlamak için kullanılıyordu; “Alternatif A-tahvili”nin kısaltması olan Alt-A kredi değerliliği en yüksek olanların alternatifi anlamına geliyor, tabii ki böyle kullanıldığında çok daha belirsiz hale geliyordu. Kısaltmaya dönüştürülen kredilere bir kural olarak alt gelir grubu kredileri demek çok daha açıklayıcı olacaktı ama tahvil piyasası açıklayıcı olmak istemiyordu. “Orta gelir grubu” ifadesi dilin gerçeğe karşı bir tür zaferydi. Bazı kurnaz tahvil satıcıları geniş bir alana yayılmış olan alt gelir grubu ipotekli kredilerine, tıpkı hırslı bir inşaat müteahhidi-nin Oakland’a gözünü dikip bölgenin bir kısmını yeniden piyasaya sürme fırsatı bulmasına benzer biçimde göz dikmişti. Oakland’ın bütünüyle ayrı bir şehirmiş gibi görünmek isteyen Rockridge adlı bir kenar mahallesi vardı. Ve yalnızca Oakland diye anılmayı reddettiği için bu mahallede emlak fiyatları daha yüksekti. Şimdi alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasında da orta ge-

lir grubu diye bilinen benzer bir mahalle boy göstermişti. Orta gelir grubu denilen aslında alt gelir grubuydu -ve her nedense böyle görünmüyordu. Charlie, “Tahvillerin içindeki her şeyin neredeyse tam olarak aynı nitelikte olduğunu anlamam biraz zaman aldı,” diyor. “Wall Street şirketleri yalnızca derecelendirme kuruluşlarının bunlara verilen farklı isimleri kabul etmesini sağladılar, böylece bunu çeşitlendirilmiş bir varlık havuzu gibi gösterebileceklerdi.”

Charlie, Jamie ve Ben alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasına Mike Burry ve Steve Eisman’ın zaten yapmış olduğu şeyi yapmak istediklerini düşünerek girdiler ve karşı bahis oynayacakları en kötü alt gelir grubu tahvillerini bulmaya çalıştılar. Hızla FICO puanları ve kredi-değer oranlarına, sessiz ikinciler ile California ve Florida’daki özel cinnete odaklanıp tahvillerin şaşırtıcı ölçüde iyimser yapıda olduğunu anladılar: Üç B eksi tranşın, yani binanın zemin kat değerinin sıfıra düşmesi, dayalı olduğu havuzda yalnızca yüzde 7’lik bir zarar gerektiriyordu. Fakat sonra alt gelir grubu ipotekli kredi piyasalarına karşı bahse giren diğer herkesten farklı -ve son tahlilde daha kârlı- bir şey yapmaya başladılar: CDO’ların üst katlarına -çift A tranşlarına- karşı bahse girdiler.

Olayın içine girdikten sonra iki avantajları olduğunu fark etmişlerdi. Birincisi, piyasaya çok geç, çökmesinden hemen önce ve bir avuç başka para yöneticisinden sonra girmişlerdi. Charlie, “Hızla hareket edebilmemizin nedenlerinden biri sıfırdan yapmak zorunda kalmadığımız çok sayıda ilginç analizi görebilmemizdi,” diyor. Diğer avantajları ise finans piyasalarına duygusal yaklaşımlarıydı. Bilerek kazanma ihtimali az bahisler oynuyorlardı. Piyasaları gerçek kazanma ihtimali 10:1 olduğu halde

100:1’miş gibi fiyatlandırılmış bahisler için tarıyorlardı. Charlie, kimsenin başvurmadığı kaldıraçları aradıklarını söylüyor: “Kaldıraç etkiyi muazzam büyütme anlamına gelir. Bir manivela vardır, biraz basınç yapar, bunu büyük bir basınca dönüştürürsünüz. Kendimizi dünyadaki küçük değişikliklerin muazzam değer değişimleri yarattığı bir konuma getirmeye çalışıyorduk.

CDO’ya girdiler. CDO’nun ne olduğunu bilmiyor olabilirlerdi ama dünyadaki küçük bir değişiklik CDO’nun değerinde büyük bir değişim yarattığı için zihinleri buna hazırды. Onlara göre bir CDO esas olarak yalnızca bir üç B notlu ipotekli kredi tahvil yığınıydı. Wall Street şirketleri bu yığını çeşitlendirilmiş bir varlık koleksiyonu gibi göstermek konusunda derecelendirme kuruluşlarıyla gizlice işbirliği yapmışlardı ama gözü olan herkes tek bir üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredisi geri ödenmediği takdirde çoğunun batacağını görebilirdi, çünkü bunların tümü aynı ekonomik kuvvetler karşısında savunmasızdı. Florida’daki alt gelir grubu ipotekli konut kredileri California’dakilerle aynı nedenlerle ve aynı tarihte temerrüde düşecekti. Ama buna rağmen CDO’ların yalnızca üç B notlu tahvillerden oluşan yüzde 80’i üç B’den daha yüksek derecelendirilmişti: Verilen notlar üç A, çift A veya A’ydı. Her türlü üç B notlu tahvilin –binanın zemin katı- kökünü kazımak için gereken tek şey konut kredilerinden oluşan havuzda yüzde 7’lik bir zarardı. Aynı yüzde 7’lik zarar, ne şekilde derecelendirilmiş olursa olsun üç B notlu tahvillerinden oluşan tüm CDO’ların kökünü bütünüyle kazıyacaktı. Charlie, “Çok tuhaf olduğu için bunu gerçek anlamda kavramak haftalarımızı aldı,” diyor. “Fakat CDO’nun gerçekte ne olduğunu araştırdıkça, *Lanet olsun, bu tam bir çılgınlık. Sahtekârlık bu, demeye başladık. Belki bunu bir mahkemede kanıtlayamazdınız. Ama bu bir sahtekârlıktı.*”

Aynı zamanda da şahane bir fırsattı. Piyasa kendi yalanına inanmış görünüyordu. Bir CDO'nun güvenli sayılan çift A notlu bir dilimine uygulanan sigorta primi, riskli olduğu açıkça görülen üç B notlu tahvillerin sigorta primine göre çok daha ucuzdu. Bahsi doğrudan üç B notlu tahvillere karşı oynayıp yılda yüzde 2 ödemektense CDO'ların tam olarak aynı tahvillerden oluşan çift A notlu dilimine karşı oynanacak bahse yılda yüzde 0,5 ödemek için hiçbir neden yoktu. Üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı oynanacak bahisle fiilen aynı olan bir bahis için dört kat az ödeme yapmak, dört kat fazlasını kazandırabilecekti.

Büyük Wall Street şirketlerini arayıp onları çift A tranşlı CDO'lar üzerinden kredi temerrüt swapı almaktan vazgeçirebilecek kimse olup olmadığına baktılar. Jamie, "Bu gerçek olamayacak kadar güzel görünüyordu" diyor. "Ve ne zaman bir şey gerçek olamayacak kadar güzel görünse, bunun nedenini bulmaya çalışırız." Deutsche Bank'ta Greg Lippmann'a bağlı çalışan Rich Rizzo adlı biri buna fırsat verdi. Rizzo, CDO'lar üzerinden CDS'leri standardize eden ISDA anlaşmasının (ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenen CDS'leri standardize eden ISDA'dan farklı bir anlaşma) yalnızca birkaç ay önce, Haziran 2006'da yapıldığını söyledi. Henüz hiç kimse CDO'nun çift A tranşı üzerinden kredi temerrüt swapı satın almamıştı, bu da bunlar için likit bir piyasa olmama ihtimali demekti. Likit bir piyasa olmayınca da bunları istedikleri zaman veya adil bir fiyatla satamayabilirlerdi.

Charlie, "Söylediği bir diğer şeyin [işlerin] asla CDO'ların kötü gitmesine neden olacak kadar kötü gitmeyeceği," olduğunu hatırlıyor.

Cornwall Capital aynı fikirde değildi. Alt gelir grubu kredilerinin CDO'ları çökertmeye yetecek sayılarda temerrüde düşüp

düşmeyeceğinden emin değillerdi. Bildikleri tek şey bunu Deutsche Bank'ın veya bir başkasının da bilmediğiydi. Kuşkuyla kredi havuzlarına dayalı tahvil havuzlarındaki ilk zararları sigortalamanın “doğru” bir fiyatı olabilirdi, ama bu yüzde 0,5 olamazdı.

Tabii ki eğer CDO üzerine kumar oynayacaksanız bir CDO'nun içinde tam olarak ne olduğunu bilmek yararlı olacaktı ama onlar bunu hâlâ bilmiyorlardı. Bilgi edinmekte karşılaştıkları zorluk çoğu yatırımcının değerlendirme çalışmalarının bu aşamasını atladığını gösteriyordu. Her CDO –içinde binlerce farklı kredi bulunan- yüz farklı ipotekli kredi tahvili parçası içeriyordu. Bunların hangi parçalar veya hangi krediler olduğunu tespit etmek imkânsız ya da neredeyse imkânsızdı. Başlangıçta en bilgili kaynak olacağı varsayılan derecelendirme kuruluşları bile bir ipucuna sahip değildi. Charlie, “S&P’yi aradım ve CDO’nun içinde ne olduğunu anlatıp anlatamayacaklarını sordum,” diyor. “Ve bana, ‘Ah evet, bunun üzerinde çalışıyoruz,’ dediler.” Moody’s ve S&P bu üç B notlu tahvilleri çeşitlendirilmiş oldukları varsayımıyla istifliyor ve –tahvillerin ardında ne olduğunu dahi bilmeksizin!- onlara not veriyorlardı. Yüzlerce CDO işlemi yapılmıştı –yalnızca son üç yılda 400 milyar dolar değerinde kâğıt yaratılmıştı- ve söyleyebildikleri kadarıyla bunların hiçbirisi gereken dikkatle incelenmemişti. Charlie CDO'nun içeriği konusunda güvenilir bir kaynak buldu. Bu Intex adlı bir veri şirketi idi, fakat Intex telefonlarına karşılık vermediğinden bu şirketin küçük yatırımcılarla konuşmaya pek ilgi duymadığını düşündü. En sonunda Lehman Brothers tarafından yönetilen LehmanLive adlı bir Web sitesi buldu.*

* Şimdi bile, Lehman Brothers'ın ölümünden sonra LehmanLive birçok CDO'nun içeriği konusunda başvurulacak hayaletimsi bir kaynak olmayı sürdürüyor.

LehmanLive da CDO'nun tam olarak ne olduğunu söylemiyordu, fakat dikkat çeken özelliklerine ilişkin kaba bir tablo sunuyordu: Örneğin, dayalı olduğu tahviller hangi yıl yaratılmıştı ve bu tahvillerden ne kadarı esas olarak alt gelir grubu kredilerine dayalıydı? Charlie ve Jamie Julian Schnabel'in stüdyosunun kırmızı tuğla duvarlarına projeksiyon makinesiyle verileri yansıtıyor ve iki özgün özellik arıyordu: Bütünüyle son dönemde verilen alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı tahvillerin en yüksek yüzdesini içeren CDO'lar ve diğer CDO'ların en yüksek yüzdesini içeren CDO'lar. Burada CDO'larla ilgili bir başka tuhaflık daha vardı: Çoğunlukla yalnızca başka CDO'ların yeniden ambalajlanmış tranşlarından oluşuyorlardı ve muhtemelen bunlar Wall Street'teki yaratıcılarının satmakta zorlandığı tranşlardı. Daha da şaşırtıcı olan bunların döngüselliği idi: CDO "A" bir parça CDO "B" içeriyor, CDO "B" bir parça CDO "C" içeriyor ve CDO "C" bir parça CDO "A" içeriyordu! Bir CDO içinde çürük tahvil aramak portatif bir tuvalette dışkı aramak gibi bir şeydi. Sorun bulup bulmayacağınız değil, yeterince bulduğunuza ne kadar çabuk kanaat getireceğinizdi. Bunlar Carina, Gemstone, Octans III, Glacier Funding gibi kurnazca verilmiş isimler taşıyor ve içerikleri, yaratıcıları ya da yöneticileri konusunda hiçbir fikir vermiyorlardı. Jamie, "Hepsinin böyle gelişigüzel isimleri vardı," diyor. "Asla çözemediğimiz bir nedenle çoğuna Adirondack Sıradağları'nın* isimleri verilmişti."

Derhal en kötü kâğıtlardan olduğunu umdukları şeylerin listesini yapıp birkaç broker'ı aradılar. Zenginlerle ilgilenen broker'lardan sıyrılıp büyük, borsa yatırımcısı kurumlarla ilgilenen

*Adirondack Sıradağları: New York eyaletinin kuzey doğusundaki sıradağlar –çn.

broker'ların kollarına atılmakta zorlanmışlardı. Büyük borsa broker'larından kaçıp alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasının içindeki insanlar tarafından kabul edilmek daha da zor oldu. Charlie'nin anlattığına göre, aradıklarında çoğu kişi, "Hey, niçin biraz hisse senedi almıyorsunuz!" yanıtını veriyordu. Bear Stearns hiç parası olmayan bu gençlerin yalnızca kredi temerrüt swapı satın almakla yetinmeyip başka hiç kimsenin satın almadığı ölçüde esrarengiz olanlarını almak istemesine inanamıyordu. Bear Stearns'da ilk teklif telefonlarına cevap veren kredi temerrüt swapı satıcısı, "Onlara güldüğümü hatırlıyorum," diyor.

Deutsche Bank'ta daha önce hiç müşterisi olmamış yirmi üç yaşındaki bir tahvil satıcısının başına atıldılar. Bu genç adam, "Ben ve Charlie'yi tanımış olma sebebinin Deutsche Bank'ta başka hiç kimsenin onlarla iş yapmak istememesi olduğunu" anlatıyor: "Yirmi beş milyon dolar gibi bir paraları vardı ki bu Deutsche Bank için gerçekten mühim bir rakam değildi. Hiç kimse telefonlarına cevap vermek istemiyordu. İnsanlar şirketlerinin ismiyle dalga geçiyor, 'Oh, yine Cornhole Capital arıyor,' diyorlardı." Yine de onlarla işlem yapmaya en istekli kuruluş bir kez daha Deutsche Bank oldu. 16 Ekim 2006'da Greg Lippmann'ın işlem masasından hiçbir gerekçesi olmadığı halde Pine Mountain adı verilen bir CDO'nun çift A tranşı üzerinden 7,5 milyon dolarlık kredi temerrüt swapı satın aldılar. Dört gün sonra Bear Stearns onlara 50 milyon dolarlık daha satış yaptı. Bear Stearns'taki kredi temerrüt swapı satıcısı, "Ace'i bir yerden tanıyorlardı, bu yüzden onlarla iş yapmak zorunda kaldık," diyor.

Charlie ve Jamie kendilerine tam bir çılgınlık gibi görünen şeyleri açıklayacak birini bulma umuduyla bu yeni piyasayla uzaktan da olsa bağlantılı olduğunu düşündükleri herkesi arama-

ya devam ettiler. Nihayet bir ay sonra aradıkları piyasa uzmanını bulup işe aldılar. Bu David Burt adlı biriydi. *Institutional Investor* dergisinin Sabit Getiri Piyasasının Yükselen 20 Yıldızı başlığıyla yayınladığı listeye girmek insanların tahvil piyasasında ne kadar para kazandığının ölçüsüydü. David Burt'ün yaptığı liste de insanların alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili piyasasında ne kadar para kazandığının ölçüsüydü. Burt, Merrill Lynch'in kısmen sahip olduğu BlackRock adlı 1 trilyon dolarlık tahvil fonunda çalışmış, alt gelir grubu ipotekli kredilerini değerlendirmişti. İş BlackRock için kötüye gidecek tahvilleri kötüye gitmeden önce tespit etmektir. Şimdi ise kendi fonunu kurarak alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine yatırım yapma umuduyla işten ayrılmıştı ve amacına ulaşmak için uzmanlığını ayda 50.000 dolar karşılığında Cornwall Capital'daki bu tuhaf adamlara kiralamak istiyordu. Burt sansasyonel bilgilere sahipti ve bu bilgileri analiz etmekte kullandığı modeller vardı; örneğin, muhtelif konut fiyatı senaryolarında ipotekli kredilere neler olacağını semt semt söyleyebiliyordu. Sonra bu bilgiyi alıp hangi ipotekli kredi tahvillerinin başına ne gelebileceğini anlatıyordu. Bu bilgiyi kullanmanın en iyi yolunun daha sağlıklı görünen ipotekli kredi tahvillerini satın alıp sağlıksızları satmak olduğunu düşünüyordu.

İçeriden bilgi edinerek işlem yapan bu uzmanın maharetle yaptığı karmaşık işler Cornwall Capital'i pek ilgilendirmiyordu. Tüm piyasanın çökmek üzere olduğundan kuşkulandıkça en iyi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini seçmeye bir sürü zaman ayırmak saçmaydı. Burt'e karşı bahis oynadıkları CDO'ların listesini verdiler ve ne düşündüğünü sordular. Jamie, "Her zaman, yaptığımız şeyi niçin bilmediğimizi bize açıklayacak birini aradık," diyor. "O da açıklayamadı." Burt'ün onlara söyleyebildiği

tek şey, muhtemelen şimdiye kadar bir CDO'nun çift A tranşı üzerinden kredi temerrüt swapı satın alan ilk kişiler olduklarıydı. Bu rahatlatıcı olmadı. CDO piyasasında anlamadıkları çok şey olduğunu düşünüyorlardı; bir gün içinde karşı bahis oynayacakları CDO'ları seçmişler ve kurnazca bir şey yaptıklarını sanmışlardı. Jamie, "Zaten dart atıyorduk," diyor, "dartları biraz daha iyi atalım dedik."

Burt'ün birkaç hafta sonra verdiği analiz kendisi kadar onları da şaşırttı: Çok iyi seçim yapmışlardı. Charlie, "Harika işler yapmışsınız. Bu CDO'ların içinde gerçekten çok sayıda berbat tahvil var," diyordu. Henüz CDO'larının içindeki tahvillerin fiilen tahviller üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları olduğunu bilmiyorlardı, yani CDO'ları sıradan CDO'lar değil sentetik CDO'lar ya da Mike Burry ve Steve Eisman ile diğerlerinin piyasaya karşı bahis oynamak için seçtiği swaplara temel teşkil eden tahvillerdi. Birçok açıdan hâlâ saftılar.

Her zaman olduğu gibi işin zor yanı poker masasındaki aptal rolünü oynamadan piyasa uzmanı rolünü oynamaktı. Ocak 2007'ye gelindiğinde 30 milyon dolarlık küçük fonlarında varlığa dayalı CDO'ların çift A tranşı üzerinden düzenlenmiş 100 milyon dolarlık kredi temerrüt swapına sahip olmuşlardı. Onlara swapları satanlar bunlarla ne yapacaklarını hâlâ bilmiyorlardı. Genç Deutsche Bank broker'ı, "Sahip oldukları sermayenin birkaç katı büyüklüğünde bahisler oynuyorlardı," diyor. "Ve bunu CDO'lar üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swaplarıyla yapıyorlardı ki tüm bankada üç veya dört kişi bununla ilgili akıllıca konuşabiliyordu." Charlie, Jamie ve Ben ne yaptıklarını kısmen anlıyor, kısmen de anlamıyorlardı. Charlie, "Bu işlemi takıntı haline getirmiş gibiydik," diyor. "Ve bu konuda çok sayıda insanla

konuştuktan yorulmuştuk. Yine de diğer yanda kimin olduğunu tam olarak tespit edemedik. Niçin yanlış yaptığımızı bize anlatabilecek insanlar aramayı sürdürdük. Çılgınlık yapıp yapmadığımızı merak ediyorduk. Aklımızı mı kaybediyoruz? duygusunun baskısı altındaydık.”

Piyasanın tersine dönüp krizin başlamasına yalnızca birkaç hafta vardı ama bunu bilmiyorlardı. Tesadüfen içine girdikleri bu boş tiyatro sahnesinin en inanılmaz finansal drama hazırlandığından kuşkuluyorlardı ama bunu da bilmiyorlardı. Bildikleri tek şey bilmedikleri çok fazla şey olduğuydu. Bir gün Bear Stearns'daki kredi temerrüt swapı satıcısı telefon edip beş gün sonra Las Vegas'ta büyük yıllık alt gelir grubu tahvil konferansı yapılacağını söyledi. Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasındaki tüm önemli kişiler orada olacak, bir yaka kartıyla Venedik otelinde dolaşacaktı. Bear Stearns müşterileri için Vegas atış poligonunda özel bir etkinlik düzenlemeyi planlıyordu, burada Glock'tan Uzi'ye kadar her türlü silahla atış yapmayı öğrenebileceklerdi. Charlie, “Annemle babam New Yorklu liberallerdi,” diyor. “Oyuncak bir silaha sahip olmama bile izin vermediler.” Bear Stearns'ın etkinliğinde atış yapmak ve alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasına karşı bahis oynamakla niçin yanlış yaptıklarını açıklayacak birini bulup bulamayacaklarını görmek için Ben ile birlikte Las Vegas'a uçtular.

Venedik Oteli'ndeki Örümcek Adam

Eisman ile golf oynamak Wall Street'ten başka birisiyle golf oynamaya benzemiyordu. Oyun genellikle, Eisman'ın Wall Street golfçülerinin adetlerine aykırı biçimde giyinmiş olarak çıkıp gelmesinden sonra, daha ilk atışta toplu bir rahatsızlıkla başlardı. 28 Ocak 2007 günü de Eisman, Las Vegas'taki fiyakalı Bali Hai Golf Kulübü'ne üzerinde bir jimnastik şortu, bir tişört ve spor ayakkabılarla geldi. Yabancılar yadırgadı, Vinny ve Danny utandı. Danny teknik anlamda patronu olan adamı, “Yapma Steve, buranın kendi adetleri var. En azından yakalı bir tişört giymeliydin,” diyerek eleştirdi. Eisman golf arabasını kulüp binasının önüne çekti ve kapüşonlu bir mont satın aldı. Mont tişörtünü kapatmıştı. Eisman ilk atışını montu, jimnastik şortu ve spor ayakkabılarıyla yaptı. Eisman'ın sopasının diğer her sallanışı gibi bu da bir öneriden çok belirleyici bir hareketti. Topun gittiği yeri beğenmedi, çantasından yeni bir top çıkararak onu yeni ve daha iyi bir yere gönderdi. Vinny'nin topu çimenlik alana, Danny'ninki ise engebeli araziye gidecekti. Steve kendininkini kumlu tümseğe attı, sonra kuma girip topu aldı ve Vinny'ninkinin yanına fır-

lattı. Onu hilekârlıkla suçlamak zordu, çünkü yaptığı şeyi gizlemek için en küçük bir girişimde bulunmamıştı. Hatta oyun tarzında anormal bir şeyler olduğunu dahi fark etmiş görünmüyordu. Eisman dokuzuncu kez topunu bir kum tümseğinden çıkardığında veya topu suya düşmemiş gibi davrandığında ilk atışında gösterdiği özür dileme gereği duymayan özgüveni sergiliyordu. Vinny, “Hafızası çok seçici olduğundan önceki deneyimlerinden iz kalmıyor,” diyor. Oyunu bir çocuk gibi veya kutsal bir törenle dalga geçen biri gibi oynuyordu ki bu da aynı şey demekti. Danny, “İşin tuhaf yanı aslında hiç de fena oynamaması,” diyor.

Bir tur golften sonra Deutsche Bank’ın kendilerini konuk ettiği Wynn Otel’e akşam yemeğine gittiler. Eisman tahvil piyasasından insanlarla birlikte ilk kez bir konferansa katılıyordu ve ne yapacağını bilmediğinden kendisini Greg Lippmann’ın ellerine teslim etmişti. Lippmann bir restoranda özel bir salon tutmuş ve bunun karşılıksız bir yemek olmadığını düşünen Eisman ile ortaklarını davet etmişti. Vinny, “Açık bir gündemi olduğunda bile bunun altında daima başka şeyler olurdu,” diyor. Lippmann’ın fikri olan tüm akşam yemeklerinin gizli bir amacı olmalıydı –ama bu sefer amacı neydi?

Sonunda Lippmann’ın yeni bir sorunu olduğu ortaya çıktı: ABD konut fiyatları düşüyor, temerrüde düşen alt gelir grubu kredileri artıyordu ama yine de alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri tıpkı bunların sigorta fiyatları gibi gücünü koruyordu. Şu anda alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinde tam 10 milyar dolarlık kısa pozisyonu vardı, bu kendisine prim olarak yılda 100 milyon dolara mal oluyordu ve işin sonu görünmüyordu. Danny, “Çıldırmaq üzere olduğu açıldı,” diyor. Lippman’ın dev bahsi şimdiye kadar Steve Eisman gibi yatırımcılar tarafından kredi te-

merrüt swapları alım ve satımlarında ödenen komisyonlarla finanse edilmişti ama şimdi Steve Eisman gibi yatırımcılar cesaretlerini kaybediyorlardı. Lippmann'ın piyasanın tersine hareket eden bazı eski müşterileri, alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasının asla getirisi olmayacak kredi temerrüt swaplarını sigortalayabilmek için Wall Street tarafından allanıp pullandığından kuşkulanıyordu; bazıları bahsin karşı tarafında olanların kendilerinin bilmediği bir şey bilip bilmediğini merak etmeye başlamıştı. Bazıları da yalnızca, yerinde sayan bu tahvillere karşı bahis oynamak için sigorta primi ödemekten bıkmıştı. Lippmann bu büyük halat çekme oyununu tasarlamış, halatın kendi tarafında kalan ucunu çekecek bir takım oluşturmuştu ve şimdi takım arkadaşlarının hepsi kaçıyordu. Lippmann'ın korktuğu şey, Eisman'ın da oyunu bırakmasıydı.

Okada Restoranının içindeki Japon salonu her birinde demirden dökülmüş bir Japon mangalı ile işine adanmış bir şefin bulunduğu dört bölümden oluşuyordu. Lippmann bu bölümlerden her birine, alt gelir grubu tahvillerinde kısa pozisyon almaya ikna ettiği bir hedge fonu yöneticisi ile aynı tahvillerde uzun pozisyon almış yatırımcıları oturtmuştu. Hedge fonu yöneticilerinin bu bahislerin karşı tarafındaki yatırımcıların ne kadar aptal olduğunu *görüp* bu yatırımcıların kendi bilmedikleri bir şey bilip bilmediklerinden kaygılanmaktan vazgeçmelerini umut ediyordu. Zekice davranmıştı: Danny ve Vinny Lippmann'ın masasındaki aptalların kendileri olup olmadığını konusunda kaygılanmaktan hiç vazgeçmediler. Vinny, “Alt gelir grubu kredi piyasasını anlamıştık ve kredilerin kötüye gittiğini biliyorduk,” diyor. “Bizi rahatsız eden yegâne şey tahvil piyasasının çarklarıydı. Vegas'a gitmemizin tek

nedeni, eğer kazıklanacaksak, hâlâ nasıl kazıklanacağımızı öğrenme ihtiyacı içinde olmamızdı.”

Eisman Greg Lipmann ile kendisini Wing Chau olarak tanıtan ve Harding Advisory adlı bir yatırım şirketi yönettiğini söyleyen kişi arasında ayrılan yere oturdu. Eisman Harding Advisory’nin tam olarak hangi konularda tavsiyelerde bulunduğunu sorduğunda Wing Chau kendisinin bir CDO yöneticisi olduğunu açıkladı. Eisman, “CDO yöneticisi diye bir şey olduğunu hiç bilmiyordum,” diyor. “Yönetilecek şeyin ne olduğunu da bilmiyordum. Eisman daha sonra Wing Chau’nun nasıl görüldüğünü, ne giydiğini, nereli olduğunu ve ne yiyip ne içtiğini hatırlayamayacak, temsil ettiği finansal fikir dışında onunla ilgili her şeyi unutacaktı. Fakat Danny Moses Japon mangalının karşısındaki koltuğundan Lippmann’ın Eisman’ın yanına büyük bir ihtimamla oturttuğu adamı izliyor ve merak ediyordu. Kısa boyluydu, Wall Street erbabına özgü bir göbeği vardı –bir açık tribün serserisinin değil, kış öncesinde bir sincaba gereken ihtiyatlı göbek. Rhode Island Üniversitesi’nden mezun olmuş, yüksek lisansını Babson College’in işletme fakültesinde tamamlamış ve kariyerinin çoğu kısmını hareketsiz sigorta şirketlerindeki hareketsiz işlerde çalışarak geçirmişti –fakat bütün bunlar geçmişte kalmıştı. Yakın zamanda zengin olduğu açıkça anlaşılıyordu. Danny, “*Ben daha iyi bilirim* dermişçesine yapmacık bir gülümsemesi olduğunu” söylüyor. Danny Wing Chau’yu tanıımıyordu, fakat alt gelir grubu CDO’larının son alıcısı olduğunu öğrendiğinde tam olarak kim olduğunu öğrendi: Keriz oydu. Danny, “Aslına bakarsanız onunla hiç konuşmak istemedim, çünkü onu korkutmak istemiyordum,” diyor.

Lippmann’ın Eisman’ın tam sağına kerizi oturttuğunu görün-

ce Danny de Vinny de aynı şeyi düşünmüştü: *Oh hayır. Bu işin sonu iyi olmayacak.* Eisman kendisini frenleyemiyordu. Adamın bir salak olduğunu anladığında bunu ona söyleyecekti ve sonra ne olacaktı? Salaklara ihtiyaçları vardı; işlemlerinin diğer yanında yalnızca salaklar pozisyon alabilirdi. Ve daha fazla işlem yapmak istiyorlardı. Vinny, “İnsanların ne yaptığımızı bilmesini istemiyorduk,” diyor. “Biz işi delil toplamak olan casuslardık.” Eisman’ın bildiğimiz soya sosuyla ikram edilen Japon yemeğine ekmeğini daldırışını –daldırıp emmesini sonra yeniden daldırıp yeniden emmesini- izleyip odanın infilak etmesini beklediler. Arkalarına dayanıp gösterinin tadını çıkarmak dışında yapabilecekleri bir şey yoktu. Eisman’ın tuhaf bir dinleme yöntemi vardı; sizin ne dediğinizi çok fazla dinlemezdi, sanki beyninin uzak bir bölümünde söylediklerinizin dinlemeğe değer olup olmadığına karar veren bir alt yüklenici vardı, bu arada kendisi başka şeyler düşünmeye devam ederdi. Dolayısıyla söylediklerinizi asla ilk seferinde gerçek anlamda duymazdı. Eğer zihnindeki alt yüklenici biraz önce söylediklerinizin ilginç olduğunu tespit etmişse, o sırada yoğun bir odaklanmayla etrafta dönüp duran ana gemiye bir sinyal gönderirdi. Eisman o zaman, “Ne dedin?” derdi. Siz de tekrar söylerdiniz! Çünkü artık Eisman sizi açık bir biçimde bu kez gururunuzu okşayacak kadar seçici bir tarzda dinliyor olurdu. Danny, “Onları izlemeye devam ettim,” diyor. “Ve Steve’in tekrar tekrar *Ne dedin? Ne dedin?* diye sorduğunu gördüm.”

Daha sonra Eisman ne zaman başkalarına finans krizinin kökenini anlatmaya koyulsa söze Wing Chau ile yediği akşam yemeğiyle başladı. CDO denilen ve esas olarak üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden oluşan zemin kat ile bunun

bütünüyle üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenen kredi temerrüt swaplarından oluşan sentetik kopyası olan CDO'nun ne kadar önemli olduğunu ancak şimdi tam olarak takdir ediyordu. “Bunu anlamalısınız,” diyordu. “Bu bir kıyamet çarkıydı.” Çeşitli borç kulelerinin resmini çiziyordu. İlk kule bir araya getirilmiş orijinal alt gelir grubu kredileriydi. Bu kulenin tepesinde üç A tranşı, hemen altında çift A tranşı bulunuyor ve kule aşağıya, Eisman'ın karşı bahis oynadığı tahviller olan en riskli üç B tranşına kadar aşağıya uzanıyordu. Wall Street şirketleri bu beterin beteri üç B tranşlarını almış ve CDO dedikleri yeni bir tahvil kulesi inşa etmişlerdi. Bu teminatlı bir borç yükümlülüğüydü. Bunu yapmalarının nedeni kendilerine kuşku- lu kredilere dayalı bir yığın tahvil sunulan derecelendirme kuruluşlarının bu tahvillerin yüzde 80'ine üç A notu verecek olmasıydı. Ardından bu tahviller yalnızca yüksek notlu menkul kıymetlere yatırım yapmalarına izin verilen yatırımcılara, yani emeklilik fonlarına ve sigorta şirketlerine satılabilecekti. Eisman bu kıyamet gemisine Wing Chau ve onun gibi insanların kaptanlık ettiğini düşünüyordu. Bu adam yalnızca üç B tranşlı veya Eisman'ın deyişiyle, “orijinal tahvillerden daha düşük üç köpek pisliği düzeyine eşit” ipotekli kredi tahvillerine dayalı kâğıtlara yatırılmış yaklaşık 15 milyar doları kontrol ediyordu. Bir yıl önce alt gelir grubu CDO'ların üç A notlu tranşının –yani bu CDO'ların büyük çoğunluğunun- temel alıcısı AIG olmuştu. Şimdi AIG piyasadan çıktığı için temel alıcılar Wing Chau gibi CDO yöneticileriydi. Chau kendi başına, daha önce aslında hiç talep olmayan alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin en riskli dilimleri için muazzam bir talep yaratmıştı. Bu talep kaçınılmaz biçimde yeni tahvil- lerin malzemesi olarak yeni konut kredileri verilmesine neden

oldu. Eisman'ın yemeğindeki ekmeğini iki kere daldırdığı soya sosu, asla geri ödeyemeyecekleri paraları on binlerce gerçek insanın eline verilmesini mümkün kılan bir adamla paylaşılıyordu.

Öyle görülüyor ki FrontPoint ortakları bu kredileri etraflica araştırmaya çok fazla zaman ayırmışlardı ve mevcut temerrüt oranlarının Wing Chau'nun bütün portföyünü temize havale etmeye yeteceğini biliyorlardı. Eisman ona, “Tanrım, zor günler geçiriyor olmalısın,” dedi.

Wing Chau, “Hayır,” diye yanıtladı. “Her şeyi sattım.”

Ne dedin?

Bu anlamsız gelmişti. CDO yatırımcılarına teminat olmak üzere kendisine alt gelir grubu tahvili temin edecek Wall Street şirketini seçiyor ve sonra bizzat tahvilleri inceliyordu. Ayrıca her CDO'nun içinde bulunan yüz civarındaki alt gelir grubu tahvili-ni tek tek izlemek ve kötüye gitmek üzere olanları henüz kötüye gitmeden önce daha iyileriyle değiştirmekle görevliydi. Ancak bu yalnızca teoride böyleydi; pratikte paralarını Wing Chau'ya veren ve karşılığında CDO'ların üç A notlu tranşlarını satın alan - Alman bankaları, Tayvan sigorta şirketleri, Japon çiftçi sendikaları, Avrupa emeklilik fonları ve genel olarak şu veya bu nedenle üç A notlu tahvillere yatırım yapmak zorundaki kuruluşlardan oluşan- yatırımcıların bu yatırımları tam da zararlara karşı güvenilir ve dayanıklı olmaları gerektiği için yapmaları ve yatırımlarını izlemek hatta bunların üzerinde fazla düşünmek zorunda olmamalarıydı. CDO yöneticileri pratikte çok fazla iş yapmıyordu, her türden alakasız insanın birdenbire CDO yöneticisi olmak istemesinin nedeni de buydu. Wall Street'in tipik CDO yöneticisi tanımını kısaca, “New Jersey'de iki adam ve bir Bloomberg ekra-

mı,” şeklindeydi. Bu iki adam ne kadar az uyanıksa ve CDO’larına dahil edilen üç B notlu alt gelir grubu tahvilleri konusunda ne kadar az soru soruyorsa, büyük Wall Street şirketleri tarafından o kadar çok himaye ediliyordu. CDO’nun bütün meselesi şirketlerin doğrudan devredemediği çok sayıda alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası riskini aklamaktı. İsteyeceğiniz en son şey bir sürü zor soru soran bir CDO yöneticisiydi.

Tahvil piyasası ikili oynayan ajan gibi bir yönetici tipi yaratmıştı; aslında bu Wall Street tahvil işlem masalarının çıkarlarını daha iyi temsil ettiği halde yatırımcıların çıkarlarını temsil etmiş gibi görünen bir kişilikti. Kendisine milyarlarını teslim eden büyük yatırımcılara onların çıkarlarını yüreğinden koruduğu güvencesini veren CDO yöneticisi, CDO’nun “özvarlık” veya “ilk zarar” diliminin mülkiyetini elinde tutuyordu. Bu, son tahlilde CDO’yu nakitle destekleyen alt gelir grubu kredileri temerrüde düştüğünde ortadan kaybolan ilk dilimdi. Fakat CDO yöneticisi aynı zamanda yatırımcıların hiçbiri henüz bir kuruş almadan yüzde 0,01’lik bir ücreti cebine indiriyor, ayrıca yatırımcılar paralarını geri alırken de kendisine benzer bir ücret ödeniyordu. Bu büyük bir miktar gibi görünmese de çok az çabayla, hiç genel gideriniz olmadan on milyarlarca doları yönettiğinizde rakam yükseliyordu. Wing Chau yalnızca birkaç yıl önce New York Life Insurance Company’de bir portföy yöneterek yılda 140.000 dolar kazanıyordu. CDO yöneticiliğine başladığında ise bir yıl içinde 26 milyon dolarlık bir ev satın almıştı, bu New York Life’ta onlarca ömür boyu çalışarak kazanabileceği bir rakamdı.

Chau şimdi ise Eisman’a neredeyse beyinsizce konut kredilerinin geri ödenmeme riskinin tümünü kendisine tahvilleri incelemesi için para ödeyen büyük yatırımcılara aktardığını açıklıyordu.

İşi CDO “uzman”lığıydı, fakat aslında zamanının çoğunu CDO’ların içinde ne olduğunu merak ederek geçirmiyordu. Hedefinin kendi sorumluluğundaki dolar miktarını en üst düzeye çıkarmak olduğunu anlattı. Bu işi öylesini iyi yapıyordu ki Ocak 2007’den Eylül 2008’de piyasanın çökmesine kadar Harding Advisory dünyanın en büyük alt gelir grubu CDO yöneticisi haline gelecekti. Harding’in diğer başarıları arasında kendisini adı yalnızca üretim oranıyla değil (Merrill ikinci en büyük Wall Street şirketi olarak bu kâğıtların toplamından iki kat fazlasını yarattı) aynı zamanda sanayi atıklarıyla (CDO’larının daha sonra en kötülerden oldu açığa çıktı) da ünlenen Merrill Lynch’in korkunç CDO çarkının alıcısı haline getirmek vardı. Eisman, “CDO’ları ‘yönetiyordu,’” diyor. “Peki ama yönettiği neydi? Yapılandırılmış finansman piyasasının hiç CDO pozisyonu tutmayan birinin CDO portföyü yönetmesine izin verecek kadar çıldırmış olması beni dehşete düşürdü. İnsanlar CDO’larını ‘yönetmesi’ için birine para ödüyordu –sanki bu moron size yardımcı oluyormuş gibi. İçimden, *seni kalleş, bu işe yatırım yapanlar zerre kadar umurunda değil*, diye düşündüm.” Chau’nun gerçek işi “bulduğu” Wall Street şirketleri için yeni bir tür paravan olarak hizmet etmektir; yatırımcılar Merrill Lynch tarafından yönetilmeyen bir Merrill Lynch CDO’sunu satın aldıklarında kendilerini daha iyi hissediyorlardı.

Greg Lippmann’ın Steve Eisman’ın yanına Wing Chau’yu oturtmasının bir nedeni vardı. Wing Chau Eisman’ın kendisinden hoşlanmadığını anladıysa da bunu belli etmedi; tam tersine Eisman’a, *bu işleri senden daha iyi bilirim*, dermişçesine hava attı. Eisman, “Sonra aklımı başımdan alan bir şey söyledi,” diyor.

“Piyasamda açığa satış yapan sizin gibi adamlara bayılıyorum. Siz olmasaydınız satın alacak bir şeyim olmazdı.”

Ne dedin?

“Siz haklı olduğunuzu düşünüp heyecanlandıkça daha fazla işlem yapacaksınız, sizin daha fazla işlem yapmanız benim için daha fazla ürün demek.”

İşte bu Steve Eisman’ın çarkın çılgınlığını nihayet anladığı andı. Vinny ve Danny ile birlikte Goldman Sachs ve Deutsche Bank ile alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin üç B tranşlarının akıbeti üzerine bahis oynarken bu şirketlerin bahisleri kabul etmeye niçin bu kadar istekli olduğunu tam olarak anlamamışlardı. Şimdi ise kredi temerrüt swaplarının diğer yanındaki kişiyle fiilen karşı karşıyaydı. Meseleyi şimdi kavramıştı: CDO süzgecinden geçirilen kredi temerrüt swapları fiili konut kredilerine dayalı tahvillerin kopyalanmasında kullanılıyordu. *Yatırımcıların nihai ürüne yönelik iştahlarını karşılayabilecek kadar berbat kredi talep eden Amerikalı sayısı yetersizdi.* Wall Street bunların sentetiklerini yaratmak için Eisman gibilerin bahislerine muhtaçtı. Eisman, “Bedelini ödeyemeyecekleri bir eve sahip olmak için ödünç para alan çok sayıda niteliksiz borçlu onlara yetmiyordu,” diyor. “Bunlar bütünüyle kurgusaldı. Var olanların yüz katı! Finans sistemindeki zararlar bu yüzden alt gelir grubu kredilerinden çok daha büyük oldu. İşte o zaman çarkı döndürmeye devam etmek için bize ihtiyaç duyduklarını anladım. *Buna izin veriliyor mu dedim.*”

Wing Chau Greg Steve Eisman’ın yanına Lippmann tarafından onu kredi temerrüt swaplarının diğer yanındakilerin ya sahtekâr ya da moron olduğuna ikna etmesi için kasten oturtulduğu-

nu bilmiyordu ama her koşulda rolünü oynadı. İçkisini yudum-larken Eisman'a esas olarak hacim üzerinden para kazandığı için hiç sahip olmamaktansa 50 milyar dolarlık niteliksiz CDO'ya sahip olmayı tercih ettiğini söyledi. Asıl korkusunun ABD ekonominin güçlenmesi ve hedge fonlarını alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasına karşı daha büyük bahisler oynamaktan vazgeçirmesi olduğunu anlattı. Eisman dinledi ve bahislerinin diğer taraftaki bir yatırımcının nasıl kendisiyle aşağı yukarı aynı şeyi umduğunu -ve herhangi bir sigorta şirketi veya emeklilik fonunun sermayesini Wing Chau'ya nasıl teslim edebildiğini- anlamaya çalıştı. Tek bir yanıt vardı: Üç A notları herkese yönettiği riski göz ardı etme bahanesi sunuyordu.

Danny ve Vinny Japon mangalının dumanları arasından dikkatle onları izliyordu. Görebildikleri kadarıyla Eisman ile Wing Chau çok iyi anlaşıyordu. Fakat yemek bittiğinde Eisman'ın Greg Lippmann'ı yakalayıp Wing Chau'yu göstererek, "Bu adam ne satın alırsa aynısıyla kısa pozisyona girmek stiyorum," deyişini izlediler. Lippmann bunu şaka zannetti ama Eisman çok ciddi-di: Özellikle Wing Chau'ya karşı bahis oynamak istiyordu. "Greg," dedi, "Onun kâğıtlarıyla kısa pozisyon almak istiyorum. Her ne olursa olsun." Eisman o ana kadar yalnızca alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları almıştı; bundan sonra yalnızca Wing Chau'nun CDO'ları üzerinden düzenlenen kredi temerrüt swaplarını alacaktı. Vinny, "Sonunda düşmanla yüz yüze gelmişti," diyor.

Charlie Ledley duvardan bir Beretta tabancası, bir av tüfeği ve Uzi seçti; bu kısa bir süreliğine bir başkasının hayatını yaşaması demekti. Las Vegas'a gitmek üzere odasından çıkmalı çok ol-

mamıştı, kendisiyle Las Vegas'ta buluşmayı planlayan ortağı Ben Hockett'e ve planlamayan Jamie Mai'ye birer e-posta atmış, "Hiçbir şeye ön kayıt yaptırmadığımız için kazıklandığımızı düşünüyor musunuz?" diye sormuştu. Bu Cornwall Capital'in resmen davet edilmediği ve daha çok kendi kendisini davet ettiği ilk büyük piyasa etkinliği değildi, sonuncusu da olmayacaktı. Jamie, "Böylesi etkinliklerde boy gösterirseniz hemen her zaman katılmanıza izin verirler," diyor. Charlie'nin Vegas'ta tanıdıkları yalnızca Bear Stearns'ın alt gelir grubu ipotekli kredi çarkına mensup birkaç kişiydi ve onlarla da hiç fiilen karşı karşıya gelmemişti. Buna rağmen Las Vegas'a indikten sonra kendisine bir e-posta göndererek konferansta değil, uçak pistinden birkaç mil uzaktaki atış poligonunda buluşmayı istemişlerdi. E-posta, "Pazar günü ateş etmeye gidiyoruz..." diye başlıyordu. Charlie öylesine şaşırmıştı ki bunun ne anlama geldiğini sormak için onlara telefon etti: " Yani *silahlarla*... ateş etmeye mi gidiyorsunuz?"

28 Ocak Pazar günü öğleden sonra Las Vegas'taki atış poligonunda Bear Stearns'ın CDO satıcılarını fark etmek zor olmadı. Haki renkli pantolon ve polo yakalı tişörtler giyip gelmişlerdi, etraflarında yerel milis kuvvetleriyle birlikte kaçak göçmen avına bir gün ara vermiş gibi görünen dar siyah tişört giymiş iri yarı adamlar vardı. Yazar kasanın arkasındaki duvara çok heyecan verici bir dizi tabanca, tüfek ve otomatik silah sıralanmıştı. Sağda hedefler bulunuyordu: Usame bin Ladin'in bir fotoğrafı, Usame bin Ladin'in zombi kılığındaki bir tablosu, başlarında poşular bulunan muhtelif el-Kaide teröristleri, güzel beyaz bir kadına saldıran genç bir zenci, elinde bir tabanca sallayan Asyalı bir ser-seri. Charlie, "Bear Stearns kredi kartlarını verip çok sayıda mü-

himmat almaya başladı,” diyor. “Ben de silahlarımı seçmeye başladım.” Onu en çok etkileyen silah Uzi olmuştu. Uzi’yi ve hedef duvarından Saddam Hüseyin’in büyük bir resmini seçti. Tüfek geri tepiyor ve omzunuzu zedeliyordu, fakat çok daha ölümcül bir güce sahip olan Uzi size neredeyse hiç zarar vermiyordu; çektiğiniz acıyla neden olduğunuz hasar arasında ürpertici bir ilişkisizlik vardı. Charlie, “Baretta eğleneliydi ama Uzi bütünüyle dehşet vericiydi,” diyor. Atış poligonundan bir doğa yasasını ihlal ettiğine ilişkin kalıcı bir duygu ve yanıtlanmamış bir soruyla ayrılmıştı: Buraya niçin davet edildim? Bear Stearns satıcıları muhteşem performans göstermişti ama hiçbirisi alt gelir grubu ipotekli kredileri veya CDO’larla ilgili tek bir kelime dahi etmemişti. Charlie’ye göre durum bütünüyle tuhaftı. Çünkü bu adamlarla daha önce hiç karşılaşmamıştı ve oradaki tek Bear Stearns müşterisi oydu: “Bütün mühimmatın parasını onlar ödüyor-du, ‘Çocuklar isterseniz birkaç atışın parasını ben ödeyebilirim,’ dedim ama bana bir müşteri gibi davranmakta ısrarcı oldular.” Tabii ki Wall Street’te çalışan birilerinin bir günlük Full Metal Jacket (1987 yapımı, Stanley Kubrick filmi) oynama masrafını şirketlerine yüklemelerinin en güvenli yolu beraberlerinde bir müşteri davet etmektir. Ve tabii ki davet edilmesi en az sıkıntı yaratacak müşteri ne düşündüğü fiilen dikkate alınmayacak kadar önemsiz bir iş hacmine sahip olan müşteriydi. Olması gerektiği ölçüde fesat olmayan Charlie bunları aklına bile getirmemişti. Fakat durum kısa süre içinde değişecekti.

Ertesi sabah Charlie ve Ben Venedik Oteli’nin koridorlarında dolaştılar. Ben, “Bir şeyler satmak isteyen herkes kravat takmıştı,” diyor. “Satın almak için gelenler takmamıştı. Konuşmak istediğim birini bulmak zordu. Etrafta dolaşan fazlalıklar gibiydik.”

Bütün katılımcılar arasından yalnızca bir kişiyi tanıyorlardı, o da karşı bahis oynadıkları CDO'ları değerlendirmesi için ayda 50.000 dolar ödedikleri, eskiden BlockRock'ta çalışan David Burt'tü; fakat açık oturumlara, geniş konferanslara ve panel tartışmalarına katılmayı planladıklarından bunun önemli olmadığını düşündüler. Ben, “Tam olarak niçin orada olduğumuzu bilmiyorduk,” diyor. “İnsanlarla tanışmaya çalışıyorduk. Konuşmalardan sonra kürsüden inen her kimse Charlie sinsice ona yanaşıyordu. Bize niçin yanlış yaptığımızı anlatacak kişileri bulmaya çalışıyorduk.” Kendilerinin bir tür ikna edici akislerini arıyorlardı. Aradıkları onlara piyasanın imkânsız olduğunu varsaydığı şeyin en azından uzak ihtimal olduğunu anlatabilecek birisiydi.

Charlie'nin işi zordu; piyasanın içinde faaliyet gösteren güvenilir kişileri bulup, kendisine kim olduğunu ve ne yaptığını sormayı düşünmeden önce onlarla tartışmaktı. Charlie'nin anlattığına göre, kiminle tanışsalar gösterilen reaksiyon hep aynı oluyordu: Bir dakika, nereden geliyorsunuz? Şaşıyorlardı. “Niçin buradasınız?” diye soruyorlardı.

Charlie'nin, Cornwall'ın yatırım tezini üzerinde test ettiği, bir derecelendirme kuruluşunda çalışan biri kendisine tuhaf bir biçimde bakıp, “Ne yaptığınızı bildiğinizden emin misiniz?” diye sordu. Piyasanın içinde çalışanlar onlarla aynı fikirde olmamakla birlikte inandırıcı karşı görüşler getirmedi. Alt gelir grubu CDO'larını savunurken kullandıkları temel argüman, “CDO alıcısı asla azalmayacak,” şeklindeydi. Tahvillerin dayalı olduğu kredileri savunurken öne sürdükleri temel iddia ise kısa geçmişleri boyunca asla önemli miktarlarda temerrüde düşmemiş olmalarıydı. Rulet masalarının üzerinde ekranlar çarkın son yirmi dönüşünde alınan sonuçları gösteriyordu. Kumarbazlar son sekiz dö-

nüşte silah geldiğini görecekti, bunun olanaksızlığına hayret edecek ve küçük gümüş topun artık kırmızıda durmasının çok daha mümkün olduğunu iliklerinde hissedeceklerdi. Kumarhane en son dönüşleri gösterme zahmetine bu nedenle, kumarbazların kendilerini kandırmasına yardımcı olmak için katlanıyordu. İnsanların fişlerini rulet masasına koymak için ihtiyaç duyduğu sahte güveni sağlıyordu. Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasındaki aracılardan besin zinciri de kendisini aynı hileyle kandırıyor, geleceği öngörmek için küçültülmüş, istatistiksel olarak anlamsız bir geçmişten yararlanıyordu.

Ben, “Genellikle bir işlem yaptığınızda işlemin diğer yanında kimi akıllı insanlar olur,” diyor. “Bu vakada bunları bulamadık.”

Charlie başını iki yana sallıyor: “Konuştuğumuz hiç kimse bunun büyük bir problem olmayacağına dair geçerli bir gerekçe sunamadı. Aslında hiç kimse bu konuda düşünmüyordu.”

Charlie, Bear Stearns’ın CDO satıcılarından birine yedi yıl içinde bu CDO’lara ne olabileceğini sormuş. “Yedi yıl mı?” demiş satıcı, “Yedi yılla ilgilenmiyorum. Yalnızca iki yıl daha devam etmesine ihtiyacım var.”

Üç ay önce, Cornwall alt gelir grubu CDO’ların çift A notlu tranşları üzerinden düzenlenmiş ilk 100 milyon dolarlık kredi temerrüt swaplarını satın aldığı anda, gerçekleşmesi mümkün olmayan bir olay üzerine ucuz bir bahis oynadıklarını düşünmüşlerdi -100 milyon dolar kazanma şansı için yılda 500 bin dolar prim ödeyeceklerdi. Piyasa ve derecelendirme kuruluşları temerrüt ihtimalini 200’de 1 olarak belirlemişti. İhtimalin bundan da yüksek olduğunu, örneğin 10’da bir olduğunu düşündüler. Yine de bu çoğu bahisleri gibi riskli bir girişimdi. Muhtemelen akıllıca oy-

nanmıştı ama her şeye rağmen riskliydi. Alt gelir grubu piyasasını yöneten insanları dinledikçe çift A notlu tahvillerin çöküşünün düşük değil yüksek bir ihtimal olduğunu düşündüler. Ben'in zihninden bir düşünce geçti: Bu insanlar alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasının çökme ihtimali olmadığına tam da bunun büyük bir felaket doğuracağını bildikleri için inanıyorlardı. Bundan daha korkunç bir şeyin olması mümkün değildi.

Konferansın ilk sabahı binlerce insandan oluşan kalabalığın kumarhaneden çıkışını ve açılış törenine katılmak için muazzam büyüklükteki balo salonuna girişini izlediler. Bu bir panel olacaktı, fakat tabii ki panelistler birbirleriyle konuşmak değil, ölçülü bir biçimde önceden hazırlanmış görüşlerini aktarmak istiyorlardı. Üç gün boyunca buna benzer etkinlikler izleyeceklerdi ve hepsi sıkıcı olacaktı. Ancak moderatörü sarhoş veya en azından çılgın olduğu için bu oturum farklıydı. Moderatörün adı John Devaney'di ve alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine yatırım yapan United Capital Markets adlı bir hedge fonunu yönetiyordu. Devaney biraz da kulağa Alt Gelir Grubu Kredi Derneği'nden daha itibarlı geldiği için AGF, Amerikan Menkulleştirme Forumu (ASF- American Securitization Forum) denilen bu konferansın on yıldır sponsorluğunu yapıyordu. Eğer alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin ahlâki liderleri varsa, bunlardan biri de John Devaney'di. Aynı zamanda kendi servetini teşhir etmeye can atan biriydi. Bir Renoir'i, Gulfstream'ı, helikopteri ve tabii ki bir yatı vardı. Bu yıl eğlenmek amacıyla Jay Leno ile uçmak için muazzam bir miktar ödemişti.

Şimdi, John Devaney sanki şehirde uykusuz geçirdiği bir gecedен henüz dönmüş biri gibi alt gelir grubu kredi piyasasının durumu hakkında açıkça hazırlıksız bir biçimde atıp tutuyordu.

Charlie, “İnanılmazdı,” diyor. “Şuursuzca konuşuyordu. Derecelendirme kuruluşlarının nasıl fahişelik yaptığını, kâğıtların ne kadar değersiz olduğunu, aslında bunu herkesin bildiğini anlattı. Kuşku uyandıran sözler söyledi. Sanki kendisi bu işin içinde değilmiş gibi konuşuyordu. Sözlerini bitirdiğinde tam bir sessizlik oldu. Hiç kimse özel olarak savunma yapma girişiminde bulunmadı. Yalnızca etrafına toplanıp konuştular. Sanki herkes bunları söylemediğini farz eder gibiydi.”* Bir yandan piyasanın içinden birinin doğru bildiklerini söylemesini dinlemek keyif veriyor, diğer yandan piyasa ne yaptığının farkına vardığında bu çılgınlığın uzun sürmeyeceği anlaşıyordu. Charlie, Jamie ve Ben çift A tranşlı alt gelir grubu CDO’ları üzerinden daha fazla kredi temerrüt swapı almadan önce bunların üzerinde düşünecek zamanları olduğunu varsayıyorlardı. Ben, “Bu konuşma bizi ürküttü,” diyor. “İşlemimizi yapmak için altı ay değil bir haftamız olduğu anlaşıyordu.”

Charlie, “Piyasa konusunda inanılmaz ölçüde olumsuz düşündüğünü” söylüyor: “Ve para kaybetti. Bunu asla anlamadım.”

Sorun, her zaman olduğu gibi kendileriyle iş yapmak isteyen Wall Street şirketlerini bulmaktı. Tek arz kaynakları Bear Stearns aniden onlarla iş yapmaktan çok birlikte atış yapmaya ilgi duymış gibi görünmeye başlamıştı. Diğer her şirket onlara *Cornhole Capital* diyerek dalga geçti. Fakat burada, yani Las Vegas’ta şans yüzlerine güldü. Onların adına CDO’ları analiz etmesi için

* Piyasa çöktüğünde Devaney battı ve yatını, uçağını ve Renoir’ını (iyi bir kârla) satmak ve gazetelerde çıkan çeşitli nahoş makaleler karşısında kendisini savunmak zorunda kaldı. PR Newswire üzerinden dağıtılan ipe sapa gelmez çeşitli mektuplarından birinde, “Yanıldığını kabul etmek dürüst olmayı gerektirir,” diye yazdı. “2007’de uzun pozisyon alarak hata yaptım.”

yeni işe aldıkları danışmanları David Burt'un sektörde ciddi bir itibarının olduğunu görüp şaşırdılar. Charlie, “David Burt Vegas’ta Tanrı gibiydi,” diyor. “Yalnızca onun peşinden gitmeye başladık. ‘Hey, biraz önce konuştuğunuz adam bizim için çalışıyor, bizimle de konuşur musunuz?’” Bu kiralık Tanrı Charlie’yi Morgan Stanley’den Stacey Strauss adlı kadınla tanıştırdı. Kadının işi mümkün olduğu kadar hızlı bir biçimde kredi temerrüt swapı almak isteyen yatırımcıları bulmaktı. Charlie kadının Cornwall ile iş yapabilmek için Morgan Stanley’in alışılmış standartlarını esnetmeye niçin bu kadar aşırı istekli olduğunu anlayamadı. Charlie şaşırtıcı John Devaney’in moderatör olduğu panelde bulunan ve Wachovia Bank adına alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasını analiz eden bir adamla da konuşmaya çalışmıştı. Panel tartışmasının açılışında o da diğer herkes gibi John Devaney’i tanıımıyormuş gibi davranmıştı. Devaney sözünü bitirdiğinde Wachovia’da çalışan bu kişi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasının esas olarak sağlam olduğuna ilişkin kısa bir konuşma yapmıştı. Adam kürsüden inerken Charlie onu pusuya düşürdü ve Wachovia’nın parasını inandığı yere yatırmak ve kendisine bir miktar kredi temerrüt swapı satmak isteyip istemeyeceğini sordu.

Eisman Wing Chau ile yediği akşam yemeğini izleyen sabah gerçek tahvil piyasasını ilk kez görerek ve şaşırtıcı ölçüde yapay barok tavan fresklerine bakarak açtı. Venedik Oteli –dıştan Palazzo Ducale*, içten *İlahi Komedya*– şu anda hayatlarını şu veya bu biçimde alt gelir grubu ipotekli kredileriyle ilgili sıradan işler

*Palazzo Ducale: Venedik’te gotik bir saray –çn.

yaparak kazanan binlerce beyaz adamın istilasına uğramıştı. Las Vegas'taki diğer her yer gibi Venedik Oteli de görünüşüyle tesa-düfî etkileri artırmak ve akıl dışılıktan yararlanmak için tasarlan-mış bir ahenksizlik içindeydi. Gündüzler gece, geceler gündüz gibi hissediliyordu; kollu canavarlar ve kumar makineleri büyük bir gürültüyle yüz dolarlık banknotlar çıkartıyor, fiyatı çok düşük olan büyük otel odaları kendinizi çok büyük hissetmenizi sağlı-yordu. Bütün bunların amacı şansınız ve paranızla ilgili algınızı değiştirmekti ve hepsi Eisman'ın canını sıkıyordu. Kumar oyna-maktan hoşlanmıyordu. “Hayatım buna bağlı olsaydı ihtimalleri nasıl hesaplayacağımı bilemezdim,” diyor. Vinny her günün so-nunda düşük paralarla poker oynamaya gidiyor, Danny barbut masasında Lippmann ve diğer tahvil satıcılarına katılıyor, Eisman ise gidip yatıyordu. Barbut bir kontrol yanılsaması yaratıyor -ne de olsa oyuncu zarını kendisi atıyor- ve oyunun yüzeysel zorluğu daha derindeki bölüğü maskeliyordu. Vinny, “Her nedense, in-sanlar bu oyunu oynarken zarı yararlı hale getirecek bir güce sa-hip olduklarına gerçekten inanıyorlar,” diyor.

Çoğu birkaç yıl öncesine kadar hayatını başka şekilde kaza-nan binlerce ciddi finans uzmanı, şimdi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden kazandıkları paralarla barbut oynuyordu. Bir zamanlar Eisman'ın herkesten iyi bildiği alt gelir grubu ipotekli kredi sektörü, sermaye piyasalarının göz ardı edilebilir bir köşe-si haline gelmişti. Yalnızca birkaç yıl içinde bir biçimde Wall Street'teki en güçlü kâr ve istihdam makinesine dönüşüverdi –ve bunun hiçbir ekonomik anlamı yoktu. Eisman, “Kendi başına du-ramayan ve düşünme gücünden yoksun bir makine izler gibiydi-niz,” diyor. Kendisini yeni bir eve taşınmış, küçük bir gömme dolap sandığı şeyin kapısını açmış ve bütününü yeni bir ek bina

bulmuş gibi hissediyordu. Hisse senedi konferanslarına katılıyordu: “Bu bütünüyle farklıydı. Bir hisse senedi konferansına beş yüz kişi gelirse kendinizi şanslı hissederdiniz. Bu etkinlikte yedi bin kişi vardı. Hisse senedi dünyasından hiç kimsenin orada olmaması hiçbirinin bu olguyu anlamadığını gösteriyordu. Hiç kimseyi tanımıyorduk. Biz yine de kısa pozisyon alanların yalnızca kendimiz olduğunu varsaydık.”

Diğer insanların konuşmalarını dinlemekle ilgilenmiyordu. Panel tartışmalarına katılmak ve demlenmiş görüşleri işitmek ilgisini çekmiyordu. Piyasanın içinden kişilerle özel oturumlara katılmak istiyordu. Lippmann onu Deutsche Bank’ta yatırımcılara CDO satan kişilerle tanıştırmıştı ve bu yardımsever Deutsche Banklılar Eisman ve ortaklarının tahvil piyasasındaki finansal araçlarla, yani ipotekli konut kredisi verenler, ipotekli konut kredilerini ipotekli kredi tahvili şeklinde ambalajlayan bankacılar, bu tahvilleri CDO şeklinde yeniden ambalajlayan bankacılar ve süreci her aşamasında kutsayan derecelendirme kuruluşlarıyla toplantı yapmasını sağlamışlardı. Konuyla ilgili olup da konferansta bulunmayan tek taraf nihai borçlular, yani Amerikalı konut alıcılarıydı; fakat onlar bile içki ikram eden, ruleti döndüren ve zarları atan kişiler olarak bir anlamda orada mevcuttu. Danny, “Vegas’ın nüfusu hızla artıyordu,” diyor. “Ev sahipleri lanet masalardaydı.” Danny’nin gece şehre inen bir arkadaşı, beş ayrı konut için sermaye kredisi kullanmış olan bir striptizciyle tanıştığını anlatıyor.*

Deutsche Bank CDO satıcısı –Ryan Stark adında bir adam– Eisman’a göz kulak olmak ve sorun çıkarmasını engellemekle

* Las Vegas iki yıl sonra konut haciz oranı konusunda ülke lideri olacaktı.

görevlendirilmişti. Danny, “Konferanstan önce ondan e-postalar almaya başladım,” diyor. “Bizimle ilgili tedirginlikleri vardı. ‘Bu toplantıların amacını açıklamak istiyorum,’ ve ‘Niçin bir araya geldiğimizi açıkça bilin...’ gibi şeyler yazıyordu. Orada tahvil satın almak üzere bulunduğumuzu bildiğimizden emin olmak istiyordu.” Deutsche Bank alt gelir grubu kredi tahvili alıcılarına izlemeleri gereken yolu gösteren bir tür metin olarak resmi broşürler bile göndermişti. Danny, konferansın amacının insanları bu berbat şeyleri yaratıp satın almanın hâlâ makbul olduğuna inandırmak olduğunu söylüyor: “Tahvillerde kısa pozisyon almaya çalışan bir hisse senedi yatırımcısının konferansa gelmesi ve etkinlikten bilgi edinmek için yararlanması görülmemiş bir şeydi. Bu teke tek toplantıları yapabilmemizin tek yolu kısa pozisyonda olduğumuzu söylememektir. Deutsche Bank kurduğu ilişkileri berbat etmediğimizden emin olmak için bize eşlik etti. Toplantıya tek görevi bizi izlemek olan bir satıcı gönderdiler.”

Eisman’ı izlemeye çalışmak tabii ki boşunaydı. O kendisini bir savaşçı, mazlumların savunucusu, kötü güçlerin düşmanı olarak görüyordu. Kabaca söylersek, kendisini Örümcek Adam sanıyordu. Bunun tuhaf geldiğini, örneğin eşi insanlara, “Kocam Örümcek Adam’la aynı hayatı yaşadığını düşünüyor,” dediğinde insanların garip karşıladığını gayet iyi biliyordu. Etrafta dolaşıp yabancılara kendisiyle Peter Parker arasındaki benzerlikleri –üniversiteye ne zaman gittikleri, ne okudukları, ne zaman evlendikleri, vb.- veya hukuk fakültesinde okuduğu sırada kısmen hayatının bir sonraki aşamasını öğrenmek için en son Örümcek Adam dergisini aldığını anlatmıyordu. Fakat Eisman hikâyeleri çabuk kavırıyor ve dünyayı hikâyelerle açıklıyordu. Bu da kendisini anlatmak için kullandığı hikâyelerden biriydi.

Örümcek Adam'ın Deutsche Bank'ın karanlık işlemlerine ilgi duymadığının ilk işareti o sabah, H&R Block'un sahip olduğu ipotekli konut kredisi kuruluşu Option One'ın CEO'su tarafından verilen konferans sırasında ortaya çıktı. Option One Eisman'ın radar ekranında yedi ay önce, Haziran 2006'da şirket alt gelir grubu ipotekli kredi portföyünde şaşırtıcı bir zararı ilan ettiğinde belirmişti. Zarar şaşırtıcıydı çünkü Option One kredileri verip onları Wall Street'e satıyordu –yani, risk almamış olması gerekiyordu. Ancak bu işlemlerde borçlular ilk ödemelerini yapmadıkları takdirde Wall Street'e krediyi Option One'a iade etme hakkı veren bir hüküm vardı. Danny Moses meseleyi başka bir açıdan ele alarak, “Kim konut kredisi alıp ilk ödemesini yapmaz?” diye sordu. Eisman ise bir başka yöne işaret ederek, “İlk ödemesini dahi yapamayan insanlara kim ödünç para verir?” dedi.

Option One CEO'su konuşmasının şirketin alt gelir grubu kredi portföyü kısmına geldiğinde, bu sorunun geride bırakıldığını ve artık yüzde 5'lik (mütevazı) bir zarar beklentisi içinde olduklarını söyledi. Eisman elini kaldırdı. Moses ve Daniel sandalyelerine gömüldüler. Moses, “Soru-cevap kısmına gelinmemişti,” diyor. “Adam konferans veriyordu. Steve'in elini gördü ve ‘Evet?’ dedi.

Eisman, “Bu yüzde beş bir ihtimal mi yoksa olasılık mı?” diye sordu.

CEO bir ihtimal dedi ve konuşmasına devam etti.

Eisman yine elini kaldırıp havada salladı. Moses, *oh hayır* diyerek sandalyesine biraz daha gömüldü. Daniel, “Steve'in daima, ‘onların yalan söylediğini varsaymalısınız. Size hep yalan söylerler,’ dediğini” söylüyor. Danny ve Vinny Eisman'ın bu alt

gelir grubu kredi kuruluşları hakkında ne düşündüğünü biliyorlardı ama bunu orada bu şekilde ifade etmemesi gerekiyordu. Çünkü Eisman soru sormak için el kaldırmıyordu. Başparmağıyla işaret parmağı büyük bir daire oluşturunuyordu. Steve kendi adına konuşmaları için parmaklarını kullanıyordu. Parmakları, “Sıfır!” diyordu.

Sinirlenen CEO, “Evet?” dedi. “Yeni bir sorunuz mu var?”

“Hayır,” diye karşılık verdi Eisman. “Bu bir sıfır. Temerrüt oranınızın yüzde beş olma ihtimali sıfır.” Alt gelir grubu kredilerinden edilen zararlar çok çok daha büyük olacaktı. Adam cevap veremedi Eisman’ın cep telefonu çaldı. Eisman telefonu kapatmak yerine cebine uzanıp yanıt verdi. Ayağa kalkıp, “Özür dilerim,” dedi. “Fakat bu telefona cevap vermek zorundayım.” Ve bunu söyledikten sonra konferans salonundan çıktı. Arayan eşiydi.

Eşi iç geçirerek, “Hiç önemli bir şey değildi,” diyor. “Beni bahane etmiş.”

Bundan sonra Eisman’a bir şeyler olmuş olmalı, çünkü kavgaya aramayı bırakıp daha üst düzeyde bir fikir aramaya başladı. Las Vegas kumarhanesinde önündeki inanılmaz manzaraya bakarak dolaştı: İçeride hepsi buldukları dünyadan memnun görünen yedi bin kişi vardı. Derin, can sıkıcı ekonomik sorunları olan bir camia bu sorunları maskeleyerek için kendisini allayıp pullamıştı ve düzenbazlığın başlıca lehtarları içlerindeki finansal araçlardı. Bu nasıl olabilirdi? Eisman çok kısa süreliğine de olsa bir şeyleri gözden kaçırıp kaçırmadığını gerçekten merak etti. Danny Moses, “Durmadan, ‘Burada ne oluyor? Bu insanlar kim?’ deyip durdu,” diyor. Sorduğu ikinci sorunun cevabı, iyimserlerdi. Alt

gelir grubu ipotekli kredi piyasası mevcut enkarnasyonu içinde yükselmek dışında bir şey yapmamıştı. Piyasanın içinde olan ve bunu bir başarı gibi gören insanlar daima “al” demişlerdi. Şimdi ise aslında hep birlikte “sat” demeleri gerekiyordu ama bunu nasıl yapacaklarını bilmiyorlardı. Eisman, “Sabit getiricilerin sizden daha bilgili olduklarını düşündüğünü hep bilirdiniz,” diyor “ve bu genellikle doğrudu. Ben sabit getirici değildim ama bu pozisyonu alarak tüm sektöre karşı bahse girmiştım ve onların benim bilmediğim bir şeyi bilip bilmediklerini öğrenmek istiyordum. Her şey bu kadar açık olabilir miydi? Gerçekten bu kadar basit olabilir miydi?” Bu işin henüz bulamadığı akıllıca yanını araştırmak için kredi kuruluşları, bankacılar ve derecelendirme kuruluşlarıyla özel toplantılara katıldı. Vinny, onun öğrenmeye koşullanmış olduğunu söylüyor: “Ne zaman bir konu ilgisini çekse, merakı çatışmaktan ağır basar. Ona sorarsanız böyle davranmasını yıllar süren terapi mümkün kılmıştı, ama tüm ipuçlarını ilk kez birleştirdiği bir gerçektir.”

Steve Eisman olabileceklerin en kötüsüne inanmak istiyordu ve bu ona 2007 civarında ABD finans piyasalarında muazzam bir taktik avantaj kazandırdı. Ancak bir yanı hâlâ yeni bisikletini bir yabancıya ödünç veren küçük bir çocuk kadar güvensizdi. Hâlâ şaşırabiliyordu. Household Finance’taki deneyimi gözünü açmış, onu devletin zengin şirketlerin yoksul insanlara kötü şeyler yapmasına engel olacağı fikrinden vazgeçirmişti. Ancak, serbest piyasa içinde onun aşırılıklarını denetleme kabiliyetine sahip yetkili bir kurum olabilirdi. Derecelendirme kuruluşları teorik olarak bu tür yetkili kurumlardandı. Menkul kıymetler karmaşılaştıkça, derecelendirme kuruluşları daha gerekli hale geldi. Bir ABD Hazine bonosunu herkes değerlendirebilirdi; alt gelir gru-

bu ipotekli konut kredilerine dayalı bir CDO'yu anlamaksa zor işti. Şeffaf olmayan bu riskli kredi yığınları konusunda görüş belirtecek bağımsız bir hakeme ihtiyaç duyulması doğaldı. Eisman, “Vegas'ta bu muazzam sektörün yalnızca derecelendirmelere güvendiğini anladım,” diyor. “Herkes derecelendirmelere inanıyordu ve dolayısıyla bu konuda düşünmeleri gerekmiyordu.”

Eisman Wall Street'te yaklaşık yirmi yıl çalışmıştı, fakat çoğu borsacı gibi o da daha önce asla Moody's ve Standard & Poor's çalışanlarından biriyle görüşmemişti. Borsacılar, yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetlerinden kuşku duyulmaya başlandığı anda ürünlerini satma kabiliyetlerini kaybeden sigorta şirketlerini kapsamadıkları sürece derecelendirme kuruluşlarıyla pek fazla ilgilenmezdi. Şu anda Eisman onlarla ilk kez görüş alışverişinde bulunuyordu ve hemen dikkatini çeken –Danny ve Vinny'nin de dikkatini çeken- şey çalışanlarının kapasitesi oldu: “Bir postaneye girdiğinizde bir devlet memuru ile diğer insanlar arasında bir fark olduğunu anlarsınız. Derecelendirme kuruluşlarında çalışanların hepsi devlet memuru gibiydi.” Bir araya geldiklerinde tahvil piyasasındaki diğer herkesten daha fazla yetkiye sahip olmakla birlikte bireysel olarak hiçbir özellikleri yoktu. Eisman, “Düşük ücret alıyorlar,” diyor. “Akıllı olanlar işten ayrılp Wall Street şirketlerine geçiyor, böylece eskiden çalıştıkları şirketlerin manipülasyonuna yardımcı oluyor. Bir analist olarak Moody's analisti olmaktan daha önemli bir iş yapamamanız gerekir. ‘Bir analist olarak yükselebileceğim en iyi yer burası,’ denmesi gerekir. Halbuki durum bunun tam tersi! Goldman'ın General Electric kâğıdını beğenip beğenmemesi kimsenin umurunda değil. Moody's GE kâğıdının notunu düşürürse bu büyük bir

olay. Peki o zaman niçin bir Moody's çalışanı Goldman Sachs'ta çalışmayı istesin? Goldman Sachs'ta banka analisti olan kişi Moody's'te çalışmak istemeli. Moody's bu kadar seçkin olmalı."

Bütün sektör derecelendirme kuruluşlarına dayanarak hareket ediyordu, fakat burada çalışan insanlar sektöre neredeyse hiç uygun değildi. Koridorlarda dolaşırlarken Wells Fargo'daki alt düzey ticari bankacılar veya Option One gibi ipotekli kredi veren kuruluşlarda dokuz beş arası çalışan ayakçılarla karıştırılabilirlerdi. Vegas'ta takım elbise giyiyorlardı, bu takımlar haklarında bilmeniz gerekenlerin yarısını söylüyordu —diğer yarısını da bu takım elbiselerin fiyatlarından öğreniyordunuz. Neredeyse herkes işe giderken giydiği sıradan takım elbiseler içindeyken birkaç gerçekten önemli kişi üç bin dolarlık İtalyan takımları giymişti. (Wall Street erkeklerinin anlaşılmaz yanlarından biri modanın ince noktaları konusunda bilgisiz olmakla birlikte Wall Street'te çalışan bir başka erkeğin takım elbisenin kaç para olduğunu bilmesidir.) Derecelendirme kuruluşlarında çalışanlar J.C. Penney'den alınma lacivert takım elbiseler, kolası biraz fazla kaçmış gömlekler giymiş ve bunlara çok uygun kravatlar takmıştı. Oyuncu değillerdi ve oyuncularını da tanımıyorlardı. Lehman, Bear Stearns ve Goldman Sachs'ın tahvillerine not vermek için masas alıyorlardı, fakat Lehman, Bear Stearns ve Goldman Sachs'ta derecelendirme kuruluşlarının modellerindeki boşluklardan yararlanarak bir servet kazanan kişilerin isimlerini veya bunlar hakkında başka önemli şeyleri bilmiyorlardı. İşleri için gerekli olan şeyleri bildikleri açıktı ama daha fazlası yoktu. Çekingen, korkak ve riskten kaçınan kişiler gibi görünüyorlardı. Danny'ye göre, "Onları barbut masasında göremezdiniz."

Eisman'ın Vegas'ta farkına vardığı şey şuydu: "Derecelendirme kuruluşları kaygılandığım hiçbir konuya aldırış etmiyordu.

Orada oturup, *olamaz, bu gerçekten acınacak bir durum*, diye düşündüğümü hatırlıyorum. Entelektüel açıdan güçlü biriyle konuştuğunuzda bunu hissedersiniz. Yalnızca hissedersiniz. Richard Posner [akademisyen hukukçu] ile oturduğunuzda onun Richard Posner olduğunu bilirsiniz. Derecelendirme kuruluşları ile oturduğunuzda bunların derecelendirme kuruluşu olduğunu bilirsiniz.” Davranışlarına bakıldığında tüm derecelendirme kuruluşlarının Wall Street yatırım bankaları için derecelendirdikleri işlem sayısını ve onlardan tahsil ettikleri ücretleri en üst seviyeye çıkarma kaygısı güttüğü görülüyor. Bir zamanlar özel bir şirket olan Moody’s 2000 yılında halka açıldı. O tarihten itibaren hızla yükselen gelirleri 2001’de 800 milyon dolarken 2006’da 2,03 milyar dolara çıktı. Bu artışın büyük bir kısmı –kesinlikle yarısından fazlası, fakat yarısından tam olarak ne kadar fazlası olduğunu Eisman’a söylemediler- yapılandırılmış finansman olarak bilinen konut finansman sektörünün gizemli ucundan aktı. Yapılandırılmış finansman işleri almanın en güvenli yolu yapılandırılmış finansman sektörünün varsayımlarını kabul etmektir. Vinny, herkese aynı iki soruyu sorduklarını söylüyor: “Konut fiyatları konusundaki tahmininiz ne ve kredi zararları konusundaki tahmininiz ne?” Her iki derecelendirme kuruluşu da konut fiyatlarının yükselmesini beklediklerini ve kredi zararlarının yüzde 5 civarında olacağını söyledi –ki bu gerçekleşirse bu kredilerle oluşturulan en düşük notlu üç B alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri değerli sayılacaktı. Eisman’a göre sanki herkes rakamın yüzde beş olacağına dair önceden fikir birliğine varmıştı: “Hepsi yüzde beş diyordu. Ortada bir parti ve bir parti çizgisi vardı.”*

* Las Vegas’ta Fremont Investment & Loan adlı bir şirket adına alt gelir grubu kredilerini yöneten David Wells ile de tanıştılar. Wells de yüzde 5’lik zarar beklediğini söyledi. Dokuz ay sonra, eylülde Fremont alt gelir grubu kredilerinin yüzde 30’unun temerrüde düştüğünü açıklayacaktı. Kredi havuzları yüzde 40’ın üzerinde zarar edecekti –yani, ipotekli evleri haczedip sattıktan sonra bile kredi olarak verdiği paranın yaklaşık yarısını kaybetmişti.

Eisman'ı şaşırtan şey Las Vegas'ta tanıştığı kişilerden hiçbirinin hiçbir şeyle mücadele etmemiş gibi görünmesiydi. Yaptıkları işi yapıyor ve üzerinde pek fazla düşünmüyorlardı.

Eisman ve ortaklarının ABD tahvil piyasasına yönelik tutumları Las Vegas'ta kesinleşip neredeyse nihai biçimini aldı. Vinny şöyle anımsıyor: “İşte o anda, ‘Kahrolası, bu yalnızca kredi değil. Düzmece bir saadet zinciri,’ dedik.” Zihinlerinin arkasında var olan, tahvil piyasasındaki bu insanlar bizim bilmediğimiz bir şey biliyorlar mı sorusu akıllarından çıktı. Yerine, bunları işten çıkarılmakla mı yetinilmeli yoksa hepsi hapse mi atılmalı, hayal mi kuruyorlar yoksa ne yaptıklarını biliyorlar mı soruları geçti. Danny sektördeki insanların büyük çoğunluğunu kişisel çıkarlarının kör ettiğini ve bunun yarattıkları riski görmelerine engel olduğunu düşündü. Daima daha kötümser olan Vinny, “Piyasada düzenbazdan çok moron vardı fakat düzenbazlar çok daha üst konumdaydı,” diyor. Derecelendirme kuruluşları düşebilecekleri en alt düzeye düşüp yine de sektörde kalmışlardı ve bu kuruluşlarda çalışanların büyük Wall Street şirketleri tarafından nasıl oyuna getirildiklerini gerçekten bilmedikleri anlaşıyordu. Las Vegas'da üçüncü ve en küçük derecelendirme kuruluşu olan Fitch Ratings ile yaptıkları toplantı Vinny'nin aklına takıldı. Onlara mümkün olduğunca kibar bir biçimde, “Konuyla biraz ilgisiz olduğunuzu biliyorum,” demişlerdi. “Herkesin ilgi gösterdiği bu iki büyük şirket var ve bir de siz varsınız. Eğer bir açıklama yapmayı –ve insanların sizi fark etmesini- istiyorsanız niçin kendi yolunuzdan gidip, dürüst olmuyorsunuz?” Fitch Ratings hizmetindeki iyi insanların meseleyi görmesini ve hatta asabi bir biçimde gülmesini bekliyordu. Tam tersine neredeyse kızdılar. Vinny, “Hepsi üstüme geldi,” diyor. “Ne söylediğimi anlamamış gibiydiler.”

Las Vegas'a giderken alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerindeki kısa pozisyonları 300 milyon doların biraz altındaydı. Geri döndüklerinde Wing Chau'nun yarattığı CDO'lara karşı yeni bahisler oynayarak pozisyonu 550 milyon dolara çıkardılar. Yönetimleri altında yalnızca 500 milyon dolar olduğundan pozisyon artık bütün portföylerini kaplıyordu. Ancak bununla kalmadılar. Ofise döndükleri ilk gün Moody's Corporation hisseleriyle hisse başına 73, 25 dolardan kısa pozisyon aldılar ve sonra işlemlerinin karşı tarafındaki Wing Chau gibi başka şirket ve insanları aramaya başladılar.

YEDİNCİ BÖLÜM

Büyük Hazine Avı

Charlie Ledley ve Ben Hockett 30 Ocak 2007 günü Las Vegas’tan dönerken finans sisteminin bir bütün olarak aklını kaybettiğine inanıyordu. Charlie annesine “Demokratik kapitalizmin sonu gibi bir şeyle karşı karşıya olabiliriz” dedi. Annesi “Aman Charlie,’ diye geçiştirdi ve ciddi bir yüz ifadesiyle lityum almasını tavsiye etti.” Kendilerini diğer insanların kanaatlerinden uzaklaştırma yeteneklerini kullanmalarını sağlayan bir yatırım yaklaşımı geliştirmişlerdi; özgüvenlerinin bu kadar yüksek olduğunu görmek hem yeni hem de rahatsız ediciydi. Jamie iki ortasına bir not yazıp oynadıkları bahsin toplumun çöküşü –dolayısıyla da devletin asla başarılı olmasına izin vermeyeceği- üzerine oynanmış bir bahis olup olmadığını sordu. “Kapsamlı bir dizi CDO’nun spreadleri* genişlemeye başlarsa” dedi, “bu muhtemelen maddi bir küresel finans krizinin gerçekleşmekte olduğu anlamına gelecektir... ABD Merkez Bankası müdahale ederek soru-

* Spread: Aralık. Herhangi bir tahvilin “spread”i o tahvilin yatırımcıya sağladığı faiz oranı ile risksiz olduğu kabul edilen –örneğin ABD Hazine bonolarının yatırımcılarına sağladığı oran gibi- bir oran arasındaki farktan ibarettir. -çn.

nu çözecek konumda... Sanırım sorulması gereken soru şu: Erimenin ‘durdurulamayacak kadar büyük’ olması için ne kadar yaygın olması gerekiyor?”

Las Vegas’taki konferans esas olarak piyasaya duyulan inancı pekiştirmek için düzenlenmişti. Alt gelir grubu piyasasında çalışanlar Las Vegas’tan ayrılıp işlem masalarına döndükten bir gün sonra piyasa çıldırdı. 31 Ocak 2007’de üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin –tam olarak alt gelir grubu CDO’larını yaratmak için kullanılan tahvillerin- halka açık işlem gören endeksi ABX bir puandan fazla gerileyerek 93,03’ten 91,98’e düştü. Son birkaç aydır küçük aralıklarla yavaş yavaş düşüş kaydedip 100’den 93’e indiği için tam puanlık bir hareket şok edici oldu –ve Charlie’nin bu sansasyonel işlemi üzerine gerektiği kadar bahis oynayamayacak kadar geç keşfetmiş olmaları yönündeki kaygılarını artırdı. Morgan Stanley’de çalışan kadın başlangıçta sözünü tuttu: Normal koşullarda aylar süren görüşmeler sonucunda onaylanacak ISDA anlaşmasını hızlandırıp on gün içinde onaylattı. Charlie’ye Morgan Stanley’in onlara satmak istediği kredi temerrüt swap’larıyla ilgili CDO’ların çift A tranşlarının bir listesini gönderdi.* Charlie bahsi hangilerine karşı oynamanın da-

* Kısa bir hatırlatma: Bu borç kuleleri üzerinde düşünürken onları üç kata ayırarak sadeleştirmek yararlı olacaktır; bunlardan birincisi, “sermaye” (konutun ipoteklerden sonraki değeri–çn.) denilen bodrum katı ki ilk zararlar burada görülmekte olup yatırım notlu bir menkul kıymet değildir, ikincisi “mezzanine” denilen ve üç B notlu tahvilleri içeren alt kattır ve üçüncüsü genellikle “üst düzey” denilen üç A notlu tahvillerin bulunduğu üst kattır. Pratikte kuleler çok daha ince bir biçimde dilimlenmişti: Bir CDO’nun her biri üç B eksiden başlayıp üç A’ya kadar değişen üç B eksi, üç B, A eksi, A vb. şeklinde biraz farklı notları bulunan on beş farklı tranş olabiliyordu. Cornwall Capital’in kısa pozisyon tranşa çift A notu verilmesi, altın kaplama olduğu öne sürülen üç A’lardan biraz daha riskli olsa da, bu tranşa dayalı olan tahvillerin temerrüt riskinin yüzde 1’in altında olduğunu ifade ediyordu.

ha iyi olacağını düşünerek geceleri uykusuz kaldı ve sonra kadını aradığında Morgan Stanley'in fikrini değiştirdiğini gördü. Kadın Charlie'ye sigortayı 100 taban puan (sigortalanan miktar üzerinden yılda yüzde 1) civarından alabileceğini söylemişti, fakat ertesi sabah işlemi yapmak için bankayı aradığında fiyatın iki katından fazlasına çıktığını gördü. Bunun haksızlık olduğundan yakan Charlie kadını ve patronlarını biraz yumuşattı. 16 Şubat 2007'de Cornwall, her ne demekse Gulfstream diye şifreli bir isim taşıyan bir CDO üzerinden 10 milyon dolarlık kredi temerrüt swapı almak için Morgan Stanley'e 150 taban puan ödedi.

Beş gün sonra, 21 Şubat'ta piyasa TABX denilen bir CDO endeksiyle işlem yapmaya başladı. Charlie Ledley ve piyasadaki diğer herkes ilk kez ekranda bu CDO'lardan birinin fiyatını görebiliyordu. Fiyat bir anlamda Cornwall'ın tezini, bu piyasanın içindekilerle yapılan görüşmelerde asla teyit edilemeyecek bir biçimde teyit ediyordu. İlk işlem gününden sonra dayalı olduğu tahviller yüzde 15'ten fazla zarar edince, tranş –bu, Cornwall'ın karşı bahis oynadığı çift A notlu bir tranştı- zarar edip 49,25'ten kapandı: Değerinin yarısından fazlasını kaybetmişti. Şimdi büyük bir kopukluk yaşıyordu. Wall Street şirketleri düşük faizli çift A notlu CDO'ları nominal değerinden veya 100'den satarken, diğer yandan aynı tahvillerden oluşan bu endeksi 49 sentten satıyorlardı. Morgan Stanley ve Deutsche Bank'taki satıcılar yığınla e-posta göndererek Charlie'ye bu yeni, halka açık işlem gören alt gelir grubu CDO'ların fiyatlarına bakarak alt gelir grubu CDO'lara karşı oynadığı bahislerin değeriyle ilgili bir çıkarsama yapmaması gerektiğini, her şeyin çok karmaşık olduğunu açıklamaya çalıştılar.

Charlie ertesi sabah daha fazla sigorta satın alma umuduyla

Morgan Stanley’i aradı: “Kadın ‘Gerçekten, gerçekten üzgünüm, ama artık bu işlemleri yapmıyoruz. Şirket fikrini değiştirdi’ anlamında bir şeyler söyledi. Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasında sigorta satmaya can atan Morgan Stanley bir gece içinde değişmiş, satış yapmak istemez olmuştu. Sonra da telefonu amirine verdi. ‘Neler oluyor orada?’ diye sorarken küfürü basmıştım. ‘Bak, gerçekten üzgünüm ama bankanın başka bir biriminde bir şeyler oldu ve bu da Morgan Stanley’in üst düzey yönetimince bir tür risk yönetimi kararı alınmasına yol açtı,’ dedi adam. O günden sonra da onlarla bir daha hiç işlem yapmadık.” Aslına bakarsanız, Charlie’nin Morgan Stanley’de olanlar hakkında hiçbir fikri yoktu ve bu konuda çok da düşünmemişti – O sırada fazlasıyla meşguldü; Ben ile birlikte Las Vegas’taki Cornwall Capital ile işlem yapmak için üzerine atladıkları Wachovia bankasında çalışan adamla konuşmaya uğraşıyordu. Ben, “Hedge fonu çalıştıran bir müşterileri yoktu ve bizi görünce biraz heyecanlandılar,” diyor. “Çok başarılı olmaya çalışıyorlardı.” Wachovia şaşırtıcı biçimde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş ucuz sigorta satmaya istekli olmayı sürdürdü; bankanın kredi sorumlularının almak istemedikleri risk doğrudan Cornwall Capital ile işlem yapma riskiydi. Biraz zaman aldı ama Charlie Bear Stearns’tan birlikte Uzi ile atış yaptıkları arkadaşlarını bir ücret karşılığında aracılık yapmaya ikna etti. Şubat 2007’de üzerinde şu veya bu ölçüde anlaşılan 45 milyon dolarlık işlemin detaylarına şekil vermek aylar sürdü ve işlem Mayıs başına kadar sonuçlanmadı. Ben, Wachovia’nın Tanrı’nın bir lütfu olduğunu söylüyor. “Sanki on bin metre yükseklikte hız kaybedip düşmeye başlayan bir uçağın içindeydik ve Wachovia’nın hâlâ birkaç satılık paraşütü vardı. Artık başka hiç kimse paraşüt sat-

mıyordu, fakat hiç kimse paraşüte gerçekten ihtiyaç duyduğumuza da inanmak istemiyordu... Bundan sonra piyasa bütünüyle kapandı.”

Cornwall Capital artık 30 milyon dolardan daha küçük bir portföy içinde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili üzerinden düzenlenmiş 205 milyon dolarlık kredi temerrüt swapına sahipti ve esas olarak niçin daha fazlasına sahip olmadığına yanıyordu. Charlie, “Daha fazlasını satın almak için yapabileceğimiz her şeyi yapıyorduk,” diyor. “Tekliflerimizi satış fiyatı üzerinden yapıyorduk. Bizi arayıp, ‘Tüh, neredeyse alıyordunuz!’ diyorlardı. Charlie Brown ve Lucy’ye (karikatür karakterleri) çok benziyorduk. Gidip topa vuruyorduk, onlar geri atıyordu. Teklifimizi yükseltiyorduk ve yükselttiğimiz dakikada satış fiyatlarını iyice yukarı çekiyorlardı.”

Çok anlamsızdı: Alt gelir grubu CDO piyasası önceden olduğu gibi işliyordu ve büyük Wall Street şirketleri aniden çarka hammadde -kredi temerrüt swapları satın almak isteyen yatırımcılar- temin eden yatırımcıların işine yaramaz hale gelmişti. Charlie’ye göre, “Görünüşte başka insanlar uzun pozisyon alıyordu ama açığa satmalarına izin verilmiyordu.”

Büyük şirketlerin içinde neler olup bittiğini kesin olarak bilmemekle birlikte tahmin edebiliyordu: İçerideki trader’lardan bazıları felaketin yaklaştığını anlamıştı ve çökmeden önce piyasa- dan çıkmaya çalışıyordu. Bear’da çalışanların durumu Charlie’yi kuşkulandırmıştı: “Ellerinde satabilecekleri kredi temerrüt swapı varsa bile bunları kendilerinin satın aldığından şüphelendim.” Şubat sonunda Gyan Sinha adlı bir Bear Stearns analisti alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinde son dönemde görülen düşüşlerin tahvillerin niteliğiyle bir ilgisi olmadığını, her şeyin “piyasa-

nın hissiyatı” ile ilgili olduğunu iddia eden uzun bir tez yayınladı. Charlie bunu okurken yazarın piyasada fiilen olanlar konusunda hiçbir fikri olmadığını düşündü. Bear Stearns analistine göre çift A notlu CDO'lar risksiz oranın 75 taban puan üzerinde işlem görüyordu -yani, Charlie yılda yüzde 0,75'e kredi temerrüt swapı satın alabilecek durumdaydı. Bear Stearns trader'ları ise tam tersine fiyatın beş katını verdiği halde ona satış yapmak istemiyordu. Charlie analisti aradı ve 'Sen neden bahsediyorsun?' dedi. Analist, "Rakamlar yapılan işlemlerden alınma" yanıtını verdi. Charlie "İşlem masaları gerçekten bu fiyattan mı alım satım yapıyor?" diye sorunca, analist 'Gitmem gerek' diyerek telefonu kapattı."

İşlemleri artık onlara tuhaf biçimde açık görünüyordu –sanki alevlerin sardığı bir binanın yangın sigortasını çok ucuza satın almış gibiydiler. Eğer alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası etkin olmaya en küçük bir ilgi duysaydı hemen orada kapanmalıydı. 2005 ortalarından 2007 başlarına kadar on sekiz aydan uzun bir süre alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin fiyatıyla onların dayalı olduğu kredilerin değeri arasında giderek artan bir bağlantısızlık söz konusu olmuştu. Ocak 2007'nin sonunda tahvillerin –veya daha çok tahvillerden oluşan ABX endeksinin- fiyatı düşmeye başladı. Tahviller önce yavaş yavaş sonra birden bire düştü –haziran başına gelindiğinde üç B notlu alt gelir grubu tahvil endeksi 60'ların üstlerinden kapanıyordu- ki bu tahvillerin ilk değerlerine göre yüzde 30'dan fazla değer kaybetmesi demekti. Bu, üç B notlu alt gelir grubu tahvillerinden yaratılan CDO'ların da çökmesi gerektiğini akla yatkın kılıyordu. Portakallar çürükse, portakal suyunun da bozuk olması lazımdı.

Ancak böyle olmadı. Tersine 2007 Şubatı ile Haziranı arasın-

da Merrill Lynch ve Citigroup önderliğindeki büyük Wall Street şirketleri yeni CDO'lar yaratıp 50 milyar dolarlık satış yaptılar. Charlie, "Tamamen şaşkına dönmüştük," diyor. "Çünkü herkes ve her şey normale dönüyordu, sanki hiçbir şeyin normal olmadığı bütününüyle açık değilmiş gibi. CDO'ların teminatının çöktüğünü biliyorduk. Ama yine de her şey sanki hiçbir şey değişmemiş gibi devam etti."

Sanki tüm finans piyasası fikrini değiştirmeye çalışmış –ve ardından fikrini değiştiremeyeceğini fark etmiş- gibiydi. Wall Street şirketleri –özellikle Bear Stearns ve Lehman Brothers- piyasanın gücünü teyit eden tahvil piyasası araştırmaları yayınlamaya devam ettiler. Nisan sonunda Bear Stearns Charlie'nin gizlice katıldığı bir CDO konferansı düzenledi. Konferansın başlangıçtaki gündeminde "Bir CDO ile Nasıl Kısa Pozisyon Alınır" başlıklı bir sunuş bulunuyordu. Daha sonra gündemden çıkarılmıştı –beraberinde konuşmaya eşlik eden ve Bear Stearns web sitesinde yer alan slaytlar da çıkarılmıştı. Moody's ve S&P de geri çekilmişti, ama etkili bir tarzda. Mayıs sonunda iki büyük derecelendirme kuruluşu alt gelir grubu tahvil derecelendirme modellerini gözden geçirdiklerini açıkladılar. Charlie ve Jamie Modys'i arayıp alt gelir grubu tahvillerini ileriye yönelik olarak farklı kriterlerle değerlendireceklerse, zaten kötü bir biçimde değerlendirmiş oldukları iki trilyon dolar civarındaki tahvili yeniden değerlendirmeyi düşünüp düşünmediklerini sormak için bir avukat tuttular. Moody's bunun iyi bir fikir olmadığını düşündü. Charlie "Onlara her şeyi yeniden derecelendirmek zorunda olmadıklarını söyledik" diyor. "Yalnızca kısa pozisyon aldıklarımızı değerlendirmeniz yeter, dedik. 'Hmmmmmm... hayır,' dediler."

Charlie, Ben ve Jamie açısından , Wall Street'in bu CDO'ların

fiyatını, oluşacak zararı meseleden kuşkulananmayan müşterilerin üzerine yıkmak veya yozlaşmış bir piyasadan son kez birkaç milyar dolar daha kazanmak istediği için yükselttiği gayet açıktı. Her iki durumda da çürüdükleri kesin olan portakalların suyunu sıkıp satıyorlardı. Mart 2007'nin sonlarına gelindiğinde, “Bu ikisinden birinin gerçekleştiğinden oldukça emindik. Ya oyun bütünüyle düzmeceydi ya da biz tamamen delirmiştik. Sahtekârlık öylesine açıktı ki bunun demokrasi üzerinde de etkili olduğunu düşünüyorduk. Gerçekten korktuk,” diyor Charlie. İkisi de hem New York Times'ta hem de Wall Street Journal'da çalışan muhabirler tanıyordu –fakat tanıdıkları muhabirler öykülerine ilgi göstermemişti. Journal'da çalışan bir arkadaşları onların SEC'in uygulama bölümüyle bağlantı kurmasını sağladı, fakat SEC'in uygulama bölümü de konuya ilgi göstermedi. SEC aşağı Manhattan'daki bürosunda onlarla görüştü ve söylediklerini kibarca dinledi. “Sanki bir terapide gibiydik,” diyor Jamie. “Çünkü oturur oturmaz, ‘Kısa süre önce çok çılgınca bir deneyim yaşadık,’ dedik.” Konuştukça dinleyicilerinin söyledikleri şeyleri anlamadığını fark ettiler. Charlie, “Muhtemelen gözlerimizde üç gündür ayakta olmamızdan kaynaklanan çılgınca bir bakış vardı,” diyor. “Fakat CDO'lar veya varlığa dayalı menkul kıymetler hakkında hiçbir şey bilmiyorlardı. Onlara işlemimizi anlattık ama anlamadıklarından oldukça eminim.” SEC bu işi asla takip etmedi.

Cornwall'ın toplumun çöküşünden daha acil bir sorunu vardı. Bu da Bear Stearns'ın batma ihtimaliydi. 14 Haziran 2007'de, Wing Chau'ninkine benzeyen fakat ana geminin örtük desteğine sahip eski Bear Stearns çalışanlarının yönettiği Bear Stearns Asset Management adlı bir CDO şirketi alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerine oynadığı bahislerde para kaybettiğini ve fo-

nu kapatmadan önce 3,8 milyar dolar değerinde bahsin fiyatını düşürmek zorunda kaldığını açıkladı. Cornwall Capital niçin yalnızca Bear Stearns'ın kendilerine CDO'lar üzerinden sigorta satmaya bu kadar istekli olduğunu o ana kadar anlayamamıştı. Ben, "Bear bize CDO'larda likit olduğunu göstermiş ama ben anlayamamıştım," diyor. "Diğer tarafta hazır bir alıcıları vardı. İşlemlerimizin doğrudan fonlarına gittiğini bilmiyordum, ama başka nereye gidebileceği konusunda da fikrim yoktu."

Burada yeni bir sorun yatıyordu: Bear Stearns kredi temerrüt swaplarının yüzde 70'ini Cornwall'a satmıştı. Bear Stearns büyük ve önemli bir kuruluş, Cornwall Capital ise bir garaj takımı hedge fonu olduğundan Bear Stearns'ın Cornwall'a teminat göstermesi gerekmemişti. Cornwall şimdi bütünüyle Bear Stearns'ın kumar borçlarını ödeyememe riskiyle karşı karşıyaydı. Cornwall Capital artık Bear Stearns'ın alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili işini şekillendirmediğini, bu iş tarafından şekillendirildiğini de fark etmişti. Jamie, "Düşük riskli broker'lık işlemleri yaparken, kendilerini bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili makinesine dönüştürmüşlerdi," diyor. Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası çöktüğü takdirde Bear Stearns da onunla birlikte çökecekti.

Cornwall Mart ayında İngiliz bankası HSBC'den Bear Stearns üzerine düzenlenmiş 105 milyon dolar değerinde kredi temerrüt swapı almıştı –yani Bear Stearns'ın batacağına dair bahis oynamışlardı. Bear Stearns battığı takdirde HSBC onlara 105 milyon dolar ödeyecekti. Tabii ki bu işlem yalnızca riski HSBC'ye aktarıyordu. HSBC dünyanın üçüncü büyük bankasıydı ve batacağını düşünmek zordu. Ancak, 8 Şubat 2007'de HSBC alt gelir grubu ipotekli kredi portföyünde beklenmedik büyük bir

zarar yaşadığını açıklayarak piyasayı sarstı. Amerika'nın en büyük tüketici kredisi kuruluşu olan Household Finance'ı satın aldığı 2003 yılında ABD'de alt gelir grubu kredileri verme işine girmişti. Steve Eisman'ı Wall Street'ten kuşkulama ve hakkında olumsuz düşünme arasındaki ince sınıra taşıyan da aynı Household Finance olmuştu.

Multitrilyon dolarlık ABD tahvil piyasasının yavaş yavaş ve muhtemelen hileyle çökmesi sosyal açıdan bir felaketti. Hedge fonu işlemleri açısından ise hayatta bir kez karşılaşılabilecek bir fırsattı. Steve Eisman işe 60 milyon dolarlık bir hisse senedi fonu yöneterek başlamıştı, ama şimdi muhtelif alt gelir grubu kredi tahvilleriyle ilişkili 600 milyon dolar civarında kısa pozisyonu vardı ve pozisyonunu artırmak istiyordu. Vinny, “Bazen fikirlerinin işlemlerde açıkça kendisini göstermediğini, ama bu kez çok açık olduğunu vurguluyor. Ne var ki Eisman'ın eli FrontPoint Partners, dolayısıyla Morgan Stanley'e bağlıydı. FrontPoint baş trader'ı Danny Moses ne yapacağını bilemiyordu; Eisman ile yaptıkları işi tam olarak anlamadıkları anlaşılan FrontPoint risk yöneticileri arasında sıkışıp kalmıştı: “Beni arayıp, ‘Steve’e bunların bir kısmını elden çıkarmasını söyleyebilir misin?’ diyorlardı. Steve’e gidip bunu söylediğimde bana, ‘Söyle onlara defolup gitsinler,’ diye bağıırıyordu. Ben de onlara, ‘Defolun,’ diyordum.” Fakat risk yönetimi peşlerindeydi ve Eisman'ın tarzına engel oluşturunuyordu. Danny Moses'e göre, “Eğer risk yönetimi ‘Bu işlemde çok memnunuz, miktarı on katına çıkarabilirsiniz’ deseydi Steve miktarı on katına çıkarırdı.” Greg Lippmann şimdi konut piyasası hakkındaki her türlü olumsuz bilgiyi Vinny ve Danny'ye

aktarıyordu ve Vinny ile Danny ilk kez Eisman'dan bilgi gizlemeye başlamışlardı. Danny, "Ofisinden çıkıp 'Bir trilyonluk işlem yapın,' diye bağırmasından korkuyorduk," diyor.

Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili piyasası 2007 ilkbaharında inanılmaz biçimde biraz güçlenmişti. 7 Mart tarihli gazeteler ABD Federal Reserve başkanı Ben Bernanke'nin, "Alt gelir grubu piyasalarındaki sorunların genel olarak ekonomi ve finans piyasaları üzerindeki etkileri kontrol altına alınmış görünüyor," şeklindeki açıklamasına yer verdi. Eisman, "Kredi kalitesi mart ve nisanda daima iyileşir," diyor. "Ve mart ile nisanda daima iyileşmesinin nedeni insanların vergi iadelerini almasıdır. Menkul kıymetleştirme dünyasındaki insanların bunu bildiğini düşünürsünüz. Bir anlamda biliyorlardı. Fakat kredi spreadlerinin daralmasına izin verdiler. Bunun moronca olduğunu düşündük. Nesi-niz siz, kahrolası aptallar mı?" Borsa şaşırtıcı bir biçimde yükselmeye devam etti ve FrontPoint işlem masalarının karşısındaki televizyon durmaksızın iyimser uyarılarda bulunuyordu. Danny Moses, "CNBC'yi kapattık," diyor. "Gerçeklikle ilişkilerinin artık kesilmiş olması bizi kızdırıyordu. Ne zaman olumsuz bir şey olsa bunu olumluya dönüştürüyorlar, olumlu bir şey olduğunda da bunu abartıyorlardı. Bu aklınızı karıştırıyor. Böyle saçmalıklarla zihninizi bulandıramazsınız."

Las Vegas'tan döndükten sonra daha fazla bilgi edinebilmek için derecelendirme kuruluşlarının ve bu kuruluşların modelleriyle kumar oynayan Wall Street çalışanlarının peşini bırakmadılar. Herhangi bir şeyin derecelendirme kuruluşlarının not düşürmesine neden olup olmayacağını anlamaya çalışıyorlardı. Bu süreç içinde daha rahatsız edici haberler aldılar. Örneğin çoğunlukla derecelendirme kuruluşlarının dalgalı oranlı alt gelir grubu ipo-

tekli konut kredilerine dayalı tahvillere niçin daha eleştirel bakmadığını merak ediyorlardı. Alt gelir grubu borçluları genellikle temerrütten bir bozuk buzdolabı kadar uzaktı. Eğer varsa, çok azı faiz oranlarının aniden yükselme riskiyle baş edebilecek durumdaydı. Ancak bu kredilerin çoğu yapılandırılmış olduğundan, konut sahibi ilk iki yıl boyunca örneğin yüzde 8'lik bir sabit tanıtım faizi ödeyecek, ardından üçüncü yılın başında faiz oranı hızla yükselip, mesela yüzde 12 olacak ve sürekli bir biçimde yüksek oranlarda dalgalanacaktı. Option One ve New Century gibi kredi veren kuruluşların niçin bu tür kredileri vermeyi tercih ettiklerini anlamak kolaydı: Borçlular iki yıl sonra ya temerrüde düşüyor ya da eğer evlerinin fiyatı artmışsa yeniden finanse ediliyordu. Kredilerin riskini taşımadıkları için kredilerin temerrüde düşmesi onlar açısından önemsizdi; yeniden finansman ise yalnızca borçlulardan yeni masraflar tahsil etme fırsatıydı. Derecelendirme kuruluşlarından ve alt gelir grubu tahvil ambalajlama işinden tanıdığı insanlardan bilgi almaya çalışan Eisman derecelendirme kuruluşlarının kredi faizi yüzde 12'ye çıktığında borçlunun ödemelerini tıpkı faiz yüzde 8'ken olduğu gibi yapacağını varsaymakla yetindiğini öğrendi –bu da tahvil hamilleri için daha fazla nakit akışı demekti. Dalgalı oranlı ipotekli konut kredilerine dayalı tahviller sabit oranlılara dayalı tahvillerden *daha yüksek* notlar aldılar –dalgalı oranlı alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinin oranı son beş yılda yüzde 40'tan 80'e bu nedenle çıkmıştı.

Bu kredilerin çoğu şimdi kötüye gidiyordu ama alt gelir grubu tahvilleri hareketsizdi –çünkü Moody's ve S&P rahatsız edici bir biçimde bunlarla ilgili resmi görüşlerini hâlâ değiştirmemişti. Bir hisse senedi yatırımcısı olan FrontPoint Partners Wall Stre-

et hisse broker'larının ilgi alanındaydı. Eisman Goldman Sachs, Morgan Stanley ve diğerlerinde çalışan hisse senedi satıcılarından tahvilcilerle birlikte kendilerini ziyarete gelmelerini istedi. Eisman, "Hep aynı soruyu sorduk," diyor. "Derecelendirme kuruluşlarının bu işte rolü ne?" Ve hep aynı tepkiyi aldık. Bu fiziksel bir tepkiydi, çünkü cevap vermek istemiyorlardı. Yapmacık biçimde gülümsüyorlardı." Araştırmasını daha da derinleştirerek S&P'yi aradı ve gayrimenkul fiyatları düştüğü takdirde temerrüt oranlarına ne olacağını sordu. S&P'deki kişi konut fiyatlarına ilişkin modellerinin negatif bir sayı kabul etme kabiliyeti olmadığını söyledi. Eisman, "Yalnızca konut fiyatlarının sürekli yükseleceğini varsayıyorlardı," diyor.*

Sonunda Vinny ile birlikte metroya atlayıp S&P'de çalışan Ernestine Warner adlı bir kadınla buluşmak için Wall Street'e gitti. Warner gözetim bölümünde analist olarak çalışıyordu. Gözetim bölümünün görevi alt gelir grubu tahvillerini gözlemlemek ve bu tahvillerin dayalı olduğu krediler kötüye gittiği takdirde notlarını düşürmektir. Krediler kötüye gidiyordu ama tahvillerin notu düşürülmüyordu –ve Eisman bir kez daha S&P'nin kendi bilmediği bir şeyler bilip bilmediğini merak etti. "Tahvillerde açığa satış yaptığımızda elimizdeki tek şey havuz düzeyindeki verilerdi," diyor. Havuz düzeyindeki veriler size genel karakteristikleri –ortalama FICO puanları, ortalama kredi-değer oranları, belgesiz kredilerin ortalama sayısı vb.- verir fakat tekil krediler hakkında fikir vermez. Havuz düzeyindeki veriler size, örneğin bir havuzdaki konut kredilerinin yüzde 25'inin sigortalı olduğunu söyler ama bunların hangileri olduğunu –kötüye gitme ola-

* Daha sonra bir S&P sözcüsü modelleri negatif sayıları kabul edebildiğinden herhangi bir S&P çalışanının böyle bir şey söylemiş olabileceğinden kuşku duyduğunu açıkladı.

sılığı daha yüksek veya daha düşük olanları- belirtmez. Wall Street şirketlerinin sistemle ne kadar berbat bir kumar oynadığını tespit etmek imkânsızdı. Eisman, “Tabii ki derecelendirme kuruluşlarının elinde bizimkinden daha fazla veri olduğunu düşünüyorduk,” diyor. “Ama yoktu.”

Ernestine Warner, Eisman gibi trader’ların da elde edebildiği genel bilgilerle çalışıyordu. Bu çılgınlıktı: Tahvillerin değeri konusunda hakemlik yapacak olanlar tahvillerle ilgili bilgilere erişemiyorlardı. Vinny bunun nedenini sorduğunda, “İhraç edenler bu bilgileri bize vermiyorlar” yanıtını aldığını anımsıyor: “O anda kendimi kaybettim ve ‘Talep etmeniz gerek!’ diye çıkıştım. Bize, bunu yapamayız dermişçesine baktı. ‘Bu işin sorumlusu kim? Büyük olan sizsiniz. Polis olan sizsiniz! Onlara bu kahrolası bilgileri size vermelerini söyleyin!!!’ dedik.” Eisman’ın çıkardığı sonuç ilginçti: “S&P, Wall Street’ten veri istediği takdirde Wall Street’in derecelendirmelerini yaptırmak için Moody’s’e gitmesinden korkuyordu.”*

Eisman Moody’s tarafından düzenlenen üç aylık konferansları dinlemeye davet edildiği halde, bir yatırımcı olarak soru sorması istenmiyordu. Bununla birlikte, Moody’s çalışanları onun daha

* 22 Ekim 2008’de Frank Raiter adlı eski bir S&P alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili analisti Gözetim ve Hükümet Reformları Komisyonu’na, S&P’nin alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin gözetiminden sorumlu müdürünün “kredi düzeyinde verilerin gerekli olmadığını düşündüğünü ve bunun fonların içeride veri tabanı kurma yönündeki tüm taleplerinin reddine yol açtığını,” söyledi. Raiter S&P’nin CDO derecelendirmelerinden sorumlu müdürü Richard Gugliada’dan gelen bir e-postayı komisyona sundu. Gugliada e-postada, “Kredi düzeyindeki her türlü kayıt talebi BÜTÜNÜYLE MANTIKSIZDIR!!” diyordu. “Kredi veren kuruluşların çoğu bunu temin edemez. Buna rağmen bir kredi değerlendirmesi YAPMALIYIZ... Bu kredi değerlendirmelerini temin etmek ve bunları yapabilecek bir yöntem bulmak sizin görevinizdir.”

yakından görüşme talebine sıcak yaklaşıyorlardı; hatta CEO'ları Ray McDaniel'in Eisman ve ekibini ofisine davet etmesi Eisman'ın onu sonsuza dek sevmesine yol açan bir jest olmuştu. Eisman "Açığa satışın memnuniyetle karşılandığı bir yer var mıdır?" diye soruyor ve yanıt beklemeden devam ediyor: "Kısa pozisyon aldığınızda bütün dünya size karşıdır. Açığa satış yaptığımızı bile bile benimle görüşüp kapsamlı bilgi veren tek şirket Moody's oldu." Las Vegas seyahatlerinden sonra Eisman ve ekibi dünyanın tersine döndüğünden o kadar emindi ki Raymond McDaniel'in de bunu bilmesi gerektiğini varsaydılar. Vinny, "Derecelendirmelerimizin doğru çıkacağına samimiyetle inanıyorum" dediğini hatırlıyor: "Gerçekten böyle düşünüyor gibiydi. Ofisinde oturuyorduk. Steve bunu duyar duymaz koltuğundan fırladı ve –sanki adam biraz önce finans tarihinin en saçma cümlesini söylemiş gibi- 'Biraz önce ne dediniz?' diye sordu." McDaniel sözlerini tekrarladı ve Eisman yalnızca güldü.

Vinny ise gülmedi, ama ofisten ayrılırken nezaketle, "Saygıda kusur etmek istemem efendim ama hayal görüyorsunuz," dedi. Karşılarındaki Fitch, hatta S&P bile değil, Moodys'ti. Derecelendirme camiasının, yüzde 20'si Warren Buffett'a ait olan aristokratıydı. Ve Queens'ten Vincent Daniel onun CEO'suna sen ya aptal ya da düzenbazsın diyordu.

Haziran başına gelindiğinde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasası kesintisiz bir inişe geçmiş ve FrontPoint'in pozisyonları –önce bir gün içinde binlerce dolar ve ardından milyonlarca dolar tutarında- hareket etmeye başlamıştı. Eisman sık sık, "Para kazandığımı biliyorum, peki ama bu paraları kim kaybediyor?" diye soruyordu. İpotekli konut kredisi veren kuruluşların ve konut inşaat şirketlerinin hisse senetleriyle zaten kısa pozis-

yon almışlardı. Şimdi de kısa pozisyonlarına derecelendirme kuruluşlarının hisse senetlerini ekliyorlardı. Eisman, “CDO’lara GM tahvillerine verdiklerinden on kat fazla not vermişlerdi ve her şey sona ermek üzereydi,” diyor.

Kaçınılmaz olarak dikkatleri kapitalizmin atar damarına, büyük Wall Street yatırım bankalarına çevrildi. Eisman’ın ifadesiyle, orijinal tezleri menkul kıymetleştirme çarkının Wall Street’in büyük kâr merkezi olduğu ve bu çarkın yok olacağıydı. “Ve bu gerçekleştiğinde gelirleri tükenecekti.” Wall Street’in yapılandırılmış finansman denilen bu yeni sektörü tezgâhlamasının nedeni eski tarz işlerinin giderek daha az kâr getirmekte olmasıydı. Hisse senedi broker’lığından elde edilen kârlar daha geleneksel tahvil broker’lığındaki kârlarıyla birlikte internet rekabeti nedeniyle un ufak olmuştu. Piyasa alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerini ve bu tahvillerle oluşturulan CDO’ları satın almaktan vazgeçtiği anda yatırım bankalarının başı derde girdi. Eisman 2007’nin ortalarına kadar bu şirketlerin kendi tezgâhladıkları şeylere yatırım yapacak kadar aptal olabileceklerini düşünmüyordu. Son birkaç yıl içinde kaldıraç kullanımının çarpıcı biçimde arttığını görebiliyordu. Tabii ki ödünç aldıkları paralarla giderek daha da riskli varlıklar bulundurdıklarını da biliyordu. Göremediği şey varlıklarının yapısıydı. Bunlar üç A notlu şirket tahvilleri mi yoksa üç A notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri miydi? Bunu kesin bir biçimde bilemezsiniz. Bu açıklanmıyordu. Bilançolarında ne olduğunu bilmiyordunuz. Doğal olarak, yaratır yaratmaz bu berbat kâğıtlardan kurtuldukları varsayıyordunuz.”

Yeni olguların ve büyük şirketlerle derecelendirme kuruluşlarını yöneten insanlarla yaptığı fiili temasların bir araya gelmesi kuşkulannı artırdı. İlk yeni olgu Şubat 2007’de HSBC’nin alt ge-

lir grubu kredilerinde çok fazla para kaybettiğini açıklaması, martta da alt gelir grubu portföyünü boşalttığını duyurması oldu. Vinny, “HSBC’nin dürüst olduğu varsayılıyordu,” diyor. “Household’u temizlemiş olmaları gerekiyordu. Vay canna, bundan daha kötü olan çok sayıda insan var diye düşündük.” İkinci yeni olgu Merrill Lynch’in ikinci üç aylık dönem sonuçlarıydı. Merrill Lynch Temmuz 2007’de yine muazzam kârlı bir üç ay geçirdiğini açıkladı, fakat alt gelir grubu tahvillerindeki zarara bağlı olarak ipotekli kredi işlemlerinden elde ettiği gelirlerde bir düşüş olduğunu kabul etti. Çoğu yatırımcının önemsiz bir bilgi olarak nitelediği şey Eisman için çok önemli bir haberdı: Merrill Lynch ciddi miktarda alt gelir grubu ipotekli kredi tahviline sahipti. Merrill’in CFO’su Jeff Edwards Bloomberg News’a piyasanın bu konuda endişe duymamasını, çünkü “aktif risk yönetimi”nin Merrill Lynch’e daha düşük notlu alt gelir grubu tahvil pozisyonunu azaltma imkânı verdiğini söyledi. Edwards, “Zaman içinde herhangi bir noktada kendimizi tam olarak nasıl konumlandığımız mevzuuna derinlemesine girmek istemiyorum,” dedi, ama piyasanın Merrill’in alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleriyle yaptığı şeye çok fazla ilgi gösterdiğini söyleyecek kadar derinlere indi. Veya Edwards’ın dolaylı bir biçimde ifade ettiği gibi, “Belirli bir ülkede belirli bir varlık sınıfına oransız bir odaklanma var”dı.

Eisman böyle düşünmüyordu –ve iki hafta sonra Glenn Schorr adlı bir UBS analistini Edwards ile Merrill Lynch’in en büyük hissedarları arasında yapılacak küçük bir toplantıda kendisine eşlik etmeye ikna etti. Merrill’in CFO’su konuşmaya Merrill Lynch’in yaşadığı görülen bu küçük alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili probleminin Merrill Lynch modellerinin kesin kontrolü altında olduğunu açıklayarak başladı. Orada olanlardan bi-

ri, “Henüz toplantının başlarındaydık,” diyor. “Jeff hâlâ önceden hazırlanmış görüşlerini anlatıyordu ve Steve patladı, ‘Ama modelleriniz yanlış!’ Bunun üzerine oda tuhaf bir sessizliğe büründü. Güler misin ağlar mısın? Bir soru bulup herkesi harekete mi geçirirsin? Steve masanın ucunda oturuyordu ve kâğıtlarını gerçekten dikkat çekecek şekilde toparlamaya başladı –sanki ‘Kabalık olmayacak olsaydı, şimdi dışarı çıkardım,’ der gibiydi.”

Eisman kendi adına bu olayın nezaketle yapılan bir görüş alış-verişi olduğunu düşünüyor, bunun ardından konuya ilgisi tamamen bitmiş. “Söyleyecek başka bir şey yoktu. Biliyor musunuz neyi fark ettim? Adam ne dediğimi anlamadı.”

Bu büyük Wall Street şirketleri sağlam bir görüntüye sahipti; görüntünün altına baktığında Eisman bunların yaşadıkları sorunların yalnızca potansiyel bir gelir kaybından ibaret olmayabileceğini düşünmeye başlamıştı. Gerçekten de alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasının kendileri açısından bir sorun olduğunu düşünmüyorlarsa bu piyasa onların sonunu getirebilirdi. Şimdi ekibiyle birlikte gizli alt gelir grubu riskini araştırmaya koyulmuştu: Kim neyi saklıyordu? Bir de isim bulmuşlardı: Büyük Hazine Avı. Alt gelir grubu tahvillerine karşı oynadıkları bahislerin diğer yanında bu şirketlerin bir biçimde olup olmadığından emin değillerdi, ama daha yakından incelediklerinde o şirketlerin de bunu bilmediğinden emin oldular. Eisman Wall Street CEO’larıyla toplantılar yapıyor ve onlara bilançolarıyla ilgili çok temel sorular soruyordu. “Bilmiyorlardı,” diyor. “Kendi bilançolarını bilmiyorlardı.” Bir keresinde kendisini Bank of America’nın CEO’su Ken Lewis ile toplantıya davet ettirmişti. “Orada oturmuş onu dinliyordum. İşin sırrını anlamaya çalışıyordum. Kendi kendime, ‘Tanrım, ne kadar aptal!’ dedim. Zihnimde bir kıvılcım

çaktı. Dünyanın en büyük bankalarından birini yöneten adam bir aptal!” UBS, Citigroup, Lehman Brothers ve birkaç başka bankanın yanı sıra Bank of America hisseleriyle de kısa pozisyon aldılar. Çalıştıkları şirketin sahibi Morgan Stanley olduğundan, Morgan Stanley hisseleriyle kısa pozisyon almalarına izin verilmiyordu, ama eğer verilseydi alacaklardı. Büyük Wall Street bankalarına karşı kısa pozisyon almalarının üzerinden henüz çok uzun bir süre geçmemişti ki Sanford C. Bernstein & Co.’da bu şirketlerle ilgilenen tanınmış analist Brad Hintz ziyaretlerine geldi. Hintz Eisman’a ne yapmaya çalıştığını sordu.

Eisman, “Yalnızca Merrill Lynch hisselerinde kısa pozisyon aldık,” dedi.

Hintz, “Niçin?” diye sordu.

Eisman, “Basit bir tezimiz var,” dedi. “Yakında bir felaket olacak ve ne zaman bir felaket olsa Merrill oradadır.” Kötü tavsiyelerle Orange County iflas ettiğinde Merrill oradaydı. İnternet hisseleri çöktüğünde Merrill oradaydı. Ta 1980’lerde ilk tahvil trader’ının dizginleri serbest bırakılıp yüz milyonlarca dolar zarar ettiğinde Merrill darbeyi yemek üzere oradaydı. Bu Eisman’ın mantığıydı; yani Wall Street hiyerarşisinin mantığı. Goldman Sachs kendi mahallesinde oyunların başını çeken büyük çocuktur. Merrill Lynch ise en istenmeyen görevlerin verildiği, fakat oyunlara dahil edildiği için mutlu olan küçük şişman çocuktur. Eisman’ın gördüğü şekliyle bu bir kamçı şaklatma oyunuydu. Merrill Lynch’in zincirin sonunda kendisine tahsis edilen yeri aldığını düşünüyordu.

FrontPoint 17 Temmuz 2007’de, Fed başkanı Ben Bernanke ABD Senatosu’na alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasında 100

milyar dolardan fazla zarar edilmeyeceğini düşündüğünü söylemeden iki gün önce olağanüstü bir girişimde bulunup bir konferans bağlantısına ev sahipliği yaptı. Az sayıdaki yatırımcılarıyla bu tür bağlantılar yapıyorlardı ama bu kez katılımı genişletmişlerdi. Steve Eisman artık bir sır olmaktan çıkmıştı. Tanınmış bir Wall Street analisti, “Neler olup bittiğini tam olarak anlayan iki yatırımcıdan biri Steve’di,” diyor. Eisman’ın söyleyeceklerini dinlemek için konferansa beş yüz kişi katılmış, ayrıca beş yüz kişi de konuşma kayıtlarını dinlemek için daha sonradan sisteme giriş yapmıştı. Eisman “mezzanine CDO’nun” (en riskliler) tuhaf simyasını açıkladı –piyasanın yalnızca bu kesiminden 300 milyar dolar zarar beklediğini söyledi. Durumu değerlendirirken kendisini dinleyenlere, “Modelinizi hemen çöp kutusuna atın,” dedi. “Modellerin hepsi demode oldu. Bu modellerin dünyanın ne hale geldiği hakkında hiçbir fikri yok... Varlığa dayalı menkul kıymet dünyasındaki insanlar *hayatlarında* ilk defa gerçekten düşünmek zorundalar.” Derecelendirme kuruluşlarının ahlâken iflas ettiklerini ve fiili iflas korkusuyla yaşadıklarını anlattı. “Derecelendirme kuruluşları ölümüne korkuyorlar,” dedi. “Hiçbir şey yapmaktan ölümüne korkuyorlar, çünkü hiçbir şey yapmazlarsa aptal gibi görünecekler.” ABD ipotekli konut kredilerinin tam yarısının -trilyonlarca dolar değerinde- zarar etmesini bekliyordu. “Bu ülkenin şimdiye kadar gördüğü en büyük sosyal deneyimlerden birinin tam ortasındayız,” diyordu. “Bu eğlenceli bir deneyim olmayacak... Olanların çirkin olduğunu düşünüyorsunuz. Henüz hiçbir şey görmediniz.”

Konuşması bittiğinde FrontPoint’te ayrı bir fon yöneten İngiliz ikinci konuşmacı olarak söze başlamakta biraz gecikti. “Özür

dilerim” dedi alaycı bir ifadeyle. “Steve’in dünyanın sonunun geldiğine ilişkin sözlerini duyduktan sonra biraz sakinleşmeye ihtiyacım vardı.” Ve herkes güldü.

O günün ilerleyen saatlerinde, batan Bear Stearns hedge fonlarının yatırımcılarına üç A notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine dayalı 1,6 milyar dolarlık CDO’ların yalnızca biraz değer kaybetmekle kalmayıp değerlerini bütünüyle yitirdikleri bildirildi. Eisman Wall Street’in en büyük şirketlerinden çoğunun kendi risklerini bilmedikleri ve tehlikede olduklarından artık emindi. Bu kanaatinin temelinde Wing Chau ile yediği akşam yemeğinin anısı yatıyordu -bu yemek sırasında mezzanine CDO’nun merkezi önemini kavramış ve aynı CDO'lara karşı muazzam bir bahis oynamıştı. Doğal olarak bu bir CDO’nun içinde tam olarak ne var sorusuna da yol açtı. Eisman, “Bu şeylerin içinde ne olduğunu bilmediğini” söylüyor: “Analiz yapamıyordunuz. ‘Bana içinde yalnızca California olanları ver,’ diyemiyordunuz. Bunların içinde ne olduğunu hiç kimse bilmiyordu.” Danny’nin ifadesiyle, “Bunların zaten açığa satıp tek bir portföyde bir araya getirdiğimiz işe yaramaz kâğıt parçaları olduğunu,” bilecek kadar şey öğrenmişlerdi. Bunun dışında içgüdüleriyle davranıyorlardı. Vinny’nin ifadesiyle, “Steve’in doğası, pozisyonu artırmak, hesabı kitabı sonra yapmaktı.”

Haber bunun ardından geldi. Eisman dışarıda pek bilinmediği halde Wall Street çevrelerinde ünlü olan *Grant’s Interest Rate Observer* adlı bir haber bültenine uzun süredir aboneydi. Bültenin editörü Jim Grant 1980’lerin ortalarında büyük borç döngüsü başladığından beri kıyamet kehanetlerinde bulunuyordu. Grant 2006 sonlarında CDO diye bilinen bu tuhaf Wall Street icatlarını araştırmaya karar verdi. Ya da daha çok yüksek lisans dereceli bir

kimya mühendisi olan genç asistanı Gertner'den bunların ne olduğunu anlayıp anlamayacağını incelemesini istedi. Gertner potansiyel yatırımcılara CDO'ların ne olduğunu açıklayan dokümanları incelemeye başladı; terledi, sızlandı, çabaladı, acı çekti. Sonra Grant'a gidip 'Bunun ne olduğunu anlayamıyorum,' dedi. Grant arkasına yaslandı ve "Sanırım hikâyemizi bulduk" dedi. Gertner giderek derinlere indi ve nihayet ne kadar derine inerse insanın bir CDO'nun içinde tam olarak ne olduğunu öğrenecek kadar derine inemeyeceği sonucuna vardı –Jim Grant'a göre bu, başka hiçbir yatırımcının da daha derine inemeyeceği nlamına geliyordu. Aslında bütün bunlar Grant'ın zaten bildiği şeylerdi, yani çok sayıda insan çok sayıda bilançoğu aşırı bir güven duygusuyla değeriendiriyordu. Grant 2007 yılı başlarında derecelendirme kuruluşlarının mevzilerini terk ettiklerini, içlerinde tam olarak ne olduğunu kendileri de bilmedikleri halde bu CDO'ları nedeysede emin bir biçimde derecelendirdiklerini öne süren bir dizi makale yazdı. Makalelerden biri, "Grant's okuyucuları yatırım konusu olamayacak yığınlarca ipotekli konut kredisi diliminin teminatlı borç yükümlülüğü (CDO) şeklinde nasıl yeniden şekillendirilebileceğini gördü," diye başlıyordu. "Ve bu gizemli sürecin dilimlerin kredi notlarını etkilemesini hayretle gözlediler..." Bir süre sonra Grant, yarattığı sorunlar nedeniyle, güvendiği asistanıyla birlikte azarlanmak üzere S&P'ye çağrıldı. Gertner, "Gerçekten de derecelendirme kuruluşuna çağrılmış ve 'Beyler, bu işi anlamıyorsunuz,' laflarını işitmiştik," diyor. "Jim 'simya' terimini kullanmış, onlar da bu terimden hoşlanmamıştı."

Grant'ın Wall Street'teki ofisinin yalnızca birkaç mil kuzeyinde, dünyaya giderek daha karamsar bakan bir hisse senedi hedge fonu yöneticisi, tahvil piyasası ve onun karmaşık icatları

konusunda niçin başka hiç kimsenin kuşkusunu ifade etmediğini merak ediyordu. Steve Eisman, Jim Grant’ın makalesinde finans dünyasıyla ilgili teorisinin bağımsız biçimde teyit edildiğini görmüştü. “Okuduğumda,” diyor, “*Oh Tanrım, bu altın madeni-ne sahip olmak gibi bir şey* diye düşündüm. O makaleyi okuduğumda hisse senedi dünyasında neredeyse orgazm noktasına gelen tek kişiydim.”

SEKİZİNCİ BÖLÜM

Uzun Sessizlik

Steve Eisman'ın *Grant's Interest Rate Observer*'daki bir makaleden neredeyse cinsel bir zevk alan ilk adam olduğu gün Dr. Michael Burry de aynı makalenin bir kopyasını okuyordu. Makaleyi gönderen finans müdürüydü ve şaka yollu bir not da eklemişti: “Mike *Grant's* için yazı yazmak gibi bir ek iş yapmıyorsun, değil mi?”

Burry, dışarıda kendisi gibi düşünen başkalarının bulunduğunu keşfetmenin çok da önemli olmadığını düşünerek, “yapmıyorum,” diye yanıt verdi. “*Grant's* ile temas kurmamış olmamıza biraz şaşırdım...” Hâlâ finans dünyasındaydı ama ondan ayrıydı, tıklatmak konusunda kendisini ikna edemediği bir pencere camının diğer yanındaydı sanki. Amerikan finans sistemindeki bozukluğu, yani *kredilerin kâğıtlar aracılığıyla genişletilmesi* sorununu 2003 başlarında teşhis eden ilk yatırımcıydı. Yalnızca borcunu asla geri ödeyemeyecek insanlara ödünç para vermek amacıyla karmaşık finansal kâğıtlar icat ediliyordu. Nisan 2003'te Scion Capital'in yatırımcılara gönderdiği üç aylık mektupların niçin böylesine karamsarlaştığını merak eden bir arkadaşına, “Oyunun

son perdesinin böylesine aptalca, ahmakça işler yapan finans kurumlarımızın yaşayacağı bir kriz olduğuna gerçekten inanıyorum,” diye yazdı. “Yapmam gereken bir işim var. Müşterilerim için para kazanmak. Nokta. Fakat, eğer bir trajedi ortaya çıkarsa olağanüstü büyüyecek yatırımlar yapmaya başladığında iş ürkütücü hale geliyor.” Sonra, 2005 ilkbaharında alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı büyük ve aşikâr bir bahis oynadığında, ortaya çıkma ihtimali en yüksek olan trajedinin tam olarak hangisi olduğunu diğer tüm yatırımcılardan önce tespit etmişti.

Şimdi, Şubat 2007’de alt gelir grubu kredileri rekor sayılarda temerrüde düşüyordu; finans kurumları her gün istikrar kaybediyordu ve hiç kimse onun ne söyleyip ne yaptığını hatırlar görünmüyordu. Yatırımcılarına sabırlı olmaları gerekebileceğini bildirmişti –2005’te verilen ipotekli konut kredilerinin tanıtım oranı süresi sona ermeden bahsin kazandıramayabileceğini. Sabırlı olmamışlardı. Yatırımcılarının çoğu ona güvenmemişti ve onların ihanetine uğradığını düşünmüştü. Başlarken işin sonunu tahmin edebiliyordu ama aradaki kısımların hiçbirini edemiyordu. “Sanırım yalnızca gidip uyumak ve 2007’de uyanmak istiyordum,” diyor. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı oynadığı bahisleri koruyabilmek için küçük kadrosunun yarısını işten atmak ve alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasıyla çok yakından ilişkili şirketlere karşı oynadığı milyarlarca dolar değerindeki bahisleri azaltmak zorunda kalmıştı. Artık şimdiye değin hiç olmadığı kadar tecrit edilmiş durumdaydı. Değişen tek şey bu konudaki açıklamasıydı.

Kısa bir süre önce eşi onu zorla Stanfordlu bir psikoloğun ofisine götürmüştü. Anaokulu öğretmeni dört yaşındaki oğulları Nicholas’ta kaygı uyandıran bazı davranışlar görmüş ve teste ta-

bi tutulmasını önermişti. Nicholas diğer çocuklar uyuduğunda uyumuyordu. Öğretmen çok uzun konuştuğunda uyuyakalıyordu. Zihni “çok aktif” görünüyordu. Michael Burry alınganlık etmemeye çalıştı. Ne de olsa kendisi de bir doktordu ve öğretmenin onlara kendi oğlundaki dikkat bozukluğunu teşhis edemediğini söylemeye çalıştığından kuşkulanıyordu. “İhtisas dönemimde Dikkat Bozukluğu kliniğinde çalışmışım ve teşhisin abartılı olduğunu güçlü bir biçimde hissediyordum,” diyor. “Çünkü bu, çocuklarına ilaç içirmenin veya onların olumsuz davranışlarını açıklamamanın tıbbi gerekçelerini bulmak isteyen ebeveynlere sahip çok sayıda çocuk için ‘kurtarıcı’ bir teşhisti.” Aslına bakarsanız, Burry ne zamandır oğlunun diğer çocuklardan biraz farklı olduğundan kuşkulanıyordu, ama bu iyi yönde bir farklılıktı. Ona göre tonlarca soru sorması çok iyi bir şeydi: “Bunu teşvik etmiştim, çünkü çocukken ben de tonlarca soru sorar ve susmam söylendiğinde sinirlenirdim.” Fakat şimdi küçük oğlunun akıllı olmakla birlikte diğer insanlarla sorunları olduğunu görüyordu. Et-kileşim kurmaya çalıştığında, diğer çocuklara kötü bir şey yapmadığı halde onları bir biçimde kızdırıyordu.” Eve geldiğinde eşine “Merak etme! Oğlumuz iyi!” dedi.

Karısı ona baktı ve “Nereden biliyorsun?” diye sordu.

Dr. Michael Burry, “Çünkü tıpkı bana benziyor! Ben de böyleydim,” yanıtını verdi.

Oğullarını kaydettirmeye çalıştıkları çeşitli anaokulları başvurularını hızla ve bir açıklama yapmaksızın reddediyordu. Sıkıştırdığı okullardan biri Burry’ye oğlunun beden ve el becerilerinin yetersiz olduğunu söyledi. Burry, “Resim ve makas kullanımı testlerinden çok düşük not aldığı açıktı” diyor. “Ne fark eder ki

diye düşündüm. Hâlâ dört yaşındaki bir çocuk gibi resim yaparım ve resimden nefret ederim.” Yine de eşini sakinleştirmek için oğullarının teste tabi tutulmasını kabul etti. “Bu test yalnızca onun akıllı bir çocuk, ‘dalgın bir deha’ olduğunu kanıtlayacaktı.”

Ancak, bir çocuk psikoloğunun uyguladığı test çocuklarında Asperger sendromu olduğunu ortaya çıkardı. Psikolog bunun klasik bir vaka olduğunu söyledi ve çocuğun özel bir okula gönderilmesini tavsiye etti. Dr. Michael Burry donup kalmıştı: Asperger’i tıp fakültesinden hayal meyal de olsa hatırlıyordu. Eşi ona otizm ve ilişkili bozukluklar konusunda biriktirdiği bir yığın kitap verdi. En üstte Tony Attwood adlı bir klinik psikoloğun yazdığı iki kitap vardı: *The Complete Guide to Asperger’s Syndrome* (Eksiksiz bir Asperger Sendromu Rehberi) ve *Asperger’s Syndrome: A Guide for Parents and Professionals* (Asperger Sendromu: Ebeveynler ve Profesyoneller için bir Rehber).

“Göz göze bakmak gibi çok sayıda sözel olmayan davranış kullanımında bariz bir bozukluk...”

Kontrol et.

“Yaşıtlarıyla ilişki kurmakta başarısızlık...”

Kontrol et.

“Beğenilerini, ilgi alanlarını veya başarılarını diğerleriyle kendiliğinden paylaşma arayışının olmaması...”

Kontrol et.

“Birinin gözlerinde sosyal/duygusal mesajları okuma zorluğu...”

Kontrol et.

“Kızgınlık ifade ederken yanlış bir duygusal düzenleme veya kontrol mekanizması kullanımı...”

Kontrol et.

“... Bilgisayarın bu kadar cazip olmasının nedenlerinden biri yalnızca onunla konuşmak veya sosyalleşmek zorunda olmanız değil, aynı zamanda bilgisayarın mantıklı, tutarlı ve ruh haline göre değişmeyen bir şey olmasıdır. Bu nedenle Asperger Sendromu olan kişiler için ideal bir ilgi alanıdır...”

Kontrol et.

“Çok sayıda insanın bir hobisi vardır... Normal durumla Asperger Sendromu'nda gözlemlenen ayıksılık arasındaki fark bu arayışın çoğunlukla yalnız ve özgün bir tarzda yapılması ve kişinin zamanına ve konuşmalarına egemen olmasıdır...”

Kontrol et... Kontrol et... Kontrol et.

Michael Burry birkaç sayfa sonra artık oğlu değil kendisi hakkında okuduğunu fark etti. “Kaç insan eline bir kitap alıp bunun kendi hayatıyla ilgili bir el kitabı olduğunu anlar?” diyor. “Bana kim olduğumu anlatan bir kitap okumaktan nefret ediyordum. Ben farklı olduğumu düşünüyordum ama bu kitap bana diğer insanlarla aynı olduğumu söylüyordu. Eşim ve ben tipik bir Asperger çiftiydik ve Asperger bir oğlumuz vardı.” Artık cam gözü hiçbir şeyi açıklamıyordu, üstelik hiç bir zaman da açıklamamış olmasından kuşkulanıyordu. İddialı bir yüzücünün patolojik derin su korkusunu –altında neyin gizli olduğunu bilmemenin uyandırdığı korkuyu- cam bir göz nasıl açıklardı? Çocukluğundaki parayıkama takıntısını nasıl açıklardı? Dolar banknotları alıp yıkıyor, bir havluyla kuruluyor, kitap sayfalarının arasına koyuyor ve sonra bu kitapların üzerine başka kitaplar yığıyordu –bu şekilde pa-

ranın “yeni” görünmesini sağlamayı umuyordu. Burry, “Birdenbire gülünçleştim,” diyor. “Bir şeyleri inceleyip gerçekten hızlı bir biçimde üstesinden gelmeyi daima başarmıştım. Bunun bana özel bir durum olduğunu düşünüyordum. Şimdi ise, ‘Asperger sendromu olan birçok insan bunu yapabilir,’ diye düşünüyordum. Artık bir sendromla açıklanabiliyordum.”

Öğrendiklerini kabullenmek istemedi. Aşırı derecede ilgisini çeken konularda bilgi toplama ve bunları analiz etme yeteneğine sahipti. Kendisi daima aşırı derecede ilgisini çekmişti. Şimdi, otuz beş yaşında eline kendisi hakkında bu yeni bilgiler verilmişti –ve ilk tepkisi keşke bunları görmemiş olsaydım şeklindeydi. Önce, bu sendromu taşıyan birçok insan bunu bilmiyor olmalı diye düşünmüş ve bu noktada bilmenin gerçekten iyi bir şey olup olmadığını merak etmişti: “Kendi hakkımdaki bu bilgileri edinmek bana ne gibi bir yarar sağlar?”

Gidip kendi psikoloğunu buldu ve sendromunun eşi ve çocukları üzerindeki etkisini öğrenmek için yardımını istedi. Ancak iş hayatı yeni edindiği bilgiden etkilenmedi. Örneğin, yatırım kararlarını verme şeklini veya yatırımcılarıyla iletişim tarzını değiştirmede. Yatırımcılarına bu sendromdan söz etmedi. “Bunun açıklanması gereken maddi bir olgu olduğunu düşünmedim,” diyor. “Bir değişiklik söz konusu değildi. Bana yeni bir teşhis konmuştu ama bu daima sahip olduğum bir şeydi.” Diğer yandan bu sendrom hayatını kazanmak için yaptığı şeyleri ve bunları nasıl yaptığını çok müthiş ölçüde açıklıyordu: Somut veriler edinme yönündeki takıntısı, mantık konusundaki ısrarı, çok sayıda can sıkıcı bilançoyu hızla inceleme kabiliyeti. Asperger sendromu olan insanlar ilgi duydukları şeyleri kontrol edemiyordu. Örneğin çim biçme makinesi katalogları toplamaya değil de finans piyasaları-

na özel bir ilgi duyması büyük bir şanstı. Bu şekilde düşündüğünde, karmaşık modern finans piyasalarının sanki bunlara ilgi duyan Asperger sendromlu bir kişiyi ödüllendirecek kadar iyi tasarlanmış olduğunu fark etti: “Yalnızca Asperger sendromu olan biri alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili prospektüsünü okurdu.”

2007 yılı başlarında Michael Burry kendisini özellikle tuhaf bir durumun içinde buldu. 2005 yılında verilen kredilerle oluşturulan gerçekten berbat çok sayıda alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili üzerinden düzenlenmiş sigorta poliçeleri satın almıştı ama bunlar onun kredi temerrüt swaplarıydı. Başkalarınca sık sık alınıp satılmıyordu; birçok insan nedense 2005'te verilen kredilerin 2006'da verilenlerden daha sağlıklı olduğunu düşünüyordu; tahvil piyasasına özgü tabirle bunlar “off the run” tahvillerdi. Bu görüşü savunanların en büyük iddiası Burry'nin karşı bahis oynadığı kredi havuzlarının “görece temiz” olduğuydu. Bu iddiayı çürütmek için özel bir araştırma yaptı ve kısa pozisyon aldığı kredi havuzlarının 2005'teki alt gelir grubu işlemlerinin genel gidişatına kıyasla iflas etme olasılığının yaklaşık iki kat fazla ve ipotekli konutların haczedilme olasılığının üç kat fazla olduğunu tespit etti. 2006'da verilen krediler gerçekten de 2005'te verilenlerden daha kötüydü ama 2005'te verilenler hâlâ berbattı ve bunların faiz oranlarının yeniden ayarlanacağı tarihler daha yakındı. Karşı bahis oynamak için tam olarak doğru konut sahiplerini seçmişti.

Burry 2006 yılı boyunca ve 2007'nin ilk birkaç ayında olası alıcılara gösterecekleri ve dolayısıyla müşterinin piyasa fiyatı

*Off the run: En son ihraç edilen tahvillerden önce ihraç edildiği için daha az sıklıkta işlem gören, genellikle de nispeten daha ucuz ve getirisi biraz daha yüksek tahviller –çn.

hakkında bir fikir edinebileceği düşüncesiyle kendi kredi temerrüt swapı listesini Goldman, Bank of America ve Morgan Stanley'e göndermişti. Ne de olsa alım-satımcıların açıklanan fonksiyonu buydu: Aracı, piyasa yapıcı. Ancak onlar bu fonksiyona uygun hareket etmiyordu. Burry, "Öyle görünüyordu ki, alım-satımcılar listelerime dayanarak aşırı oportünist bir biçimde kendi adlarına teklif veriyorlardı" diyor. İpotekli kredi tahvili hizmeti verenlerden gelen veriler her ay daha da kötüleşiyordu –tahvil-lerin dayalı olduğu krediler daha hızlı oranlarda kötüye gidiyordu- ama yine de bu kredileri sigortalama fiyatı düşüyordu. Bu mantık onu başarısız kılıyordu: "Gördüğüm sonuçları açıklayamıyordum." Her günün sonunda küçük bir hesaplama yapılması gerekiyordu: Eğer alt gelir grubu piyasası düşmüşse ona para gönderecekler, yükselmişse kendisi onlara para gönderecekti. Scion Capital'in kaderi bu bahislere bağlıydı ama bu kader kısa vadede açık ve serbest piyasada belirlenmiyordu. Kaderi belirleyen her gün Mike Burry'nin kredi temerrüt swaplarının para mı kazandığı yoksa para mı kaybettiğine karar veren Goldman Sachs, Bank of America ve Morgan Stanley'di.

Ancak kredi temerrüt swapı portföyünün sıra dışı olduğu doğrudur. Tek başına ve ayrı çalışan, finans piyasalarına yönelik sıra dışı bir bakış açısına sahip, sıra dışı bir kişilik tarafından seçilmişlerdi. Tek başına bu olgu Wall Street şirketlerinin kendisine piyasa fiyatını dikte etmesini mümkün kıldı. Michael Burry'nin alıp sattığı şeyin aynısını başka hiç kimse alıp satmadığından, bunların değeri hakkında somut bir kanıt bulunmuyordu –bu yüzden değerleri Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in belirttiği değerd. Burry onların kendi piyasalarını idare edişlerinde bir örneği fark etti: Konut piyasası veya ekonomi hakkındaki tüm iyi ha-

berler Scion Capital'dan teminat talep etmenin bahanesi olarak kullanılıyordu; kötü haberlerin tümü ise oynamış olduğu özgün bahislerle ilgisi kurulamayacak şekilde küçümseniyordu. Şirketler daima kendilerinin pozisyon tutmadığını –defterlerinin bire bir olduğunu- iddia ediyordu fakat davranışları bunun tam tersini gösteriyordu. Burry, “Puanı bankaların net pozisyonu belirliyordu,” diyor. “Puan belirlemek için piyasaya baktıklarını düşünmüyorum, sanırım kendi ihtiyaçlarına bakıyorlardı.” Yani, Burry’nin oynadığı bahsin kazandırdığını kabullenmek istememelerinin nedeni bahsin diğer tarafında kendilerinin olmasıydı. Mart 2006’da, kendi şirketinde çalışan avukat Steve Druskin’e “Alım-satımcılarla konuştuğunuzda “kendi defterlerine bakıp görüş belirtiyorlar. Defterlerinde olanlar görüşleri haline geliyor. Goldman çok fazla risk biriktirmiş görünüyor. Sanki ipotekli kredi havuzlarında hiçbir değişiklik yokmuş gibi konuşuyorlar. Panik oluşturmaya gerek yok diyorlar... ve bu işe yaradı. Piyasaya daha fazla [para] getirtebildikleri takdirde sorun çözümleniyor. Son 3-4 yıl böyle geçti,” diye yazdı.

Nisan 2006’ya gelindiğinde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş sigorta alımlarını bitirmişti. 555 milyon dolarlık bir portföyde bu bahislerden 1,9 milyar dolarlık birikim yapmıştı –bunlar kazanç sağlaması gerektiği halde sağlamamış olan bahislerdi. Mayıs ayında yeni bir taktik geliştirdi ve Wall Street trader’larına biraz daha kredi temerrüt swapını sahip olduklarını iddia ettikleri değerlerden kendisine satmak isteyip istemeyeceklerini sordu. İstemeyeceklerini biliyordu. Bir e-posta mesajında, “Karşı taraftakilerden hiçbiri bir kere bile listemi bana kendi puanlarımdan satmak istemedi,” diye yazdı. “Listemdeki isimlerin yüzde seksen veya doksanı hiçbir fiyattan buluna-

mıyor.” Düzgün işleyen bir piyasa yeni bilgileri menkul kıymetlerin fiyatlarına özümsetirdi; bu multitrilyon dolarlık alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasında risk asla değişmedi. “Yatırımla ilgili en eski özdeyişlerinden birine göre, eğer yatırım fırsatını gazetede okuyorsan vakit çok geç demektir. Bu sefer böyle değildi.” Steve Druskin piyasayla daha fazla ilgilenmeye başlıyordu - ve bunun nasıl denetlendiğine inanamıyordu. Druskin, “Hayret uyandıran, bu hayal ürünü şeylerle bir piyasa oluşturmuş olmalarıydı,” diyor. “Bu gerçek bir varlık değil.” Sanki Wall Street herkesin ticari havayollarının dakikliği üzerine kumar oynamasına müsaade etmeye karar vermişti. United Flight 001’in zamanında iniş yapma olasılığının hava koşulları, mekanik konular, pilotun niteliği, vb. bağlı olarak değişeceği açıktı. Fakat uçağın iniş yapmasına veya yapmamasına kadar değişme olasılıkları göz ardı edilebilirdi. Ownit ve ResCap gibi ipotekli kredi kullandıran büyük kuruluşların iflas etmesi veya bazı alt gelir grubu kredi havuzlarının beklenenden daha büyük zararlar yaşaması önemli değildi. Önemli olan yalnızca Goldman Sachs ve Morgan Stanley’in önemli olduğuna karar verdiği şeydi.

Dünyanın en büyük tek sermaye piyasası bir piyasa değil, başka bir şeydi –ama neydi? Burry güvendiği bir yatırımcıya yazdığı e-posta mesajında, “Kredi temerrüt swaplarının her zamankinden düşük düzeyde olması için piyasada bir sahtecilik olması gerektiğini söyleyerek işlemin karşı tarafındakileri fiilen protesto ediyorum,” diye yazdı. “Ya kredi temerrüt swapları (CDS’ler) bir düzmeceyse? Kendime sürekli bu soruyu soruyorum ve şimdiye kadar hiç bu şekilde düşünmem gerektiğini hissetmemiştim. İpotekli konut kredisi CDS’lerinde bu yıl yüzde 5 düşüş kaydedilmesine imkân yok.” Goldman Sachs’taki satış so-

rumlusuna, “Konut piyasasında kısa pozisyon aldığımı sanıyordum ama almamışım, çünkü CDS’ler kural dışı, öyle değil mi?” yazdı. Birkaç ay sonra Goldman Sachs 2006 ikramiye havuzu için personel başına 542.000 dolar ayırdığını açıkladığında, “Eski bir benzin istasyonu görevlisi, otopark görevlisi, stajyer doktor ve şu anda Goldman Sachs tarafından kazıklanan biri olarak gücendim,” diye tekrar yazdı.

2006 ortasında kendisiyle aynı bahsi oynamak isteyen başka para yöneticileri olduğunu duymaya başladı. Birkaçı onu fiilen arayıp yardım istedi. “Bu insanlar bana bu işlemten vazgeçmemi söylüyordu,” diyor. “Ve ben bu diğer insanlara bakıp bu işlemi yapabildikleri için ne kadar şanslı olduklarını düşünüyordum.” Eğer piyasa bütünüyle rasyonel olsaydı çok uzun süre önce çökmüş olacaktı. Bir e-postada, “Dünyanın en büyük fonlarından bazıları düşüncelerimi aşırıp stratejimi kopyaladı,” diye yazdı. “Dolayısıyla eğer düşündüklerim gerçekleşirse para kazanan yalnızca Scion olmayacak. Yine de herkes kazanmayacak.”

Artık inkâr edilemeyecek ölçüde mutsuzdu. Eylül ortasında eşine, “İçim parçalanıyormuş gibi hissediyorum,” diye yazdı. Mutsuzluğunun nedeni her zamanki gibi diğer insanlardı. Onu en fazla huzursuz eden insanlar kendi yatırımcılarıydı. 2000 yılında fonunu açtığında yatırımcılarına yalnızca üç aylık getirileri açıklayacağını, daha sonra yapacakları konusunda ise hemen hemen hiçbir şey söylememeyi planladığını bildirmişti. Şimdi ise yatırımcıları aylık, hatta on beş günlük raporlar talep ediyorlar ve onu sürekli bir biçimde kötümserliğinin gerekçesi konusunda sıkıştırıyorlardı. “Fikirlerin ne kadar iyiye ve yatırımcı tabulara ne kadar karşıysa, yatırımcıların size bağırıp çağırma olasılığı o kadar yüksektir diye düşünmek üzereydim,” diyor. Piyasanın bazı kâ-

ğitlar konusunda berbatlaşmasını dert etmiyordu, çünkü sonunda bunun mantık tarafından disipline edileceğini biliyordu: İşletmeler ya zenginleşecek ya da batacaktı. Krediler ya ödenecek ya da temerrüde düşecekti. Fakat paralarını yönettiği insanlar piyasayla aralarındaki duygusal mesafeyi koruyamıyordu. Artık tıpkı tümü berbat olan alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası gibi aynı yüzeysel uyarıcılara tepki veriyorlar ve onu piyasanın çılgınlığına uyum sağlamaya zorluyorlardı. Bir yatırımcıya, “Sabırlı olmak için elimden geleni yapıyorum,” diye yazdı. “Ancak yalnızca yatırımcılarım kadar sabırlı olabilirim.” Bir başka sıkıntılı yatırımcıya, “Hedge fonu dünyasındaki akıllı yöneticinin tanımı, doğru fikirleri olan ve fikirlerinin kazanç getirmesinin hemen öncesinde yatırımcıları tarafından terk edilen kişidir,” diye yazdı. Onlar için büyük miktarda para kazandığında neredeyse hiç sesleri çıkmıyor, biraz kaybetmeye başladığı anda onu kuşku ve kaygı dolu sözlerle azarlıyorlardı:

Bizi denize sürükleyen canavarın CDS olduğunu düşünüyorum. İhtiyar adam ve denizde yaşanan sıkıntıyı yarattın.

Bu kanamanın ne zaman duracağını düşünüyorsun? (Ağustos-ta yine % 5 düştük.) Artık daha riskli bir strateji mi izliyorsun?

Beni resmen hasta ediyorsun... Buna nasıl cüret edersin?

Bana bu pozisyondan nasıl durmadan para kaybettiğimizi açıklayabilir misin? Madem ki potansiyel zararlarımız sabit, kaybettiğimiz miktara bağlı olarak bunların artık portföyün küçük bir parçası olması gerektiğini düşünüyorum.

Bu son soru durmadan karşısına çıktı: Bir hisse seçici nasıl olur da bu donkişotvari tahvil piyasası bahsinde bu kadar para kaybeder? Ve sürekli bu soruya cevap vermeye çalıştı: Sigortaya

esas oluşturan krediler var olduğu sürece –muhtemelen yaklaşık beş yıl ama belki de otuz yıl varlık sürdüreceklerdi- her yıl portföyün yaklaşık yüzde 8’i tutarında yıllık prim ödeme taahhüdünde bulunmuştu. Beş yıl boyunca yüzde sekiz ödemek toplam yüzde 40 demekti. Kredi temerrüt swaplarının değeri yarı yarıya düştüğü takdirde Scion yüzde 20’lik bir muhasebeleştirme zararı kaydedecekti.

Daha da korkutucu olan, kredi temerrüt swapı sözleşmeleri Scion’un varlıkları belirli bir düzeyin altına düştüğü takdirde büyük Wall Street şirketlerine Scion ile yaptığı işlemleri iptal etme olanağı tanıyan bir madde içeriyordu. Aniden ortaya çıkabilecek gerçek bir risk vardı. Yatırımcılarının çoğu paralarını iki yıl “bloke etme”yi kabul etmişlerdi ve istedikleri zaman paralarını çekemiyorlardı. Fakat yönettiği 555 milyon doların 302 milyon doları ya 2006 sonunda ya da 2007 ortasında çekilebilir duruma gelecekti ve yatırımcılar paralarını geri istemek için sıraya giriyorlardı. Ekim 2006’da, ABD’deki konut fiyatlarında son otuz beş yılın en büyük düşüşü görüldüğü sırada ve üç B ipotekli kredi tahvilleri endeksi ABX’te ilk “kredi olayı”nın (yani zararının) yaşanmasından yalnızca birkaç hafta önce, Michael Burry –artık alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasına vakfedilmiş- fonuna yönelik bir hücum olasılığıyla karşı karşıya kaldı. Burry'nin işe aldığı ama tüm analizleri kendi başına yapmakta ısrar ettiği için ne yapacağını bilemediği muhtelif analistlerden biri, “Klinik anlamda depresyondaydık,” diyor. “İşe gidiyordunuz ve ‘burada olmak istemiyorum,’ diyordunuz. İşlem size karşı işliyor, yatırımcılar paralarını geri istiyordu.”

Bir gece Burry eşine finans piyasalarında uzun vadeli perspektifin bütünüyle yok olduğundan yakınırken aklına bir fikir

geldi: Yatırımcılarıyla yaptığı sözleşme ona “halka açık piyasası bulunmayan veya serbestçe alınıp satılamayan menkul kıymetlere” yatırım yaptığı takdirde yatırımcıların paralarını elinde tutma hakkı veriyordu. Bir menkul kıymetin halka açık piyasasının olup olmadığına karar vermek yöneticiye bırakılmıştı. Michael Burry’ye böyle bir piyasa olmadığını düşündüğü takdirde –örneğin, bir piyasanın geçici olarak işlevsiz veya bir biçimde düzmece olduğunu düşündüğünde- ilgili yatırımı “yan cebe” (likit olmayan varlıklar hesabına) atma izni verilmişti. Yani, yatırımcılarına paralarını oynadığı bahis doğal akışına dönünceye kadar geri alamayacaklarını söyleyebilecekti.

Bunun üzerine kendisine uygun ve mantıklı gelen tek şeyi yaptı: Kredi temerrüt swaplarını yan cebe attı. Paralarını ondan geri almaya can atanlardan oluşan uzun listede yer alan yatırımcılara –ki içlerinde fonun kuruluşu sırasında kendisini destekleyen Gotham Capital de bulunuyordu- kısa ve özlü bir mektupta şu bilgiyi verdi: Paralarının yüzde 50 ila 55’ini bloke ediyordu. Burry bu mektubun ardından üç aylık raporunu gönderdi, bu raporun herkesin kendisini biraz daha iyi hissetmesine yol açmasını umuyordu. Fakat başkalarının kendisi hakkındaki düşüncelerine aldırış etmek konusunda yeteneksizdi: Sanki bunu nasıl yapacağını bilmiyormuş gibiydi. Yazdıkları özürden çok saldırı havasıydı. “Portföy hakkında, hisse senetleriyle hiç ilgisi olmayan bir nedenle daha önce asla bu kadar iyimser olmamıştım,” diye başlıyor ve sonra piyasalarda her para yöneticisinin gıpta edeceği bir pozisyonu nasıl oluşturduğunu açıklıyordu. Bahsi (yakında gerçekleşmesinden kuşkulandığı halde) “Konut Mahşeri” üzerine değil de “2005’te verilen kredilerin en kötü % 5’i üzerine” oynadığını ve yatırımcılarının bu yüzden kendilerini *şanslı* hissetme-

leri gerektiğini yazıyordu. Dünyanın tepesine çöktüğünü hissetmesinin beklendiği bir dönemde sanki dünyanın tepesinde oturmuş gibi bir edası vardı. New Yorklu en büyük yatırımcılarından biri ona bir e-posta attı: “Ben olsaydım gelecekte, ‘ipotekli konut kredisi portföyünde, ne yaptığını bilen herkesin sahip olmak isteyeceği bir kısa pozisyonumuz var,’ ve ‘er veya geç büyük çocuklardan birinin gerçekten prospektüs okuması gerekecek,’ gibi aşağılayıcı deyimler kullanırken dikkatli olurdum,” diyordu. İki e-posta arkadaşından biri –her ikisi de yazdıklarına şaşmıştı- ona, “Kuzey Kore diktatörü Kim Jong-Il haricinde başka hiç kimse % 17 düşüş kaydettiği sırada böyle bir mektup kaleme almayacaktır,” diye yazdılar.

Gotham Capital’deki ortakları hemen onu mahkemeye vermekle tehdit ettiler. Kısa süre sonra onlara bir hukuk savaşı vermek üzere organize olan diğerleri de katıldı. Gotham’ı diğerlerinden ayıran şey, üst düzey yöneticilerinin New York’tan San Jose’ye uçup Burry’ye yatırdıkları 100 milyon doları ondan zorla geri almaya çalışması oldu. Gotham’ın kurucusu Joel Greenblatt Ocak 2006’da bir kitap tanıtımı için televizyona çıkmış ve en beğendiği “değer yatırımcıları”nın ismi sorulduğunda Mike Burry adlı nadir rastlanan yeteneğin meziyetlerine övgüler düzmüştü. On ay sonra ise ortağı John Petry ile birlikte Mike Burry’ye bir yalancı olduğunu söylemek ve Burry’yi kariyerinin en zekice bahsi olarak gördüğü şeyden vazgeçmeye zorlamak için bin millik bir yolculuk yapmıştı. Burry, “Teslim olabileceğim bir an varsa o da buydu,” diyor. “Joel benim vaftiz babam gibiydi –şirketimin ortağıydı, beni ‘keşfeden’ ve ailemin dışında beni destekleyen ilk kişiydi. Ona saygı ve hayranlık duyuyordum.” Şimdi ise

Greenblatt ona hiçbir mahkemede, alım-satımı yapılabildiği çok açık olan bir menkul kıymeti yan cebe atma kararını onaylayacak herhangi bir yargıç olmayacağını söylüyordu ve Mike Burry'nin ona yönelik duyguları yok olmuştu. Greenblatt Burry'nin karşı bahis oynadığı alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin listesini görmek istediğinde Burry göstermeyi reddetti. Greenblatt bu adama 100 milyon dolar verdiği halde onun yalnızca bu parayı geri vermeyi reddetmekle yetinmeyip kendisiyle konuşmaya bile tenezzül etmediğini düşünüyordu.

Ve Greenblatt haklıydı. Bir piyasası olduğu açıkça görülen bir yatırımı yan cebe atmak hiç görülmemiş bir durumdu. Michael Burry'nin alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasına karşı aldığı pozisyonu kapatabileceği düşük bir fiyat kesinlikle mevcuttu. Ciddi sayıda yatırımcı Burry'nin piyasanın kararını kabul etmek istemediğini düşünüyordu: Kötü bir bahis oynamıştı ve zararını kabul etmek istemiyordu. Fakat Burry'ye göre piyasanın kararı düzmeceydi ve Joel Greenblatt onun neden söz ettiğini bilmiyordu. "Pozisyonları [kredi temerrüt swapı] hâlâ anlamamış olduğunu açıkça gördüm," diyor.

Kendisine para veren insanların büyük çoğunluğunun artık ondan nefret ettiğinin kesinlikle farkındaydı. Bu farkındalık onun (a) ofisine çekilip her zamankinden daha sık ciğerlerinin tüm gücüyle "Lanet olsun" diye bağırmasına; (b) kendi yatırımcılarını daha fazla küçümsemesine ve (c) artık kendisini dinlemedikleri oldukça açık olmasına rağmen yaptıklarını onlara açıklamaya çalışmaya devam etmesine neden oldu. Avukatı Steve Druskin Ekim 2006'nın sonlarında ona, "Daha az konuşup daha fazla dinlemeni tercih ederdim," diye yazdı. "Dava açmayı planlıyorlar."

Başka girişimlerde bulunmak için ayrılmadan önce White Mountains'in Burry'nin bir diğer ilk yatırımcısı olmasını sağlayan Kip Oberting, durumun biraz ilginç olduğunu söylüyor: “Çünkü tam olarak ne yaptığını açıklamıştı. Ve insanlara bir yığın para kazandırmıştı. İnsanların ona bağlı kalacağını sanırdınız.” Halbuki bırakın bağlı kalmayı, izin verdiği ölçüde hızlı bir biçimde ondan kaçıyorlardı. Ondan *nefret* ediyorlardı. “İnsanların onları zarara sokmak istemediğimi niçin göremediklerini anlamıyorum.” diyordu. Michael Burry 29 Aralık gecesi geç saatlerde ofisinde tek başına oturmuş eşine hızla bir e-posta yazıyordu: “İnanılmaz ölçüde bunaltıcı; eve gelmeye çalışıyorum ama şu anda çok kızgın ve karamsarım.”

Ve böylece Ocak 2007'de, Steve Eisman ve Charlie Ledley keyifli bir biçimde Las Vegas'a gitmek için yola çıkmadan hemen önce Michael Burry oturup yatırımcılarına S&P'nin yüzde 10'dan fazla artış gösterdiği bir yılda kendisinin yüzde 18,4'lük bir zarara nasıl uğradığını açıklamaya koyuldu. Fonuna kuruluşu sırasında para yatırmış olan biri altı yıl içinde S&P Endeksi'nin kazandırdığı yüzde 10,13'e karşılık yüzde 186 kazanmıştı, fakat artık Burry'nin uzun vadeli başarılarına bakılmıyordu. Artık aylık bazda değerlendiriliyordu. “Henüz biten yıl emsallerime göre yüzde otuz veya kırk oranında düşük performans gösterdiğim bir yıl oldu,” diye yazdı. “Bir para yöneticisi işe neredeyse bir hiçken başlayıp neredeyse evrensel olarak alkışlanan biri haline geldikten sonra bir etki yaratmadan neredeyse evrensel olarak karalanan birine dönüşemez.” Yazısına, yarattığı etkinin onun tüm finans dünyasının yanlış, kendisinin doğru düşündüğünü her zamankinden fazla kesinleştirdiğini göstererek devam etti. “Daima çok

fazla çalışan tek bir yetenekli analistin yatırım alanının şaşırtıcı bir kısmını kapsayabileceğine inandım ve bu inancım yıkılmadı.”

Sonra, her zaman yaptığı gibi, pek de önemsiz olmayan kredi temerrüt swapları sorununa döndü: Tüm önemli olgular bunların nihai başarısına işaret ediyordu. Yalnızca son iki ayda üç büyük ipotekli kredi kuruluşu batmıştı... Sorumlu Borç Verme Merkezi artık 2007 yılında 2,2 milyon borçlunun evini kaybedeceğini ve 2005 ile 2006 yıllarında verilen alt gelir grubu ipotekli kredilerinden beşte birinin batacağını tahmin ediyordu...

Michael Burry artık Wall Street'in kötü adamlarından biri haline gelecek kıvamdaydı. Burry'nin kişiye özel olduğunu düşündüğü üç aylık yatırımcı mektupları şimdi düzenli olarak basına sızdırılıyordu. Bir ticari dergide bahsini yan cebe atarak etik davranmadığını öne süren çirkin bir yazı çıktı ama Burry bunun kendi yatırımcılarından biri tarafından yazdırıldığından emindi. Scion Capital'deki diğer New Yorklu yatırımcıların davranışlarını gözlemleyen New Yorklu bir yatırımcı, “Mike paranoyak değildi,” diyor. “İnsanlar gerçekten fonundan ayrılıyordu. Kötü adama dönüştürüldüğünde tüm paralarını çalacak olan aç gözlü bir günah keçisi haline getiriliyordu. Ve ne zaman isterse yine nörolog olarak çalışabilirdi. Bu herkesin Mike'a yüklendiği noktaydı: Sen doktorsun.” Burry kendisiyle ilgili tuhaf dedikodular duymaya başladı. Güya eşini terk edip saklanmıştı. Güney Amerika'ya kaçmıştı. Burry e-posta arkadaşlarından birine, “Son günlerde ilginç bir hayat yaşıyorum,” diye yazdı.

Tüm bu son gelişmelerden sonra yatırımcılarımın çoğuyla konuşma fırsatı buldum, bunu fonun kuruluşundan beri ilk

kez yaptım. Duyduklarım beni şok etti. Öyle görünüyor ki yatırımcılar mektuplanma yalnızca şöyle bir bakmış ve çoğu analiz veya esas fikirler yerine muhtelif dedikodu ve söylentilere takılıp kalmış. Değişik rivayetlere göre özel bir hisse senedi fonu kurmuşum, bir Venezüella altın şirketi satın almaya çalışmışım, Milton's Opus adlı ayrı bir hedge fonu kurmuşum, boşanmışım, yaptığım türev işlemlerini asla açıklamamışım, 8 milyar dolar borç almışım, son iki yılın çoğunu Asya'da geçirmişim, Wall Street'te kendi dışımda herkesi aptallıkla itham etmişim, fonların sermayesini hortumlayıp kendi hesabıma geçirmişim ve Scion'u neredeyse yeni bir Amaranth'a* dönüştürmüşüm. Bunların hepsi uydurma.

O daima bir hedge fonu yöneticisinde olması beklenenlerden farklı özelliklere sahip olmuştu. İşe giderken günlerce aynı gömlek ve tişörtleri giyerdi. Bağcıklı ayakkabı giymeyi reddederdi. Saat veya hatta nikâh yüzüğü takmayı reddederdi. Çalışırken rahatlamak için çoğunlukla yüksek sesle heavy metal müzik dinlerdi. “İşler iyi gittiği sürece kişisel kusurlarımı çoğu insanın hoşgörüsüyle karşıladığını düşünüyorum,” diyor. “Fakat işler iyi gitmediğinde bunlar beceriksizlik veya istikrarsızlık emaresi olmaya başladı –çalışanlar ve iş ortaklarım açısından bile.”

Las Vegas'taki konferanstan sonra piyasa düşmüş, ardından toparlanmış bu tam mayıs sonuna kadar sürmüştü. Cornwall Capital'den Charlie Ledley'e göre finans sistemi Wall Street banka-

* 2006 başında doğal gaz bahislerinde 6,8 milyar dolar zarar eden ve dikkat çekici bir biçimde batan Connecticut merkezli bir hedge fonu.

ları, derecelendirme kuruluşları ve devlet denetçilerinin entrikalarıyla sistematik olarak yozlaştırılıyordu. FrontPoint Partners'dan Steve Eisman'a göre, piyasa esas olarak aptal veya yanıltıcı görünüyordu: Çok sayıda küçük paniğin ardından her tasfiyenin bir alım fırsatı olarak görüldüğü güçlü yükselişler yaşayan bir finans kültürüydü bu. Michael Burry'ye göre ise, alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası giderek daha fazla bir avuç alt gelir grubu tahvil masasınca tezgâhlanan bir sahtekârlık gibi görünüyordu. Mart 2007'nin sonunda, "Karşı tarafımızdakilerin yoğun sahtekârlıkları dikkate alındığında CDS[leri] yan cepten çıkarmayı değerlendirmeye değmez," diye yazdı.

2007'nin ilk yarısı finans tarihinde çok tuhaf bir dönemdi. Konut piyasasında olan fiili gelişmeler tahvil ve tahvil sigortası fiyatlarından giderek daha fazla farklılaştı. Büyük Wall Street şirketleri hoşlarına gitmeyen gerçeklerle karşılaştıkça bunları göz ardı etmekle yetinmeyi tercih eder görünüyorlardı. Ancak piyasada hemen göze çarpmayan değişiklikler vardı ve bunlar Burry'nin e-posta kutusuna geliyordu. 19 Martta Citigroup'taki satış sorumlusu ona ilk kez ipotekli kredi havuzları hakkında ciddi bir analiz gönderdi. İpotekli krediler alt gelir grubu değil Alt-A'ydı.* Satıcı yine de –aslında borçluların kredi değerliliği konusunda düşünen bir insanın yapacağı gibi- havuzun ne kadarının yalnızca faiz ödemeli kredilerden oluştuğu, sahibinin konutta

*Ayrım yüzeysel hale gelmişti. Alt-A borçlularının FICO kredi puanları 680'in üzerindeydi; alt gelir grubu borçlularının FICO puanları ise 680'in altındaydı. Ancak Alt-A kredileri verilirken gerekli belgeler alınmamıştı; örneğin, borçlu gelir düzeyini kanıtlayan belgeyi vermeyebiliyordu. Pratikte ise ABD'de 2004 ile 2008 arasında kullandırılan toplam 1,2 trilyon dolarlık Alt-A ipotekli konut kredisinin temerrüde düşme ihtimali en az 1,8 trilyon dolar tutarındaki alt gelir grubu kredileri kadardı.

oturma yüzdesinin ne olduğu, vb.yi açıklamaya çalışıyordu. Burry bir e-postada, kendi açtığı patikadan ormanın içinde ilerleyen turistleri izleyen Stanley edasıyla, “2005’te bunları analiz ederken broker’lık kurumlarından gelen analizlerin bununla uzaktan bile yakınlığı yoktu,” diye yazdı. “Gergin bir alıcının göstergesi olarak ‘dillendirilmeyen ikinciler’i ** ele geçirdim ve bunu seçme sürecimin yüksek değer kriteri haline getirdim, fakat o tarihte, türev işlemleri yapan hiç kimsenin ne söylediğim konusunda herhangi bir fikri yoktu ve hiç kimse bunun önemli olduğunu düşünmüyordu.” Söylediklerim Şubat 2007 ile Haziran 2007 arasındaki uzun sessizlik sırasında önem kazanmaya başladı. Piyasa endişeliydi. Scion Capital 2007’nin ilk üç ayında yaklaşık yüzde 18 artış kaydetti.

Sonra bir şeyler değişti –ancak başlangıçta bunun ne olduğunu anlamak zordu. 14 Haziranda fiilen Bear Stearns’ın sahip olduğu bir çift alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili hedge fonu iflas etti. Halka açık olarak işlem gören üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri sonraki iki hafta içinde yaklaşık yüzde 20 düştü. Burry tam bu sırada Goldman Sachs’ın bir sinir krizi geçirdiğini düşünüyordu. En büyük pozisyonları Goldman’daydı ve Goldman artık bu pozisyonların değerini belirleyemiyor veya belirlemek istemiyordu, dolayısıyla da ne kadar teminatın yatırılıp çekileceğini söyleyemiyordu. 15 Haziran Cuma günü Burry’nin Goldman Sachs’taki satış sorumlusu Veronica Grins-

**Dillendirilmeyen ikinci bir ev alınırken birinci derece ipoteğe ek olarak kullanılan ikinci dereceden ipotektir. İlk krediyi veren ve borçlunun kendi evinde herhangi bir finansal risk taşıması pek muhtemel olmadığı için geri ödemeyi almama ihtimali düşük olan kişi açısından dillendirilmeyen bir durumdur.

tein ortadan kayboldu. Burry ona telefon etti, e-posta gönderdi ama ertesi pazartesi geç saatlere kadar yanıt alamadı –görüşüklerinde “bir gün izinli” olduğunu söyledi.

Burry, “Piyasa ne zaman bizim yönümüze doğru hareket etse aynı şey oluyor,” diye yazdı. “İnsanlar hastalanıyor, belirsiz gerekçelerle işe gelmiyor.”

20 Haziran günü Grinstein nihayet ona geri dönüp Goldman Sachs'ta “sistemin çöktüğü”nü söyledi.

Burry bu komik diye yanıt verdi, çünkü Morgan Stanley de aşağı yukarı aynı şeyi söylemişti. Bank of America'daki satış sorumlusu da “elektrik kesintisi” olduğunu iddia etmişti.

“Bu ‘sistem sorunları’ nı ortaya çıkan sahnenin ardındaki karmaşayı çözmek için zaman kazanma bahaneleri olarak gördüm,” diyor. Goldman'daki satıcısı alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil endeksi çöktüğünde dahi bunları sigortalayan piyasanın hareketsiz kaldığını iddia etmek için çok az çaba sarfetti. Fakat bu konuşmaları görüşmelerin kaydedildiği ofis hattından değil cep telefonuyla yaptı.

Göçüyorlardı. Hepsi. Burry yaklaşık iki yıldır her ayın sonunda Wall Street trader'larının pozisyonlarına kendi aleyhine puan vermelerini izlemişti. Yani, her ayın sonunda alt gelir grubu tahvillerine karşı oynadığı bahisler gizemli bir biçimde değersizleşiyordu. Her ayın sonu aynı zamanda Wall Street trader'larının kendi yöneticilerine ve risk yöneticilerine kâr-zarar tablolarını gönderdikleri tarihi. Burry 29 Haziranda Morgan Stanley'deki satış sorumlusu Art Ringness'ten Morgan Stanley'in artık “puanların adaleti”nden emin olmak istediğini söyleyen bir not aldı. Ertesi gün Goldman aynı yolu izledi. Goldman Sachs iki yıldır ilk

kez işlemi ay sonunda Burry'nin aleyhine çevirmemişti. “Puanlarımızı *ilk* defa doğru hareket ettirdiler,” diyor, “çünkü kendileri de işlem yapıyordu.” Piyasa sonunda sağlıklı olduğuna ilişkin teşhisi kabul ediyordu.

Goldman'ın Burry'nin işlemine dahil olduğu an aynı zamanda piyasanın çıldırdığı andı. Şimdi bir tür hezimet söz konusuydu: Herkes aynı anda onunla konuşmaya can atar hale gelmişti. Şimdiye kadar alt gelir grubu kredileriyle ilgili olumsuz haberleri kabullenmekte en isteksiz davranan kuruluş olan Morgan Stanley şimdi arayıp, “herhangi bir büyüklükte” ne olursa satın alacağını söylüyordu. Burry, Goldman tarafından yönetilen Global Alpha adlı bir fonun alt gelir grubu tahvillerinden muazzam zarar ettiğini ve alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası lehine bahis oynayan Goldman'ın bizzat alt gelir grubuna karşı bahse başladığına ilişkin bir söylenti duydu –söylenti kısa süre içinde doğrulandı.

Bu kesinlikle 2005 yazında Burry'nin yatırımcılarına bekle-meleri gerektiğini söylediği andı. Yedi yüz elli milyar dolar değerinde beş para etmez ipotekli kredi şimdi tanıtım oranlarından, yeni, yüksek oranlarına geçiyordu. Burry'nin karşı bahis oynadığı tek bir ipotekli kredi havuzu genel gidişatı gösteriyordu: OOMLT 2005-3. OOMLT 2005-3 Option One'ın - Las Vegas'ta CEO'su konuştuğu sırada Steve Eisman'ın eliyle havada sıfır işareti yapıp dışarı çıktığı şirket- verdiği bir alt gelir grubu ipotekli kredi havuzunun kısaltmasıydı. Kredilerin çoğu Nisan ve Temmuz 2005 arasında verilmişti. Ocak 2007 ile Haziran 2007 arasında havuzdan gelen haberler –geri ödenmeme, iflaslar ve ev hacizleri- oldukça istikrarlı kaldı. Zararlar, bu kredilere dayalı tahvillerin notları dikkate alındığında olması gerekenden çok daha fazla olmakla birlikte, bir aydan diğerine çok fazla değişiklik

göstermiyordu. 25 Şubattan 25 Mayıs'a kadar (ödeme verileri daima ayın yirmi beşinde geliyordu) OOMLT 2005-3 içindeki bileşik geri ödememe, haciz ve iflaslar yüzde 15,6'dan 16,9'a çıktı. Temerrüde düşen toplam kredi sayısı 25 Haziranda aniden 18,68'e çıktı. Temmuzda yine yüzde 21,4'e yükseldi. Ağustosta 25,44'e fırladı ve yıl sonuna kadar yüzde 37,7'yi buldu –havuz borçlularının üçte birinden fazlası kredisini geri ödeyemez durumdaydı. Zararlar yalnızca Michael Burry'nin karşı bahis oynadığı tahvilleri değil, aynı kuledeki daha yüksek notlu çoğu tahvil de mahvetmeye yeterliydi. Wall Street şirketleri içindeki paniğin 25 Hazirandan önce başlaması Michael Burry'ye Wall Street şirketlerinin esas olarak ödemeler konusunda içeriden aldıkları bilgilerle çalıştığını düşündürdü. “Alım-satımcılar çoğunlukla [ipotekli kredi] servisçilerine sahipti,” diye yazdı ve “rakamlardaki kötüye gidiş konusunda içeriden bilgi almış olabilirler.”

OOMLT 2005-3'ün –ve kredi temerrüt swaplarını satın aldığı diğer tüm konut kredisi havuzlarının- çöküşüne doğru giden aylarda Michael Burry hem Ben Bernanke hem de ABD Hazine Bakanı Henry Paulson'un muhtelif açıklamalarını not almıştı. Her ikisi de tekrar tekrar alt gelir grubu ipotekli konut kredisi zararlarının finans piyasalarını “kötü etkilemesi” yönünde hiçbir ihtimal görmediklerini söylemişti. Burry bir e-postada, “2005'te bu ipotekli kredilerle kısa pozisyon almaya başladığımda,” diye yazdı, “bu pozisyonun iki yıl içinde kazandırmasının mümkün olmadığını gayet iyi biliyordum –çok basit bir nedenle. Son birkaç yılda kullandırılan ipotekli kredilerin büyük bir çoğunluğu ‘tanıtım dönemi oranı’ denilen oldukça kaygı verici cazip bir özellik taşıyordu. 2005'te verilen bu krediler ancak şimdi tanıtım dönemi

oranlarının sonuna geliyor ve 2006'da verilenler bu noktaya ulaşmadan 2008 yılına girilecek. Bu dünyada aklı başında hangi insan 2007 başında kendinden emin bir biçimde bütün bu tanıtım oranı dümeninin ortasında alt gelir grubu kredilerindeki çöküşün kötü etkiye sahip olmayacağı sonucuna varabilir? Kelimenin tam anlamıyla henüz faturanın vadesi gelmedi."

Wall Street'in her yerinde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil trader'ları uzun pozisyon almış ve yanlış yapmışlardı; şimdi de pozisyonlarını satmaya –veya bunlar üzerinden düzenlenmiş sigorta satın almaya- çabalıyorlardı. Michael Burry'nin kredi temerrüt swapları aniden moda oldu. Ancak onu yine de şaşırtan piyasanın maddi bilgileri özümsemekte bu kadar yavaş davranmış olmasıydı. "Bütün bu işlemlerin faizlerin yeniden belirlenme tarihine doğru berbatlaştığı görülüyordu," diyor, "ve yeniden belirlenme onları yalnızca çöküşün başka bir boyutuna taşıdı. Ben bunlara hiç inanmadım. Birilerinin neler olacağını Haziran 2007'den önce fark edeceğini sanmıştım. Eğer bunu aniden fark etmelerine gerçekten hazirandaki ödeme verileri neden olduysa ister istemez 'bir Wall Street analisti bütün gün fiilen ne yapar?' diye sormaktan kendimi alamıyorum."

Temmuz sonuna gelindiğinde puanları hızla kendi lehine hareket ediyordu –ve işleme kendisinden bir yıl sonra başlayan John Paulson gibi dehalar hakkında yazılan yazılar okuyordu. Bloomberg News yaklaşan felaketi gördüğü anlaşılan birkaç kişi hakkında bir makale yayınladı. Bunlardan yalnızca biri büyük bir Wall Street şirketinde çalışan bir tahvil trader'ıydı: O da Deutsche Bank'ta Greg Lippmann adlı, önceden tanınmayan bir varlığa dayalı tahvil trader'ıydı. Makalede ne FrontPoint'in ne de Cornwall'in adı vardı, fakat Bloomberg News'ta adı geçmeyen en

çarpıcı kişi Cupertino, California'daki ofisinde yalnız başına oturan yatırımcıydı. Michael Burry makaleyi kesti ve e-postayla bir not eşliğinde yatırımcılarına gönderdi: "Lippmann esas olarak fikri benden alıp kendi lehine uygulayan kişidir." Paralarını iki katından fazlasına çıkardığı kendi yatırımcıları pek bir şey söylemedi. Ne özür dilediler ne de teşekkür ettiler. Bu durum onu rahatsız etti: "Hiç kimse dönüp, 'Evet sen haklıydın' demedi. Ortalık çok sessizdi. Fazlasıyla sessizdi. Bu sessizlik beni öfkelen-dirdi." En sevdiği iletişim aracıyla, yatırımcı mektuplarıyla baş başa bırakılmıştı. Temmuz 2007 başında piyasalar çökerken mü-kemmel bir soru sordu. "Bütün bunların oldukça şaşırtıcı yanla-rından biri," diye yazdı, "alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasın-da yaşanan sorunlar nedeniyle fiilen zarar gören yatırımcılarla il-gili görece çok az haber olması... Niçin bu dönemin Long Term Capital'i hakkında henüz bir şey duymadık?"

DOKUZUNCU BÖLÜM

İlgi Kaybı

Howie Hubler New Jersey’de büyümüş, Montclair State College’de Amerikan futbolu oynamıştı. Onunla tanışan herkes kalın futbolcu boynu ile kocaman kafasını ve hem hayranlık uyandıracak kadar doğrudan hem de bir maske olarak yorumlanan küstahlığını hemen fark ederdi. Mübalağacı, dik kafalı ve zorbaydı. Morgan Stanley’deki ilk günlerinde Hubler’i denetlemekle görevli kişilerden birinin ifadesiyle, “İşlemleriyle ilgili bazı entelektüel sorunlarla karşılaştığında entelektüel bir çözüm aramaz, ‘Alın şunu önümden!’ derdi.” Hubler’i bazıları sever, bazıları sevmezdi. Fakat 2004 yılı başlarına gelindiğinde diğerlerinin ne düşündüğü artık gerçekten önemli olmaktan çıkmıştı, çünkü Howie Hubler neredeyse on yıldır Morgan Stanley için tahvil işlemleri yapıyor ve para kazanıyordu. Morgan Stanley’in varlığa dayalı tahvil işlemlerini yürütmüş, bu da onu fiilen şirketin alt gelir grubu ipotekli kredi bahislerinin sorumlusu haline getirmişti. O noktaya kadar alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasası hızla yükselmiş ve Hubler’in varlığa dayalı tahvil trader’ı olarak belirlenen kariyerinde değişikliğe yol açarak Greg Lip-

mann'ın kariyerine benzetmişti. Piyasada hiçbir şey ciddi bir biçimde olumsuz gitmediğinden o da diğer her varlığa dayalı tahvil trader'ı gibi kendi lehine kurguladığı düşük riskli bir poker oyunu oynayagelmişti. Fiyatlar düştü ama daima normale döndü. Varlığa dayalı tahvillerden hoşlanabilirdiniz veya onları sevebilirdiniz ama onlardan nefret etme olanağınız yoktu, çünkü onlara karşı bahis oynayacak hiçbir araç bulunmuyordu.

Alt gelir grubu ipotekli konut kredisi kullanımındaki patlama Morgan Stanley'de bir "fıstık ezmemin içine kim çikolata karıştırdı" dönemi yarattı. Şirket kurumsal kredileri ambalajlamak için kullanılan finans teknolojisini tüketici kredilerine uygulayarak lider olmuştu. Morgan Stanley'in finans entelektüelleri –malı analistleri- derecelendirme kuruluşları Moody's ve S&P'ye varlığa dayalı tahvil havuzları üzerinden düzenlenen CDO'ları nasıl değerlendireceklerini öğretmek konusunda çok işlevsel olmuşlardı. Dolayısıyla Morgan Stanley içindeki birisinin varlığa dayalı bir tahvil üzerinden kredi temerrüt swapı icat edip edemeyeceğini merak etmesi doğaldı. Howie Hubler'in alt gelir grubu ipotekli konut kredisi masası yeni ve hızla değişen oranlarda tahviller ürettiyordu. Hubler'in grubu bunu yapmak için "kredileri" bazen aylarca "depolamak" zorundaydı. Kredinin alımı ile bu kredilere dayalı tahvillerin satışı arasındaki süre zarfında fiyat riskine maruz kalıyorlardı. Mucitlerinden biri, "Kredi temerrüt swapını icat etmemizin tek nedeni Howie Hubler tarafından yönetilen ipotekli konut kredisi masasını korumaktı," diyor. Morgan Stanley krediler üzerinden düzenlenen sigortaları satacak birilerini bulabilirse Hubler konut kredilerini depolamaktan kaynaklanan piyasa riskinden kurtulabilecekti.

2003'te ilk algılandığı şekliyle alt gelir grubu ipotekli kredi

temerrüt swapı piyasanın geniş kesimlerinin gözlerinden uzakta Morgan Stanley ile bir başka banka veya sigorta şirketi arasında yapılan bir kereye mahsus, standart dışı bir sigorta sözleşmesiydi. Sıradan hiçbir insan bu kredi temerrüt swapları veya Morgan Stanley'in kendine özgü yöntemi hakkında bilgi sahibi değildi. Tasarımı gereği anlaşılması güç, ne şeffaf ne de likit olan ve bu nedenle Morgan Stanley dışında herhangi birinin fiyatlandırması çok zor olan bir enstrümandı. Piyasa tabiriyle "İsmarlama" idi. 2004'ün sonuna gelindiğinde Hubler'in belirli alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri konusundaki olumsuz düşünceleri artmıştı -ve bunlara karşı bahse girmenin akıllıca yollarını bulmak istiyordu. Morgan Stanley entelektüelleri de aynı fikirdeydi. 2003 başlarında aralarından biri entelektüellikten vazgeçip küçük bir grup oluşturmayı, böylece bir entelektüel olarak kendisinin, trader'ların hızla unutacağı bir olguyu yönetmesini önermişti. Morgan Stanley'in olanları yakından izleyen bir kadın tahvil satıcısı, "Bütün bunları aslında mali analistlerden biri icat etti ve onlar [Hubler ve trader'ları] bunu ondan çaldılar," diyor. Hubler'in yakın arkadaşlarından biri olan Mike Edman adlı bir trader yeni bir fikrin resmi mucidi oldu: Bu, süresiz bir alt gelir grubu kredi havuzu anlamına gelen kredi temerrüt swapıydı.

Alt gelir grubu kredilerine karşı bahse girmenin risklerinden biri, konut fiyatları yükselmeye devam ettikçe borçlular refinansman yapabildikleri için eski kredilerin ödenmesiydi. Sigortasını satın aldığınız kredi havuzu daralıyor, sigortanızın tutarı da onunla birlikte daralıyordu. Edman'ın kredi temerrüt swapı sözleşmelerine bir dipnot koyarak bu sorunu çözdü; buna göre Morgan Stanley, havuzdaki son ödenmemiş kredi üzerinden sigorta satın alıyordu. Morgan Stanley bütün bir alt gelir grubu konut kredisi

havuzu üzerine değil, havuzdaki geri ödenme ihtimali en düşük olan krediler üzerine bahis oynuyordu. Ancak bahsin büyüklüğü sanki havuzdaki hiçbir kredi asla geri ödenmeyecekmiş gibi belirleniyordu. Öyle bir su baskını sigortası satın almışlardı ki evin herhangi bir kısmına bir damla su değse, sigorta onlara tüm evin değerini ödüyordu.

Morgan Stanley'in bu şekilde tasarlanan yeni ısmarlama kredi temerrüt swapının bir gün kazanç getireceği neredeyse kesindi. Tam olarak kazandırması havuzda yalnızca yüzde 4'lük bir zarar gerektiriyordu ki bu alt gelir grubu ipotekli kredilerinin *iyi günlerinde* görülen bir orandı. Howie Hubler'in trader'ları açısından tek sorun bahsin diğer yanına oynayacak kadar aptal bir Morgan Stanley müşterisi bulmaktı –yani, müşterinin yıkılacak şekilde yapılmış bir ev için düzenlenen konut sigortasını Morgan Stanley'e satmasını sağlamaktı. Eski meslektaşlarından biri bir hedef, bir aptal, yararlanılacak bir müşteri bulduklarını söylemenin dolaylı ifadesiyle, “Bu berbat şeylerin üç B tranşı üzerinden uzun pozisyon alacak bir müşteri buldular,” diyor. “İşte böyle başladı –Howie'yi ilk işlemi yapmaya teşvik etti.”

2005'in başlarına gelindiğinde Howie Hubler 2 milyar dolar değerinde ısmarlama kredi temerrüt swapı edinmesine yetecek sayıda aptal bulmuştu. Aptallar açısından Howie Hubler'in satın almak istediği kredi temerrüt swapları havadan gelen paraymış gibi görünüyor olsa gerekti: Aslında yatırım-notlu (üç B notlu) varlığa dayalı tahvillere sahip olmaları için Morgan Stanley onlara risksiz orandan yılda yüzde 2,5 ödeyecekti. Fikir özellikle Alman kurumsal yatırımcılarına cazip geldi ama bu yatırımcılar ya sözleşmedeki dipnotu okumamış ya da notların itibari değerine bakmışlardı.

2005 ilkbaharına gelindiğinde Howie Hubler ve trader'ları icat ettikleri bu şeytani sigorta poliçelerinin kesinlikle kazandıracığından emin olmuşlar, daha fazlasını istemeye başlamışlardı. Ancak artık Michael Burry standardize edilmiş kredi temerrüt swapları satın alarak ortalığı altüst etmeye başlamıştı. Deutsche Bank'tan Greg Lippmann, Goldman Sachs'tan iki trader ve başka birkaç kişi daha sözleşmenin detaylarını şekillendirmek için bir araya geldi. Morgan Stanley'den Mike Edman da itiş kakış ve bağırışlarla tartışmaların içine çekildi, çünkü alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenen kredi temerrüt swapları açıkça işlem görüp standardize edildiğinde Howie Hubler'in grubu daha kuşkulu ve özel versiyonlarını satma kabiliyetini yitirecekti.

Tarih Nisan 2006'ydı ve alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil çarkı gümbürdüyordu. Howie Hubler Morgan Stanley'in yıldız tahvil trader'ıydı ve sekiz trader'dan oluşan grubu kendi tahminlerine göre Morgan Stanley'in kârlarının yüzde 20'sini üretiyordu. 2004'te 400 milyon dolar olan kârları 2005'te 700 milyon dolara çıkmıştı ve 2006'da 1 milyar dolara çıkmasını bekliyorlardı. Hubler yıl sonunda 25 milyon dolar alacaktı ama artık sıradan bir tahvil trader'ı olarak çalışmaktan memnun değildi. En iyi ve en parlak Wall Street trader'ları çalıştıkları büyük şirketlerden ayrılıyor, on milyonlarca dolar değil yüz milyonlarca dolar kazanabilecekleri hedge fonlarına geçiyorlardı. Düşüncesiz yatırımcıların işlemlerinden bozukluk toplamak büyük bir Wall Street tahvil trader'ının şanına hiç yakışmıyordu. Hubler'e en yakın birkaç trader'dan biri, "Howie müşteri işlerinin aptalca olduğunu düşünüyordu," diyor. "Bu her zaman yaptığı işti ama artık ilgisini çekmi-

yordu.”* Hubler Morgan Stanley müşterilerinin aptallığına aracılık ederek yüz milyonlar kazanabilirdi. Şirketin sermayesini onlara karşı bahis oynamakta kullanarak ise milyarlar kazanabilirdi.

Morgan Stanley yönetimi Hubler ve küçük trader takımının kendi hedge fonlarını kurmak için işten ayrılmasından daima korkmuştu. Onları tutabilmek için Hubler’e özel bir anlaşma önerdi: GPCG veya Global Proprietary Credit Group (Küresel Özel İşlem Kredi Grubu) şeklindeki gösterişli bir adla kendisine ait bir özel işlem grubu kuracaktı. Hubler bu yeni düzenlemede grubun ürettiği kârların bir kısmını kendisine ayıracaktı. Grubun üyelerinden birine göre, “Fikir gidip hemen yılda bir veya iki milyar dolar kazanmalarıydı.” Fikir aynı zamanda Hubler ile küçük trader takımına bu grubun elde ettiği kârların büyük bölümünü elde tutma olanağı vermektir. Morgan Stanley uygun olur olmaz Hubler’in yüzde 50'sine sahip olacağı kendi para yönetimi işine geçmesine izin verme vaadinde bulundu. Bu işletme diğer işlerin yanında alt gelir grubu tahvillerinden oluşan CDO'ları yönetecekti. Örneğin Wing Chau'nun Harding Advisory'siyle rekabet edeceklerdi.

Morgan Stanley'in tahvil işlem katında en iyi ve en parlak sayılan kişiler Hubler'e katılabilmek için kulis yaptılar. Trader'lardan biri, “Katılanların seçkinlerin seçkini olması gerekiyordu,” diyor. “Howie en akıllıların tümünü yanına aldı.” Seçilen birkaç kişi Morgan Stanley'in kent merkezindeki Manhattan ofisinin

* Finans krizinden nasibini alan neredeyse herkes gördüklerini ve yaptıklarını anlatırken yakalandığı takdirde para kaybetmeye mahkûmdur. Tabii ki büyük Wall Street şirketlerinde hâlâ çalışanlar ve hatta iş değiştirenler bile genellikle bir gizlilik anlaşması imzalandılar. Morgan Stanley'in eski çalışanları Goldman Sachs'ta çalışanlar kadar korkak olmakla birlikte onlara yakındır..

ayrı bir katına, eski işlem salonlarının sekiz kat üstüne taşındı. Burada en azından Morgan Stanley’de hiç çıkar çatışması olmadığı yanılısamasını yaratmak için etraflarına yeni duvarlar ördüler. İkinci kattaki trader’lar müşterilerden tahvil alıp satıyor ve onuncu kattaki Hubler ile grubuna işlemleri konusunda hiçbir bilgi aktarmıyorlardı. Morgan Stanley’in küresel tahvil işlemleri sorumlusu ve dolayısıyla teorik olarak Howie Hubler’in amiri olan Tony Tufariello öylesine çelişkiler yaşıyordu ki Howie’nin grubunun içinde kendisine bir ofis yaptırdı ve ikinci katla onuncu kat arasında gidip geldi.* Howie Hubler beraberinde yalnızca insanları istemiyordu. Kendi grubunun pozisyonlarını da beraberinde götürmeye can atıyordu. Bunların detayları bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil trader’ının, “Amirlerinden hiçbirinin Howie’nin yaptığı işlemi bütünüyle anladığını sanmıyorum,” demesine yol açacak kadar karmaşıktı. Fakat işin özü basitti: Hubler ve grubu alt gelir grubu kredilerinin kötüye gideceğine dair muazzam bir bahis oynamıştı. Detaylı pozisyonlarının en kıymetlisi hâlâ Hubler’in çok yakında bir gün 2 milyar dolar saf kâr bıracağından emin olduğu 2 milyar dolar değerindeki ısmarlama kredi temerrüt swaplarıydı. İpotekli kredi havuzları ilk zararlarını yaşamak üzereydi ve o andan itibaren Hubler bunların tam karşılığı kadar para alacaktı.

* Burada yaşanan, bir Wall Street tahvil işlem şirketinin içindeki tüm çıkar çatışmaları arasında en tehlikelisi ve en az tartışılanı oldu. Bir şirket hisse senedi veya tahvillerin alım satımı için müşterilere broker’lık yaptığı sırada o hisse veya tahvillerle kendi hesabına da bahisler oynadığında, müşterilerini kendi namı hesabına kullandığı için büyük bir baskıyla karşılaşır. Wall Street şirketleri müşteri işlemleriyle ilgili bilgilerin kendi özel işlem trader’larına sızması için etraflarına Çin Seddi ördüklerini söylemeyi severler. Front-Point Partners’dan Vincent Daniel bu palavraya en kısa ve özlü yanıtı veriyor, “‘Çin Seddi’ lafını duyunca, sen kahrolası bir yalancısın, diye düşünüyorum.”

Ancak can sıkıcı bir sorun vardı: Bu sigorta sözleşmeleri için ödenen primler Howie'nin grubunun kısa vadeli getirilerini kemiriyordu. Grup üyelerinden biri, "Grubun yılda iki milyar dolar kazanması gerekiyordu," diyor. "Ve bu kredi temerrüt swapı pozisyonu bize iki yüz milyon dolara mal oluyordu." Hubler bu maliyeti dengelemek için üç A notlu alt gelir grubu CDO'ları üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swaplarından bazılarını satın ödediği primlerin bir kısmını tahsil etmeye karar verdi.* Sorun şuydu ki çok daha az riskli olduğu varsayılan üç A notlu CDO'ların primleri üç B notlu CDO primlerinin yalnızca onda biri kardı, dolayısıyla Hubler'in ödediği miktarda parayı gelir alması için halen sahip olduğu miktarın yaklaşık on katı tutarında kredi temerrüt swapı satması gerekecekti. Trader'larıyla birlikte Goldmans Sachs, Deutsche Bank ve birkaç başka kuruluşla yaklaşık altı kadar muazzam büyüklükte işlem yaparak ve hiç de fazla tartışmaya yol açmaksızın bu işi gerçekleştirdi.

Ocak 2007'nin sonuna gelindiğinde, tüm alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili sektörü kendi kendisini övmek için Las Vegas'a doğru yola çıktığında Howie Hubler CDO'ların üç A tranşları üzerinden düzenlenmiş yaklaşık 16 milyar dolar değerinde kredi temerrüt swapı satmıştı. Seçkin Wall Street tahvil trader'ının, dolayısıyla bütün bir alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasının yaşadığı yanılmanın böylesine açık bir ifadesine daha önce hiç rastlanmamıştı. Eylül 2006 ile Ocak 2007 arasında Morgan Stanley içindeki en üst statüye sahip tahvil trader'ı pratik gerek-

* Burada bir kâğıdın kredi temerrüt swapını satmanın sizi o kâğıdın sahibi olsaydınız üstleneceğiniz aynı finansal riskle baş başa bıraktığını hatırlamak yararlı olacaktır. Eğer üç A notlu CDO'nun değeri sonunda sıfırlanırsa, onu ister doğrudan satın almış ister üzerinden düzenlenmiş bir kredi temerrüt swapı satmış olun aynı miktarda zarara uğrarsınız.

çelerle, dayalı oldukları alt gelir grubu kredi havuzları yaklaşık yüzde 8 zarar ettiğinde tümü değersizleşecek üç B notlu alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden oluşan 16 milyar dolarlık üç A notlu CDO satın almıştı. Aslında, Howie Hubler üç B notlu alt gelir grubu tahvillerinin tümüyle değil, kısmen kötüye gideceğine dair bahse girmişti. Kendi piyasası konusunda olumsuz düşünecek kadar akıllı olan Hubler, ne kadar olumsuz düşünmesi gerektiğini anlayacak kadar akıllı değildi.

Morgan Stanley içinde şirketin seçkin risk alıcılarının 16 milyar dolarlık alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili satın almalarına izin verilip verilmeyeceği asla fazla sorgulanmamış görünüyor. Howie Hubler'in özel işlem grubu tabii ki işlemleri konusunda hem üst yönetime hem de risk yönetimine bilgi vermek zorundaydı. Fakat trader'ların verdiği bilgiler üstlendikleri riskin yapısını gizliyordu. Hubler'in aldığı 16 milyar dolarlık alt gelir grubu riski Morgan Stanley'in risk raporlarında "üç A" işaretli bir dairenin içindeydi –yani bunlar pekâlâ ABD Hazine bonosu da olabilirdi. Riske Maruz Değer (RMD) olarak bilinen hesaplamada yine görünüyorlardı. Wall Street yöneticileri tarafından trader'larının son yaptıkları işi anlamakta en yaygın kullanılan araç olan RMD yalnızca belirli bir hisse senedi veya tahvilin geçmişte hangi ölçüde sıçrama yaptığını ölçüyor ve ağırlığı uzak geçmişteki hareketlerden çok son dönemdeki hareketlere veriyordu. Üç A notlu alt gelir grubu kredilere dayalı CDO'ların değeri asla fazla dalgalanmadığı için Morgan Stanley'in dahili raporlarına neredeyse risksiz olarak kaydediliyordu. Mart 2007'de Hubler'in trader'ları alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasasındaki "büyük yapısal pozisyon"larını öven bir sunuş hazırladılar, Hubler'in amirleri bunu Morgan Stanley'in yönetim kuruluna sunacaktı.

Hiç kimse sorulması gereken şu soruyu sormadı: Alt gelir grubu ipotekli kredi borçluları beklenen sayıların çok üzerinde temerrüde düşmeye başlarsa bu büyük yapısal pozisyona ne olur?

Howie Hubler aktaramasa veya muhtemelen farkında olmasa da muazzam bir risk alıyordu. Cornwall Capital'in karşı bahis oynadığı tranşların neredeyse aynıları üzerine, FrontPoint Partners ve Scion Capital'in karşı bahis oynadığı alt gelir grubu tahvillerinden oluşan CDO tranşlarının hemen hemen aynıları üzerine muazzam bir bahis oynamıştı. Tahvil piyasasının karmaşıklığı yirmi yıldan uzun bir süredir Wall Street tahvil trader'larının Wall Street müşterilerini aldatmasına yardımcı olmuştu. Şimdi ise tahvil trader'ının kendi kendisini aldatmasına yol açıyordu.

Bir CDO içindeki muhtelif alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinin fiyatları arasındaki korelasyonun ne kadar yüksek olabileceği tartışma konusuydu. Olası yanıtlar yüzde sıfırdan (fiyatların birbiriyle hiçbir ilişkisi olmaması) yüzde 100'e kadar (fiyatları birbirleriyle atbaşı gitmesi) değişiyordu. Moody's ve Standard & Poor's üç B notlu tahvil havuzlarının yüzde 30 civarında bir korelasyona sahip olduğu kanaatindeydi ama bunun anlamı farklıydı. Örneğin, bir tahvil kötüye gittiği takdirde diğerlerinin kötüye gitme olasılığı yüzde 30 değildi. Bir tahvil kötüye gittiği takdirde, diğerlerinin çok küçük bir düşüş yaşayacakları anlamına geliyordu.

Bu kredilerin esas olarak birbirinin aynı olmadığı, konut fiyatlarındaki yükseliş durduğunda topluca temerrüde düşmeye mahkûm olmadıkları yalanı her CDO'nun yaklaşık yüzde 80'ine üç A notu bahşeden Moody's ve S&P'nin kararlarıyla meşrulaştırılmıştı. (Ve CDO işi bütünüyle olanaklı kılınmıştı.) Howie Hubler'in 16 milyar dolar değerinde CDO almasını meşrulaştıran da

bu karardı. Morgan Stanley derecelendirme kuruluşlarını tüketici kredilerine –bir araya getirildiğinde riskleri çarpıcı ölçüde azaltılacak varlıklar olarak- kurumsal kredilerle aynı muameleyi yapmaya ikna etmek konusunda üzerine düşeni her Wall Street şirketi kadar yerine getirmişti. İkna etme işi yapan kişiler bunu bir satış görevi olarak gördüler: Kurumsal kredilerle tüketici kredileri arasında derecelendirme kuruluşlarının anlamayı başaramadığı bir fark olduğunu biliyorlardı. Bu fark, alt gelir grubu ipotekli konut kredisi tahvil piyasasının çok kısa bir geçmişe sahip bulunması ve ulusal gayrimenkul piyasasının daha önce hiç çökmemiş olmasıydı. Morgan Stanley’in seçkin tahvil trader’ları bu konuda kaygılanmaya fazla zaman ayırmadılar. Howie Hubler derecelendirmelere güvendi.

Howie Hubler’den gelen telefonun diğer ucundaki Wall Street tahvil trader’ları onun bu bahislerin bütünüyle risksiz olduğunu düşündüğü izlenimine kapıldılar. Karşılığında hiçbir bedel ödemedен... küçük bir faiz tahsilatı yapacaktı. Tabii ki bu düşüncesinde yalnız değildi. Hubler ve Merrill Lynch’teki bir trader Morgan Stanley’in Merrill Lynch’ten 2 milyar dolarlık üç A CDO’ları alma olasılığını enine boyuna tartıştılar. Hubler Merrill Lynch’in kendisine risksiz oran üzerinden 28 taban puanı (% 0,28) ödemesini istedi, ancak Merrill Lynch yalnızca 24 ödemek istiyordu. 2 milyar dolarlık bir işlemde -sonunda 2 milyar dolarlık zararı Merrill Lynch’ten Morgan Stanley’e transfer etmiş olacak bir işlemde- iki trader yılda 800.000 dolar tutacak bir faiz farkı üzerinde tartışıyordu. Bu miktar konusunda anlaşma sağlanamadı. Hubler kılı kırk yardığı aynı tartışmayı Deutsche Bank ile de yaptı, ama bir farklılıkla. Deutsche Bank’ta Greg Lippmann artık avazı çıktığı kadar bu üç A notlu CDO’ların değerinin bir gün sıfırlanacağını haykırıyordu. Deutsche Bank’ın CDO çarkı

Hubler'e çok istediği 28 taban puanı ödedi ve Aralık 2006 ile Ocak 2007'de her biri 2 milyar dolarlık iki işlem yapıldı. Hubler ile işlem yapan Deutsche Bank CDO yöneticisi, "İşlemleri yaptığımız sırada, 'İkimiz de bu işte hiç risk olmadığını bildiğimizi söyledik'" diyor.

2007 yılı şubat ayı başından hazirana kadar geçen kuşku ve belirsiz dönemde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvil piyasası yere on on beş civarında büyük Wall Street şirketiyle tutunan dev bir uçan balona benziyordu. Her şirket ipin ucunu tutuyordu; ne kadar güçlü bir biçimde çekerlerse çeksinler balonun sonunda ayaklarını yerden keseceğini birer birer anladılar. Tuttukları ucu haziranda birer birer sessizce bıraktılar. J.P. Morgan CEO Jamie Dimon'un emriyle 2006 sonbaharının sonunda piyasadan çekilmişti. Deutsche Bank Lippmann nedeniyle ipin ucunu daima gevşek tutmuştu. Goldman Sachs da gevşek tutan bir diğer şirketti ama yalnızca ipin ucunu bırakmakla kalmayıp geri dönüş yaparak alt gelir grubu piyasasına karşı büyük bir bahis oynadı - balonun kaçınılmaz yükselişini daha da hızlandırdı.* Haziranda kendi alt gelir grubu hedge fonları çöktüğünde Bear Stearns çizgisinden mecburen ayrıldı -ve balon yerden daha da uzaklaştı.

* Goldman'ın alt gelir grubu piyasasından ayrılmasının zamanlaması ilginçtir. Olaydan uzun süre sonra Goldman hamleyi Aralık 2006'da yaptığını iddia etti. Büyük Wall Street şirketlerinin Goldman ile işlem yapan trader'ları şirketin ülkenin en büyük alt gelir grubu kredi kuruluşu New Century'nin iflas masasına başvurduğu 2007 ilkbaharı ve yaz başına kadar pozisyonunu tersine çevirmediğinden eminler. Eğer Goldman gerçekten bu tarihlerde "kısa pozisyon"a geçtiyse, bu haziran sonunda Mike Burry ve diğerlerinin hem alt gelir grubu piyasasında hem de Goldman Sachs'ta kaos yaşandığını hissetmelerini açıklayacaktır. Goldman Sachs evi yanmaya başlamadan önce terk etmedi; yalnızca çıkış kapısına doğru hamleyi ilk o yaptı -ve ardından arkasındaki kapıyı kapattı.

Howie Hubler bundan çok kısa süre önce, Nisan 2007’de, muhtemelen oynadığı kumarın büyüklüğünden endişelenerek Bear Stearns’ın kaderine terk edilmiş hedge fonlarını yöneten Ralph Cioffi ile bir işlem yapmıştı. 2 Nisanda ülkenin en büyük ipotekli konut kredisi kuruluşu New Century temerrüt batağına saplanmış ve iflasını istemişti. Morgan Stanley 16 milyar dolarlık üç A CDO’larından 6 milyar dolarlık kısmını Cioffi’ye satacaktı. Fiyat biraz düşmüştü –Cioffi risksiz oran üzerinden 40 taban puanlık (yüzde 0,40) bir getiri talep etti. Hubler Morgan Stanley’in başkanı Zoe Cruz’a danıştı. Birlikte onlarca milyon dolarlık bir zarar kaydetmektense alt gelir grubu riskini sürdürmeye karar verdiler. Bu Morgan Stanley’e yaklaşık 6 milyar dolara mal olacak bir karardı, ancak buna rağmen Morgan Stanley’in CEO’su John Mack karara hiç karışmamıştı. Hubler’in en yakın arkadaşlarından biri, “Mack asla gelip Howie ile konuşmadı diyor. “Bütün bu süre zarfında Howie bir kere bile Mack ile görüşmedi.”*

* Hubler ile Cruz arasında geçen konuşmalar konusu biraz tartışmalıdır. Zoe Cruz’a yakın insanların anlattığı şekliyle Cruz Bear Stearns’ın sorunlu hedge fonlarıyla iş yapmanın yasal riski konusunda kaygıya kapılmış ve Hubler -muhtemelen riski kendisi de fark etmemiş olduğundan- üç A notlu CDO’ların riskini ona asla bütünüyle anlatmamış, onun Morgan Stanley’in muazzam bir zararla karşılaşma riskinin bulunmadığını düşünmesine neden olmuş. Hubler’in arkadaşları ise Cruz’un Hubler’in işleminin bütün kontrolünü eline aldığını ve üç A notlu CDO’ların büyük bir bölümünden kurtulmasını engellediğini iddia ediyor. Bana ve Wall Street trader’larına göre Hubler’in hikâyesi hiç de bu kadar inandırıcı değil. Duruma yakın olan trader’lardan biri, “‘Bu pozisyondan hemen kurtulmalıyım,’ başka yol yok dedi ama Cruz ‘hayır’ diyor.: ‘Howie kesinlikle, ‘Eğer şimdi kurtulmazsak on milyarlarca dolar kaybedebiliriz,’ demedi, Cruz’a pozisyonu tutma yönünde bir tablo sundu.” Wall Street trader’larının kendilerini başarılı, yönetimlerini ise başarısız görme kabiliyeti, daha sonra iyi dönemlerde devlet düzenlemelerine dudak bükken, kötü dönemlerde devlet tarafından kurtarılmakta ısrar eden şirketlerine yansıyacaktı. Başarı kişisel bir kazanım, başarısızlık ise sosyal bir sorundu.

Ancak, Mayıs 2007'ye gelindiğinde Howie Hubler ile Morgan Stanley arasında giderek büyüyen bir anlaşmazlık baş göstermişti. Şaşırtıcı ama bu anlaşmazlığın, son tahlilde yatırım amacıyla beş emlak alan Las Vegaslı bir striptizcinin veya 750 bin dolarlık tek bir evi olan Meksikalı çilek toplayıcısının hızla yükselen faiz ödemelerini yapma kabiliyetini tahrik edecek değere sahip karmaşık menkul kıymetlerle 16 milyar dolarlık pozisyon almasıyla hiçbir ilgisi yoktu. Anlaşmazlık Morgan Stanley'in Hubler'in özel işlem grubunu Hubler'in yüzde 50'sine sahip olacağı ayrı bir para yönetim şirketine dönüştürme vaadini yerine getirmemiş olması nedeniyle çıkmıştı. Morgan Stanley'in ayak diremesine sinirlenen Howie Hubler işten ayrılma tehdidini savurdu. Morgan Stanley ayrılmasını önlemek için ona ve trader'larına GPCG'nin kârından daha büyük bir meblağ ödeme sözü verdi. 2006'da Hubler 25 milyon dolar almıştı, 2007'de çok daha fazlasını kazanabileceği anlaşıldı.

Hubler ve trader'ları işverenleriyle yaptıkları anlaşmanın şartlarını iyileştirdikten bir ay sonra Morgan Stanley nihayet rahatsız edici soruyu sordu: Alt-orta sınıf Amerikalılar beklenenden daha büyük sayılarla temerrüde düştüğü takdirde o muazzam alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası bahislerine ne olacaktı? Örneğin, en kötümser Wall Street analistinin hesapladığı zarar varsayımı kullanıldığında bahsin performansı ne olacaktı? Hubler'in bahsi bu noktaya kadar alt gelir grubu kredi havuzlarında yakın geçmişteki en yüksek zarar olan yüzde 6 üzerinden "stres testi"ne tabi tutulmuştu. Şimdi ise Hubler'in trader'larından zararlar yüzde 10'a ulaştığında bahislerine ne olacağını tahmin etmeleri isteniyordu. Talep doğrudan Morgan Stanley'in baş risk yöneticisi Tom Daula'dan geldi ve Hubler ile trader'ları bunu bir

sorun haline getirmesine hem kızdılar hem de bundan rahatsız oldular. Aralarından birinin ifadesiyle, bu oldukça olağandışıydı: “Çok endişeliydiler. Bu adamların ne söylediklerini bilmediklerini düşündük. Zararlar yüzde on olursa bir milyon kişi evsiz kalacaktı.” (Hubler ve grubunun üzerine oynadığı havuzların zararı sonunda yüzde 40’a ulaşacaktı.) Hubler grubuna üye olmayan kıdemli bir Morgan Stanley yöneticisinin sözleriyle, “Sonuçları göstermek istemiyorlardı. Sürekli, *böyle bir şey dünyada olmaz*, diyorlardı.”

Hubler’in trader’larının aslında kimseye göstermek istemedikleri sonuçları üretmeleri on gün sürdü: Yüzde 10’luk zarar olasılığı alt gelir grubu ipotekli kredilerinde oynadıkları karmaşık bahsin öngörülen 1 milyar dolarlık kârını 2,7 milyar dolarlık zarara dönüştürdü. Kıdemli bir Morgan Stanley yöneticisinin deyişiyle, “Risk yöneticileri stres testinden çıktıklarında keyifsiz görünüyorlardı.” Hubler ve trader’ları rahat olun, bu tür zararlar asla gerçekleşmeyecek diyerek onları sakinleştirmeye çalıştı.

Ancak risk bölümü rahatlamak konusunda sorun yaşıyordu. Hubler ve trader’larının nasıl bir kumar oynadıklarını tam olarak anlayamadıklarını düşünüyorlardı. Hubler sürekli alt gelir grubu tahvil piyasası aleyhine bahis oynadığını söylüyordu. Ama durum böyleyse, piyasa çöktüğünde niçin milyarlar kaybedecekti? Kıdemli bir Morgan Stanley risk yöneticisinin sözleriyle, “Kırmızı veya siyah üzerine bahse girmek ve kırmızı ya da siyah üzerine bahse girdiğinizi bilmek başka, kırmızının bir tonu üzerine bahse girip bunun hangi ton olduğunu bilmemek başka bir şeydir.”

Temmuz başında Morgan Stanley uyanmasını sağlayan ilk telefonu aldı. Arayan bir konferans görüşmesinde Howie Hubler

ve amirlerine Hubler'in Detsche Bank CDO masasına altı ay önce sattığı 4 milyar dolarlık kredi temerrüt swaplarının Deutsche Bank lehine döndüğünü söyleyen Greg Lippmann ve amirleriydi. Telefonda Morgan Stanley'in gün sonuna kadar Deutsche Bank'a 1,2 milyar dolar havale etmesi ricasında bulunuluyordu. Veya –konuşmayı duyan birinin aktardığına göre- Lippmann'ın asıl söylediği şekliyle *Bize bir nokta iki milyar borçlusun ahbap*, deniyordu.

Halen çeşitli Wall Street şirketlerinde gömülü olan ve risksiz oldukları varsayılan yüz milyarlarca dolar değerindeki üç A notlu alt gelir grubu CDO'su, Greg Lippmann'a göre dolar başına yalnızca 70 sent değerindeydi. Howie Hubler aynı tepkiyi verdi. Konferans görüşmeye katılan Morgan Stanley yetkililerinden biri, *Yetmişle ne kastediyorsun? Modelimiz doksan beş değerinde olduğunu söylüyor*, dedi.

Deutsche Banklılar, *bizim modelimiz de yetmiş değerinde olduğunu söylüyor*, diye yanıt verdi.

Morgan Stanley yetkilisi, bizim modelimizde doksan beş değerinde olduğunu söylüyor, diye tekrarlardı ve sözüne CDO'larının içindeki binlerce üç B notlu tahviller arasındaki korelasyonun çok düşük olduğunu ve dolayısıyla birkaç tahvilin kötüye gitmesinin hepsinin değersiz olduğunu göstermeyeceğini söyleyerek devam etti.

Bu noktada Greg Lippmann şunları söylemekle yetindi: *Allah modelini kahretsin ahbap. Piyasanı ben yapıyorum. Fiyat yetmiş-yetmiş yedi. Üç seçeneğin var. Elindekileri yetmişten bana satabilirsin. Yetmiş yediden biraz daha alabilirsin. Veya bana kahrolası bir nokta iki milyar dolarımı verirsin.*

Morgan Stanley artık daha fazla alt gelir grubu ipotekli kredi tahvili satın almak istemiyordu. Howie Hubler alt gelir grubu kredilerine dayalı yeni tahviller satın almak istemiyordu: Kendisini yükselen balona bağlayan ipin ucunu gevşetmişti. Yine de zarar etmek istemiyordu ve 77'den yeni alım yapmak istememesine rağmen üç A CDO'larının hâlâ 95 sent değerinde olduğu konusunda ısrar ediyordu. Meseleyi üstlerine devretti, onlar da Deutsche Bank'taki denkleriyle görüşüp sonunda 600 milyon dolarlık bir havale göndermeyi kabul ettiler. Deutsche Bank'ın alternatif, problemi rastgele seçilen üç Wall Street Bankası'nın oluşturduğu bir kurula götürerek üç A CDO'ların gerçek değerini tespit ettirmekti. Bu Wall Street'te uygulanan karmaşık ve yanıltıcı bir önlemdi ve Deutsche Bank bu riski almak istemedi.

Her koşulda, teminat Deutsche Bank açısından çok da önemli değildi. Üst düzey bir Deutsche Bank yetkilisi, "Greg bu görüşmeyi yaptığında, işimizi devam ettirmek için yapılacak işler listesindeki en son iş buymuş gibi görünüyordu. Morgan Stanley'in sermayesi yetmiş milyar dolardı. Paranın orada olduğunu biliyorduk," diyor. Lippmann'ın verdiği fiyatın doğru olup olmadığı konusunda Deutsche Bank içinde bile bazı tartışmalar yaşandı. Bu tartışmalara katılanlardan biri, rakamın fazlasıyla büyük olduğunu ve çoğu kişinin bunun doğru olamayacağını söylediğini anımsıyor: "Morgan Stanley bize 1.2 milyar dolar borçlu olamazdı."

Ancak borçluydu. Bu yalnızca birkaç ay sonra Morgan Stanley'in CEO'su ile Wall Street analistleri arasında yapılan bir konferans görüşmesinde sona erecek toprak kaymasının başlangıcıydı. Temerrütler çoğaldı, tahvillerin hepsi göçtü ve onları tahvillerden oluşan CDO'lar izledi. Bu sırada Deutsche Bank Morgan

Stanley'e birkaç kez işleminden çıkma şansı tanındı. Howie Hubler Greg Lippmann kendisini ilk kez aradığında 1,2 milyar dolarlık zararı göze alıp Deutsche Bank ile yaptığı 4 milyar dolarlık pozisyonu kapatabilirdi. Lippmann ikinci kez aradığında pozisyonu kapama maliyeti 1,5 milyar dolara çıkmıştı. Howie Hubler veya trader'larından biri her seferinde fiyata itiraz edip pozisyonu kapatmayı reddetti. Deutsche Bank trader'larından biri, "Her seferinde bu aşağılık heriflerle kavga ettik," diyor. Ve Deutsche Bank'ın tahsilatçıları her seferinde Morgan Stanley'deki tahvil trader'larının kendi işlemlerini anlamadıklarını hissetti. Yalan söylemiyorlardı; alt gelir grubu CDO'larının niteliğini gerçekten anlamamışlardı. Üç B notlu alt gelir grubu tahvilleri arasındaki korelasyon yüzde 30 değil yüzde 100'dü. Biri göçünce hepsi göçtü, çünkü hepsi aynı genel ekonomik güçler tarafından harekete geçiriliyordu. Son tahlilde, bir CDO'nun 100'den 95'e, 77'den 70'e ve oradan da 7'ye düşmesi çok az anlam taşıyordu. CDO'ları oluşturan alt gelir grubu tahvillerinin hepsi iyi veya hepsi kötüydü. CDO'lar ya sıfır ya da 100 değerindeydi.

Greg Lippman 7 sentlik bir fiyatla Morgan Stanley'in yaklaşık 100 sentten aldığı bir pozisyondan kurtulmasına izin verdi. Howie Hubler'in 16 milyar dolarlık ahmaklığının ilk 4 milyarlık kısmı üzerinden kaydedilen zarar yaklaşık 3,7 milyar dolar oldu. Bu noktaya gelindiğinde Lippmann artık Howie Hubler ile görüşmüyordu, çünkü Howie Hubler artık Morgan Stanley'de çalışmıyordu. Grubunun bir üyesi, "Howie birkaç haftalık bir izne çıktı ve asla geri dönmedi," diyor. Ekim 2007'de, işten ayrılmasını önlemek için 2006 sonunda şirket tarafından vaat edilen milyonlarca doları alarak istifa etmesine izin verildi. Morgan Stanley yönetim kuruluna ardında bıraktığı bildirilen toplam zarar 9

milyar doların biraz üzerindeydi: Bu, Wall Street tarihinde tek bir işlemde görülen en büyük zarardı. Diğer şirketler çok çok daha fazla zarar edecekti ama bu zararlar çoğunlukla alt gelir grubu ipotekli konut kredisi verilmesiyle ilişkiliydi. Piyasa çöktüğünde Citigroup, Merrill Lynch ve diğerlerinin elinde bu kâğıtlardan muazzam miktarlar bulunuyordu, fakat bunlar kendi CDO çarklarının yan ürünleriydi. Alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı CDO'ları nemalanmak için değil sattıklarında elde edecekleri ücretler için elde tutuyorlardı. Howie Hubler'in zararı ise basit bir bahsin sonucuydu. Hubler ve trader'ları kendilerini piyasanın etkin olmamasından kaynaklanan saçmalıklardan yararlanmak için dünyaya gelmiş akıllı adamlar sanıyorlardı. Tam tersine yalnızca etkinliğin azalmasına katkıda bulundular.

New Jersey'de inzivaya çekilen ve telefon numarasını rehber kaydettermeyen Howie Hubler masadaki en büyük aptal olmadığına ilişkin rahatlatıcı bir ruh hali içindeydi. Balonun ipini Morgan Stanley'i kurtaramayacak kadar geç bırakmış ve yere çakılmış olabilirdi ama yukarıya bakıp balonun gökyüzünde daha da yükseklerle çıktığını ve hâlâ ona asılmış Wall Street kuruluşlarının olduğunu görebiliyordu. Temmuz başlarında, Greg Lippmann'ın kendisini arayıp 1,2 milyar dolar istemesinden birkaç gün önce Hubler üç A notlu CDO'ları için bir çift alıcı bulmuştu. Bunlardan birincisi Japonya'nın ikinci en büyük bankasının Mizuho Financial Group adlı alım-satım birimiydi. Japonlar bir halk olarak Amerikan işi bu yeni finansal icatlar karşısında şaşırmış ve bunlardan uzak durmuştu. Mizuho Financial Group ise yalnızca kendi bildiği bir nedenle ABD alt gelir grubu tahvilleri konusunda akıllı bir trader olduğunu iddia etmiş ve Morgan Stan-

ley'in elinden alt gelir grubu kredi tahvillerine dayalı 1 milyar dolarlık CDO almıştı.

Diğer, daha büyük alıcı UBS'ti –Howie Hubler'in üç A notlu CDO'larından 2 milyar dolarlık kısmının yanı sıra üç B notlu tahvillerdeki kısa pozisyonunun birkaç yüz milyon dolarlık kısmını satın almıştı. Yani, temmuzda, piyasanın çökmesinden hemen önce UBS Howie Hubler'in pozisyonuna bakmış ve “Biz de bundan biraz istiyoruz,” demişti. Böylece Howie Hubler'in kişisel olarak satın aldığı 16 milyar dolarlık üç A notlu CDO'ları 13 milyar dolar civarında bir rakama düştü. Birkaç ay sonra UBS ABD alt gelir grubu piyasalarında kaybettiği 37,4 milyar doları hissedarlarına açıklama çabasıyla yarı samimi bir rapor yayınlayacak ve UBS'te çalışan küçük bir ABD tahvilleri trader grubunun bankanın diğer Wall Street şirketlerinin alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerinden daha da fazla satın alması için son döneme kadar yoğun bir kulis çalışması yaptığını açıklayacaktı. Yapılanların yakınında olan bir UBS tahvil trader'ı, “İnsanlar işlem hakkında bilgi sahibi olsalardı açık bir isyan çıkacaktı,” diyor. “Bu işlem UBS içinde çok tartışmalıydı. Çok ama çok gizli tutuldu. İşlemin gerçekleştiğini bilse her yolu deneyip yüksek sesle karşı çıkacak çok sayıda insan vardı. İşlemi Howie'nin elinden herkes korelasyonun bir (yani yüzde 100) olduğunu sandığı sırada aldık.” Sözlerine UBS'te işlemi gerçekleştiren trader'larm esas olarak kendi modelleriyle motive olduğunu söyleyerek devam etti –işlem yapıldığı sırada bu model 30 milyon dolarlık bir kâr gösteriyordu.

Morgan Stanley 19 Aralık 2007'de yatırımcılar için bir konferans görüşme düzenledi. Şirket 9,2 milyar dolarlık –birkaç milyar yukarısı veya aşağısı- işlem zararının elli bin civarındaki personeli tarafından üretilen kârları nasıl mahvetmekten de beter et-

tiğini açıklamak istiyordu. John Mack söze, “Bugün açıkladığımız sonuçlar benim için de şirketimiz için de utanç verici,” diye başladı. “Bu, hem sabit getiri alanındaki bir masamızda ortaya çıkan yanlış bir kararın hem de bu riski gerektiği gibi yönetmekteki başarısızlığımızın bir sonucu... Bu üç aylık dönemde kaydedilen zararların neredeyse tümü ipotekli kredi işimizdeki tek bir masanın yaptığı işlemlerin [aynen] sonucudur.” CEO Morgan Stanley’in alt gelir grubu ipotekli kredi riskine karşı belirli “hedgeler” olduğunu ve “hedgelerin ekim sonu ve kasımda ortaya çıkan olağan dışı piyasa koşullarında gerektiği gibi performans göstermediğini,” söyledi. Fakat ekim ve kasımda piyasa koşulları olağan dışı değildi; aksine piyasa ilk defa alt gelir grubu ipotekli kredi riskini doğru olarak fiyatlandırmaya başladı. Olağan dışı olan ekim ve kasıma uzanan dönemde yapılanlardı.

Mack, “Bu şirketin başı olarak performansın sorumluluğunu çok açık biçimde üstleniyorum,” dedikten sonra diğer Wall Street şirketlerinde çalışan banka analistlerinin sorularına yanıt verdi. Bu grubun utancın kaynağına inmesi biraz zaman aldı ama sonunda indiler. Dört analist Mack’ı Wall Street tarihinde görülen en büyük tek özel işlem zararı olduğu neredeyse kesin olan konu hakkında çok sıkı sorgulamamayı tercih etti ve ardından Goldman Sachs'tan William Tanona konuştu:

TANONA: Yine risk konusunda herkesin sormak isteyip de sormadığını bildiğim bir soru daha... Bu kadar büyük bir zarara nasıl girebildiğinizi anlamamıza yardımcı olun. Yani, pozisyon limitlerinizin ve aynı şekilde risk limitlerinizin olduğunu sanıyordum. 8 milyar dolar kaybedebilecek [aynen] bir masanızın olması beni hayretler içinde bıraktı.

JOHN MACK: Bu yanlış bir soru.

TANONA: Pardon?

JOHN MACK: Merhaba. Selam. Ve...

TANONA: Seni anlayamadım...

JOHN MACK: Bill, bak, açık olalım. Bir, bu işlem biliniyordu ve hesaplarımıza girmişti. İki, risk yönetim sistemimize kaydedilmişti. Çok basit. Bunların olması çok basit, çok acı, bu yüzden düşünmeden konuşmuyorum. Bu adamlar pozisyonlarını stres senaryosuna soktuklarında... kredilerin bu ölçüde temerrüde düşeceğini öngörmedik, doğru. Risk yönetim bölümümüzün bu zararları doğru tespit edemediklerini de söylememiz gerekir. * Bu kadar basit. Bunların bizi fena yakalayan büyük şişman kuyruk (normal dağılım eğrisinin uçlarının kalın olması) riskleri olduğu doğru. Olanlar bunlar.

TANONA: Peki. Bu kadarı yeter. Sanırım sormam gereken başka bir şey var. Bu düzeyde zarar gösteren bir üç aylık dönemde işlem RMD'nizin (riske maruz değerlerinizin) sabit kalmasına şaşırdım ve bunu dikkate alırsak bunların işlem gören varlıklar olduğundan kuşku duyuyorum. RMD'nizin bu üç ay içinde niçin çarpıcı biçimde artmadığını anlamama yardımcı olur musunuz?**

MACK: Bill, sanırım RMD likit işlem riskinin çok iyi bir

* Büyük Wall Street şirketlerini yöneten insanların yalın İngilizce konuşmasını beklemek gerekir, çünkü bunların nafakaları çoğunlukla yaptıkları işin yalın İngilizceye tercüme edilemeyeceğine inanan insanlara bağlıdır. John Mack'ın dolaylı bir biçimde söylemeye çalıştığı şey Morgan Stanley'de Howie Hubler'in hangi riskleri üstlendiği konusunda başka hiç kimsenin –Howie Hubler dahil- hiçbir ipucuna sahip olmadığıdır.

** Aynı soru şu şekilde de sorulabilir: Howie Hubler'in tahvilleri 100'den 7'ye nasıl düşebildi ve nasıl oluyordu da aldığınız raporlar hâlâ bunların ciddi bir hareketlenme göstermeyeceğini bildiriyordu?

göstergesi. Fakat ... (duyulmuyor) açısından, bu işten kurtulduğumuzda sana geri dönmekten çok mutlu olacağım, çünkü buna şu anda cevap veremiyorum.

Bir dizi anlamsız söz etmiş olması dinleyenlere onun Morgan Stanley'in tahvil işlemlerinin karmaşıklığını çözümleme kabiliyeti olmadığını düşündürmüş olabilir. Kullandığı kelimeler bizzat CEO'nun durumu gerçekten anlamadığını fiilen ortaya koyuyordu. John Mack tahvil şirketinin işlem riskleri konusunda görece bilgili olmasıyla diğer CEO'lar arasında yaygın biçimde saygı gören biriydi. Ne de olsa kendisi de eskiden bir tahvil trader'ıydı ve Morgan Stanley'de risk alma kültürünü teşvik etmesi için göreve getirilmişti. Buna rağmen, bırakın trader'larının yapmaya çalıştığı şeyin ne olduğunu kavramayı, 9 milyar dolar kaybedildikten sonra dahi yapılan işleri tam olarak açıklayamadı.

Sonunda o an gelmişti: Alt gelir grubu ipotekli konut kredisi riskinin son alıcısı alım yapmayı kesmişti. 1 Ağustos 2007'de hissedarlar alt gelir grubu alanındaki hedge fonlarının çöküşüyle bağlantılı olarak Bear Stearns'a karşı ilk davalarını açtılar. Olayın göze daha az görünen etkilerinden biri, çoğunu Bear Stearns'tan satın aldıkları muazzam bir kredi temerrüt swapı yığının elinde bulunduran Cornwall Capital'deki üç genç adamın fazlasıyla korkutmasıydı. Charlie Ledley yaşadıkları olayların muazzam olduğu şeklindeki hissiyatını Las Vegas'tan bu yana değiştirememişti. Üçü arasından yalnızca biri, daha önce büyük bir Wall Street şirketinde çalışmış olan Ben Hockett de kendi zihninde feci denilebilecek bir finale doğru hızla hareket etme eğilimindeydi. Ve Jamie Mai yalnızca Wall Street'te çalışanların çoğunun aşağılık olduğunu düşünüyordu. Üçü de Bear Stearns'ın batma-

sından ve kumar borçlarını ödeyememesinden korkuyordu. Ben'in ifadesiyle, "Wall Street ile bir daha işlem yapamayacağınız bir an gelebilir ve bu an böyle gelebilirdi."

Ağustosun ilk haftasında yalnızca birkaç ay önce esas olarak risksiz olduğu öne sürülen fiyatlardan işlem gören çift A notlu CDO'ların fiyatları hakkında tartıştılar ve bir fikir edinmeye çalıştılar. Charlie, "CDO'lara temel oluşturan tahviller göçüyordu ve işlem yaptığımız herkes bize iki puan vereceğini söylüyordu," diyor. Tam temmuz sonuna kadar Bear Stearns ve Morgan Stanley gerçekten de çift A notlu CDO'ların dolar üzerinden 98 sent değerinde olduğunu söylediler. Howie Hubler ile Greg Lippmann arasındaki tartışma bütün piyasada tekrarlanıyordu.

Cornwall Capital yirmi berbat CDO üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swaplarına sahipti, fakat bunlardan her biri kendine özgü bir biçimde berbattı ve bu yüzden tam olarak ne durumda olduklarını anlamak zordu. Açık olan bir tek şey vardı: Kazanma ihtimali az diye düşündükleri bahislerinin kazanma ihtimali artık az değildi. Wall Street'te işlem yaptıkları alım satımcılar onlara hep bu çift A tranşlı CDO'lar üzerinden düzenlenmiş ne olduğu belirsiz kredi temerrüt swaplarından asla kurtulamayacaklarını söylemişlerdi, fakat piyasa panik halindeydi ve alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleriyle ilişkili her şey üzerinden düzenlenmiş sigorta satın almaya can atar gibi görünüyordu. Hesaplar değişmişti: Cornwall ilk kez piyasayı tersine döndürecek bir şeyler olduğu takdirde –örneğin, ABD hükümeti devreye girip tüm alt gelir grubu ipotekli konut kredilerini garanti altına aldığı takdirde- oldukça fazla para kaybedecek gibi görünüyordu. Ve tabii ki Bear Stearns battığı takdirde tüm paralarını kaybedeceklerdi. Artık tuhaf bir biçimde hissettikleri felaketle tuhaf bir

biçimde karşı karşıya olduklarını düşünüyorlardı. Hızla pozisyonlarını kapatmaya –biriktirdikleri acayip ve henüz anlam kazanmış sigorta poliçelerine alıcı bulmaya- çalıştılar.

İş, Ben Hockett'e düştü. Charlie Ledley birkaç kez şirketin trader'ı olarak hareket etmek istemiş fakat feci biçimde başarısız olmuştu. Charlie, "Bir sürü ufak tefek kural var," diyor. "Ne diyeceğinizi tam olarak bilmeniz gerekiyor, eğer bilmiyorsanız herkes size sinirleniyor. 'Sat!' gibi bir şeyler söylediğimi düşünüyordum ve 'Al!' dediğim ortaya çıktı. Bu işlemleri benim yapmamam gerektiğini düşünmek gibi bir tür yanılgıya düştüm." Ben bu işi profesyonel olarak yapmıştı ve üçü arasında ne söyleneceğini ve nasıl söylenmesi gerektiğini bilen tek kişiydi. Ancak Ben ailesiyle birlikte İngiltere'de tatildaydı.

Sonuçta Ben Hockett kendisini İngiltere'nin Devon vilayetindeki Exmouth şehrinde The Powder Monkey adlı birahane oturma mezzanine alt gelir grubu CDO'ların çift A tranşları üzerinden düzenlenmiş 205 milyon dolarlık kredi temerrüt swapı için alıcı ararken buldu. The Powder Monkey şehrin güvenilir kablosuz internet bağlantısı olan tek mekânıydı ve heyecanlı İngiliz içkicilerin hiçbiri öğleden sonra ikiden gece on bire kadar köşedeki masada oturup Bloomberg cihazına gömülerek cep telefonu ile konuşan Amerikalıya aldırış, hatta dikkat eder görünmüyordu. Bu noktaya kadar yalnızca üç Wall Street şirketi Cornwall Capital ile işlem yapmayı kabul etmiş ve onlara kredi temerrüt swapı işlemleri için gereken ISDA sözleşmesini vermişti. Bunlar Bear Stearns, Deutsche Bank ve Morgan Stanley'di. Charlie, "Ben, bize hep ISDA olmaksızın da işlem yapmanın mümkün olduğunu söylemişti, ama bu gerçekten genel bir uygulama değildi" diyor. "3 Ağustos Cuma günü Ben, tüm büyük

Wall Street şirketlerini aradı ve *‘Beni tanımıyorsunuz, bize bir ISDA anlaşması vermeyeceğinizi biliyorum, fakat elimde satmak istediğim alt gelir grubu ipotekli konut kredilerine dayalı CDO’lar üzerinden düzenlenmiş sigorta poliçeleri var. ISDA sözleşmesi olmadan benimle işlem yapmak ister misiniz?’* dedi.”

Burada Ben araya giriyor: “Standart cevap hayırdı. Ve ben, ‘Kredi işlemleri bölümünüzün müdürüyle risk yönetimi bölümünüzün müdürünü arayın, bakalım onlar da sizin gibi mi düşünecek,’ diyordum.” O cuma yalnızca bir banka, UBS Ben ile işlem yapmaya istekliymiş gibi görünüyordu. Ve çok istekliydi. Uçan balonu tutan son adam kısa süre önce ipin ucunu bırakmıştı.

6 Ağustos Pazartesi günü Ben yine The Powder Monkey’e gitti ve işlem yapmaya başladı. Yüzde yarım maliyetli sigorta poliçeleri için UBS şimdi ona peşinen 30 puan öneriyordu –yani, Cornwall’ın yaklaşık bir milyon dolara mal olan 205 milyon dolarlık kredi temerrüt swaplarının değeri aniden 60 milyon dolardan biraz daha fazlasına çıkmıştı (205 milyon doların yüzde 30’u). Ancak konuyla ilgilenen yalnızca UBS değildi; Citigroup, Merrill Lynch ve Lehman Brothers’tan cuma günü Ben’e itibar etmeyen kişiler pazartesi günü istekli hale gelmişti. Hepsi kendi şirketlerinin yarattığı bu CDO’ların risklerini fiyatlandırmak için ter döküp sızlanıyordu. Ben, “İş benim için daha kolaydı, çünkü onlar her bir işleme bakmak zorundaydı” diyor. “Ve ben yalnızca para istiyordum.” Cornwall’ın satmak istediği yirmi ayrı pozisyonu vardı. Ben’in internet bağlantısı tıpkı cep telefonu gibi bir kesilip bir geri geliyordu. Ancak yanmakta olan evleri için çaresizce yangın sigortası satın almak isteyen Wall Street şirketlerinin gayreti bitip tükenmek bilmedi. Charlie, “İlk defa bunların

gerçek değerini yansıtan fiyatlar görüyorduk,” diyor. “Bear Stearns tarafından altı yüz bin dolar değer biçilen pozisyonlarımız *ertesı gün* altı milyon dolara çıktı.”

Perşembe gecesi saat on birde Ben’in işi bitmişti. Tarih 9 Ağustostu, aynı gün Fransız bankası BNP para piyasaları fonlarına para yatıran yatırımcıların ABD alt gelir grubu ipotekli kredi işlemlerinde yaşanan sorunlar nedeniyle tasarruflarını geri çekmelerine izin verilmeyeceğini duyurdu. Ben, Charlie ve Jamie bahislerinin dörtte üçünün niçin bir İsviçre bankası tarafından satın alındığını anlayamamıştı. U B S harfleri bu banka kendisine artık çok yüksek fiyatlı olan alt gelir grubu sigorta poliçeleri satmaları için yalvarmaya başlayıncaya kadar Cornwall Capital içinde nadiren telaffuz edilirdi. Charlie’ye göre, UBS’in bile alt gelir grubu işinde olduğunu düşünmesi için hiçbir özel neden yoktu: “Geri dönüp baktığımda dönüş yapıp UBS hisseleriyle kısa pozisyon almamış olmamıza inanamıyorum.” Cornwall’ın kredi temerrüt swaplarını satın alan UBS ve diğer Wall Street alıcılarının Bear Stearns’ın batabileceğine ilişkin en küçük bir tereddütleri yoktu. Bu büyük Wall Street şirketleri içinde hâlâ düşünülmesi olanaksız bir şeydi. Dört buçuk yıl önce 110.000 dolarla işe başlayan Cornwall Capital bir milyon dolarlık bir bahisten 80 milyon dolardan fazla kâr sağlamıştı. Jamie, “Masadaki ahmaklardan olmadığımız için rahatlamıştık,” diyor. Masadaki ahmaklardan olmamışlardı. Uzun vadeli işlem 1’e 80 kazandırmıştı. Ve The Powder Monkey’deki hiç kimse Ben’e ne yaptığını sormadı.

Karısının geniş İngiliz ailesi tabii ki nerede olduğunu merak etti ve Ben açıklamaya çalıştı. Olanların çok önemli olduğunu düşünüyordu. Bankacılık sisteminin ödeme aczine düştüğünü

varsayıyordu ve bu ciddi bir çalkantıya işaret ediyordu. Bankacılık durduğunda, krediler durur, krediler durduğunda ticaret durur ve ticaret durduğunda her şey dururdu –Chicago şehrinin elinde su rezervleri için yalnızca sekiz günlük klor vardı. Hastaneler ilaçsız kalırdı. Modern dünya bütünüyle şimdi alıp sonra ödemeye dayalıydı. Ben, “Gece eve geldim ve kayınbiraderimle çocuklarımızın geleceği hakkında konuşmaya çalıştım” diyor. “Evdeki herkese HSBC’deki hesaplarını mutlaka sigortalatmaları gerektiğini söyledim. Kimi karışıklıklarla karşılaşabileceğimiz için ellerinde biraz nakit bulundurmalarının şart olduğunu anlattım.” Özgür dünyanın masum bir vatandaşına alt gelir grubu kredi tahvillerine dayalı bir teminatlı borç yükümlülüğünün çift A tranşı üzerinden düzenlenmiş bir kredi temerrüt swapının önemini nasıl anlatırsınız? Anlatmaya çalıştı ama İngiliz akrabaları yalnızca ona tuhaf tuhaf bakmakla yetindi. Birilerinin kısa süre önce büyük bir para kaybettiğini ve Ben’in biraz önce büyük miktarda para kazandığını anlamış, ama bunun ötesine asla geçememişlerdi. Ben durumu kabullenmişti: “Gerçekten onlarla bu konuda konuşmıyorum. İngilizlerin anlamasını nasıl beklersiniz?”

Yirmi iki gün sonra, 31 Ağustos 2007’de Michael Burry yan cep uygulamasını kaldırdı ve kendi kredi temerrüt swaplarını ciddi miktarlarda elden çıkarmaya başladı. Yatırımcıları paralarını geri alabileceklerdi. Artık ona verdikleri paranın iki katından fazlasına sahiptiler. Yalnızca birkaç ay önce Burry’ye 1,9 milyar dolarda en üst seviyesine ulaşan kredi temerrüt swapları için 200 taban puan –veya anaparanın yüzde 2’si- teklif ediliyordu. Şimdi ise Wall Street şirketleri zararlarını azaltmak için çaresizce 75, 80 ve 85 puan teklif ediyorlardı. Üç aylık dönemin sonunda

Burry fonun yüzde 100'ün üzerinde artış kaydettiğini bildirecekti. Yıl sonuna gelindiğinde 550 milyon doların altında bir portföyle 720 milyon doların üzerinde kâr etmişti. Yatırımcılarından hâlâ ses yoktu. “Müthiş bir yıl yaşadığımız ve benim haklı çıktığım kesinleştiğinde bile sevinmediler,” diyor. “Para kazanmak benim düşündüğüm gibi bir şey değildi.” Kurucu yatırımcı Gotham Capital’e bir e-posta atıp yalnızca, “Bir şey değil,” dedi. Zaten onları fondan atmaya ve hisselerini satmaları için ısrarcı olmaya karar vermişti. Bir fiyat önermesini istediklerinde, “Geçen yıl sizin için kazanmamı neredeyse engellediğiniz on milyonları içeride tutup ödeşmeye ne dersiniz?” dedi.

İşe başladığında, verdiği hizmetler karşılığında geleneksel olarak alınan yüzde 2’lik yönetim ücretini yatırımcılarından talep etmemeye karar vermişti. Yatırımcılarının parasını artıramadığı bir yıl içinde ücret almamak çalışanları işten çıkarmak anlamına geliyordu. Şimdi ise yatırımcılarına bir mektup yazıp onlara bu politikasını değiştirdiğini bildirdi –bu, onları zengin etmiş olmasına rağmen yatırımcılarını yeniden kızdırdı. E-posta arkadaşlarından biri ona, “İnsanları kızdırmanın yolunu nasıl bulduğuna şaşıryorum,” diye yazdı. “Bu konuda bir yeteneğin var.”

Bu sendroma sahip olduğunu keşfettiğinden beri Asperger hakkında öğrendiği şeylerden biri ilgi alanlarının işleviydi. Bunlar ona düşman dünyadan kaçıp sığınabileceği güvenli bir yer sağlıyordu. Asperger sendromuna sahip insanlar bu yüzden ilgi alanlarına yoğun bir ilgi duyuyorlardı. Bu aynı zamanda tuhaf bir biçimde bunları kontrol edememelerinin nedeniydi. Bir e-postada, “Gittiğim terapist bunu anlamama yardımcı oldu,” diye yazdı, “ve kendi hayatıma dönüp baktığımda bu çok mantıklı:

Doğru anlatabilecek miyim bilmiyorum –terapist anlattığında daha iyi anlaşılıyor. Neyse, eğer toplumun sosyal çalışmalarına entegre olmakta muazzam zorluk çeken, çoğunlukla yanlış anlaşıldığını, hafife alındığını düşünen ve yalnız bir insansanız, egonuzu klasik anlamda onaran bir şeylere yoğun bir ilgi duyduğunuzu göreceksiniz. Asperger sendromlu çocuklar ilgi duydukları bir konuya çoğunlukla akranlarının çok üzerinde bir hızla muazzam odaklanabilir ve bu konudaki bilgilerini artırabilirler. Bu ego güçlendirmesi Aspergerli çocuklara çok sık yaşamadıkları, tabii eğer yaşıyorlarsa, büyük bir rahatlık sağlar. İlgi alanı bu güçlendirmeyi sağladığı sürece değişiklik tehlikesi çok azdır. Fakat ilgi alanında bir zorlukla karşılaşıldığı veya kişi ilgisini kaybettiğinde, olumsuzluk, özellikle başka insanlardan geldiğinde çok yoğun bir biçimde hissedilebilir. Böylesi bir durumda ilgi alanı Aspergerli kişinin kaçmaya çalıştığı –başkalarının yaşattığı aşikâr eziyet, yanlış anlaşılma, dışlanma- her şeye benzemeye başlayabilir. Ve Aspergerli kişi egosunu onarmak ve korumak için bir başka ilgi alanı bulmak zorunda kalır.

Dr. Michael Burry 2006 yılının büyük bölümünde ve 2007 başlarında özel bir kâbus yaşamıştı. Bir e-postada, “Bana en yakın olan ortaklarım sonunda genellikle benden nefret ediyor... Bu iş yaşamın oldukça önemli bir kısmını öldürüyor. Ne var ki neyi öldürdüğünü tespit edemedim. Fakat içimde yaşamsal bir şey ölüyor. Bunu hissedebiliyorum,” diye yazdı. Finans piyasalarına duyduğu ilgiyi kaybettiği sırada ilk gitarını satın aldı. Bu tuhaftı. Gitar çalamıyordu ve bu konuda yetenekli değildi. Hatta

gitar çalmak *istemiyordu* bile. Yalnızca gitar yapmakta ne tür ağaç kullanıldığını öğrenmeye ve gitar, amfi satın almaya ihtiyacı vardı. Yalnızca... gitarlar hakkında bilinecek her şeyi bilmek istiyordu.

İlgisini kaybetmek için akıllıca bir an seçmişti. Bu sonun yazıldığı andı: Geride engellenecek hiçbir şeyin kalmadığı an. O andan altı ay sonra Uluslararası Para Fonu ABD menşeli alt gelir grubu kredileriyle ilişkili varlıkların bir trilyon dolar zarar ettiği ni açıklayacaktı. Bir trilyon dolarlık zarar Amerikalı finansçılar tarafından hiç yoktan yaratılmış ve Amerikan finans sistemine yerleştirilmişti. Wall Street şirketlerinin hepsi zarardan kendine düşen payı aldı ve bundan kaçınmak için hiçbir şey yapamadı. Ortada alıcı kalmadığından hiçbir Wall Street şirketi kendisini kurtaramadı. Sanki her büyük Batılı finans kuruluşuna değişik boyutlarda bombalar yerleştirilmiş gibiydi. Fitiller tutuşturulmuştu ve söndürüleliyordu. Geriye kalan yalnızca kıvılcımın hızıyla patlamaların büyüklüğünü gözlemlemektir.

ONUNCU BÖLÜM

Bir Kayıkta İki Adam

Fiilen hiç kimse olacakları öngöremedi –ne konut sahipleri, ne finans kurumları, ne derecelendirme kuruluşları, ne kural koyucular ne de yatırımcılar.

- Deven Sharma, S&P Başkanı

ABD Temsilciler Meclisi'ne verdiği ifadeden

22 Ekim 2008

İtalyan Maliye Bakanı Giulio Tremonti, Papa XVI. Benedict'in küresel finans sistemindeki krizi öngören ilk kişi olduğunu söyledi. Tremonti dün Milano'daki Cattolica Üniversitesi'nde, Kardinal Joseph Ratzinger tarafından [1985'te] yazılan bir makalede, "Disiplinsiz bir ekonominin kendi kuralları gereği çökeceği öngörüsünün bulunabileceğini," ifade etti.

- Bloomberg News, 20 Kasım 2008

Greg Lippman alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasını büyük bir finansal halat çekme yarışı olarak hayal etmişti. İpin bir ucunu kredileri veren, tahvilleri ambalajlayan ve en kötü tahvilleri CDO adıyla yeniden ambalajlayıp gerçek krediler tükendiğinde hiç yoktan sahtelerini üreten Wall Street çarkı, diğer ucunu ise Lippman'ın bu kredilere karşı bahis oynayan soylu açığa satışçılar ordusu çekiyordu. İyimserlere karşı kötümserler. Ha-

yalcilere karşı gerçekçiler. Kredi temerrüt swapı satıcılarına karşı alıcıları. Yanlışla karşı doğru. Metafor bir noktaya, yani bu noktaya kadar uygundu. Ama artık metafor değişmiş, bir kayıkta iple birbirine bağlanmış ölümüne savaşılan iki adam haline gelmişti. Bir adam diğeri öldürüp cansız bedenini kayığın kenarından atacak –ama kendisinin de hızla suya doğru çekildiğini anlayacaktı. Steve Eisman, “2007’de açığa satmak ve bundan para kazanmak eğlenceliydi, çünkü biz açığa satan *kötü adamlardık*,” diyor. “2008’de tüm finansal sistem risk altındaydı. Biz hâlâ kısa pozisyon tutuyorduk. Fakat sistemin çökmesini istemezsiniz. Bu biraz tufan yaklaşırken Nuh olmanız gibi bir şey. Nuh’un gemisindesiniz. Tamam, iyi durumdasınız. Ama dışarıdaki tufana bakarken mutlu olamazsınız. Bu Nuh için *mutlu* bir an olmaz.”

2007’nin sonuna gelindiğinde FrontPoint’in alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı oynadığı bahis o kadar büyük bir kazanç sağlamıştı ki 700 milyon dolardan biraz fazla olan fonun hacmi iki katına, 1,5 milyar dolara çıkmıştı. Olağanüstü miktarda bir para kazandıkları kesinleştiği anda Danny ve Vinny bahsi nakde çevirmek istedi. Hiçbiri Greg Lippmann’a asla bütünüyle güvenmemişti ve güvensizlikleri Lippmann’ın onlara verdiği bu olağanüstü armağana dahi sirayet etmişti. Danny, “Lippmann’dan kesinlikle araba almazdım,” diyor. “Fakat ondan beş yüz milyon dolar değerinde kredi temerrüt swapı aldım.” Vinny’nin böylesine hızlı bir biçimde bu kadar fazla para kazanmak konusunda neredeyse karma kaynaklı denilebilecek bir endişesi vardı. “Bu hayatımın işlemiydi. Hayatımın işlemini açgözlülüğe feda etseydik kendimi öldürürdüm.”

Eisman dahil hepsi Eisman’ın yaradılışı gereği kısa vadeli işlem kararları vermeye mükemmel uygunlukta olmadığını düşü-

nüyordu. Duygusal biriydi ve duygularıyla hareket ediyordu. Onun açısından alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı oynadığı bahisler yalnızca bahisten ibaret değildi; bu tahvilleri adeta hakaret addediyordu. Wall Street'tekiler ne zaman –sık sık yaptıkları gibi- alt gelir grubu kredileri sorununa sıradan Amerikalıların yalancılığının ve finansal sorumsuzluğunun neden olduğunu iddia etmeye çalışsalar, “Ne yani –bir sabah tüm Amerikan halkı uyanıp, ‘Evet, kredi başvurumda yalan beyanda bulunacağım,’ mı dedi? Evet, insanlar yalan söylediler. Yalan söylediler çünkü onlara yalan söylemeleri söylendi,” diyordu. Oynadığı kumarı körükleyen öfkesi tüm finans sistemini değil, sistemin en tepesinde olan ve büyük Wall Street şirketlerindeki insanları daha iyi tanıyan ya da tanıması gereken kişileri hedef alıyordu. Eisman, “Bu bir iddia olmanın ötesindeydi,” diyor. “Ahlâki bir hacı- lı savaşıydı. Dünya tepetaklak olmuştu.” Oynadıkları kumarın temelinde bulunan alt gelir grubu kredilerinin değersiz olduğunu ve eğer krediler değersizse sahip oldukları, bu krediler üzerinden düzenlenmiş sigorta poliçelerinin mutlaka yükseleceğini iddia ediyordu. Ve bu nedenle kredi temerrüt swaplarını ellerinde tutup daha fazla kredinin temerrüde düşmesini beklediler. Danny, “Vinny ve ben elli milyon dolarlık işlem yapıp yirmi beş milyon dolar kazanacaktık,” diyor. “Steve beş yüz elli milyonluk işlem yaptı ve dört yüz milyon kazandı.”

Büyük Hazine Avı alt gelir grubu kredilerinin riskine açık şirketlerden oluşan uzun bir liste çıkarmalarını sağlamıştı. 14 Mart 2008'e gelindiğinde kıyamet çarkıyla bir biçimde bağlantılı olan neredeyse tüm finans şirketlerinin hisselerini açığa satmışlardı. Eisman'ın ifadesiyle kıyamet günü için pozisyon alıyorlardı: “Fa-

kat zihnimizin arkalarında hep, peki ya kıyamet kopmazsa sorusu vardı.”

14 mart günü mesele tartışmalı hale geldi. Bear Stearns’ın alt gelir grubu hedge fonlarının Haziran 2007’de göçmesinden bu yana piyasa Bear Stearns’ın geri kalan kısmıyla ilgili sorular soruyordu. Bear Stearns da son on yıl boyunca diğer her Wall Street şirketi gibi sermayesinin her dolarıyla oynadığı bahislerin hacmini artırmıştı. Bear Stearns’ın kullandığı kaldıraç oranı yalnızca son beş yılda 1’e 20’den 1’e 40’a çıkmıştı. Merrill Lynch’in oranı 2001’de 1’e 16 iken 2007’de 1’e 32 olmuştu. Morgan Stanley ve Citigroup artık 1’e 33’teydi. 1’e 25 orana sahip Goldman Sachs muhafazakârmiş gibi görünüyordu, fakat o tarihte Goldman’ın gerçekte ne kadar kaldıraç kullandığını gizlemek konusunda yetenekliydi. Bu şirketlerden herhangi birinin iflas etmesi için gerekli olan tek şey varlıklarının değerinde çok hafif bir düşüş görülmesi idi. Trilyon dolarlık soru, bu varlıkların nelerden oluştuğuydu. Borsa ortada kanıt olmadığı için 14 Marta kadar büyük Wall Street şirketleri lehinde düşünme hakkı tanımıştı. Hiç kimse Bear Stearns, Merrill Lynch ya da Citigroup’un içinde neler olduğunu bilmiyordu, ama bunlar daima akıllı paranın gittiği yerler olmuştu, bu nedenle oynadıkları bahisler de akıllıca oynanmış olmalıydı. Piyasa 14 mart günü fikrini değiştirmişti.

O sabah, Deutsche Bank’ın tanınmış banka analisti Mike Mayo aniden Eisman’ı bir salon dolusu büyük yatırımcıya konuşma yapmak üzere bankaya davet etmişti. Eisman’ın Deutsche Bank’ın Wall Street’teki genel merkezinin toplantı salonlarından birinde Federal Reserve’in emekli başkanı Alan Greenspan’dan önce konuşması ve Bill Miller adlı –aynı zamanda 200 milyon

doların üzerinde Bear Stearns hissesine de sahip olan- ünlü bir yatırımcıya eşlik etmesi planlanmıştı. Eisman doğal olarak herhangi birinin bir Wall Street şirketine muazzam miktarda para gömmesini delilik sayıyordu. Greenspan'ın aşağılanmaya bile değmeyeceğini düşünüyor, en küçük bir fırsat bulduğunda, “Alan Greenspan’ın tarihe en kötü Merkez Bankası başkanı olarak geçeceğini düşünüyorum,” diyordu. “Faiz oranlarını çok uzun süre çok düşük tutması yaptığı kötü işlerin en önemsizi. Alt gelir grubu kredilerinde neler olduğunu bildiği halde, tüketicilerin kazıklanması onun sorunu olmadığı için meseleyi umursamadığından eminim. Bir bakıma onun için üzülüyorum, çünkü her şey hakkında esas olarak yanılan gerçekten akıllı biri.”

O ana kadar Eisman’ın Wall Street’te aşağılamadığı ya da aşağılamaya çalışmadığı neredeyse hiç önemli kişi kalmamıştı. HSBC başkanının Hong Kong’taki halka açık bir toplantıda bankasının alt gelir grubu zararlarını “kayıt altına aldığını” iddia etmesinin ardından söz alan Eisman, “Buna gerçekten inanmıyorsunuz değil mi? Zira kayıtlarınızın tümü şişirme,” demişti. Bear Stearns’ın iyimser alt gelir grubu analisti Gyan Sinha’yı ofisine davet ederek acımasızca sıkıştırmış ve ardından bir Bear Stearns satış sorumlusu arayıp Eisman’a dert yanmıştı.

“Gyan çok üzgün,” demişti.

“Üzülmemesini söyle,” diye karşılık vermişti Eisman. “Keyif aldık!”

Buna rağmen Bear Stearns yeni CEO Alan Schwartz’ı tanıştırmak için 2007’nin sonunda düzenlediği sıcak ve gösterişli davete Eisman’ı da çağırdı. Davete Bear ile Noel adı verilmişti. Schwartz davete katılanlara belli bir tahvilin fiyatı üzerinde hiç

kimse anlaşılamadığından, alt gelir grubu tahvil piyasasının ne kadar “çılginca” olduğunu söyledi.

Eisman pat diye, “Peki bu kimin hatası?” dedi. “Zaten olmasını *istediğiniz* şey bu. Böylece müşterilerinizi kazıklayabiliyorsunuz.”

Yeni CEO, “Kimseyi suçlamak istemiyorum,” diye yanıt verdi.

Eisman huzuruna kabul edildiği her Wall Street kodamanını aşağılıyordu. 14 Mart 2008’de de Wall Street bankalarına yatırım yapan en büyük ve en ünlü iyimser yatırımcılardan birinin ve ayrıca Merkez Bankası’nın ünlü eski başkanlarından birinin huzuruna davet edilmişti. Piyasalarda yoğun bir gün yaşanıyordu –Bear Stearns’ın başının dertte olabileceğine ilişkin söylentiler vardı- fakat piyasaları izlemekle Eisman’ı izlemek arasındaki tercih göz önüne alındığında Danny Moses, Vincent Daniel ve Porter Collins çok düşünmediler. Vinny, “Samimi olalım,” diyor: “Eğlenmek için gittik. Ali-Frasier maçı gibiydi. Niçin orada olmak *istemeyesiniz ki?*” Ali’nin maçına gittiler, fakat arka sıralardaki koltuklara oturdular ve kendilerini gizlemeye hazırlandılar.

Eisman efsanevi Bill Miller ile birlikte uzun bir masaya oturdu. Miller muhtemelen üç dakika kadar konuştu ve Bear Stearns’a niçin yatırım yaptığını anlattı. Mike Mayo, “Ve şimdi sıra kötümserimiz Steve Eisman’da,” diyerek sözü Eisman’a bıraktı.

Eisman, “Bunun için ayağa kalkmalıyım,” dedi.

Miller kısa konuşmasını oturarak yapmıştı. Toplantı konferanstan çok panel şeklinde düzenlenmiş olmasına rağmen Eisman kürsüye çıktı. Üçüncü sırada oturan annesini fark ederek, fakat korku içindeki (Ali-Frasier’e bedava bileti olanlar!) yirmi or-

tağının yanı sıra arkada oturan ortaklarını görmezden gelerek ABD finans sistemiyle ilgili amansız denecek kadar makul bir tahlil yapmaya başladı. Bir konferans kadar resmi bir sunuş yapıp yapmayacağı hâlâ açık olmamakla birlikte konuşmasının başlığı “Bu Dönem Niçin Farklı?” idi. “Finansal hizmetler tarihinde kaldıraç kullanımının en aza indiği bir dönemden geçiyoruz ve bu böylece devam ediyor,” dedi. “Zamandan başka bir çare yok. Acıyı zaman dindirecek...”

Eisman ayağa kalktığında Danny içgüdüsel olarak koltuğa gömülmüştü. Danny, “Mahcup olma ihtimali daima vardır,” diyor. “Fakat bu bir trafik kazasını izlemek gibi. İzlemekten kendinizi alamazsınız.” Etrafında herkes BlackBerry’lerinin üzerine abandı. Eisman’ın söyleyeceklerini dinlemek istedikleri açıktı, fakat borsa dikkatlerini gösteriden uzaklaştırıyordu. Saat 9:13’te, Eisman salonun ön tarafında yerini aldığı sırada Bear Stearns J.P. Morgan’dan bir kredi aldığını açıklamıştı. Dokuz dakika sonra, Bill Miller Bear Stearns’ın hisselerine sahip olmanın niçin iyi bir fikir olduğunu açıkladığı sırada Alan Schwartz bir basın açıklaması yayınlamıştı. Açıklama, “Bear Stearns likiditemizle ilgili çok sayıda söylentiye konu olmuştur,” diye başlıyordu. Likidite. Bir üst düzey yönetici ne zaman bankasının çok fazla likiditeye sahip olduğunu söylese, bu daima likiditesinin bulunmadığı anlamına gelmiştir.

Saat 9.41’de ya da aşağı yukarı Eisman kürsüye çıktığı sıralarda Danny Eisman’ın bir gece önce fazlasıyla tuhaf bir biçimde hisse başına 53 dolardan aldığı Bear Stearns hisselerinin bir kısmını sattı. Biraz para kazanmışlardı, fakat Eisman’ın diğer herkes itiraz etmesine rağmen bu hisseleri alması esrarengiz bir durum olmayı sürdürüyordu. Eisman inandıkları her şeyle bütünüyle çe-

lişen önemsiz miktarlarda bazı kısa vadeli işlemler zaman zaman yapardı. Danny ve Vinny bu vakada meselenin Eisman'ın Bear Stearns'a duyduğu yakınlık olduğunu düşündü. Eisman kendisini Wall Street'in en nefret edilen şirketiyle, esas olarak rakiplerinin iyi niyetine tümüyle kayıtsız kalmakla ünlü bir şirketle özdeşleştiriyordu! Vinny, "Eisman daima Bear Stearns'ın asla başkaları tarafından ele geçirilemeyeceğini, çünkü şirket kültürünün asla başka bir şeye dönüştürülemeyeceğini söylerdi," diyor. "Sanırım onlarda kendisinde var olan bir şeyler gördü." Eisman'ın eşi Valerie'nin bu konuda bir teorisi vardı. "Bu, 'dünya infilak edecek' şeklindeki teorisine karşı kullandığı garip bir panzehir," diyor. "Eve sürekli bu tamamıyla tuhaf özlemle gelirdi."

Eisman'ın bir önceki gün öğleden sonra aniden Bear Stearns'tan birkaç hisse satın alma arzusunun psikolojik nedenleri ne olursa olsun, Danny meseleyi halletmiş olmaktan memnundu. Eisman o anda dünyanın niçin infilak edeceğini açıklıyordu ama ortakları ona tam olarak kulak veremiyordu... çünkü finans dünyası infilak ediyordu. Vinny, "Steve konuşmaya başladığı dakikada hisseler düşmeye başladı," diyor. Eisman sağlıklı düşünen hiç kimsenin kendisinin on altı saat önce aldığı hisseleri niçin satın almayacağını anlattığı sırada Danny ortaklarına alelacele mesajlar yazıyordu.

9:49. Aman... Bear 47'de.

"Eğer [ABD finans sistemi] bir Saadet Zinciri gibi görünüyorsa, bunun sebebi fiilen öyle olmasıdır."

9:55. Bear'ın son fiyatı 43. Aman Tanrım!

"ABD'deki bankalar muazzam kredi sorunlarıyla henüz ilgi-

lenmeye başlıyorlar. Örneğin, Florida eyaletinde tek bir bankayı bile satın almazdım, çünkü hepsinin batabileceğini düşünüyorum.”

10:02. Bear son fiyat 29!!!

“Bu ülkenin üst sınıfları bu ülkenin ırzına geçtiler. Halkı düzdünüz. Halkı kazıklamak için bir kale inşa ettiniz. Tüm bu yıllar içinde bir kez bile büyük bir Wall Street şirketinde vicdan azabı çeken birine rastlamadım. Hiç kimse asla ‘Bu yanlış,’ demedi. Ve hiç kimse söylemek zorunda olduklarımı iplemedi.”

Aslında Eisman o sabah bu son cümleleri söylemedi, yalnızca düşündü. Ve borsada neler olduğunu gerçekten bilmiyordu; BlackBerry’sine bir tek konuştuğu sırada bakmazdı. Fakat *o konuştuğu sırada* bir Wall Street yatırım bankası sahtecilik dışında bir nedenle batıyordu. Ve aşikâr soru şuydu: Niçin?

Bear Stearns’ın çöküşü daha sonra bir bankaya hücum olarak sınıflandırılacaktı ve bu bir bakıma doğruydı –diğer bankalar onunla iş yapmayı reddediyor, hedge fonları hesaplarını kapatıyordu. Ancak bu, altı ay sonra yeniden sorulacak bir soruya neden oldu: Piyasa, niçin kalıcı olduğuna çok da uzun olmayan bir süre önce garanti gözüyle bakılan dev bir Wall Street şirketine duyduğu güveni aniden kaybetti? 2007 Martında Bear Stearns’ın batması o kadar akla gelmeyecek bir şeydi ki Cornwall Capital onun çöküşüne karşı binde 3’ten az bir primle sigorta satın almıştı. 300.000 dolar yatırıp 105 milyon dolar kazanacaktı.

Eisman’ın o gün bu soruya verdiği yanıt “Kaldıraç”tı. Diğer her Wall Street şirketi gibi Bear Stearns da kâr sağlamak için sermayesinin her bir dolarının üstüne giderek daha da fazla spekülâtif bahis oynuyordu. Fakat sorunun bundan daha karmaşık olduğu açıktı. Sorun aynı zamanda bu spekülâtif bahislerin yapısındaydı.

Alt gelir grubu ipotekli kredi piyasası en az iki farklı aşamadan geçmişti. Birincisinde piyasanın çökme riskinin çoğunu AIG üstlenmişti ve bu 2005 sonuna kadar devam etti. AIG aniden fikrini değiştirdiğinde, AIG Finans Ürünleri içindeki trader'lar verdikleri kararın alt gelir grubu ipotekli kredi piyasasını tümüyle kapatabileceğini sandılar.* Tabii ki böyle olmadı. Wall Street çoktandır işe yaramaz üç B notlu alt gelir grubu tahvillerini risksiz olduğu düşünülen üç A notlu tahvillere dönüştürmek için CDO'ları kullanarak çok fazla para kazandığından bu işten vazgeçemezdi. Çeşitli şirketlerde CDO çarkını işleten kişiler çok fazla yetki elde etmişti. Wall Street şirketleri 2005 sonundan 2007 ortasına kadar alt gelir grubu kredi tahvillerine dayalı 200 ila 400 milyar dolar civarında CDO yarattı: Miktarın ne kadar olduğundan kimse tam olarak emin değildi. Rakamın 300 milyar dolar olduğunu varsayalım. Bunun yaklaşık 240 milyar doları üç A notlu olacak ve dolayısıyla muhasebe açısından risksiz, yani açıklanması zorunlu olmayan kâğıtlardan sayılacaktı. Hepsi değilse de çoğu bilanço dışında tutuldu.

2008 Martına gelindiğinde borsa her ipotekli kredi tahvili satıcısının uzun süredir bildiği şeyi nihayet anlamıştı: Biri en az 240 milyar dolar kaybetmişti. Fakat bu kimdi? Howie Hubler'in sayesinde Morgan Stanley'in elinde hâlâ yaklaşık 13 milyar dolarlık CDO vardı. Tahvilleri almakta kimin parasını kullandıkları biraz belirsiz olmakla birlikte, Almanya'daki budalaların elinde bir

* AIG FÜ tüm riski üstlenmeye devam ettiği takdirde felaketin nasıl sonuçlanabileceğini tasavvur etmek ilginç olacak. Eğer Wall Street Goldman Sachs'ın liderliğinde alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerin tüm riskini AIG FÜ'e yıkmış olsaydı, bu mesele pekâlâ Wall Street ile hiçbir ilişkisi olmayan, yalnızca bu garip sigorta şirketinin sorumlu olduğu bir sorun olarak nitelendirilebilirdi.

miktar, Wing Chau ve benzeri CDO yöneticilerinin elinde biraz daha fazla bir miktar CDO bulunuyordu. Uzun süredir belediye tahvillerini sigortalayarak para kazanan Ambac Financial Group ve MBIA Inc, AIG'nin bıraktığı işi devralmıştı ve muhtemelen her ikisi de 10 milyar dolar değerinde tahvile sahipti. Gerçek şu ki zararın büyüklüğünü veya zarar edenlerin kimler olduğunu bilmek imkânsızdı. Herkesin bildiği yalnızca alt gelir grubu piyasasına fazlasıyla yoğunlaşan her Wall Street şirketinin muhtemelen açıkladığından çok daha zor durumda olduğuydu. Bear Stearns alt gelir grubu piyasasına fazlasıyla yoğunlaşmıştı. Alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerine sermayesinin her bir dolarına karşılık 40 dolarlık bahis oynamıştı. Sorun Bear Stearns'ın nasıl batabileceği değil, nasıl ayakta kalabileceğiydi.

Kısa konuşmasını bitiren ve koltuğuna yönelen Steve Eisman sözü Bill Miller'e bıraktı ve neredeyse sevecen denilebilecek bir biçimde Miller'in sırtını sıvazladı. Bunun ardından yapılan kısa soru cevap bölümünde Miller Bear Stearns'ın batmasının hiç mümkün olmadığını, çünkü büyük Wall Street şirketlerinin şimdiye kadar yalnızca suç sayılan faaliyetler yürütürken yakalandıktan sonra battığına işaret etti. Eisman düşünmeden, "Daha saat onu beş geçiyor. Biraz zaman tanı," dedi. Bunun dışında neredeyse nazik davranmıştı. Vinny ve Danny odanın arkasında büyük kenti kıl payı ıskalayan bir kasırganın ardından hissedilen rahatlama ve hüsrânın tuhaf bileşimini yaşıyordu.

Odadaki havayı keyifsizleştiren Eisman değil arkalardaki bir genç oldu. Yirmili yaşlarının başlarında görünüyordu ve o da diğer herkes gibi hem Miller hem de Eisman konuşurken BlackBerry'sine abanmıştı. "Bay Miller," dedi, "Konuşmaya başladı-

ğınız andan bu yana Bear Stearns hissesi yirmi puandan fazla düştü. Şimdi de hisse almaya devam eder miydiniz?”

Miller afallamış görünüyordu. Vinny’ye göre neler olduğunu bilmediği çok açıktı: “Yalnızca ‘Evet, tabii., bu noktada hisse almaya devam ederdim’ dedi.”

Bunun ardından odadakiler çıkış kapılarına koştular, belli ki Bear Stearns’taki hisselerini bir an önce satmak istiyorlardı. Konuşma sırası Alan Greenspan’a geldiğinde neredeyse söylediklerini dinlemek isteyen hiç kimse kalmamıştı. Dinleyiciler gitmişti. Tabii ki pazartesi günü Bear Stearns da yok olmuş, hisse başına 2 dolardan J.P. Morgan’a satılmıştı.*

Neye bakacağınızı bilerseniz, sabah 6:40’ta Madison Avenue ile Kırk Yedinci Cadde’nin kuzeydoğu köşesinde yerin altındaki tünelden çıkan insanlar kendileriyle ilgili birçok şeyi açığa vururlar. Örneğin, o saatte orada olan herkes muhtemelen Wall Street’te çalışıyordur. Vincent Daniel’in treninin tam olarak o saatte ulaştığı Penn istasyonunu çevreleyen tünellerden çıkan insanlar hakkında tahmin yürütmek o kadar kolay değildi. Danny Moses, “Vinny’nin sabah trenindekilerin yalnızca yüzde elli beşi finansçıdır, çünkü inşaat işçileri de burada iner,” diyor. “Benimkinin ise yüzde doksan beşi finansçıdır.” Deneyimsiz biri açısından Connecticut banliyölerinden Grand Central istasyonuna gelen Wall Street ahalisi birbirinden farksız bir kalabalıktır, fakat Danny bu kalabalık içinde birçok küçük ve önemli farklılıklar olduğunu gözlemlemişti. Eğer BlackBerryleri ile meşgullerse muhtemelen Asya piyasalarındaki kâr/zararlarını kontrol eden

* Daha sonra gözden geçirilip hisse başına 10 dolar civarına çıkarıldı.

hedge fonu çalışanlarıydılar. Trende uykuya dalmışlarsa muhtemelen satış tarafındaydılar –yani, kendi şirketlerinin hissesine sahip olmayan broker’lar. Evrak çantası taşıyanlar muhtemelen satış tarafında olmayanlardı, çünkü bir evrak çantası taşımanın yegâne gerekçesi beraberinizde broker’lık araştırmalarını gezdirmekti ve broker’lar kendi raporlarını okumazlardı –hiç değilse boş zamanlarında. Elinde *New York Times* olan biri muhtemelen bir avukat veya back-office görevlisi ya da fiilen piyasaların içinde olmaksızın finans piyasalarında çalışan biri olmalıydı.

Kıyafetleri de size çok fazla şey söylüyordu. Para yöneticileri sanki bir Yankees maçına gidermiş gibi giyinirdi. Onlar için en önemli şeyin finansal performansları olduğu varsayıldığından, çok iyi giyinmeleri kuşkuya yol açardı. Eğer satın alma tarafında çalışan ve takım elbise giymiş birini görürseniz, bu genellikle onun sıkıntıda olduğunu veya kendisine para vermiş olan biriyle buluşmaya gittiğini ya da her ikisini birden gösterirdi. Bunun ötesinde satın alma tarafında çalışanları giysilerinden ayırt edebilmek zordu. Öte yandan, satış tarafında çalışanların kıyafetleri kartvizit gibiydi: Blazer ve bej pantolon giymişse, bu kişi ikinci dereceden bir şirkette broker demektir; üç bin dolarlık takım elbise giymiş ve saçları muntazam taranmış biri J.P. Morgan veya benzeri bir yerde yatırım bankacısıydı. Danny trende oturdukları yere bakarak da insanların nerede çalıştıklarını tahmin edebiliyordu. Şehir merkezine giden Goldman Sachs, Deutsche Bank ve Merrill Lynch çalışanları önde otururdu –ancak Danny bunları düşündüğü sırada artık aslında çok az sayıda Goldman çalışanı trene binliyordu. Hepsinin özel otomobilleri vardı. Kendisi gibi hedge fonunda çalışanların işyerleri şehrin yukarı kısmında olduğundan trenden inince yukarıya Grand Central istasyonunun ku-

zeyinden çıkarlardı. Burada tesadüfen ortaya çıkan nereden geldiği belirsiz taksiler onları mısır tohumlarına uzanan alabalıklar gibi karşılardı. Lehman ve Bear Stearns'ta çalışanlar da onunla aynı çıkış kapısını kullanırdı ama artık yoktular. 18 Eylül 2008 günü sabah 6:40'ta Kırk Yedinci Cadde ile Madison Avenue'nun köşesinde 18 Eylül 2007'de olduğu kadar fazla insan olmamasının nedenlerinden biri buydu.

Danny finansçı meslektaşlarıyla ilgili birçok küçük şeyi fark ediyordu –bu bir bakıma onun işiydi. Küçük şeyleri fark etmek. Eisman'ın işi büyük resmi görmektir. Vinny analistti. Baş trader Danny onların piyasalardaki gözü ve kulağıydı. O televizyon ve radyoda asla yayımlanmayan veya gazetelerde yazılmayan bilgilerin, yani söylentilerin, satış tarafı broker'larının gösterdikleri davranışların, ekranlarında görülen örüntülerin kaynağıydı. İş ayrıntılara karşı hassas olmak, hızlı hesap yapmak –ve kazıklanmaktan kaçınmaktı.

Bu nedenle masasında beş bilgisayar ekranı bulunduruyordu. Birinde online gazeteler akıyor, diğeri an be an portföylerindeki hareketleri gösteriyor, diğeri üçü Danny'nin kırk kadar Wall Street broker'ı ve tanıdık yatırımcılarla yaptığı konuşmaları gösteriyordu. O ay e-posta kutusunda 33.000 mesaj vardı. Finans piyasaları hakkındaki küçük detaylara ilişkin bu sağanak dışarıdan biri için kafa karıştırıcıydı. Danny içinse, anlamlı bulmaya gerçekten ihtiyaç duyduğu sürece hepsi anlamlıydı. Danny'nin işi küçük resmi görmektir.

Bununla birlikte, 18 Eylül 2008 Perşembe gününe gelindiğinde büyük resim öylesine istikrarsızlaşmıştı ki, küçük resim kendisine neredeyse anlamsız görünmeye başlamıştı. Pazartesi günü Lehman Brothers iflas başvurusunda bulunmuş ve alt gelir gru-

bu tahvillerine dayalı CDO'larda 55,2 milyar dolar kaybettiğini açıklayan Merrill Lynch kendisini Bank of America'ya satmıştı. ABD borsası Dünya Ticaret Merkezi saldırısından sonraki ilk işlem günü yaşadığı düşüşten daha büyük bir düşüş kaydetmişti. Salı günü Federal Reserve, sigorta şirketi AIG'e Wall Street bankalarına sattığı alt gelir grubu kredi temerrüt swaplarındaki zararlarını –en yükseği AIG'in Goldman Sachs'a borçlu olduğu 13,9 milyar dolardı- karşılaması için 85 milyar dolar kredi verdiğini açıkladı. AIG'nin zaten Goldman'a teminat olarak vermiş olduğu 8,4 milyar doları da eklediğinizde, Goldman'ın alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerindeki, şu veya bu biçimde ABD vergi mükellefleri tarafından karşılanan 20 milyar doların üzerindeki riskini sigorta şirketine devrettiğini görüyordunuz. Tek başına bu gerçek bile herkesin aniden piyasada bu kâğıtlardan daha ne kadar olduğunu ve bunların kimin elinde bulunduğunu merak etmesine yeterliydi.

Merkez Bankası ve Hazine yatırımcıları sakinleştirmek için elinden geleni yapıyordu, ama çarşamba günü hiç kimsenin sakinleşmediği açıktı. Reserve Primary Fund adlı bir para piyasası fonu Lehman Brothers'a verdiği kısa vadeli borçlar yüzünden çok fazla zarara uğradığını, yatırımcılarının tüm paralarını geri almayabileceğini duyurdu ve geri ödemeleri dondurdu. Para piyasaları nakde sıkışmıştı –faiz ödüyor ve bu nedenle risk taşıyorlardı- fakat o ana kadar herkes onların nakit sıkıntısı çekmeyeceğini düşünüyordu. *Kendi nakdinize bile güvenemiyordunuz.* Dünyanın her yerinde şirketler paralarını hızla para piyasası fonlarından çekmeye başladılar ve kısa vadeli faiz oranları daha önce asla yükselmediği kadar hızlı yükseldi. Dow Jones Sanayi Ortalaması 449 puan düşüp son dört yıldaki en düşük seviyesine gelmişti

ve piyasayı harekete geçiren haberlerin çoğu özel sektörden değil devlet yetkililerinden geliyordu. Perşembe sabahı 6:50’de Danny işe geldiğinde İngiltere’de finansal düzenleme kurulu başkanının açığa satışı yasaklamayı düşündüğünü –diğer şeylerin yanı sıra, hedge fonu sektörünü batıracak bir yasa çıkarmayı tasarladığını – öğrendi, fakat o anda olanları açıklamıyordu. Danny, “İş hayatımda daha önce hiç görmediğim müthiş bir kaos yaşıyordu,” diyor.

FrontPoint tam da bu an için mükemmel bir pozisyon almıştı. Yatırımcılarıyla yaptıkları anlaşma gereği fon borsada net yüzde 25 kısa pozisyon veya net yüzde 50 uzun pozisyon alabiliyor ve brüt pozisyonlar asla yüzde 200’ü geçemiyordu. Örneğin, yatırımlarda kullanmaları gereken her 100 milyon dolar için net 25 milyon dolarlık kısa pozisyon veya net 50 milyon dolarlık uzun pozisyon alabiliyorlardı –ve oynadıkları tüm bahislerin toplamı asla 200 milyon doların üzerine çıkamıyordu. Anlaşmada kredi temerrüt swaplarıyla ilgili bir madde yoktu ama bu artık önem taşımıyordu. (Eisman, “Bunu anlamaya nasıl dahil edeceğimizi hiç çözemedik,” diyor.) Son kredi temerrüt swapını iki ay önce, temmuz başında Greg Lippmann’a satmışlardı. Artık yine yalnızca borsa yatırımcısı olmuşlardı.

O anda kısa pozisyon alma izinlerinin neredeyse tümünü kullanmış bulunuyorlardı ve bahislerinin tümünü bankalara, tam da en hızlı göçen bankalara karşı oynamışlardı. Piyasa açıldıktan birkaç dakika sonra 10 milyon dolar artış kaydettiler. Kısa pozisyon aldıkları bankaların hisseleri düşüyor, uzun pozisyon aldıkları bankaların –esas olarak alt gelir grubu piyasasından çekilmiş olan daha küçük bankalar- hisseleri ise daha yavaş düşüş gösteriyordu. Danny’nin sevinçli olması gerekiyordu: Olabileceğini

düşündükleri her şey şu anda oluyordu. Ancak o sevinçli değil endişeliydi. Saat 10:30'da, işlemler başladıktan bir saat sonra finans şirketlerine ait tüm hisseler haklı veya haksız gerekçelerle hızla düşmeye başlamıştı. Danny, "Bütün bu bilgiler benden geçiyordu," diyor. "Bu bilgilerin nasıl aktarılacağını bildiğim varsayılıyordu. Fiyatlar öylesine hızlı hareket ediyordu ki sabit bir fiyat alamadım. Sanki bir kara delik vardı. Dipsiz bir kuyudaydık."

Lehman Brothers'ın iflasına izin verilmesinin üzerinden dört gün geçmişti, fakat çöküşün en güçlü etkileri şimdi hissedilmeye başlanmıştı. Morgan Stanley ve Goldman Sachs hisseleri sarıliyordu, onları ABD hükümeti dışında hiçbir şeyin kurtaramayacağı açıktı. Danny'nin ifadesiyle, "Olanlar bir depremi andırıyordu ve ardından, çok daha sonra tsunami geldi." Danny bir trader olarak adam adama çalışmıştı ama şimdi durum daha çok adama karşı doğa gibi hissediliyordu: Sentetik CDO sentetik bir doğal afete dönüşmüştü. Danny, "Genellikle çevrenizi kontrol etme kabiliyetiniz olduğunu düşünürsünüz," diyor. "Neler olduğunu bildiğiniz için iyisinizdir. O anda bildiklerimin hiçbir önemi kalmadı. Düşüncelerim pencereden uçup gitti."

FrontPoint dünyanın çeşitli borsalarında yetmiş civarında farklı bahis oynamıştı. Hepsi de finans kuruluşları üzerine oynanmıştı. Bunları kontrolü altında tutmaya çalıştı ama yapamadı. Elllerinde KeyBank hisseleri vardı ve Bank of America hisselerinde kısa pozisyondaydılar, her iki hisse de daha önce asla yapmadığı şeyleri yapıyordu. "Piyasada hiçbir hisse için teklif verilmiyordu" diyor Danny. "Ortada piyasa yoktu. İşte ancak o zaman ortada portföyümüzden daha büyük bir sorun olduğunu fark ettim. Temel değerler önemsizleşmişti. Hisseler yalnızca hükümetin ne yapacağına ilişkin sezgiler ve rivayetlere göre yükseliyor

ya da düşüyordu.” Zihnini kurcalayan en rahatsız edici düşünce Morgan Stanley’in göçmek üzere oluşuydu. Fonlarının sahibi Morgan Stanley’di. Morgan Stanley ile neredeyse hiç ilgileri yoktu ve bu şirkete çok az yakınlık duyuyorlardı. Ne Morgan Stanley çalışanları gibi hareket ediyor ne de kendilerini öyle hissediyorlardı –Eisman sık sık keşke Morgan Stanley hisseleriyle kısa pozisyon almamıza izin verilseydi derdi. Kendilerini sahibi oldukları bir fonun yöneticileri gibi hissediyor ve öyle hareket ediyorlardı. Ancak Morgan Stanley battığı takdirde, fonlarındaki hissesi iflas işlemlerine konu olan bir varlık haline gelecekti. *“Dünya bütünüyle kontrolümüz altındayken çalıştığımız şirket iflas mı ediyor?”* diye düşünüyordum.”

Ardından Danny –kendisini- ciddi biçimde kötü hissettiğini fark etti. Sabah on birden hemen önce gözleriyle bilgisayar ekranı arasında dalgalı siyah çizgiler belirmeye başladı. Ekran bir görünüp bir yok oluyordu. “Başımda korkunç bir ağrı hissettim,” diyor. “Hiç başım ağrımaz. Anevrizma geçirdiğimi düşündüm.” Şimdi kalp atışlarını hissediyordu –aşağı doğru baktı göğsüne güm güm çarpışını fiilen görebiliyordu. “Sabahımı bütün bu enerjiyi ve bilgileri kontrol altında tutmaya çalışarak geçirdim” diyor, “ve kontrolü kaybettim.”

Böyle bir şeyi daha önce yalnızca bir kere yaşamıştı. 11 Eylül 2001’de saat 8:46’da Dünya Finans Merkezi’nin en üst katındaki masasındaydı. “Sokakta yürürken bir çöp kamyonu geçer ve ‘Bu lanet şey de neydi?’ dersiniz ya,” diyor. Birileri ona Kuzey Kulesi’ne bir yolcu uçağının çarptığını söyleyinceye kadar birinci uçağın bu çöp kamyonlarından biri olduğunu düşünmüştü. Caddenin karşısındaki binaya bakmak için pencereye gitti. Ona göre küçük bir yolcu uçağı bu kadar büyük hasar yaratacak ka-

dar büyük ya da güçlü olamazdı, uçağın binanın kenarında sarktığını görmeyi bekliyordu. Ancak görebildiği yalnızca kara bir delik ve dumandı. “İlk düşündüğüm şey, *Bu bir kaza olamaz. Kesinlikle olamaz,*” oldu. Hâlâ Oppenheimer and Co.’da çalışıyordu –Steve ve Vinny işten ayrılmıştı- ve hoparlörlerden hiç kimsenin binayı terk etmemesini anons eden buyurgan bir ses duyuldu. Danny pencerenin kenarındaydı. “O sırada insanlar aşağı atlamaya başladılar,” diyor. “Aşağı düşüyorlardı.” Yeni bir çöp kamyonu gürültüsü geldi. “İkinci uçak çarptığında, ‘Hoşçakalın, herkese elveda,’ dedim.” Asansöre yetiştiğinde iki hamile kadının bulunduğunu fark etti. Onlara şehrin yukarısına kadar eşlik etti, birini On Dördüncü Cadde üzerindeki apartman dairesine diğerini Plaza Hotel'e bıraktı, sonra kendi hamile eşinin yanına, Yetmiş İkinci Cadde'deki evine gitti.

Dört gün sonra New York City’den eşi ve küçük oğluyla birlikte ayrılıyor, daha doğrusu kaçıyordu. Gece, arabasının kesinlikle devrilen bir ağacın altında kalacağı fikrine kapıldığı sırada otoyolda, bir fırtınanın ortasında yol alıyorlardı. Büyük bir korkuyla sarsılıp terlemeye başladı. Ağaçlar yaklaşık 50 metre uzaktaydı: Arabanın üstüne devrilmeleri mümkün değildi. Eşi, “Bir doktora gitmelisin,” dedi; gitmeliydi. Kalbinde bir sorun olduğunu düşünmüş ve yarım gününü bir EKG makinesine bağlı geçirmişti. Kişisel kontrolünü kaybetmek onu utandırıyordu –bu konuda konuşmamayı tercih ediyordu- ve atakların sıklığı ve şiddeti azaldıkça rahatlardı. Sonunda, terörist saldırıdan birkaç ay sonra bütünüyle yok oldular.

18 Eylül 2008’de o tarihte hissettikleriyle o an hissettikleri arasındaki bağlantıyı kurmayı başaramadı. Masasından kalktı ve birilerini aradı. Eisman normal olarak onun karşısında otururdu,

ama o gün para toplamaya çalışmak için bir konferansa gitmişti –bu, kendilerini mükemmel biçimde hazırladıklarını düşündükleri an geldiğinde ne kadar hazırlıksız olduklarını gösteriyordu. Danny yanındaki meslektaşına döndü. “Porter, sanırım bir kalp krizi geçiriyorum,” dedi.

Porter Collins güldü ve “Hayır, geçirmiyorsun,” dedi. Kariyerindeki olimpiik kürek yarışçılığı Porter Collins'in başkalarının acıları karşısında biraz duyarsızlaşmasına neden olmuştu, genellikle acının ne olduğunu bilmediklerini düşünüyordu.

Danny, “Hayır,” dedi. “Hastaneye gitmem gerek.” Yüzü sarıydı ama hâlâ ayakta durabiliyordu. O kadar kötü olabilir miydi? Danny daima biraz gergindi.

Porter, “Bu yüzden işinde iyiydi,” diyor. “Ben, ‘Kalp krizi geçirmiyorsun,’ demeye devam ettim. Sonra sustu. Ve ‘Tamam, belki de geçiriyorsun,’ dedim.” Aslında bu hiç de yardımcı olmamıştı. Düşecek gibi olan Danny uzun işlem masasının ucundan her şeyi izlemekte olan ve bir ambulans çağırmayı düşünen Vinny'ye döndü.

“Buradan çıkmam gerek,” dedi. “Şimdi.”

Cornwall Capital'in alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine karşı oynadığı bahis şirketin 30 milyon dolar olan sermayesini dörde katlayıp 135 milyon doların biraz üzerine çıkarmış, ama şirketin kurucuları bunu şampanyayla kutlayacak vakit bulamamıştı. Ben Hockett, “Paramızı nereye yatırsak güvende olur? sorusuna odaklanmıştık,” diyor. Daha önce hiç paraları yoktu. Şimdi ise zengindiler; fakat servetlerini koruyamamaktan korkuyorlardı. Yapıları gereği biraz acı çekmişlerdi ama öğrendikleri ne-

deniyle şimdi daha çok acı çekiyorlardı. Böylesine heyecan verici bir biçimde haklı çıkan insanların (yani, kendilerinin) onları haklı çıkartan çekingenlik, kuşku ve emin olamama kabiliyetini nasıl koruyabildiğini anlamak için fiilen zaman harcamışlardı. Kendinizden ve kararlarınızdan ne kadar çok emin olursanız sonunda muhtemelen haksız çıkacağınız fikrine dayalı fırsatları bulmanız o kadar zorlaşıyordu.

Biraz garip ama kazanma ihtimali az olan bahislere girmek gençlerin oynayacağı bir oyundu. Charlie Ledley ve Jamie Ma i artık kendilerini pek genç hissetmiyor ya da öyle davranmıyorlardı. Charlie artık migrenden muzdaripti ve ya sonra ne olacak diye düşünerek kendi kendisini yiyordu. Charlie, “Sanırım demokrasimiz konusunda esas olarak korkutucu bir şey var,” diyor. “Çünkü insanların sistemin hileli olduğuna ilişkin bir hissi var diye düşünüyorum ve bunun böyle olmadığını iddia etmek çok zor.” Jamie ile birlikte derinden yozlaşmış olduğunu düşündükleri finans sistemine saldırmanın yollarını düşünmek için şaşırtıcı bir zaman ve enerji harcamışlardı. Örneğin derecelendirme kuruluşlarıyla hesaplaşmak için bir plan yapmışlardı. Yalnızca Moody's ve S&P'yi dava etmeyi amaçlayan ve kâr amacı gütmeyen bir hukuk şirketi kurup, elde ettikleri paraları üç A notlu menkul kıymetlerde para kaybeden yatırımcılara bağışlayacaklardı.

Jamie'nin sözleriyle, “Planımız yatırımcılara gidip, ‘Nasıl kötü bir biçimde aldatıldığınızı bilmiyorsunuz. Mutlaka dava açmanız gerekir,’ demektir.” Büyük Wall Street şirketleri ve geçimleri bu şirketlere bağlı olan insanlar onlara çok fazla kötü şey yaşatmıştı ama bu fikri New York avukatlarıyla paylaşmaktan korkuyorlardı. Portland, Maine’e gittiler ve kendilerini dinleyecek bir hukuk şirketi buldular. Charlie'nin ifadesiyle, “Siz delisiniz”

cevabını aldılar. Maine avukatlarına göre, verdikleri notlar doğru olmadığı için derecelendirme kuruluşlarını dava etmek sonunda kaza yapan bir arabayı övdüğü için *Motor Trend* dergisine dava açmak gibi bir şey olacaktı.

Charlie daha önce kendi profesörü olan ünlü bir finansal kriz tarihçisini tanıyordu ve onu aramaya başladı. Adının açıklanmasını istemeyen tarihçinin ifadesiyle, bu telefonlar çoğunlukla gece geç saatlerde geliyordu: “Ve oldukça uzun sürüyordu. Konuşmaya, ‘Mezzanine CDO’nun ne olduğunu biliyor musunuz?’ diye başladığını hatırlıyorum. Ve bana bütün bunların nasıl işlediğini anlatıyordu.” Wall Street yatırım bankalarının derecelendirme kuruluşlarını beş para etmez yığınlarla krediyi kutsamaları için nasıl kandırdığını; bunun trilyonlarca doların sıradan Amerikalılara borç verilmesini nasıl mümkün kıldığını; sıradan Amerikalıların bu gidişata memnuniyetle uyum sağlayıp kredi alabilmek için gerekli olan yalanları nasıl söylediklerini; kredileri risksiz olduğu varsayılan menkul kıymetlere dönüştüren çarkın yatırımcıları riskleri değerlendirmekten vazgeçirecek ölçüde karmaşık olduğunu; sorunun nasıl büyüdüğünü ve bu büyümenin sonunda ortaya çıkacak felaketin muazzam sosyal ve siyasal sonuçlar doğuracağını anlattı. Tarihçiye göre, “akıl yürütme şeklini etraflıca konuşmak ve onun kaçık olduğunu düşünüp düşünmediğini anlamak” istiyordu: “Fed’in ipotekli kredi satın alıp alamayacağını sordu ve ben bunun neredeyse hiç mümkün olmadığını söyledim. Fed’in böyle bir şey yapmayı düşünmesi için muazzam boyutlarda bir felaket olması gerekecektir.” Ünlü finans tarihçisini şaşırtan şey, olayın korkutucu gerçeklerinin dışında... bunları ilk kez Charlie Ledley’den duymasıydı. Charlie Ledley’in Büyük Bunalım’dan bu yana görülen en büyük finans krizini öngörebileceği-

ni tasavvur edebilir miydi? “Hayır.” Mesele Charlie’nin aptal olması değildi; kesinlikle aptal değildi. Mesele Charlie’nin parayla ilgili birisi olmamasıydı. “Hiçbir açıdan maddeci değildir” diyor profesör. “Kesinlikle parayla motive olmaz. Buna kızacak, kişilik meselesi yapacaktır.”

Dahası, 18 Eylül 2008 sabahı Charlie Ledley hâlâ şaşırabilecek durumdaydı. O ve Jamie normalde Bloomberg ekranlarının önüne oturup haber akışını izlemezlerdi. Fakat ayın on yedisinde, Çarşamba günü yaptıkları şey buydu. Büyük Wall Street şirketlerinin alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleriyle ilgili zarar açıklamaları çok büyük rakamlarla başlamıştı ve rakamlar büyümeye devam ediyordu. Merrill Lynch açıklamaya 7 milyar dolar zarar ettiklerini söyleyerek başlamıştı ama şimdi zararın 50 milyar doların üzerinde olduğunu kabul ediyordu. Citigroup’un zararı 60 milyar doların üzerindeymiş gibi görünüyordu. Morgan Stanley 9 milyar doların üzerinde zarar ettiğini duyurmuştu ama bunun arkasından ne geleceğini kimse bilmiyordu. Charlie, “Olanlarla ilgili yorumumuz yanlış çıkmıştı,” diyor. “Biz hep bunların üç A notlu CDO’ları Korean Farmers Corporation gibilere sattığını varsaymıştık. Hepsinin göçmekte oluşu durumun böyle olmadığını gösteriyordu. CDO’ları kendilerine saklamışlardı.”

Büyük Wall Street şirketlerinin fazlasıyla kurnaz ve çıkarıcı oldukları ve bir biçimde ahmakça davrandıkları açıktı. Bu şirketleri yöneten insanların yaptıkları işleri bilmedikleri açık olduğu gibi, bunları kuralla bağlayanların onlardan da az bilgili olduğu kesindi. Charlie ve Jamie daima finans sisteminden sorumlu olan, kendilerinin asla karşılaşmadığı bir yetişkin bulunduğunu varsaymışlardı ve şimdi böyle biri olmadığını görüyorlardı. Charlie, “Asla canavarın karnında olmadık,” diyor: “Karnından çıkarı-

lan cesetler gördük. Ama asla içeri girmedik.” Jamie’nin gözüne takılan ve zihnini kurcalayan bir Bloomberg News haber başlığı şöyleydi: “Senato: Çoğunluk Lideri Kriz Konusunda Hiç Kimse Ne Yapacağını Bilmiyor.”

Michael Burry başlarda, diğerleri onun görüşünü benimsemeden çok daha önce yatırım portföyünü finans sisteminin çöküşü üzerine bahis oynamak anlamına gelen bir şekle dönüştürmenin ne kadar ürkütücü olduğunu fark etmişti. Bu çöküşten bir servet kazandıktan hemen sonra finans stratejisinin sosyal boyutları konusunda kaygılanmaya –ve günün birinde diğer insanların onu finans sistemi kadar çarpık biri olarak görmelerinden korkmaya- başladı. 19 Haziran 2008’de, Bear Stearns’ın yok oluşundan üç ay sonra Ralph Cioffi ve Matthew Tannin, Bear Stearns’ın batık hedge fonlarını yöneten iki adam, FBI tarafından yakalandı ve kelepçelenerek evlerinden alındı.* Burry o gece geç saatlerde şirket avukatı Steve Druskin’e bir e-posta gönderdi. “Aramızda kalsın ama bu dava benim için oldukça büyük bir stres kaynağı. Yaptıklarım ve aldığım nihai sonuçlar bütünüyle doğru olduğu halde, gönderdiğim e-postaların bağlamından kopartılıp başımı belaya sokmasından korkuyorum... Yanlış hiçbir şey yapmadığım halde zor dönemlerde gelişigüzel görüşlerimi süzgeçten ge-

* ABD Adalet Bakanlığı Cioffi ve Tannin’in yatırımcılarını bilerek aldattığını kanıtlamak için dava açmış, yaptıkları şey konusunda bilgisiz ve üç A notlu alt gelir grubu kredi tahvillerinden oluşan CDO’ların gerçek riskini kavrayamamış olabilecekleri ihtimalini dikkate almamıştı. Davanın kanıtları zayıftı ve bağlamından kopartıldığı açık olan birkaç e-postadan ibaretti. Bear Stearns alt gelir grubu tahvil trader’larının suçsuz olduğu yönünde oy kullanan bir jüri üyesi daha sonra Bloomberg News’a itham edildikleri konuda suçsuz olduğunu düşünmekle kalmayıp parasını büyük bir memnuniyetle onlara yatıracağını söyledi.

çirmeden söylemek ve e-postalara yazmak konusunda biraz dik-katsiz davrandığım için hapse atılmaya nasıl katlanacağımı tasav-vur edemiyorum. Aslında bu konuda öylesine endişeliyim ki bu gece fonları kapatmayı düşünmeye başladım.”

Burry artık para yöneticiliğini bırakmak için gerekçe arıyordu. Yatırımcıları bu gerekçeleri bulmasına yardımcı oluyordu: On-lara çok fazla para kazandırmıştı ama yatırımcıları son üç yıldır onları çıkardığı yolculuğun karşılığını almış gibi görünmüyordu. 30 Haziran 2008’e gelindiğinde, 1 Kasım 2000’deki kuruluşun-dan itibaren Scion Capital’den ayrılmayan her yatırımcı ücret ve masraflar çıktıktan sonra yüzde 489,34’lük bir kazanç elde etmiş-ti. (Fonun brüt kazancı yüzde 726 olmuştu.) Aynı dönemde S&P yüzde 2’den biraz fazlasını kazandırmıştı. Burry yalnızca 2007 yı-lında yatırımcılarına 750 milyon dolar kazandırmıştı –ve buna rağmen halen yönetimi altında yalnızca 600 milyon dolar vardı. Yatırımcıların paralarını geri çekme talebi hızlı ve can sıkıcı ol-muştu. Hiçbir yeni yatırımcı onu aramamıştı –bir tanesi bile. Hiç kimse onu arayıp görüşlerini veya gelecekle ilgili öngörülerini almamıştı. Görebildiği kadarıyla hiç kimse yaptıklarını nasıl yap-tığını da öğrenmek istemiyordu. “Çok popüler olamadık,” diye yazdı.

İtibar kazananların zamanlarının büyük bölümünü medyanın lütfunu kazanmakla geçirenler olması onu kızdırdı. Hiçbir iş pa-ra yönetimi kadar objektif olamazdı ve bu işte bile gerçekler ve mantık, yaşananların belirsiz sosyal boyutları altında eziliyordu. Burry Nisan 2008’de fonda kalan yatırımcılarına, “Şu anda alt gelir grubundaki erimeyi, emtia patlamasını ve yakında ekonomi-nin güçsüzleşeceğini gördüğünü söyleyen insan sayısına bakınca

şaşıırıyorum,” diye yazdı. “Bunu her zaman çok fazla kelimeyle söylemeseler de TV’ye çıkarak veya gazetecilere beyanat vererek bundan sonra olacaklar konusundaki öngörülerini rahatsız edici biçimde dile getiriyorlar. Emin olun ki, son olup bitenleri korkunç biçimde yanlış öngörmüş olan bu kişiler, size bundan sonra olacakları söyleyecek cesareti asla bulamayacaktır, öyle değil mi? Oysa geçmişte çok sayıda insanın benimle aynı fikri paylaştığını hatırlamıyorum.” Tam olarak haklı çıkması nedeniyle sanki her şey kendisine karşıymış gibiydi –varlığı çok sayıda insanı huzursuz ediyordu. Bir finans dergisi 2007’nin en iyi yetmiş beş fonuyla ilgili bir yazı yayımladı ve bunların arasında Scion yoktu -halbuki getirileri onu ya en iyi ya da en iyiye yakın bir noktaya getirmişti. Burry, “Sanki Olimpiyatlarda yüzücünün birini almış ve ayrı bir havuzda yüzdürmüşlerdi,” diyor. “Bu yüzücü yaptığı dereceyle altın madalya kazandığı halde, hiç madalya alamamıştı. Gerçekten düşündüğüm şey, bu işi benim açımdan bitiren şeyin bu olduğu. Biraz tanınmak istiyordum. Hiç tanınmadım. Olimpiyatlar için eğitildim ve sonra bana gidip arkadaki havuzda yüzmem söylendi.” Kalan yatırımcılarından birkaçı ona halkla ilişkiler konusunda niçin daha girişken davranmadığını sordu –sanki bu işin bir parçasıymış gibi!

Ekim 2008’in başında, ABD hükümetinin aslında finans sisteminin bütün zararlarını mas edeceğini ve tüm büyük Wall Street şirketlerinin batmasını önleyeceğini söyleyerek devreye girmesinin ardından Burry yıllar sonra ilk kez hevesle hisse senedi satın almaya başladı. Bu dürtünün kaçınılmaz olarak enflasyona yol açacağını ama aynı zamanda hisse fiyatlarında hızlı bir yükselişe neden olacağını düşünüyordu. Tabii ki erken davranmış ola-

bilirdi, hisseler yükselmeden önce biraz düşebilirdi ama bu onun açısından önemli değildi: Değer artık oradaydı ve bahis uzun vadede karşılığını verecekti. Fonda 150 milyon doları olan en büyük yatırımcısı hemen bu görüşü eleştirdi ve onu parasını çekmekle tehdit etti.

Burry 27 Ekimde e-posta arkadaşlarından birine şunları yazdı: “Pozisyonlarımı bu gece satıyorum. Sanırım kırılma noktasına geldim. Bugün yemek yemedim, uyku uyumuyorum, çocuklarımla konuşmuyorum, eşimle konuşmuyorum, moralim çok bozuk. Asperger bana bazı büyük yetenekler vermiş, fakat yine bu sendrom yüzünden hayat çok uzun süre fazlasıyla zorlaşmış.” Kasım başında bir cuma günü öğleden sonra göğsünde ağrı hissetti ve acil servise gitti. Tansiyonu yükselmişti. “Ömrüm kısa olacakmış gibi hissettim,” diye yazdı. Bir hafta sonra, 12 Kasım’da yatırımcılarına son mektubunu gönderdi. “Kendi eylemlerim, Fon yatırımcıları, iş ortaklarım ve hatta eski çalışanlarım tarafından tekrar tekrar uçurumun kenarına itildim,” diye yazdı. “Her seferinde düşmemeyi ve bu işle ilgili fazlasıyla yoğun faaliyetlerimi sürdürmeyi başardım. Ancak şimdi beni geri dönülmez bir biçimde eşiğe taşıyan kişisel sorunlarla karşı karşıyayım ve Fon’u kapatmam gerektiğini acı bir biçimde fark ettim.” Bundan sonra, geride neler olduğunu merak eden çok sayıda insan bırakarak ortadan kayboldu.

Olanlar, kendisinin haklı çıkması, diğer herkesin yanılması ve ondan bu nedenle nefret etmesiydi. Böylece Michael Burry başladığı yere döndü –artık yalnızdı ve yalnızlığından memnundu. Cuppertino, California’daki yirmi beş kişilik bir ekibe yetecek büyüklükteki ofisini bırakmadı, fakat fonunu kapattığından ofisi boştu. Son ayrılan Steve Druskin oldu. Druskin’in gitmeden ön-

ce yaptığı son işlerden biri Michael Burry'nin alt gelir grubu ipotekli kredi tahvilleri üzerinden düzenlenmiş kredi temerrüt swapları konusunda ne yapması gerektiğini tespit etmektir. "Michael yalnızca eğlenmek için bunların ikisini elinde tuttu," diyor. "Yalnızca ikisini. Tamamını tahsil edip edemeyeceğimizi görmek için." Bunları eğlenmek için değilse de haklılığını, karşı bahis oynadığı yatırım notlu tahvillerin gerçekten tamamen değersiz olduğunu dünyaya kanıtlamak için elinde tutmuştu. Elinde tuttuğu iki bahis Lehman Brothers'ın 2005'te yarattığı alt gelir grubu tahvillerine karşı oynadığı bahislerdi. Bunlar kendilerini yaratan şirketle aşağı yukarı aynı tarihte sıfırlandılar. Burry her birine karşı 100.000 dolar civarında bahis oynamıştı ve ikisinden de 5'er milyon dolar kazandı.

Bir yatırım fonunun kapanış işlemlerini yapan bir avukat açısından sorun bu tuhaf sözleşmelerin sürelerinin 2035'e kadar bitmemesiydi. Broker'lar uzun süredir onlara tam karşılığını, yani dolar başına 100 sent veriyordu. Artık hiçbir Wall Street şirketi bu kâğıtlar için onlara fiyat teklifi gönderme zahmetine girmiyordu. Druskin, "Hiçbir broker'dan kendilerinde açık bir pozisyonumuz bulunduğunu bildiren bir rapor almıyordum," diyor. "Fakat pozisyonumuz vardı. Sanki artık hiç kimse bu konuda konuşmak istemiyor gibiydi. 'Tamam, on milyon dolarınızı aldınız. Bu konuda durmadan konuşmaya devam etmeyin,' der gibiydiler."

Avukatlar Wall Street'te sıhhiyecilerin savaşta oynadığı rolün aynısını oynar: Ateş kesildikten sonra gelip keşmekeşi temizlerler. Çok uzak bazı teknik geri ödeme risklerine sahip otuz yıllık sözleşmeler Michael Burry'nin keşmekeşlerinden sonuncusuydu – hâlâ bu riskin tam olarak ne kadar olduğunu tespit etmeye

çalışıyordu. Druskin, “Broker’ların sözleşmeleri bir kenara atmış olması mümkündür,” diyor: “Üç yıl önce hiçbir broker bunun olmasını beklemiyordu. Bu yüzden hiç kimse bu tür işlerle ilgilenmek üzere eğitilmemişti. Onlara neredeyse bu kelimelerle, ‘İşyerimizi kapatıyoruz,’ dedik. Onlar da ‘tamam,’ dediler.”

Danny Moses telefon edip muhtemelen bir kalp krizi geçirdiğini, Vinny ve Porter ile birlikte St. Patrick’s katedralinin merdivenlerinde oturduklarını söylediğinde Eisman yavaş ve adeta menopozda yaşanan bir metabolizma değişikliği geçiriyordu. 2007 sonbaharının sonlarında yaşadığı ilk ateş basmasına hazırlıksız yakalandı. O tarihe gelindiğinde kendisinin haklı, diğerlerinin haksız olduğu ve müthiş zenginleştiği çoğu kişi açısından açıktı. Merrill Lynch tarafından, şirketin CEO’su Stan O’Neal’ın kovulmasından ve alt gelir grubuyla ilişkili 52 milyar dolarlık zararlarının 20 milyar dolar kadarının açıklanmasından hemen sonra düzenlenen bir konferansa gitmişti. Orada Merrill’in baş finans sorumlusu Jeff Edwards’ın yanına yanaştı. Bu, Eisman’ın birkaç ay kadar önce Merrill Lynch’in risk modelleri konusunda alaya aldığı kişiydi. Eisman, “Sizin şu risk modelleriniz hakkında ne söylediğimi hatırlıyor musunuz?” dedi. “Galiba haklıydım, değil mi?” Bunu söylediğine aniden ve şaşılacak bir biçimde pişman oldu. Eisman bu olayla ilgili, “Kendimi kötü hissettim,” diyor. “Uygunsuz bir davranıştı. Adam sevimliydi. Yalnızca hata yapmıştı. Artık mazlum olan ben değildim. Ve kendimi farklı bir şekilde ifade etmeliydim.”

Valerie Feigen kocasının duraksayarak, gelişigüzel bir biçimde nabza göre şerbet vermeyi andıran bir kişilik özelliği edinmesini neredeyse şaşkınlıkla izledi. “Her şey olup bittikten sonra bir boşluk oluştu,” diyor. “Haklı olduğu kanıtlandıktan sonra,

tüm kuruntuları, öfkesi ve enerjisi tükendi. Ve arkada bu büyük boşluk kaldı. Kendini beğenmeye bir süre daha devam etti. San-ki gerçekten bütünüyle kendisiyle ilgiliydi.” Eisman kaçınılmaz kıyamet konusunda öylesine yüksek sesle konuşmuştu ki her türden alâkasız insan şimdi ne düşündüğünü öğrenmek istiyordu. Las Vegas’taki konferanstan sonra bir parazit nedeniyle yatağa düşmüş, kendisini tedavi eden doktora alışageldiğimiz finans dünyasının sonuna yaklaşıldığını söylemişti. Bir yıl sonra kolonoskopi için aynı doktora gitti. Masaya uzandığında doktorun “İşte krizi tahmin eden adam! İçeri gelin ve dinleyin,” dediğini duydu. Ve kolonoskopinin ortasında bir oda dolusu doktor ve hemşireye Eisman’ın dehasının hikâyesi tekrar anlatıldı.

Fakat Eisman’ın dehasının hikâyesi eşi Valerie için hızla eskidi. Valerie çok uzun bir süre önce kocasının terapistiyle birlikte bir tür acil sosyal yardım hizmet gücü oluşturmuştu. “Onu hırpaladık” diyor. “Bu illetten mutlaka kurtulmak zorundasın, dedik. O da bunu anladı. İyi davranmaya başladı. Ve iyi davranmaktan hoşlandı! Bu onun için yeni bir deneyimdi.”

Zaman içinde eşi ve etrafındaki diğer insanlar, Eisman’ın değiştiğine tanık oldular. Valerie örneğin, karşı dairelerinde düzenlenen bir yılbaşı partisini anımsıyor: “Eisman’ın yapabileceklerini veya söyleyebileceklerini kestiremediğim için partiden hiç söz etmeyecektim. Ona fark ettirmeden apartmandan çıkarmaya çalışıyordum. Beni durdurdu ve ‘Gitmezsem ne derler?’ dedi. Kaygısında samimi olması beni şaşırttı ve kocama bir şans vermek istedim. ‘Gidebilirsin, fakat nazik olman gerek,’ dedim. ‘Tamam, artık nasıl davranmam gerektiğini biliyorum,’ diye yanıtladı. Bunun üzerine yılbaşı partisine gittik ve gerçekten olabildiğince nazik davrandı. Onunla olmak bir keyif haline geldi. Düşünün artık.”

18 Eylül 2008 günü öğleden sonra “yeni Eisman” salına salına St. Patrick’s katedralinin basamaklarında oturan ortaklarına yaklaştı. Yürüyerek bir yere gitmesi hep çok uzun zaman alırdı. Danny, “Steve böyle ağır yürür,” diyor. “Bir fil gibi yürür, filler insan adımı büyüklüğünde adım atabilselerdi onunla aynı hızda yürürlerdi.” Hava muhteşemdi, masmavi gökyüzünün yüksek binaların tepesinden yeryüzüne ulaşip ruhunuzu ısıttığı o nadir günlerden biriydi.

Neredeyse bir saat kadar orada öylece oturdular, gelip geçen insanları seyrediyorlardı. Danny’nin ifadesiyle hepsi de tuhaf bir biçimde sakindi: “Kendimizi piyasanın tüm gerçekliklerinden yalıtılmış hissediyorduk. Sanki kendi vücudumuzun dışındaydık. Yalnızca oturduk ve gelip geçen insanları seyredip bundan sonra ne olacağını konuştuk. Bu insanların kaçısı işini kaybedecekti? Wall Street şirketlerinin tümü çöktükten sonra bu binaları kim kiralayacaktı?”

Peter Collins’in de dediği gibi dünya durmuştu sanki: “Gelip geçen insanlara bakıyor ve ‘Bunlar ya mahvolmuş ya da mahvolmak üzere olan kişiler,’ diye düşünüyorduk.”

Artık FrontPoint’teki stres eskisi kadar yoğun değildi. Bu bekledikleri şeydi: Topyekûn çöküş.

Eisman altı hafta önce, “Yatırım bankacılığının içine ediliyor,” demişti. “Bu adamlar başlarına ne geldiğini yeni yeni anlamaya başlıyorlar. Bu Newton’dan önce bilim adamı olmak gibi bir şey. Newton ortaya çıkar ve bir sabah ‘Kahretsin, yanıliyorum!’ diye uyanırsınız.” Lehman Brothers sırta kadem basmış, Merrill teslim olmuştu ve Goldman Sachs ile Morgan Stanley yatırım bankacılığını bırakmaktan yalnızca bir hafta uzaktaydı. Yatırım bankacıları yalnızca becerilmemiş, soyları tüketilmişti. Eisman’ın söz-

leriyle, “Wall Street’in çökmüştü, çünkü adil olan buydu.” Aralarında –kendi toplumlarına karşı bahis oynayarak servet kazanan kişiler olarak – rolüyle biraz olsun mücadele eden tek kişi Vincent Daniel’di. Eisman bunu onun bir özelliğine bağlıyor: “Queensli Vinny her şeyin olumsuz yönünü görme ihtiyacı içindedir.”

Vinny ise, “Düşünce tarzımız, ‘Bu piyasada kısa pozisyon alarak piyasanın işlemlerini sağlayacak likiditeyi yaratıyoruz,’ şeklindeydi ve bu fikirden hoşlanmıyorduk,” diyor.

Eisman’a göre her şey aslında canavarı kendi elinizle beslemek gibiydi: “İnfilak edinceye kadar canavarı biz besledik.”

Canavar infilak ediyordu. Ancak Manhattan caddelerinde biraz önce önemli şeyler olduğuna ilişkin hiçbir belirti yoktu. Oadaki herkesin yaşamını etkileyecek güç gözlerden saklanmıştı. Bu parayla ilgili bir meseleydi: İnsanların parayla yaptıkları işlerin sonuçları vardı, fakat asıl eylemden o kadar uzaktılar ki akılları asla birini diğeriyle ilişkilendirmiyordu. Asla geri ödeyemeyecek insanlara tanıtım faiziyle kredi kullandırırsanız, bunlar hemen değil ama iki yıl sonra, faiz oranları yükseldiğinde kötüye gidecektir. Bu kredilerden yarattığınız çeşitli tahviller, krediler kötüye gittiğinde değil, bundan aylar sonra, birçok can sıkıcı haciz, iflas ve cebri satışın ardından kötüye gidecektir. Bu tahvillerden oluşturduğunuz CDO’lar hemen değil ama bir yediemin bunları karşılamaya yetecek nakit bulunup bulunmayacağını araştırdıktan sonra kötüye gidecektir. Bunun üzerine CDO’nun son sahibi küçük bir not alacaktır: *Sayın ..., Tahvilinizin artık var olmadığını üzüntüyle bildiririz...* Fakat hepsinden daha büyük bir gecikme burada, caddelerde yaşanıyordu. St. Patrick’s Katedrali’nin önünden gelip geçen insanların biraz önce başlarına geleni anlamaları acaba ne kadar zaman alacaktı?

SONSÖZ

Her Şey Birbiriyle Bağlantılı

Eisman ve ortakları kent merkezindeki katedralin basamaklarında sessiz sedasız otururken, ben de doğu yakasında bir bankta, öğle yemeği yiyeceğimiz eski patronum John Gutfreund'un gelmesini bekliyor ve restoranların birbirlerine en ufak ilgi duymayan iki adamı niçin yan yana oturttuğunu merak ediyordum.

1980'lerin finans dünyasını konu alan kitabım *Yalancının Pokeri*'ni yayımladığımda, bu dönemin sona erdiği varsayılıyordu. Zamanlamam konusunda hak etmediğim kadar çok övgü aldım. Mevduat ve kredi sektörünün çöküşünün neden olduğu toplumsal karmaşa, düşmanca devralmalar ve kaldıraçlı satın almaların artışı kısa süreli karşılıklı suçlamalara yol açtı. Ohio Devlet Üniversitesi'ndeki öğrencilerin çoğu *Yalancının Pokeri*'ni bir el kitabı olarak okudu. Birçok televizyon ve radyo muhabiri ise yazdıklarımı okurken bir muhbir olduğumu düşündü. (Geraldo Rivera önemli bir istisnaydı. Beni sonradan uyuşturucu bağımlısı haline gelen bazı çocuk oyuncularla birlikte "Hayatta Çok Erken Başarıya Ulaşanlar" adlı bir programa çıkardı.) O tarihte

Wall Street karşıtı duygular, Rudolph Giuliani'nin bu duygulara dayanarak piyasaya siyasi bir kariyer çıkarmasına yetecek ölçüde şiddetliydi, fakat sonuç finansal düzenin dürüst bir biçimde yeniden incelenmesinden çok bir cadı avı gibi oldu. Michael Milken'in ve ardından Salomon Brothers'ın CEO'su Gutfreund'un kamuoyu önünde linç edilmesi, bu kişilerin yükselişini destekleyen rahatsız edici güçlerin önüne geçemeyenlerin dilediği özürdü. Aynı şey Wall Street'teki alım-satım işlem kültürü için de geçerliydi. Wall Street şirketleri kısa süre sonra küfredenlere kızacak, erkek çalışanlarını kadınlara neredeyse kendi denkleri gibi davranmaya zorlayacak ve kucak dansı yapan striptizcilere çok fazla bakan trader'ları işten atacaktı. 2008'de Bear Stearns ve Lehman Brothers daha çok 1985'lerden beri hiçbir Wall Street şirketinde görülmeyen güçlü, orta sınıf Amerikalı değerlerine sahip normal şirketlere benziyordu.

Değişiklikler kamuflej niteliğindeydi. Dışarıdakilerin dikkatini gerçekten kötü bir olaydan uzaklaştırmaya yardımcı oldu: Bu, finansal riskin rotasını belirleyen kişilerin çıkarlarıyla daha geniş kültür arasındaki uyumsuzluğun giderek artmasıydı. Ödül havuzunun yüzeyi dalgalanmış fakat aşağısı, derinlikleri durgun kalmıştı.

Amerikan finansal kültürünün değişmesinin çok zor olmasının nedeni –alt gelir grubu ipotekli konut kredisi felaketinden sonra dahi siyasal sürecin onu zorla değiştirmekte yavaş kalmasının nedeni- bu kültürün çok uzun bir süre içinde yaratılması ve varsayımlarının fazlasıyla derinlere gömülmüş olmasıydı. İnfilak eden canavar 1980'lerin finans dünyasına bir göbek kordonuyla bağlıydı. 2008 krizinin kökleri yalnızca 2005'te verilen alt gelir grubu kredilerinde değil, aynı zamanda 1985'te yumurtadan çı-

kan fikirlerdeydi. İlk ipotekli konut kredisi türevini, Salomon Brothers'ta birlikte eğitim aldığımız bir arkadaşım 1986'da, biz programdan ayrıldıktan bir yıl sonra yarattı. ("Türevler silah gibidir," demeyi hâlâ sever. "Sorun araçlarda değil, onları kimin kullandığındadır." Mezzanine CDO Michael Milken'in Drexel Burnham'daki çürük tahvil bölümü tarafından 1987'de icat edilmişti. İpotekli konut kredisine dayalı CDO, 1980'lerde ve 1990'ların başında Salomon Brothers ipotekli konut kredisi tahvilleri bölümünde yetişmiş bir trader tarafından 2000 yılında Credit Suisse'de yaratıldı. Bu trader'ın adı Andy Stone'du ve alt gelir grubu kriziyle entelektüel bağlantısının yanı sıra bu krizle kişisel bir bağlantısı da vardı: Greg Lippmann'ın Wall Street'teki ilk amiriydi.

Wall Street'i terk ettiğimden bu yana Gutfreund'u görmemiştim. Onunla işlem katında birkaç kez gergin görüşmelerim olmuştu. Ayrılmadan birkaç ay önce amirlerim Avrupa'daki bir hedge fonuyla yaptığım egzotik türev işlemlerini CEO'muza anlatmamı istemiş ve ben de bunu yapmayı denemiştim. Gutfreund anlattıklarımın hiçbirini anlayacak kadar akıllı olmadığını iddia etti ve ben bir Wall Street CEO'sunun detaylarla ilgilenmeyerek patronun kendisi olduğunu gösterdiğini sandım. Bu görüşmeleri hatırlaması için hiçbir neden yoktu ve zaten hatırlamıyordu: Kitabım piyasaya çıkıp kendisi için bir halkla ilişkiler sorunu haline geldiğinde gazetecilere hiç tanışmadığımızı söylemişti. Aradan geçen yıllarda onun hakkında bölük pörçük haberler aldım. Salomon Brothers'tan istifa etmeye zorlandıktan sonra zor günler geçirdiğini biliyordum. Daha sonraları, öğle yemeğimizden birkaç yıl önce Columbia İşletme Fakültesi'nde Wall Street ile ilgili bir panele katıldığını duydum. Konuşma sırası geldiğinde öğ-

rencilere hayatlarını kazanmak için Wall Street'te işe girmekten biraz daha anlamlı şeyler bulmalarını tavsiye etmişti. Kariyerini anlatmaya başladığı sırada duygularını kontrol edemeyip ağlamıştı.

Öğle yemeğine davet etmek için Gutfreund'a e-posta gönderdiğimde bundan daha nazik veya daha sıcakkanlı olamazdı. Bu tutumu kendisine masaya kadar eşlik edilirken, işyeri sahibiyle havadan sudan konuşurken ve yemeğini sipariş ederken de devam etti. Biraz durulmuştu ve hareketlerinde daha dikkatliydi, fakat bunun dışında tamamen eskisi gibiydi. Nazik görüntüsü dünyayı olması gerektiğinden çok olduğu gibi görme şeklindeki içgüdüsünü maskeliyordu.

Aynı yemek masasında bulunuşumuzun dünyanın infilak etmesine neden olmayacağını saptamak için yirmi dakika kadar zaman harcadık. Ortak bir arkadaşımız olduğunu keşfettik. Wall Street CEO'sunun şirketi içinde gerçekleşen çılgınca yenilikleri izleme yeteneğinin olmadığı konusunda hemfikir olduk. ("Tüm ürün gruplarını anlamadım, ama onlar da anlamadı.") Dahası, Wall Street yatırım bankasının CEO'sunun kendi astlarını şaşırtıcı ölçüde az denetlediği konusunda da aynı fikirdeydik. ("Sana yağ çekiyorlar ve sonra yapmak istedikleri her haltı yapıyorlar.") Finans krizinin "basit" bir nedeni olduğunu düşünüyordu. "Her iki tarafın açgözlülüğü –yatırımcıların ve bankacıların açgözlülüğü." Ben nedenin daha karmaşık olduğu görüşündeydim. Wall Street'teki açgözlülük biliniyordu –neredeyse bir zorunluluktu. Sorun açgözlülüğe kanal açan teşvik sistemiydi.

Kumarla yatırım arasındaki çizgi yapay ve incedir. En sağlam yatırım, kumarı tanımlayan özelliğe (biraz daha kazanmak umuyla tüm paranızı kaybedersiniz) en çılgın spekülasyon da bir

yatırımın en belirgin özelliğine (paranızı faizle birlikte geri alabilirsiniz) sahiptir. Belki de “yatırım yapmanın” en iyi tanımı, “ihtimaller lehinize olduğunda oynanan kumardır.” Alt gelir grubu ipotekli konut kredisi piyasasının açığa satış (kısa pozisyon) tarafındaki insanlar kendi lehlerinde ihtimallerle kumar oynamışlardı. Diğer taraftakilerin –esas olarak tüm finans sistemi- oynadığı kumarda ise ihtimaller kendilerine karşıydı. Bu noktaya kadar büyük açığa satışın öyküsü daha basit olamazdı. Ancak, bunun tuhaf ve karmaşık olan yanı kumarın her iki tarafındaki önemli insanlardan çoğunun masadan zengin ayrılmasıydı. Steve Eisman, Michael Burry ve Cornwall Capital’daki genç adamların her biri tabii ki on milyonlarca dolar kazandı. 24 milyon dolarlık kısmı birkaç yıl daha Deutsche Bank’ta çalışmadığı takdirde nakde dönüştüremeyeceği personel hisselerinde yatsa da, Lippmann’ın 2007 yılında aldığı maaş 47 milyon dolardı. Fakat bu insanların tümü haklı çıkmış, bahsin kazanan tarafında yer almışlardı. Wing Chau’nun CDO yönetim şirketi iflas etti, ama o da şirketten on milyonlarca dolarla ayrıldı -ve başka insanlara ait milyarlarca doları kaybettiği alt gelir grubu ipotekli konut kredisi tahvillerini ucuza satın almak amacıyla bir şirket kurmaya çalışacak kadar cüretkârdı. Howie Hubler Wall Street tarihinde daha önce hiçbir trader’ın kaybetmediği kadar parayı tek başına kaybetti –ancak daha önce kazandığı on milyonlarca doları elinde tutmasına izin verildi. Bütün büyük Wall Street şirketlerinin CEO’ları da kumarın yanlış tarafındaydı. İstisnasız hepsi ya şirketlerini iflasa sürükledi ya da ABD hükümeti tarafından iflastan kurtarıldı. Bunların da hepsi zengin oldu.

Eğer akıllıca kararlar alma zorunluluğu olmadan ahmakça kararlarla zengin olunabiliyorsa, insanların para konusunda akıllıca

kararlar alma ihtimali olur mu? Wall Street'teki teşvik sistemi bütünüyle yanlıştı, hâlâ yanlıştır. Fakat John Gutfreund ile bunu tartışmadım. Tıpkı anne babanızı ziyaret etmek için baba evinize gittiğinizde dokuz yaş civarında bir çocuğa dönüşmeniz gibi, eski CEO'nuzun yanında tekrar bütünüyle itaatkâr olursunuz. John Gutfreund hâlâ Wall Street'in kralıydı ve ben hâlâ bir çaylaktım. O buyurgan ifadelerle konuşuyor, ben sorular soruyordum. Fakat o konuşurken gözlerim ellerine kayıp durdu. Korkutucu ölçüde iri ve dolgun ellerine. Bunlar mülayim bir Wall Street bankacısının değil bir boksörün elleriydi. Yüzüne baktım. Boksör gülümseyordu –ancak bu bir gülümsemeden çok bilinmeyen simgeleyen bir sembol gibiydi. Ve çok kasti bir şekilde “Senin... lanet... kitabın,” diyordu.

Ben de ona gülümsedim, benimki de pek gülümseme sayılmazdı.

Halinden memnun bir görünmekle birlikte, “Beni niçin öğle yemeğine çağırdın?” diye sordu. Bunu samimiyetle merak etmişti.

Gerçekten de birine hakkında kötü düşünmediğinizi göstermek için onu öğle yemeğine çağırdığınızı söyleyemezsiniz. Dünya tarihindeki en büyük finans krizini almış olduğu bir karara bağladığınızı düşündüğünüz için onu öğle yemeğine çağırdığınızı da söyleyemezsiniz. John Gutfreund 1981'de Salomon Brothers'ı özel bir ortaklıktan Wall Street'in halka açık ilk şirketine dönüştürdüğünde Wall Street'in sosyal düzenini ihlal etmiş ve Wall Street'in Kralı unvanını almıştı. Salomon'un işten ayrılan ortaklarının öfkesini görmezden gelmişti. (Şirketin kurucularından birinin oğlu olan ve Gutfreund'u ancak şirketi asla satmayaacağına söz vermesinden sonra CEO yapan William Salomon ba-

na, “Onun maddeciliğinden nefret ediyordum,” demişti.) Devasa orta parmağını Wall Street’teki CEO arkadaşlarının ahlâken uygun görmedikleri tarafa yöneltmişti. Ve günü yakalamıştı. O ve diğer ortaklar yalnızca hızlı bir voli vurmakla kalmayıp, üstlendikleri nihai finansal riski hissedarlara aktardılar. Bu, son tahlilde hissedarlar açısından çok da anlamlı değildi. (1986’da İşlem katında işe başladığımda piyasa fiyatı 42 dolar olan bir Salomon Brothers hissesi, bugün, yani 2010’un ilk işlem günündeki birleşik piyasa değeri 7,48 dolar olan 2,26 Citigroup hissesi değerinde olacaktı.) Fakat tahvil trader’ları açısından olağanüstü anlamlıydı.

Ancak o andan itibaren bu Wall Street şirketi bir kara kutu haline geldi. Risk alımını finanse eden hissedarlar risk alanların ne yaptığını pek anlamıyorlardı ve alınan riskler daha da karmaşıktıkça daha da az anlar hale geldiler. Açık olan tek şey, karmaşık bahisler oynayan akıllı insanlarca elde edilmesi beklenen kârların, müşterilere hizmet ederek veya üretken işletmelere sermaye tahsis ederek elde edilebilecek her şeyden baskın çıkmış olmasıydı. Müşteriler tuhaf bir biçimde konu dışı kaldılar. (Tahvil piyasasında alıcıların satıcılara duyduğu güvensizliğin, mesela Greg Lippmann gibi bir satıcı kendilerine bir çabuk zengin olma projesi sunduğunda alıcıların bunu anlayamadığı bir noktaya ulaşmış olması garip değil mi?) Salomon Brothers 1980’lerin son ve 1990’ların ilk yıllarının tümünde –muhteşem yıllar!–Howie Hubler’in entelektüel ataları olan beş özel işlem trader’ının şirketin yıllık kârından daha fazla kâr elde ettiği bir dönem geçirdi. Yani, şirketin on bin civarındaki diğer çalışanları bir grup olarak para kaybetti.

Salomon Brothers’ın bir yatırım bankasından halka açık bir

şirkete dönüşmesi ve kaldıraç kullanarak bilançosunu egzotik risklerle doldurmasından elde edeceği potansiyel kazançlar görüldüğü anda Wall Street'in psikolojik temellerinin dayandığı güvenin yerini kör inanç aldı. Çalışanlarının sahibi olduğu hiçbir yatırım bankasının 1'e 35 oranında kaldıraç kullanması veya 50 milyar dolarlık mezzanine CDO alıp elinde tutması mümkün değildi. Halka açık olmayan herhangi bir ortaklığın derecelendirme kuruluşlarıyla iş çevirmeye çalışacağından veya tefecilerle yatağa atlayacağından, hatta mezzanie CDO'ların müşterilerine satılmasına göz yumacağından şüpheliyim. Beklenen kısa vadeli kazanç, uzun vadeli zarar beklentisini meşrulaştıramaz.

Bu yüzden halka açık olmayan hiçbir ortaklık ne beni ne de uzaktan da olsa bana benzeyen birini işe alacaktı. Acaba Princeton'a girme ve mezun olma kabiliyetiyle finansal risk alma kabiliyeti arasında bir bağlantı var mıydı?

Cornwall Capital alt gelir grubu kredilerine karşı bahis oynadıktan sonra Charlie Ledley'in kaygılar listesinin başında Amerikalı bireysel alt gelir grubu ipotekli konut kredisi borçlularını batmaktan kurtarmak için herhangi bir anda devreye girip müdahale edebilecek olan güçler vardı. Bu güçler tabii ki asla böyle bir şey yapmadı. Tam tersine, alt gelir grubu borçluları üzerine birçok ahmakça bahis oynayarak kendilerini iflas ettirmeyi başaran büyük Wall Street şirketlerini batmaktan kurtarmak için devreye girip duruma müdahale ettiler.

Bear Stearns battıktan sonra hükümet en ucuz fiyatı vererek ve Bear Stearns'ın en sağlıksız varlıklarını garanti ederek J.P. Morgan'ı bu şirketi satın almaya teşvik etti. Elinde Bear Stearns

tahvilleri bulunanların bütün paraları, hissedarlarının ise paralarının çoğu kaybettirilmiş oldu. Ardından devlet destekli kurumlar Fannie Mae ve Freddie Mac'in çöküşü geldi ve her ikisi de hemen kamulaştırıldı. Yönetimleri değiştirildi, hissedarları bütünüyle etkisizleştirildi ve alacaklıları zarar görmemekle birlikte belirsizlikle baş başa bırakıldı. Sonra kolayca iflasa gitmesine izin verilen Lehman Brothers geldi –bu işleri daha da karmaşıktı. Hazine ve Merkez Bankası önce devlet güvencesi olmadan düşüncesizce yönetilen Wall Street şirketlerine ders olması için Lehman'ın batmasına izin verildiğini iddia etti. Fakat sonra, işler çığrından çıkıp piyasa donduğunda ve insanlar Lehman'ın batmasına izin vermenin aptalca bir şey olduğunu söylemeye başladıklarında hikâyelerini değiştirerek Lehman'ı kurtaracak yasal yetkiden yoksun olduklarını öne sürdüler. Ama birkaç gün sonra, Merkez Bankası alt gelir grubu ipotekli konut kredisi tahvillerindeki bahislerinden kaynaklanan zararlarını karşılayacak 85 milyar dolarlık -kısa sürede 180 milyar dolara yükselen- krediyi vermeden önce, AIG battı veya batmaya çalıştı. Bu kez Hazine krediler için çok fazla bedel talep etti ve şirketin öz sermayesinin çoğuna el koydu. AIG'i Washington Mutual izledi ve şirket sessiz sedasız Hazine'nin eline geçti, hem alacaklıları hem de hissedarları mahvoldu. Ardından Wachovia battı ve Hazine ile FDIC Citigroup'u onu almaya teşvik etti –yine en düşük fiyattan ve sağlıksız varlıkların garanti edilmesiyle.

Finans krizini çözümüleme konumunda olanlar tabii ki onu öngörmeyi başaramayan kişilerle aynıydı: Maliye Bakanı Henry Paulson, müstakbel Maliye Bakanı Timothy Geithner, FED başkanı Ben Bernanke, Goldman Sachs CEO'su Lloyd Blankfein, Morgan Stanley CEO'su John Mack, Citigroup CEO'su Vikram

Pandit ve diğerleri. Wall Street CEO'larından birkaçı alt gelir grubu ipotekli konut kredisi felaketindeki rolleri nedeniyle işten atılmış fakat çoğu işinin başında kalmıştı. Bunlar, bir sonraki adımda ne yapacaklarını tespit etmeye çalıştıkları kapalı kapılar ardında diğer herkesten çok faaliyet yürüten önemli kişilikler haline geldiler. Beraberlerinde bir avuç devlet yetkilisi vardı –bunlar Wall Street'te yapılanlar hakkında yapıldığı sırada daha fazla şey bilmesi gereken devlet yetkilileriyle aynı kişilerdi. Hepsinin ortak bir ayırt edici özelliği vardı: ABD finans sisteminin merkezindeki basit gerçekleri kavramak konusunda Asperger sendromuna sahip tek gözlü bir para yöneticisinden çok daha az yetenekli olduklarını kanıtlamışlardı.

Eylül 2008'in sonlarına gelindiğinde ülkedeki en üst düzey finans yetkilisi, ABD Maliye Bakanı Henry Paulson, ABD Kongresini bankalardan alt gelir grubu ipotekli konut kredisi aktiflerini satın almak için 700 milyar dolara ihtiyacı olduğuna ikna etti. Böylece Sorunlu Aktifleri Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program) anlamına gelen TARP doğdu. Paulson parayı alır almaz vaat ettiği stratejiden vazgeçip, yerine garip biçimde seçilmiş Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs ve diğer birkaç şirketi kurtarmak için milyarlarca dolar dağıtmaya başladı. Örneğin alt gelir grubu ipotekli konut kredileri üzerine oynadığı bahsin sonucu olarak AIG'nin Goldman Sachs'a borçlandığı 13 milyar dolar ABD hükümeti tarafından bir dolar 100 sent olarak kabul edilerek tümüyle ödendi. Bu olağandışı bağışlar ve onlarla birlikte gelen örtük devlet garantisi Wall Street şirketlerini batmaktan kurtarmakla kalmayıp, onları alt gelir grubu ipotekli konut kredisi portföylerindeki zararları itiraf etmekten de kurtardı. Dahası, 25 milyar dolarlık ilk vergi mükellefi yatırımını aldık-

tan yalnızca birkaç hafta sonra Citigroup yeniden Hazine'ye başvurarak –ne dese beğenirsiniz!- piyasaların Citigroup'un ayakta kalacağına hâlâ inanmadığını söyledi. Bunun üzerine Hazine 24 Kasım'da Citigroup'a TARP'tan bir 20 milyar dolar daha bağışladı ve aktiflerinin 306 milyar dolarlık kısmını garanti etti; karşılığında ise bir tatlı kaşığı parasal olmayan güvence ve tercihli hisse dışında hiçbir eylem planı, yönetim değişikliği veya benzer bir şey talep etmedi. ABD'nin gayrisafi yurtiçi hasılasının yaklaşık yüzde 2'sine ve neredeyse Tarım, Eğitim, Enerji, İçişleri, Konut ve Kentsel Gelişim ve Ulaştırma Bakanlıklarının bileşik bütçelerine denk olan 306 milyar dolarlık garanti bir armağan olarak açık açık Citigroup'a sunuldu. Hazine krizin nereden kaynaklandığını açıklamaya fiilen hiç çalışmadı, yalnızca eylemin Citigroup'un “düşen hisse senedi fiyatına” karşılık olarak yapıldığını bildirmekle yetindi.

Artık 700 milyar doların son birkaç yıl içinde Wall Street tahvil trader'larınca edinilen sorunlu aktiflerle mücadele etmek için yetersiz bir miktar olduğu açığa çıkmıştı. İşte o zaman ABD Merkez Bankası batık alt gelir grubu ipotekli konut kredisi tahvillerini bankalardan doğrudan satın alma şeklindeki şaşırtıcı ve benzeri görülmemiş adımı attı. 2009'un başına gelindiğinde değeri bir trilyon doların üzerinde olan batık yatırımlarla ilişkili risk ve zararlar büyük Wall Street şirketlerinden ABD vergi mükelleflerine transfer edilmişti. Hem Henry Paulson hem de Timothy Geithner Lehman Brothers'ın batmasının neden olduğu kaos ve paniğin kendilerine sistemin başka bir büyük finans şirketinin kaotik batışına dayanamayacağını gösterdiğini öne sürdü. Dahası, olayın üzerinden aylar geçmemiş olmasına rağmen, dev finans şirketlerini düzenli bir biçimde kapatacak, yani müflis bir banka-

yı işten alıkoyacak yasal yetkiden yoksun olduklarını da iddia ettiler. Ancak aradan bir yıl geçtikten sonra bile bu yetkiyi elde etmek için pek bir şey yapmayacaklardı. Yetki istemek konusunda utangaç davranmayacakları için bu tuhaf bir durumdu.

2008’de Wall Street’te geçen olaylar kısa süre sonra yalnızca Wall Street liderlerince değil, aynı zamanda hem ABD Hazinesi hem de Federal Reserve tarafından “güven krizi” olarak yeniden tarif edildi. Yaşanan Lehman Brothers’ın batışının tetiklediği basit, eski moda bir panikti. Hatta Ağustos 2009’a gelindiğinde Goldman Sachs’ın başkanı Gary Cohen kamuoyuna yaptığı açıklamada Goldman Sachs’ın her türlü geçici paniğe dayanacak kadar güçlü olduğunu ve devlet yardımına asla fiilen ihtiyaç duymadığını dahi iddia etti. Fakat eski moda bir finansal panikle Wall Street’te 2008’de olanlar arasında bir fark bulunuyor: Eski moda bir panikte algı kendi gerçekliğini yaratır: Kalabalık bir tiyatrodaki biri “Yangın var!” diye bağırır ve izleyiciler çıkışlara koşuşturarak birbirlerini ezerler. 2008’de Wall Street’te gerçeklik nihayet algılara baskın çıktı: Kalabalık bir tiyatro birçok insan hâlâ koltuklarında oturduğu sırada yandı. Wall Street’teki her büyük şirket ya iflas etti ya da müflis bir sistemle talihsiz bir biçimde iç içe geçti. Sorun Lehman Brothers’ın batmasına göz yumulması değil, hedefine ulaşmasına izin verilmesiydi.

Bu yeni rejim –yani, kapitalistler için bedava para, diğer herkes için serbest piyasalar- ve finans tarihinin şu veya bu ölçüde hızla yeni baştan yazılması her türden insanı kızdırdı ama bunların çok azı Steve Eisman kadar büyük bir öfkeye kapıldı. Dünyanın en güçlü ve en yüksek ücretli finansçıları itibarlarını tümüyle kaybetmişti. Devlet müdahalesi olmasaydı hepsi işsiz kalmış olacaktı ve buna rağmen aynı finansçılar devleti kendilerini zengin etmekte kullanıyordu. Eisman, “Goldman Sachs’ın Wall

Street hakkında ne yapılacağına ilişkin konuşmalara dahil edilmeyi niçin istediğini anlayabiliyorum,” diyor. “Anlayamadığım şey birilerinin onlara niçin kulak verdiği.” Eisman’a göre, ABD hükümetinin bankacıların batmasına göz yummakta isteksiz olması bir çözümden çok hâlâ büyük bir işlev bozukluğuyla malûl bir finans sisteminin varlığına işaret ediyordu. Sorun bankaların ABD ekonomisinin başarısı için kendi başlarına önemli olmaları değildi. Sorunun kesin olarak devasa boyutlarda, dolar karşılığı bilinmeyen miktarlarda kredi temerrüt swaplarının bu bankaların her biri tarafından alınıp satılması olduğunu düşünüyordu. “-Piyasada riskin sınırı yoktu: “Piyasa değeri bir milyar dolar olan bir bankanın elinde bir trilyon dolar değerinde açık kredi temerrüt swapı olabilir. Bunların miktarını hiç kimse bilmiyor! Ve nerede olduklarını bilen kimse de yok!” Örneğin, Citigroup’un batması ekonomik açıdan katlanılabilir bir durumdur. Bu Citigroup’un hissedarlarının, tahvil hamillerinin ve çalışanlarının zararlarını artıracak, fakat bahse konu miktarlar herkes tarafından bilinenecektir. Ancak Citigroup’un batması aynı zamanda Citigroup üzerinden kredi temerrüt swapı satanlardan başlayıp onları satın alanlara kadar uzanan, bilinmeyen boyutlardaki muazzam bir bahsin geri ödenmesini de tetikleyecektir.

Bu, Wall Street ortaklıklarını halka açık şirketlere dönüştürmenin bir diğer sonucuydu: Şirketleri spekülasyon nesnelere çevirdi. Artık bir bankanın batmayacak kadar büyük olmasını sağlayan şey o bankanın toplumsal ve ekonomik anlamı değil, bu banka üzerine dışarıdan oynanan bahislerin sayısıydı.

Bir noktada John Gutfreund’a en büyük ve en önemli faaliyeti hakkında soru sorma isteğimin önüne geçemedim: Heyelanın

getirdiği taşlar arasında dolaşırken, bir Wall Street ortaklığını halka açık bir şirkete dönüştürme kararının dağın tepesinden ilk taşın aşağı yuvarlanmasına benzediğini düşünmüyor muydu? “Evet,” dedi. “Hepsi --diğer Wall Street şirketlerinin başlarında- kiler- bunun korkunç bir şey olduğunu söyleyip böyle bir şeyi nasıl yaparsın dediler. Fakat işin cazibesi arttığında, hepsi buna teslim oldular.” Ancak şunu kabul etti: Bir ortaklığı halka açık bir şirkete çevirmenin esas etkisi finansal riskin hissedarlara devredilmesi idi. “İşlerin kötü gitmesi onların sorunudur,” dedi –ama yalnızca onların sorunu olmadığı açık. Bir Wall Street yatırım bankası yeterince kötü duruma düştüğünde, riskleri ABD hükümetinin sorunu haline gelir. Yarı kıkırdarak, “Bu, siz derin bir pisliğe gömülünceye kadar bırakınız yapsınlar demektir,” dedi. O artık oyunun içinde değildi. Artık olanların hepsi başka birilerinin hatasıydı.

Sözlerini çalakalem yazdığım sırada merakla beni izledi. “Bu ne için?” diye sordu.

Yalancının Pokeri’nde anlattığım, şimdi nihayet ölmekte olan dünyayı yeniden ziyaret etmeye degebileceğini düşündüğümü söyledim. Belki bir yirminci yıl baskısı hazırlayabilirdim.

“Bu mide bulandırıcı,” dedi.

Benimle birlikte hoş vakit geçirmek onun için ne kadar zor- sa, benim açımdan onunla hoş vakit geçirmemek daha da zordu: Hâlâ bir kasap gibi katı, dürüst ve açık sözlüydü. Bir canavarın yaratılmasına yardımcı olmuştu ama insanların “kişinin verdiği söz onun senedidir,” gibi şeyler söylediği eski Wall Street’in çoğu yönünü hâlâ içinde taşıyordu. O Wall Street’te insanlar şirketlerinden ayrılıp, eski patronları hakkında bir kitap yazarak onla-

rın canını sıkmazdı. “Hayır,” dedi, “Bu konuda anlaşılabileceğimizi düşünüyorum: Lanet kitabın kariyerimi mahvederken seninkini başlattı.” Ve cümlesini bitirdiğinde, eski Wall Street’in eski kralı tabağını kaldırıp kibarca sordu: “Terbiyeli yumurta sever misin?”

O ana kadar ne yediğine pek dikkat etmemiştim. Şimdi ise mekândaki en iyi yemeği, daha eski bir dönemin bu harikulade, köpüklü karışımını sipariş ettiğini görmüştüm. Terbiyeli yumurtayı kim hayal edebilirdi ki? Basit bir yumurtanın böylesine karmaşık ama yine de çok cazip bir biçimde pişirilebileceğini kim bilebilirdi? Uzanıp bir tane aldım. Karşılıksız bir ikram. Çekiciliğini asla kaybetmiyor.

Teşekkür

A rtık rahmetli olan *Portfolio*'daki editörüm Kyle Pope adımlarımı yeniden Wall Street'e çevirdiğim dönemde, beni başından itibaren teşvik etti. Brandon Adams bilmediğimiz veri ve rakamları araştırmak konusunda öylesine cömert yardımlar sundu ki konuyu neredeyse bu kitabı benim yerime onun yazmasının daha iyi olacağını düşünmeme yol açacak kadar iyi kavradığını gösterdi. Ortaya çıkardığı diğer hazinelerin arasında A. K. Barnett-Hart de vardı. Barnett-Hart Harvard'da okuyan ve kısa süre önce alt gelir grubu ipotekli kredi tahvillerine dayalı CDO piyasası hakkında bu konudaki tüm Wall Street araştırmalarından daha ilginç olmayı sürdüren tezini yazan bir lisans öğrencisiydi. Marc Rosenthal alt gelir grubu kredileri cehennemi ve derecelendirme kuruluşlarının modellerinin iç işleyişlerinde rehberliğini yaptı, zamanı ve öngörülerini konusunda daha cömert olamazdı. Writers House'tan Al Zuckerman diğer kitaplarımda olduğu gibi bu kitabı da başarıyla piyasaya sundu. Çeşitli kişiler taslağın tamamını veya bir parçasını okudu ve yararlı tavsiyelerde bulundu: Bunlar, John Seo, Doug Stumpf, babam Tom Lewis ve eşim

Tabitha Soren'di. Janet Byrne taslağı düzeltirken neredeyse korkutucu bir titizlikle, enerjik ve akıllıca çalıştı ve ideal bir okuyucu olduğunu da kanıtladı. Kitaplarımın biri dışında hepsini ve *Yalancının Pokeri*'ni yayına hazırlayan W.W. Norton'dan Starling Lawrence bu işi de her zamanki dehası ve muhteşem kişiliğiyle gerçekleştirdi.

Ölağanüstü yoğun bir işbirliğine başvurmaksızın kurgusal olmayan mütevazı bir anlatım gerçekleştirmem elbette olanaksızdı. Steve Eisman, Michael Burry, Charlie Ledley, Jamie Mai, Vincent Daniel, Danny Moses, Porter Collins ve Ben Hockett yaşamlarına girmeme izin verdiler. Kendileri açısından ölçülmesi mümkün olmayan bir riske girerek düşüncelerini ve duygularını benimle paylaştılar. Bunun için onlara sonsuz teşekkür borçluyum.