DİJİTAL KÜTÜPHANE KANALI

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

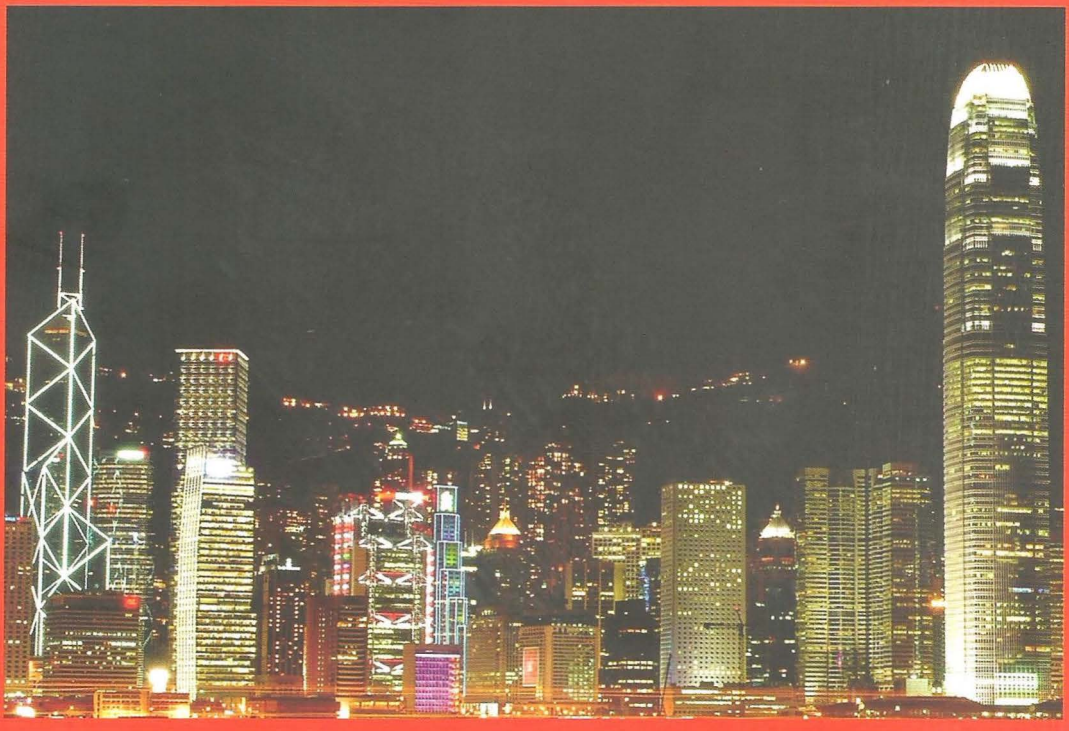
• WhatsApp Kanalımız : https://whatsapp.com/channel/0029VbDHv8uE50Us4IvMoc0Y

NIALL FERGUSON

Paranın Yükselişi

Dünyanın Finansal Tarihi

Çeviren: Barış Pala



2. baskı

YKY
Yapı Kredi Yayınları

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

PARANIN YÜKSELİŞİ
Dünyanın Finansal Tarihi

Niall Ferguson 1964 yılında Glasgow'da doğdu. Kuşağının en önemli Britanyalı tarihçilerinden sayılan Ferguson, Oxford Üniversitesi'nden mezun olduktan sonra Hamburg ve Berlin'de yaşadı. 1989 yılında Cambridge Üniversitesi'nde araştırmacı olarak çalışmaya başladı. 1992'de Oxford'a döndü ve Modern Tarih üzerine ders verdi, 2000 yılında aynı üniversitede profesör oldu. İki yıl sonra ABD'ye yerleşti ve New York Üniversitesi'nde ders vermeye başladı; hâlâ Harvard'da tarih bölümünde Laurence A. Tisch kürsüsünde profesördür.

Alman ekonomi tarihini incelediği ilk kitabı *Paper and Iron*'dan (Kâğıt ve Demir) sonra *The Pity of War: Explaining World War One* (Savaşın Utancı: Birinci Dünya Savaşı'nı Açıklamak) kitabıyla uluslararası üne kavuştu. Rotschild ailesini anlattığı *The World's Banker* (Dünyanın Bankacısı) ve 2001'de yayımlanan *The Cash Nexus* (Nakit Bağı) kitaplarından sonra Britanya ve ABD'de best-seller olan *İmparatorluk* kitabını 2003'te yazdı. Aynı zamanda Channel 4'da altı bölümlük bir televizyon programına da dönüşen bu çalışmanın ardından Amerika'nın imparatorluk tarihini anlattığı *Colossus* ve 20. yüzyıldaki siyasi çatışmalara odaklandığı *The War of the World* (Dünya Savaşı), diğer önemli kitaplarıdır. *The Ascent of Money* (Paranın Yükselişi), 2008'de yayımlandı ve ABD'de PBS, Britanya'da ise Channel 4 kanallarında belgesel olarak televizyona uyarlandı. 2010'da yayımlanan *Lives and Time of Siegmund Warburg*'un (Siegmund Warburg'un Yaşantıları ve Yaşadığı Dönem) ardından yine bir biyografi olan Kissinger kitabı üzerinde çalışmaya başladı, 2011 yılında *Civilization: The West and the Rest* (Uygarlık: Batı ve Geri Kalanlar) yayımlandı.

Barış Pala 1978 doğumlu. Boğaziçi Üniversitesi İşletme Bölümü mezunu. Finans alanında çalışıyor.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Niall Ferguson'un
YKY'deki kitapları:

İmparatorluk - Britanya'nın Modern Dünyayı Biçimlendirişi *(2011)*
Paranın Yükselişi - Dünyanın Finansal Tarihi *(2011)*

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

NIALL FERGUSON

Paranın Yükselişi

Dünyanın Finansal Tarihi

Çeviren:
Barış Pala

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi https://rantey.org

Yapı Kredi Yayınları

Yapı Kredi Yayınları - 3436
Tarih - 80

Paranın Yükselişi - Dünyanın Finansal Tarihi / Niall Ferguson
Özgün adı: The Ascent of Money - A Financial History of the World
Çeviren: Banş Pala

Kitap editörü: Tamer Erdoğan
Düzelti: Filiz Özkan - Ömer Şişman

Kapak ve sayfa tasarımı: Nahide Dikel
Grafik uygulama: Akgül Yıldız

Baskı: Altan Basım Ltd.
Yüzyıl Mah. Matbaacılar Sit. 222/A Bağcılar / İstanbul
Tel: 0212 629 03 74 Faks: 0212 629 03 76
info@altanbasim.com
Sertifika No: 11968

Çeviriye temel alınan baskı: ALLEN LANE, Penguin Books, 2008
1. baskı: İstanbul, Ekim 2011
2. baskı: İstanbul, Ekim 2012
ISBN 978-975-08-2098-4

© Yapı Kredi Kültür Sanat Yayıncılık Ticaret ve Sanayi A.Ş. 2009
Sertifika No: 12334
© 2008, Niall Ferguson

Bütün yayın hakları saklıdır.
Kaynak gösterilerek tanıtım için yapılacak kısa alıntılar dışında
yayıncının yazılı izni olmaksızın hiçbir yolla çoğaltılamaz.

Yapı Kredi Kültür Sanat Yayıncılık Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Yapı Kredi Kültür Merkezi
İstiklal Caddesi No. 161 Beyoğlu 34433 İstanbul
Telefon: (0 212) 252 47 00 (pbx) Faks: (0 212) 293 07 23
http://www.ykykultur.com.tr
e-posta: ykykultur@ykykultur.com.tr
İnternet satış adresi: http://alisveris.yapikredi.com.tr

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

İÇİNDEKİLER

Giriş • 7

1. Açgözlü Hayaller • 21

2. İnsanın Köleliği Üzerine • 57

3. Patlayan Balonlar • 99

4. Riskin Geri Dönüşü • 143

5. Ev Gibisi Yok • 185

6. İmparatorluktan Çimerika'ya • 227

Sonsöz: Paranın Düşüşü • 273

Teşekkür • 289

Kullanılan Görsellerin Listesi • 293

Dizin • 295

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

GİRİŞ

Ekmek, nakit, teklik, mangiz, mangır, servet, kazanç, akçe, metelik; adına ne derseniz deyin, para önemlidir. Hıristiyanlar için para aşkı tüm kötülüklerin anasıdır. Komutanlar için savaşın payandası, devrimciler için işçinin prangasıdır. Peki para tam olarak nedir? İspanyol fatihlerin zannettiği gibi gümüşten bir dağ mıdır? Ya da salt kil tabletler ve basılı kâğıtlar yeterli midir parayı açıklamaya? Nasıl oldu da paranın büyük kısmının görünmez olup bilgisayar ekranlarındaki rakamlara dönüştüğü bir dünyada yaşamaya başladık? Para nereden geldi? Ve nereye kayboldu?

2007 yılında ortalama bir Amerikalı'nın (34.000 ABD dolarının biraz altında olan) yıllık geliri yaklaşık yüzde 5[1] oranında arttı. Fakat aynı dönem içerisinde geçim giderlerindeki artış yüzde 3,5 oldu. Yani Bay Ortalama yüzde 1,5 daha iyi bir konuma geldi. Enflasyon dikkate alınırsa, Birleşik Devletler'deki ortalama bir hanenin geliri 1990'dan bu yana, 18 yıl boyunca sadece yüzde 7 artmış, yani aslında pek değişmemiştir.[2] Şimdi Bay Ortalama'nın durumunu yatırım bankası Goldman Sachs'ın CEO'su Lloyd Blankfein'in durumu ile kıyaslayalım. 2007 yılında Blankfein bir önceki yıla göre yüzde 25 artışla, maaş, prim ve hisse ödüllerinin toplamı alındığında 73,7 milyon dolar, yani Sokaktaki Joe'nun kabaca iki bin katından daha fazlasını kazanmıştı. Aynı yıl Goldman Sachs'ın 46 milyar doları bulan net cirosu aralarında Hırvatistan, Sırbistan ve Slovenya; Bolivya, Ekvador ve Guatemala; Angola, Suriye ve Tunus'un da bulunduğu yüz ülkenin gayri safi yurtiçi hasılasını (GSYİH)

1 Daha açık olmak gerekirse bu, 2006'nın üçüncü çeyreğiyle, 2007'nin üçüncü çeyreği arasında kişi başına düşen harcanabilir gelirdeki artış oranıdır. Mart 2007 ve Mart 2008 arasında çok az artış kaydeden oran, o dönemden beri değişmiyor. Veri için *Economic Report of the President 2008*, tablo B-31'e bakınız. http://www.gpoaccess.gov/eop

2 Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor ve Jessica Smith tarafından yazılan *Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States: 2006* (Washington DC, Ağustos 2007), s. 4.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

geride bırakmıştı. Bankanın toplam aktifleri ilk defa 1 trilyon dolar seviyesini geçmişti.[3]

Wall Street'teki diğer CEO'lar da Blankfein kadar olmasa da ciddi paralar kazandılar. *Forbes* dergisine göre Richard S. Fuld Lehman Brothers'tan 71,9 milyon dolar, James Dimon JP Morgan Chase'ten 20,7 milyon dolar aldı. Citigroup'tan 19,9 milyon dolar alan Charles O. Prince, Morgan Stanley'den 17,6 milyon dolar alan John Marc ve Merrill Lynch'ten 15,8 milyon dolar alan John Thain'den az farkla önde olan Kenneth D. Lewis Bank of America'dan 20,1 milyon dolar aldı. Diğer yandan Lloyd Blankfein 2007 yılında finans dünyasının en çok kazanan ismi olmaktan epey uzaktı. Countrywide Financial'ın başındaki Angelo R. Mozilo 102,8 milyon dolar kazanmıştı. Ve bu rakam bile bazı hedge* fon yöneticilerinin kazandıkları yüklü meblağlar yanında önemsiz kalıyordu. Kıdemli spekülatör George Soros'un geliri 2,9 milyar dolardı. Citadel'den Ken Griffin, önde gelen diğer iki hedge fonun kurucusu gibi 2 milyar doların üzerinde bir parayı cebe indirdi. 2007 yılında Amerikan finans piyasasında en az kazanan CEO, önceki dokuz yıl içinde kazandığı toplam 290 milyon dolardan sonra ciddi bir düşüşle 690.757 dolar alan James E. Cayne oldu. Aynı dönemde neredeyse dünyanın farklı yerlerindeki bir milyar insan günde 1 dolar kazanabilmek için mücadele veriyordu.[4]

Bütün bunların sonucunda, 2007 yılında, dünyada Büyük Buhran'dan sonraki en kötü finansal kriz patlak verdi. Bir yıldan kısa bir süre içinde, finansçılara müsrifçe ödenen maaşların onların risk yönetimindeki istisnai becerilerine istinaden yapıldığı savını alay konusuna dönüştüren olaylar meydana geldi. Bu kitabı yeni baskısı için gözden geçirdiğim sıralarda Bear Stearns çökmekten JP Morgan tarafından kurtarılmıştı, Countrywide ve Merrill Lynch Bank of America tarafından satın alınmış, Lehman Brother ise iflas etmişti. Citigroup 2005 yılından bu yana gerçekleşmiş kârların toplamından daha fazla, 18,7 milyar dolar zarar etmiş, Merrill Lynch'in 35,8 milyar dolarlık zararı 1996 yılından beri elde ettiği kârları silip süpürmüştü. Goldman Sachs ve Morgan Stanley 1930'larda ortaya çıkmış iş modelinin bittiğini haber verircesine yatırım bankasından, banka sahibi holding konumuna dönüşmek zorunda bırakıldılar. Ayakta kalan tüm bankalar Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (*Troubled Asset Recovery Programme*) çerçevesinde Birleşik Devletler Hazinesi'nden sermaye desteğini kabul ettiler. Devletin desteğine rağmen bu bankaların hisse değeri düşmeye de-

3 *We See Opportunity: Goldman Sachs 2007 Annual Report* (New York, 2008).

4 Paul Collier, *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It* (Oxford, 2007).

* Uzun vadeli ve kısa vadeli enstrümanları kullanarak riskten kaçınırken, kârı en yüksek seviyeye çıkarmayı hedefleyen yatırım fonları. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

vam etti ve en azından bazılarının tamamen kamulaştırılması konuşulur oldu. Mesela Haziran 2007'de 55 dolar olan Citigroup hissesi, Mart 2009'da 2,9 dolara geriledi.

Dünyanın adaletsizliği nedeniyle kızgın mısınız? Şişman kapitalistler ve milyarder bankacılar sizi çıldırtıyor mu? Sahip olmayanlarla, sahip olanlar –ve yat sahibi olanlar– arasında giderek açılan uçurum sizi şaşkına mı çeviriyor? Yalnız değilsiniz. Batı medeniyeti tarihi boyunca borç vererek para kazananların tarım ve imalat gibi "gerçek" ekonomik faaliyetlerin paraziti olduğu düşüncesiyle finans ve finansçılara karşı zaman zaman ortaya çıkan bir husumet hep var olmuştur. Bu husumetin üç nedeni vardır. Öncelikle, borç alanlar her zaman borç verenlerden çok olmuştur, bu da borç verenleri alanlara karşı nadiren lütufkâr davranmaya itmiştir. Diğer yandan finansal krizler ve skandalların ortaya çıkışındaki sıklık, finansın zenginliğin değil fakirliğin, istikrarın değil belirsizliğin nedeni olduğu şeklinde algılanmasına yol açmıştır. Ve son olarak da yüzyıllar boyunca dünyanın bütün ülkelerindeki finansal hizmetler, toprak sahibi olmaları ya da kamuda çalışmaları yasaklanmış, ancak kendi içlerindeki yakın ilişki ve güven ağı sayesinde para işlerinde başarılı olmuş etnik ya da dinî azınlıklar tarafından sağlanmıştır.

Paraya özellikle de kara renkte olanına karşı köklü önyargılarımız olmasına rağmen para birçok ilerlemenin temel kaynağıdır. Okul çağlarımda, hazırladığı bilimsel gelişimin tarihiyle ilgili televizyon programını hevesle izlediğim Jacob Bronowski'den alıntı yapmak gerekirse "paranın yükselişi, insanın yükselmesi için elzemdir". Finansal yaratıcılık, borca batmış ailelerin kanlarının sülüklerce emilmesi ya da dul ve yetimlerin tasarruflarıyla kumar oynanılmasından ziyade insanın sefil mevcudiyetinden bugünkü baş döndürücü maddi refaha ilerleyişindeki vazgeçilmez etkendir. Borç ve alacak kavramlarının evrimi, en az kadim Babil'den günümüz Hong Kong'una kadarki zaman içinde ortaya çıkan teknolojik buluşlar kadar önemlidir. Bankalar ve tahvil piyasaları İtalyan Rönesansı'nın şaşaasına maddi kaynak temin etmişlerdir. Kurumsal finans hem Hollanda hem de İngiliz imparatorluklarının vazgeçilmez esasıdır, tıpkı Birleşik Devletler'in yirminci yüzyıldaki zaferinin sigorta, ipotekli krediler (*mortgage*) ve tüketici kredilerindeki ilerlemelerden ayrı tutulamayacağı gibi. Muhtemeldir ki küresel çaptaki Amerikan üstünlüğünün çöküşünü haber veren yine bir finansal kriz olacaktır.

Bütün büyük tarihsel olayların arkasında finansal bir sır gizlidir ve bu kitap bu sırların en önemlilerini aydınlatmak üzere yola çıkmıştır. Mesela Rönesans sanat ve mimari piyasasında büyük bir patlamaya yol açmıştır, çünkü Medici

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

gibi İtalyan bankerler Doğu'dan öğrendikleri matematiği parasal işlere uygulayıp servet sahibi olmuşlardır. Hollanda, Habsburg İmparatorluğu'na üstün gelmiştir, çünkü dünyanın ilk modern hisse senedi borsasına* sahip olmak dünyanın en büyük gümüş madenine sahip olmaktan yeğdir. Fransız monarşisinin sorunu devrimsiz çözülememiştir, zira mahkûm edilmiş bir İskoç katil, borsayı önce şişirip sonra patlatarak Fransız mali sistemini karaya oturtmuştur. Waterloo'da Napoléon'un yenilgiye uğratılmasında Wellington Dükü'nün olduğu kadar Nathan Rothschild'in de payı vardır. 1880'lerde dünyanın en zengin altıncı ülkesi olan Arjantin'i 1980'lerde enflasyon nedeni ile çökmenin eşiğine getiren finansal ahmaklık, yok edici bir temerrüt ve devalüasyon çemberidir.

Bu kitabı okuyunca dünyanın en güvenli ülkelerinde yaşayanların paradoksal olarak neden en fazla sigortalanmış olanlar olduklarını anlayacaksınız. İngilizce konuşan (anadili İngilizce olan) insanların ne zaman ve neden ev alıp satmak ile ilgili özel bir takıntı geliştirdiklerini keşfedeceksiniz. Belki en önemlisi finansın küreselleşmesinin, diğer birçok etken ile birlikte, Çin'i Amerika'nın bankeri haline getirerek –çığır açan önemli bir değişim; kapitalist borçluya komünist alacaklı– gelişmiş ve yükselen piyasalar arasındaki eski ayrımı nasıl bulanıklaştırdığını göreceksiniz.

Zaman zaman paranın yükselişi önlenemez görünmüştür. 2006 yılında dünyanın hesaplanabilen ekonomik çıktısı 48,6 trilyon dolar civarındaydı. Dünya borsalarının piyasa değerlerinin toplamı ise 50,6 trilyon dolar yani yüzde 4 daha yüksekti. İç ve dış (uluslararası) tahvillerin toplamı 67,9 trilyon dolar ile yüzde 40 daha büyüktü. Finans Gezegeni, Dünya Gezegeni'ni cüceleştirmeye başlamıştı. Ve Finans Gezegeni, Dünya'dan daha hızlı dönüyordu. Her gün 3,1 trilyon dolar, döviz piyasalarında el değiştiriyordu. Her ay 5,8 trilyon dolar küresel borsalarda el değiştiriyordu. Her haftanın her gününün her saatinin her dakikası birileri bir yerlerde işlem yapıyordu. Ve sürekli yeni finansal yaşam formları ortaya çıkıyordu. Örneğin 2006 yılında, kaldıraçlı (borç ile finanse edilen) şirket alımları 753 milyar dolara fırladı. İpoteğe dayalı alımlardaki borçların önce dilimlenip sonra gruplanarak yeniden satış için paketlenmesi olan "menkul kıymetleştirme"deki (*securitization*) patlama bir yıl içinde piyasaya sürülen ipotek veya varlık teminatlı menkul kıymetlerle, maddi teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin (*collateralized debt obligation, CDO*)** toplamını 3 trilyon dola-

* "Stock market" bundan böyle hisse senedi borsası yerine sadece borsa olarak kullanılacaktır. (ç. n.)

** Collateralized debt obligation (CDO): Düzenli gelir getiren varlıklar teminat gösterilerek piyasaya sürülen menkul kıymet türü. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

rın üzerine çıkarmıştır. Mevcut menkul kıymet ya da işlemlerden türetilen faiz takası, kredi temerrüt takası (*credit default swap – CDS*) gibi türev ürünler daha da hızlı büyümüş ve 2006 sonunda kamu arzları dışındaki tüm tezgâh üstü türev ürünlerin itibari değeri 400 trilyon doları aşmıştır. 1980'lerden önce bu tür şeyler bilinmiyordu. Gelişmelerle birlikte yeni kurumlar da ortaya çıkmaya başladı. İlk hedge fon 1940'larda kurulmuştu ve 1990 gibi yakın bir süre önce toplam büyüklükleri 38,9 milyar dolar olan sadece 610 adet fon vardı. 2006'nın sonunda ise sayıları 9.462'ye, yönettikleri büyüklük ise 1,5 trilyon dolara ulaştı. Özel sermaye ortaklıkları da gelişti ve sayıları katlandı. Bu arada bankalar potansiyel risk taşıyan varlıkları bilançolarının dışında tutmak için bir dizi kanal (*conduit*) ve yapılandırılmış yatırım araçları (terimin İngilizcesi olan "*structured investment vehicles*"in kısaltılmışı SIVs finansal tarihteki en havalı kısaltmalardan biridir) kurdular. Adeta tam teşekküllü bir gölge bankacılık sistemi ortaya çıktı. Eğer son dört binyıl "düşünen insan"ın yükselişine şahitlik ettiyse biz de şu anda "bankacılık yapan insan"ın yükselişine tanık olmaktayız denebilir.

Finansal sektörün ABD'nin gayri safi yurtiçi hasılasına katkısı 1947'de yüzde 2,3'tü; bu oran 2007'de yüzde 8,1'e yükseldi. Diğer bir deyişle Birleşik Devletler'de çalışanlara ödenen her 13 doların yaklaşık 1 doları finans sektöründe çalışanlara gitti.[5] Finansın önemi, GSYİH'nin yüzde 9,4'ünü oluşturduğu Britanya'da da arttı. Finansal sektör akademisyenler için güçlü bir cazibe merkezi haline geldi. 1970'lerde, bugün benim de ders verdiğim Harvard'ın mezunlarının sadece yüzde 5'i finansa yönelirdi. 1990'da bu oran yüzde 15'e yükselmişti.* 2007'de ise daha da yüksekti. *The Harvard Crimson*'a göre 2007 dönemindeki erkeklerin yüzde 20'sinden, kadınların ise yüzde 10'undan fazlası ilk işlerinin bir bankada olmasını bekliyor. Onları suçlayabilir miyiz? Son yıllarda ABD'nin en saygın 8 üniversitesinden mezun olanların finans sektöründe elde edebilecekleri gelir, ekonominin diğer sektörlerinde elde edebileceklerinin neredeyse üç katı.

2007 dönemi öğrencileri mezun olduğu sırada hiçbir şeyin küresel finansın aralıksız yükselişini engelleyemeyeceği düşünülüyordu. Ne New York ve Londra'daki terörist saldırılar, ne Ortadoğu'daki savaş ne de küresel iklim değişikliği. Dünya Ticaret Merkezi'nin çökmesi, Afganistan ve Irak'ın işgali ve aşırı meteorolojik olaylardaki artışa rağmen 2001'in sonundan 2007'nin ortasına kadar geçen süre, devam eden finansal büyüme ile anıldı. Doğrudur, 11 Eylül'ün

5 David Wessel, "A Source of Our Bubble Trouble", *Wall Street Journal*, 17 Ocak 2008.

* Aynı dönem içinde kadın mezunların oranı yüzde 2,3'ten yüzde 3,4'e çıktı. Kâinatın erkek efendileri hâlâ kadın efendilerinden katbekat fazla.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

hemen arkasından Dow Jones endeksi yüzde 14 değer kaybetti. Fakat takip eden iki ay içinde 11 Eylül seviyesine ulaştı. Dahası 2002, Amerikan hisse senedi yatırımcıları için kötü bir yıl olsa da takip eden dönemde piyasalar yükselmeye devam etti ve 2006 sonbaharında daha önceki zirveyi ("dot com" dönemindeki doruk) aştı. 2007 Ekim ayının başlarında Dow Jones endeksi, geride bırakılan 5 yıl içindeki en yüksek noktasının iki katına ulaşmıştı. Amerikan borsasının performansı bir istisna değildi. 31 Temmuz 2007'ye kadar tüm dünya borsaları yıllık bazda iki haneli getiriler sağladılar. Yükselen piyasaların tahvilleri de hızla yükseldi ve İngilizce konuşulan ülkelerinkiler başta olmak üzere emlak piyasaları ciddi değer artışlarına şahit oldu. Neye yatırırlarsa yatırsınlar; emtia, sanat, kaliteli şarap ya da egzotik varlığa dayalı tahviller, yatırımcılar para kazandı.

Bu mucizeler nasıl açıklanabilirdi? Bir düşünceye göre son finansal ilerlemeler, riski, onunla en iyi başa çıkabileceklerle buluşturarak küresel sermaye piyasasının verimliliğinin artmasında önemli bir gelişme sağladı. Bu görüşü coşkuyla savunanlar volatilitenin ölümünden bahsettiler. Halinden memnun bankacılar "Mükemmelliğin Evrimi" gibi başlıklar taşıyan konferanslar düzenlediler. Kasım 2006'da kendimi Bahamalar'daki Lyford Cay'in tipik özelliğini taşıyan lüks toplantı salonunda böyle bir konferansta buldum. Konuşmamın teması küresel finansal sistem içinde çağıldayan likiditenin şiddetli bir şekilde azalmasının çok zaman almayacağı ve güzel günlerin sonsuza kadar sürmeyeceğini görerek tedbirli olmamız gerektiğiydi. Dinleyicilerim hiç de etkilenmemişlerdi. Yaygaracı olmakla itham edilip azledildim. En tecrübeli yatırımcılardan biri işi bir dahaki seneye dışarıdan konuşmacı almayıp onun yerine Mary Poppins[6] izlemeyi önermeye kadar vardırdı. Diğer yandan Mary Poppins'ten bahis açılması bir çocukluk anımı canlandırdı. Julie Andrews hayranları unutulmayan müzikalin konusunun filmin çekildiği 1960'larda ilginç görünen bir finansal olay etrafında geçtiğini hatırlayacaklardır: Bankaya hücum – yani mevduat sahiplerinin paralarını çekmek için bankaya koşmaları. 1866'dan beri Londra'da görülmemiş bir olay.

Mary Poppins'i istihdam eden ailenin soyadının "bankalar" anlamına gelen "Banks" olması bir tesadüf değildir. Bay Banks gerçekten de Dawes, Tomes Mousley, Grubbs, Fidelity Fiduciary Bankası'nda çalışan kıdemli bir bankacıdır. Bay Banks'in ısrarı üzerine yeni bakıcıları bir gün babalarını ziyaret etmek üzere çocukları bankaya götürür. Bu esnada çalışanlardan yaşlı ve huysuz Bay Dawes Bay Banks'in oğlu Michael'a –iki kuruşluk– cep harçlığını bankaya yatırmasını öğütleyerek çocuğun elindeki paraları kapar. Ne yazık ki küçük Michael parası

6 Stephen Roach, "Special Compendium: Lyford Cay 2006", *Morgan Stanley Research* (21 Kasım 2006), s. 4.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

ile bankanın dışındaki güvercinleri beslemeyi tercih eder ve Bay Dawes'e "Geri ver! Paramı geri ver!" diye çıkışır. Aksi gibi o sırada bankada bulunan müşterilerin bir kısmı da kopan yaygarayı duyar ve paralarını çekmeye başlarlar. Kısa süre sonra paralarını çekmek isteyen güruh öyle bir boyuta ulaşır ki banka ödemeleri askıya almak zorunda kalır. Bay Banks işten çıkarılır ve "en parlak zamanlarında mahvolup çökmesine" dair trajik bir ağıt yakar. Bu sözler haklı olarak bir İngiliz bankası olan Northern Rock'ın, 2007 Eylül ayında müşteriler paralarını çekmek için bankanın şubeleri önüne yığıldığında benzer bir kaderi paylaşan eski yöneticisi Adam Applegarth tarafından da dillendirilebilirdi. Yığılmanın ardından Northern Rock İngiltere'nin Merkez Bankası Bank of England'dan likidite desteği talebinde bulunmuştu.

2007 yazında Batı dünyasını vuran kriz, finansal tarihin kalıcı gerçeklerinden birini tam zamanında hatırlatmış oldu. Er ya da geç her balon patlar. Er ya da geç fiyatların düşeceği beklentisine sahip satıcıların (*bearish sellers*) sayısı, fiyatların yükseleceğini düşünen alıcılarınkini (*bullish sellers*) geçer. Er ya da geç hırs yerini korkuya bırakır. Bu kitap için araştırmalarımı bitirdiğim 2008 yılının başlarında Amerikan ekonomisinin durgunluğa girme ihtimali ağırlık kazanmıştı. Bir yıl sonra yeni basım için giriş kısmını gözden geçirirken Amerika'nın 1980'lerin başından bu yana görülen en ağır durgunluğu yaşadığı ve bunun uzun süreli bir kriz olacağı açıktı. Sebep Amerikan şirketlerinin yeni ürünler tasarlama konusunda başarız olması mıydı? Teknolojik gelişmenin hızı bir anda yavaşlamış mıydı? Hayır. 2008-2009 dönemindeki ekonomik daralmanın sebebi finansaldı: Daha açık olmak gerekirse, üstü örtülü bir biçimde eşikaltı ipotekli krediler* (*subprime mortgage*) diye adlandırılan borçlardaki artan temerrüt oranları nedeni ile kredi sisteminde yaşanan bir kasılmaydı. Küresel finansal sistemimiz öylesine karışık bir hale gelmişti ki Alabama'dan Wisconsin'e, görece olarak fakir sayılabilecek ailelerin ev alırken ya da evlerini yeniden ipotek ettirirken aldıkları (kendilerince bilinmeyen derecede) kompleks borçlar, New York ve Londra'daki bankalarca benzer diğer borçlar ile birleştirilip, maddi teminatlı borç yükümlülükleri (*CDO*) adı altında paketlenerek (diğer birçok kurumun yanı sıra) Alman bölgesel bankalarıyla Norveç belediyelerine satıldı ve bu kurumları efektif kredi veren durumuna soktu. Bu CDO'lar öylesine dilimlenip harmanlanmıştı ki, esas borçluların faiz geri ödemelerinin on yıl vadeli Amerikan Hazine bonosunun sağladığı gelir kadar güvenilir olduğunu öne sürmek mümkündü

* *Subprime* terimi riski ve faiz oranı yüksek kredileri nitelerken kullanılır. Yazar bu tür kredileri açıkça "riskli krediler" yerine "pek iyi olmayan krediler" olarak adlandırılmasına atıfta bulunuyor. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

ve bu yüzden de imrenilecek şekilde AAA notu ile değerlendiriliyorlardı. Gelişmeler finansal simyayı kurşundan altın yapacak yeni bir ustalık düzeyine taşıdı.

İpotekli kredilerin kolay ödeme koşullarına sahip ilk bir-iki yılı sona erip de faizler yükselince borçlular ödemelerini yapamaz duruma geldiler. Amerikan emlak piyasasındaki balonun sönmekte olduğunu haber veren bu gelişme ev fiyatlarında 1930'lardan bu yana gözlenen en büyük düşüşü tetikledi. Takip eden olaylar yavaş fakat yıkıcı bir zincirleme reaksiyonu andırıyordu. Tüm varlığa dayalı menkul kıymetler, eşikaltı ipotekli kredilere dayanmayanlar dahi ciddi değer kayıpları yaşadı. Bankaların potansiyel risk taşıyan varlıkları bilançolarının dışında tutmak için oluşturduğu kanallar ve yapılandırılmış yatırım araçları kendilerini zor bir durum içinde buldular. Bankalar bahse konu menkul kıymetleri devraldıkça aktiflerinin sermayelerine oranı yükseldi. Amerika ve Avrupa'daki merkez bankaları faiz oranlarında indirimlerle ve açıkladıkları faiz oranlarının da altında borçlanma imkânı sağlayan vadeli ihalelerle (*term auction facility*) bankaların sırtındaki baskıyı hafifletmeye çalıştılar. Buna rağmen bankaların değerli kâğıt ihraç ederek, tahvil satarak ya da diğer bankalardan borçlanarak temin edebildikleri paranın borçlanma maliyeti Amerika'daki en düşük borç verme faizi olan Merkez Bankası'nın (FED) hedef faizinin önemli derecede yukarısında kaldı. Özel sermaye şirketlerinin şirket satın alımlarını finanse etmek amacı ile oluşturduğu fonlar da ancak büyük iskontolarla (yüksek faizle) satılıyordu, tabii eğer satılırlarsa. Çok büyük zararlarla hasar gören meşhur Amerikan ve Avrupa bankaları kısa vadeli destek ve rezervlerini ayağa kaldırmak için Batılı merkez bankalarına başvurmanın yanı sıra sermaye artırımıyla sermaye tabanlarını yeniden sağlıklı bir hale kavuşturmak için Asyalı ve Ortadoğulu devlet fonlarına (*sovereign wealth funds*) yöneldiler. Fakat 2008'in başlarında yabancı yatırımcılar fiyatları giderek düşen banka hisselerine yönelik iştahlarını kaybetmekteydiler.

Geriye bakacak olursak, eşikaltı ipotekli kredilerden kaynaklanan krizin tam anlamıyla küresel bir finansal krize dönüşmesinin şaşırtıcı şekilde uzun sürdüğünü söyleyebiliriz. Amerika'daki emlak fiyatları Ocak 2007'de düşmeye başlamış olmasına rağmen borsa Ekim ayına kadar yükselmeye devam etti. 2008 Mayıs ayında bile Standard and Poor's 500 endeksi bir önceki yılın zirvesinden sadece yüzde 10 daha düşüktü. Ekonomik Araştırmalar Ulusal Bürosu (*National Bureau of Economic Research*) Aralık 2007'de bir durgunluğun başladığını duyurduysa da Amerikalı tüketiciler öylesine bir inkâr içindeydiler ki harcamalarını 2008'in üçüncü çeyreğine kadar azaltmadılar. 2008'in meşum Ekim ayıyla birlikte "Büyük İnkâr" (*"Great Repression"*) sona erdi ve Amerikan krizi

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Asya ve Avrupa ekonomilerinin ihracat rakamlarında ciddi azalmalara yol açan, varil başına fiyatı 133 dolara çıkan petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki balonun patlamasına neden olan bir küreselleşme krizine dönüştü.

Nasıl oldu bu? On milyon dolarlar kazanan adamlar nasıl on milyar dolarlar kaybeder hale geldi? Cumhuriyetçi bir yönetim nasıl oldu da Federal Home Loan Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation ve sigorta devi Amerikan International Group'u (AIG) kamusallaştırdı? Tüm bunların ötesinde nasıl oldu da Amerikan ipotekli kredi piyasasındaki bir kriz Amerika'da durgunluk yaratmakla kalmayıp bir dünya bunalımına neden oldu? Bu soruları yanıtlamak için en az altı farklı ama ilintili finansal olayı anlamak gerekir:

1. Bu kadar çok Amerikan ve Avrupa bankası nasıl bu kadar yüksek kaldıraçlı bir bilanço sahibi oldular, diğer bir deyişle sermaye tabanlarının çok ötesinde bir parayı borçlanıp kredi olarak kullandırma noktasına nasıl geldiler?
2. İpotekli borçlar, kredi kartı borçları gibi değişik borç türleri parçalanıp birleştirilerek nasıl tahvilmişçesine menkul kıymetleştirildi?
3. Merkez bankalarının parasal politikaları nasıl oldu da sadece enflasyonun dar bir tanımına odaklanıp hisse ve emlak fiyatlarındaki balonların olası zararlarını gözardı etti?
4. Dev Amerikan firması AIG tarafından başı çekilen sigorta endüstrisi nasıl geleneksel risk kapsamından türev işlemler piyasasına kaydı ve yüksek belirsizlik içeren finansal risklere karşı korunma satar oldu?
5. Atlas Okyanus'unun iki kıyısındaki politikacılar neden çeşitli teşviklerle ipotekli kredi piyasasını genişleterek ev sahibi hane oranını artırmaya çalıştılar?
6. Asya hükümetlerini, özellikle de Çin Halk Cumhuriyeti'ninkini rezervlerinde trilyonlarca dolar tutarak Amerika'nın cari açığını finanse etmeye yardımcı olmaya ikna eden neydi?

Tüm bunlar bazı okuyuculara gizemli görünebilir. Fakat bir bankanın sermayesinin aktiflerine oranı akademik bir merak konusu olmanın ötesinde bir konudur. Ne de olsa 1929 ve 1933 yılları arasındaki Büyük Buhran'ın başlamasına neden olarak Amerikan bankacılık sistemindeki büyük daralma gösteriliyor.[7] O halde bu kitabın bir amacı da sıradan okuyucunun finans ve daha özelde finansal tarihe giriş yapmasını sağlamaktır. İngilizce konuşan dünyadaki insanların çoğunun finans konusunda bilgisiz olduğu bilinen bir gerçektir. 2007 yılın-

7 Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1867-1960 (Princeton, 1963).

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

da yapılan bir araştırmaya göre uygulanan yüksek faiz oranlarına rağmen her on Amerikalı'dan dördü en çok kullandığı kredi kartının aylık bakiyesinin tamamını ödememektedir. Yaklaşık üçte biri (yüzde 29) kredi kartlarının faiz oranları hakkında bir fikri olmadığını söylemiştir. Diğer bir yüzde 30'u da faiz oranın yüzde 10'un altında olduğunu söylemiştir ki birçok kredi kartı şirketinin uyguladığı faiz yüzde 10'un epey üzerindedir. Katılımcıların yarıdan çoğu okulda finansal konularla ilgili pek bir şey öğrenmediklerini ya da finansla ilgili hiçbir şey görmediklerini belirtmiştir.[8] 2008 yılındaki bir anket Amerikalıların üçte ikisinin bileşik faiz hesabını anlamadığını göstermiştir.[9] Buffalo Üniversitesi İşletme Okulu araştırma görevlilerince yapılan bir ankette lise son sınıf öğrencileri bireysel finans ve ekonomi konularındaki soruları sadece yüzde 52 oranında doğru yanıtlayabilmiştir.[10] Öğrencilerin sadece yüzde 14'ü 18 yıllık bir dönemde hisse senetlerinin Amerikan devlet tahvilinden daha fazla getirisi olabileceğini anlayabilmiştir. Tasarruf hesaplarından kazanılan faizden ancak hesap sahibinin geliri belli bir seviyenin üzerinde ise gelir vergisi alındığını bilenler yüzde 23'ün altındadır. Yüzde 59, şirket emeklilik sandıkları, sosyal güvenlik ve 401(k) planları arasında ne fark olduğunu bilmemektedir.*

Bu sadece Amerika'ya has bir durum değildir. 2006 yılında Britanya Finansal Hizmetler Kurumu'nun halkın finansal konulardaki bilgi seviyesi hakkında yaptığı bir araştırma, beş kişiden birinin faizlerin yüzde 3 olduğu bir ortamda enflasyonun yüzde 5 olmasının alım güçlerine nasıl bir etki yapacağını bilmediğini ortaya çıkarmıştır. On kişiden biri orijinal fiyatı 250 pound olan bir televizyon için 30 poundluk iskontonun mu, yüzde 10'luk indirimin mi daha kârlı olacağını bilememiştir. Son örneğin gösterdiği gibi bu araştırmalarda sorulan sorular çok basit niteliktedir. Soru sorulanların ancak bir avuç kadarının "satış" (*put*) ve "alış" (*call*) opsiyonları arasındaki farkı bilebileceğini tahmin etmek yanlış olmaz. CDO ve CDS'ler arasındaki farkı bilenler ise daha da az olacaktır.

Politikacılar, merkez bankaları ve işadamları düzenli olarak halkın para hakkındaki cahilliğinden yakınırlar ve bu konuda haklıdırlar. Bireylerden kendi gelir giderlerini idare etme sorumluluğunu almalarını, ev sahibi olmalarını ve

8 National Foundation for Credit Counseling için Princeton Survey Research Associates International tarafından hazırlanan "Financial Literacy Survey", 19 Nisan 2007.

9 Alexander R. Konrad, "Finance Basics Elude Citizens", *Harvard Crimson*, 2 Şubat 2008.

10 Associated Press, "Teens Still Lack Financial Literacy, Survey Finds", 5 Nisan 2006: http://www.msnbc.msn.com/id/12168872

* 401(k) planları 1980 yılında tanımlı katkılı emeklilik planları olarak uygulamaya girmiştir. Çalışanlar kazançlarının bir kısmının ödenmesini ya da bir 401(k) hesabına aktarılmasını seçebilirler. Bu hesaba aktarılan paranın nasıl kullanılacağıyla ilgili çalışana bazı seçenekler sunulur ve birkaç istisna dışında para çekilene kadar hesaptaki meblağ vergiden muaftır.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://fantey.org

emeklilikleri için ne kadar tasarruf yapıp, sağlık sigortası alıp almamaya karar vermelerini bekleyen bir toplum, bireylerini akıllı finansal kararlar veremeyecek derecede donanımsız bırakarak geleceğini sorunlara boğuyor demektir. Aslında bugünkü krizin sadece sıradan insanlara has olmayan finansal tarih cahilliği ile açıklanabileceğini düşünüyorum. "Evrenin efendileri" de umutlarını, aslında sahte tanrılar olan seçkin matematik modellere bağlayıp geçmişten ders çıkarmayı ihmal ettiler.

Modern finansal kurumların ve terminolojinin karmaşıklığını anlamak için atılacak ilk adım onların nereden geldiğine bakmaktır. Bir kurumun ya da enstrümanın sadece kökenini anlamak bile onun bugünkü rolünü anlamayı çok daha kolaylaştıracaktır. Modern finansal sistemin önemli bileşenleri birbirini takip eden şekilde ortaya çıkmıştır. Bu kitabın ilk bölümü paranın ve kredinin yükselişini takip eder, ikinci kısım tahvil piyasasını, üçüncüsü ise hisse senedi borsalarını ele alır. Dördüncü kısım sigortanın hikâyesini anlatırken, beşinci kısım emlak piyasasını inceler ve altıncı kısımda uluslararası finansın iniş çıkışları üzerinde durulur. Her bölüm temel bir tarihi soruya yanıt arar. Para tamamıyla yok olmadan önce ne zaman metalden kâğıda dönüştü? Uzun vadeli faiz oranları belirleyerek tahvil piyasasının dünyayı yönettiği doğru mu? Merkez bankalarının borsalardaki şişme ve sönmelerde oynadıkları rol ne? Neden sigorta riskten korunmanın en iyi yolu olmak zorunda değil? İnsanlar gayri menkule yatırımın faydalarını abartıyorlar mı? Küresel finansal istikrar, Çin ve Amerika'nın ekonomik olarak karşılıklı bağımlı hale gelmeleri ile tesis edilebilir mi yoksa bu tamamen bir hayal midir?

Finans tarihini Mezopotamya'dan modern mikrofinansa kadar kapsamaya çalışarak kendime gerçekleştirilmesi imkânsız bir hedef koyduğum muhakkak. Birçok şeye kısa ve öz olmak adına değinemedim. Yine de modern finansal sistem bu çalışmadan sonra genel okuyucunun zihninde biraz daha netlik kazanacaksa çabaya değer.

Bu kitabı yazarken çok şey öğrendim, bunlardan üçü özellikle öne çıkıyor. İlki yoksulluğun açgözlü finansçıların fakirleri sömürmesinin bir sonucu olmadığı. Yoksulluk daha ziyade finansal kurumların eksikliği ile, bankaların varlığı değil yokluğu ile ilgilidir. Borçlananlar ancak verimli bir kredi ağına erişimleri olduğunda tefecilerin pençesinden kaçabilirler ve tasarruf sahipleri paralarını güvenilir bankalara yatırabildiği sürece para atıllıktan üretime ya da zenginden fakire yönelir. Bu husus sadece fakir ülkeler için değil görünüşte gelişmiş olan ülkelerin –içimizdeki Afrikalar diyebileceğimiz– yoksul mahalleleri, mesela insanlar her türlü ihtiyaçlarını günde 6 pound ile karşılayıp zar zor ayakta dururken,

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

mahalle tefecilerinin yıllık faiz oranlarının yüzde on bir milyona dayandığı ve benim de doğum yerim olan Glasgow'daki toplu konut bölgesi için de geçerlidir.

Farkına vardığım diğer konu eşitlik ve onun yokluğuyla ilgili. Finansal sistemin bir eksiği varsa o da biz insanların neye benzediğimizi büyüterek yansıtması. Davranışsal finans alanında yapılan artan sayıda araştırmadan öğreniyoruz ki para, aşırı tepki gösterme eğilimimizi artırıyor, işler iyi giderken duyulan coşku işler sarpa sarınca yerini derin bir buhrana bırakabiliyor. Ani artışlar ve çöküşler temelde duygusal oynaklığımızın ürünleri. Finans aynı zamanda aramızdaki farklılıkları da körüklüyor, şanslı ve zeki olanı zenginleştirirken, şanssız ve pek zeki olmayanları yoksullaştırıyor. Finansal küreselleşme, üç yüzyılı aşan ayrışmadan sonra dünyanın artık zengin gelişmiş ülkeler ve yoksul az gelişmiş ülkeler olarak bölünemeyeceği anlamına gelir. Finansal piyasalar daha da entegre hale geldikçe yaşadığı yerden bağımsız olarak, finansal bilgiye sahip olanlar daha büyük fırsatlar yakalarken, finansal bilgisi olmayanların aşağı doğru sürüklenme riski artıyor. Dünyada gelir dağılımı kesinlikle eşit değil çünkü sermayenin sağladığı kazanç, vasıfsız ya da yarı kalifiye işgücünün sağladığı getiriye göre daha fazla arttı. "Biliyor olmanın" ödülü hiçbir zaman bu kadar büyük, finansal bilgisizliğin cezası ise hiç bu kadar sert olmamıştı.

Son olarak finansal sistemin böylesine karmaşık, sistem içi ilişkilerin doğrusal değil hatta kaotik olması nedeniyle bir finansal krizin zamanlamasını ve ölçeğini öngörmenin ne kadar zor olduğunu anladım. Paranın yükselişi hiçbir zaman pürüzsüz olmadı ve karşılaşılan her yeni zorluk bankacılar ve benzerlerinin yeni bir tepki geliştirmesini doğurdu. Finans tarihi, yukarı çıkan yumuşak bir eğriden ziyade And Dağları'ndan görünen ufuk gibi, sivri ve düzensiz zirvelerle vadilerden oluşur. Ya da metaforu çeşitlendirmek için denebilir ki finansal tarih doğada gözlemlediğimiz evrime göre çok daha kısa bir zaman dilimine sıkıştırılmış ve devam etmekte olan evrimsel bir olaydır. Amerikan Hazine Bakanı Anthony W. Ryan, Eylül 2007'de Kongre'de yaptığı konuşmasında "Nasıl doğada bazı türler yok oluyorsa, bazı yeni finansal teknikler de diğerlerinden daha az başarılı olabilir" demişti. Böylesine Darwinci bir ifade yazdıklarımı teyit ediyor sanki.

Permiyen dönemin sonunda Dünya'daki türlerin yüzde 90'ının ya da Kretase-Tersiyer döneminde dinazorların yok olmasına yol açan felaketler gibi finans dünyasında bir "büyük ölüm"ün eşiğinde miyiz? Bilimadamları insan kaynaklı iklim değişikliğinin yerkürenin farklı yerlerindeki yaşam alanlarını tahrip etmesine bakıp Dünya için böyle bir felaket senaryosunundan korkmakta haklılar. Öte yandan diğer bir insan kaynaklı felaket yavaş ve acılı bir şekilde küre-

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

sel finansal sistemi sararken, finansal kurumların ölümüne ilişkin senaryo da bizi korkutmalı. Birden fazla kıdemli gözlemci (Amerika'da merkez bankası eski başkanı Alan Greenspan ve eski hazine bakanı Henry Paulson) mevcut finansal krizi "yüzyılda bir görülecek türden" bir olay olarak niteledi. 1930'lardan bu yana hiçbir zaman bu kadar çok sayıda finansal kurum yok olma tehditi yaşamamıştı. Fakat bu, bu krizi öngöremeyenler için bir bahane olmamalı. Tarih bize büyük krizlerin çıkabildiğini, hatta bazen bir yüzyılda birden fazla kriz bile olabileceğini gösteriyor.

Tüm bu nedenlerle –ister iki yakasını bir araya getirmeye çalışanlardan, ister evrenin efendisi olmak isteyenlerden olun– paranın yükselişini anlamak hiçbir zaman bugün olduğu kadar gerekli olmamıştı. Eğer bu kitap finansal bilgi ile diğer bilgi türleri arasındaki tehlikeli duvarı yıkmaya yardımcı olabilirse emeklerim boşa gitmemiş demektir.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

1

AÇGÖZLÜ HAYALLER

Paranın olmadığı bir dünya düşleyin. Yüzyılı aşkın süredir sadece komünistler ve anarşistler değil aşırı sağcılar, kökten dinciler ve hippiler de bunun hayalini kurdular. Friedrich Engels ve Karl Marx'a göre para, aile içi bağlar da dahil insanlar arası tüm ilişkilerin yerine "para bağını" (*cash nexus*) koyan kapitalist bir sömürü aracıdır. Marx'ın daha sonra *Kapital*'de göstermeye çalıştığı gibi para, dürüst çalışmayla elde edilmiş artığın kapitalist sınıfın doymak bilmez birikim arzusunu tatmin etmek için ele geçirilip "somutlaştırılması" sonucu metalaştırılan emektir. Bu gibi görüşler kolay değişmez. 1970 gibi yakın zamanlarda bile Avrupa Komünistleri parasız bir dünyaya özlem duyuyorlardı, tıpkı Büyük Britanya Sosyalist Partisi'nin aylık gazetesi *Socialist Standard*'da yer alan Ütopyacı sesleniş gibi:

> Para hükmünü yitirecek... Altın, Lenin'in istediği gibi umumi tuvaletler yapmak için rezerve edilebilir... Komünist toplumlarda mallara erişim özgür ve ücretsiz olacak. Toplumun örgütlenmesi, temelden itibaren parasız olacak... Çılgıncasına, nevrotik bir biçimde tüketme ve istifleme arzusu yok olacak. Nesneleri biriktirme isteği absürd hale gelecek; artık cebe atılacak para ya da işe alınacak maaşlı kalmayacak... Yeni insanlar kendilerine yaşamaları için gerekli olan ne varsa fazlasıyla veren doğaya güvenip yarın kaygısı olmadan yaşayan avcı-toplayıcı atalarına benzeyecekler...[1]

Fakat hiçbir komünist devlet –Kuzey Kore bile– parayı ortadan kaldırmayı uygulanabilir bulmamıştır.[2] Ve gerçek avcı-toplayıcı toplumlarla ilgili kısa gözlem-

1 "A World Without Money", *Socialist Standard* (Temmuz 1979). Paragraf, "Les Amis de Quatre Millions de Jeune Travailleurs", *Un Monde sans Argent: Le Communisme* (Paris, 1975-6)'den kısaltılarak yapılmış bir alıntıdır.

2 Marx ve Engels de aslında paranın ortadan kaldırılmasını değil "Devlet sermayeli ve tekel konumunda olan bir ulusal banka yoluyla kredilerin devlet elinde merkezileştirilmesini" önermişlerdir. *Komünist Manifesto,* bölüm II, madde 5.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

ler bile paranın olmadığı bir hayatın ciddi sakıncaları olduğu konusunda fikir verebilir.

Nukak-Maku mensupları beş yıl önce beklenmedik bir şekilde, Kolombiya'daki, San Jose Del Guaviare'de Amazon yağmur ormanlarının derinliklerinden çıkıverdiler. Nukaklar zamanın unuttuğu, ansızın ortaya çıkışlarına kadar insanlığın geri kalanı ile ilişkisi olmayan bir kabileydi. Sadece avlayabildikleri maymunlar ve toplayabildikleri meyvelerle hayatlarını sürdürdüklerinden, para mefhumları da yoktu. Görünen o ki gelecek kavramından da bihaberdiler. Bugünlerde şehrin yakınında bir açıklıkta, devlet yardımları ile ayakta duruyorlar. Ormanı özleyip özlemedikleri sorulduğunda gülüyorlar. Hayatları boyunca yemek aramak için bitap düşene kadar yürümüş bu insanlar, şimdi yabancıların tüm istediklerini, üstelik hiçbir karşılık beklemeden vermesi karşısında hayrete düşmüş durumdalar.[3]

Aslında bir avcı-toplayıcının yaşamı Thomas Hobbes'un yabanlık hakkında söyledikleri gibi "yalnız, fakir, kötü, kaba ve kısadır". Bazı açılardan ormanda dolaşıp maymunları çuvala doldurmak, yoğun çaba gerektiren tarımla uğraşmaya tercih edilebilir. Öte yandan antropologlar günümüze ulaşan birçok avcı-toplayıcı kabilenin Nukaklar kadar halim selim olmadığını göstermiştir. Mesela Ekvador'daki Jivarolarda erken ölümlerin yüzde 60'ı şiddet nedeniyledir. Aynı oran Brezilya'daki Yanomamolar için yüzde 40'tır. Görünen o ki ilkel iki grup karşı karşıya geldiğinde ticari takas yapmak yerine (gıda ve doğurgan kadın gibi) kısıtlı kaynakları ele geçirmek için savaşmaya daha meyilliler. Avcı-toplayıcılar takas yapmaz, yağmalarlar. Buldukları gıdayı, buldukları anda tükettiklerinden tasarruf da yapmazlar. Bu yüzden de paraya ihtiyaçları yoktur.

Para Dağı

Nukaklardan daha gelişmiş toplumların para olmadan yaşadıkları doğrudur. Beş yüzyıl önce Güney Amerika'nın en gelişmiş toplumunun yaşadığı İnka İmparatorluğu'nda da para yoktu. İnkalar değerli madenleri estetik açıdan yüceltirlerdi. Altın "güneşin teri", gümüş "ayın gözyaşı" idi. Komünist toplumlarda olacağı söylendiği gibi, İnka İmparatorluğu'nda kullanılan değer birimi emekti. Ve yine komünist yönetimde görüleceği üzere ekonomi zorunlu çalışma ile sert bir merkezi planlamaya dayanıyordu. İlginçtir ki 1532'de İnka İmparatorluğu'na

3 Juan Forero, "Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home", 11 Mayıs 2006. http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

diz çöktüren, tıpkı Kristof Kolomb gibi Yeni Dünya'ya değerli madenleri bulup paraya dönüştürmek için gelmiş bir adamdı.*

İspanyol bir komutanın gayri meşru çocuğu olan Fransisco Pizarro 1502'de kısmetini bulmak üzere Atlas Okyanusu'nu aşmıştı.[4] Panama'nın Pasifik kıyılarını ilk geçen Avrupalılardan olan Pizarro Peru'ya ilki 1524'te olmak üzere üç keşif seferi yapmıştır. Doğa koşulları çetin, gıda az ve karşılaşılan ilk yerli kabileler saldırgandır. Bununla birlikte Tumbes bölgesine yaptıkları ikinci seferde yerlilerin kendilerini "güneşin çocukları" olarak görmesi Pizarro ve yandaşlarını devam etme konusunda yüreklendirir. "Peru Valisi" sıfatı ile Kastilya İmparatorluğu'nu** genişletme planlarına kraliyet onayı almak üzere İspanya'ya dönen Pizarro üç gemi, yirmi yedi at ve Avrupa'daki en gelişmiş silahlar olan tüfek ve mekanik tatar yayları ile donanmış yüz seksen kişilik bir güç oluşturur.[5] Üçüncü sefer 27 Aralık 1530'da Panama'dan yola çıkar. "Fatih" olarak anılacak olanlar, ölen İnka İmparatoru Huayna Capac'ın kavgalı iki oğlundan biri olan Atahuallpa ile karşı karşıya gelme hedeflerine iki seneden kısa bir sürede ulaşırlar. Keşiş Vincente Valverd'in Hıristiyanlık'ı seçme teklifini geri çevirip, İncil'ini küçümseyici bir şekilde yere atan Atahuallpa (İnkalar tarafından daha önce görülmemiş bir hayvan olan) atları ile korku saçan İspanyolların ordusunu yok edişini izlemek zorunda kalır. Sayıca ne kadar az oldukları düşünülürse, İspanyolların darbesi gerçekten şaşırtıcıdır.[6] Atahuallpa kısa sürede Pizarro'nun neyin peşinde olduğunu anlar ve esir tutulduğu odayı bir kere dolduracak kadar altın, iki kere dolduracak kadar da gümüş vermeyi teklif ederek özgürlüğünü geri almak ister. Takip eden aylarda İnkalar 6.040 kg 22 ayar altın ve 11.700 kg saf gümüş toplarlar.[7] Fakat Pizarro tutsağını idam etmeyi kafasına koymuştur ve 1538'in Ağustos ayında halkın gözü önünde Atahuallpa'yı öldürtür.[8] Cusco'nun düşmesini takip eden İspanyol yağmasıyla İnka İmparatorluğu paramparça olur. Aslında İspanyol kuklası olması beklenen Manco Capac'ın başı çektiği 1536 ayaklan-

4 Clifford Smyth, *Francisco Pizarro and the Conquest of Peru* (Whitefish, Montana, 2007 [1931])
5 Michael Wood, *Conquistadors* (Londra, 2001), s. 128.
6 Latin Amerika'yı fethedenlerin esas dürtüsünün altın olduğunu açıkça ortaya koyan bakış açılarını görebilmek için Hernando Pizarro'nun Kasım 1533'te Santa Domingo'daki Kraliyet Ricali'ne yazdığı mektuba bakabilirsiniz. Clements R. Markham (ed.), *Reports on the Discovery of Peru* (Londra, 1872) s. 113-27.
7 M. A. Burkholder, *Colonial Latin America* (2. Baskı, Oxford, 1994), s. 46.
8 J. Hemming, *Conquest of the Incas* (Londra, 2004) s. 77.

* Yeni Dünya'yı fethetmeye gelenler hem altının hem de gümüşün peşindeydiler. Kolomb, kıtadaki ilk yerleşim yerini, Hispaniola'daki (bugünkü Dominik Cumhuriyeti) La Isabela'yı yerel altın rezervlerinin yağmalanması için kurdurmuştu. Kolomb gümüş bulduğunu sanmış olsa da, rastlanan gümüş izlerinin İspanya'dan getirilen örneklere ait olduğu anlaşılmıştır.

** Bizim İspanya dediğimiz yer, Ferdinand ile Isabella'nın evlendikleri 1474 yılından on sekizinci yüzyıla kadar teknik olarak, Aragon ve Kastilya isimli iki krallığın birliğinden oluşuyordu.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

masına rağmen İspanyol idaresi sarsılmaz bir şekilde tesis edilir ve Lima başkent haline getirilir. İnka İmparatorluğu 1572'de resmen ortadan kalkar.

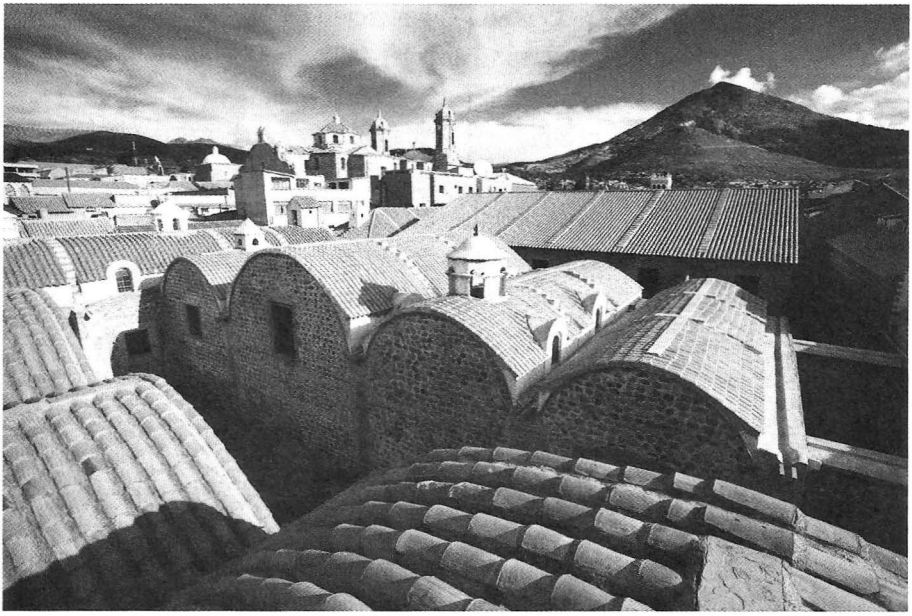
Pizarro yaşadığı gibi, vahşi bir şekilde öldü; 1541 yılında Lima'da tartıştığı bir yoldaşı tarafından bıçaklanarak öldürüldü. Ama onun İspanya Krallığına bıraktığı miras kendi tahminlerinin bile ötesine geçti. Fatihler festival zamanları vücudunu altın tozuna bulayan bir yerli kralı anlatan El Dorado efsanesinden çok etkilenmişlerdi. Pizarro'nun adamlarının Yukarı Peru dediği, yüksek irtifaya alışık olmayanların nefes almakta zorlanacakları dağlar ve sis ile kaplı bölgede altın gibi değerli bir şey buldular. Kusursuz bir simetri ile yükselen 4.824 metrelik zirvesi ile Cerro Rico – İspanyolca "zengin tepe" anlamına gelir – parayla ilgili en güçlü fikirlerin mükemmel şekilde somutlaşmış haliydi: Gümüş cevherinden müteşekkil bir dağ. Diego Gualpa isimli bir yerli 1545'te dağdaki beş gümüş yatağını bulduğunda, dünyanın iktisadi tarihini de değiştirmiş oldu.[9]

İnkalar Avrupalıları ele geçiren doymak bilmez altın ve gümüş arzunu bir türlü anlayamadılar. Manco Capac "Andlardaki tüm karlar altına dönse, yine de tatmin olmayacaklar"[10] diye yakınıyordu. Pizarro ve adamları için gümüşün parlak, dekoratif bir metal olmanın ötesinde bir anlamı olduğunu kavrayamıyorlardı. Gümüş paraya dönüştürülebilirdi. Para; değerin ölçülebildiği ve saklanabildiği, taşınabilir güçtü.

İspanyollar madenleri işletirken, ilk başta ücret karşılığı civar köylerdeki halkı kullandılar. Fakat koşullar o kadar kötüydü ki bu yeterli olmadı ve on altıncı yüzyılın sonuna doğru dağlık bölgedeki on altı yönetim bölgesinde yaşayan, 18 ve 50 yaş arası erkeklerin yılda on yedi hafta zorunlu olarak çalışmalarına dayanan bir sistemi (*la mita*) devreye soktular.[11] Madencilerin ölüm oranı dudak uçuklatıcıydı. Bunun tek sebebi, sadece çıkarılan cevherin civa ile ezilerek bir amalgama dönüştürülmesi, yıkandıktan sonra da içindeki civanın yakılması için ısıtılmasından oluşan rafine etme süreci esnasında işçilerin solumak zorunda kaldıkları civa dumanı değildi.[12] Madenlerin içindeki hava zehirliydi (hâlâ da öyle) ve madenciler en ilkel merdivenlerle yüzlerce metre derinliğe indi mi, ancak uzun saatler sonra kazıp çıkardıkları cevherleri koydukları sırtlarındaki çuvallarla tekrar yukarı çıkabiliyorlardı. Düşen kayalar yüzlercesini öldürdü, yaraladı. Domingo de Santo Tomas'a göre yeni "gümüşe hücum" şehri Potosi, yığınla insanın girdiği ve açgözlü İspanyolların "tanrı"sına kurban edildiği bir cehennem kapısıydı. Rodri-

9 a.g.e. s. 355.
10 Wood, *Conquistadors*, s. 38, 148.
11 Hemming, *Conquest*, s. 392.
12 P. Bakewell, *A History of Latin America* (2. Baskı, Oxford, 2004) s. 186.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://hanley.org



Potosi'deki Cerro Rico, İspanyol İmparatorluğu'nun para dağı

go de Loaisa madenleri cehennem çukuru olarak niteliyordu, eğer pazartesi yirmi sağlıklı yerli madene giriyorsa cumartesi en iyi ihtimalle yarısı sürünerek dışarı çıkabiliyordu.[13] Augustine mezhebine bağlı Keşiş Antonio de la Calancha 1638 yılında şöyle yazmıştı: "Potosi Darphanesi'nde dökülen bir peso, madenin derinliklerinde ölen on yerliye mal olmaktadır." Yerli işgücü kırılıp yok olunca onların yerini almak üzere Afrika'dan binlerce köle getirilir. Cerro Terro'nun boğucu kuyu ve galerilerinde bugün bile o cehennemi görmek mümkündür.

Zorla çalıştırılanlar için mezar olan Potosi, İspanya için zenginliğin kaynağıdır. 1556 ve 1783 arasında "zengin tepe"den 45.000 ton saf gümüş çıkarılmış, Casa de Moneda'da (darphane) madeni para ve külçeye dönüştürülerek Sevilla'ya gönderilmiştir. Oksijeni az havası ve sert iklimine rağmen Potosi en kalabalık olduğu günlerde 160.000 ile 200.000 arasında değişen nüfusu ile Avrupa'nın birçok kentinden daha büyük hale gelmiş, İspanyol İmparatorluğu'nun önde gelen şehirlerinden biri olmuştur. İspanyolcada "servete bedel" anlamında *vale un potosi* (bir potosiye bedel) denmeye başlanmıştır. Pizarro'nun fethi İspanya Krallığı'nı açgözlülük hayallerinin ötesinde zengin yapmıştır.

Bilinen anlamda para, değiş-tokuşun verimsizliğini ortadan kaldırma üstünlüğüne sahip bir takas aracı, değerleme ve hesaplamaları kolaylaştıran bir

13 Hemming, *Conquest*, s. 356.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

hesap birimi ve iktisadi faaliyetlerin uzun bir zaman dilimine ve coğrafyaya yayılarak yapılmasına imkân sağlayan bir değer saklama aracıdır. Bu işlevleri en uygun şekilde yerine getirebilmesi için paranın ulaşılabilir, düşük maliyetli, uzun ömürlü, değiştirilebilir, taşınabilir ve güvenilir olması gerekir. Tüm bu kriterleri karşıladıkları için altın, gümüş ve bronz gibi metaller binyıllar boyu para için uygun hammadde olarak kabul edilmişlerdir. Tarihi MÖ 600'e kadar giden bilinen ilk sikkeler arkeologlar tarafından Efes'teki Artemis Tapınağı'nda bulunmuştur. Aslan başı figürü taşıyan ve elektrum adı verilen altın gümüş alaşımından yapılan bu oval Lidya paraları, bir yüzünde tanrıça Athena, diğerinde ise bilgeliği nedeni ile Athena ile ilişkilendirilen baykuş bulunan ve standartlaştırılmış bir gümüş sikke olan Atina tetradrahmisinin öncüleridir. Roma döneminde sikkeler üç farklı metalden üretiliyordu: Aureus (altın), denarius (gümüş) ve sestertius (bronz). Değerleri bulunurlukları ile doğru olarak bu sırayı takip eder, hepsinin bir yüzünde dönemin imparatorunun başı, diğer yüzünde efsanevi Remus ve Romulus figürleri yer alırdı. Sikke sadece antik Akdeniz'de kullanılmamıştır ama ilk orada ortaya çıkmıştır. Çin'de "ilk imparator" Kin Shihuangdi tarafından bastırılan standartlaştırılmış bronz sikkelerin ortaya çıkışı MÖ 221'e rastlar. Her durumda değerli metallerden yapılan sikkeler, para basma işini, bir gelir kaynağı olarak kullanmak amacıyla tekellerine alan kuvvetli hükümdarlar ile ilişkilendirilmiştir.

Romalıların para basma sistemi Roma İmparatorluğu'ndan daha uzun ömürlü olmuştur. 768-814 arası Frankların Kralı olan Şarlman zamanında bile fiyatlar gümüş dinarla (*denarii*) söyleniyordu. İşin zor yanı Şarlman'ın İmparator Augustus unvanını aldığı 800 yılında Batı Avrupa'da ciddi bir gümüş sıkıntısı olmasıydı. Güney Akdeniz'i ve Ortadoğu'yu etkisi altına alan İslam İmparatorluğunun gelişmiş ticaret merkezlerinde paraya olan talep daha fazlaydı, bu yüzden de değerli metaller geri kalmış Avrupa'dan çekiliyordu. Şarlman zamanında dinar o kadar az bulunur hale gelmişti ki, yirmi dört tanesi ile Carolingian ineği alınabiliyordu. Avrupa'nın bazı bölgelerinde biber ve sincap derisi para yerine kullanılır olmuştu, bazı yerlerde ise *pecunia* kelimesi para değil arazi anlamında kullanılmaya başlanmıştı. Avrupalılar için bu sorunun üstesinden gelmenin iki yolu vardı. Mal ve işgücü ihraç edebilirlerdi, köle ve kereste karşılığında Bağdat'da gümüş, Cordoba ya da Kahire'de ise Afrika altını ödeniyordu. Ya da İslam âlemi ile savaşa girip değerli metalleri yağmalayabilirlerdi. Yeni Dünya'nın fethinde de görüleceği gibi Haçlı Seferleri'nin bir nedeni kâfirleri Hıristiyan yapmak ise, diğer nedeni de Avrupa'daki para sıkışıklığına çözüm bulmaktır.[14]

14 Alexander Murray, *Reason and Society in the Middle Ages* (Oxford, 2002), s. 25-58.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Haçlı Seferleri pahalıya mal oluyordu ve net getirisi de pek fazla değildi. Parasal sıkıntılar yetmiyormuş gibi, Ortaçağ ve erken modern dönem devletleri, ekonomistlerin ufak paranın büyük sorunu dedikleri bir sorun karşısında da yetersiz kalmışlardı. Bu sorun farklı metallerden yapılmış madeni paralar arasında istikrarlı bir ilişki kurmanın zorluğundan kaynaklanır. Madeni paranın değeri ne kadar küçükse, bulunabilirliği o kadar zorlaşır, değeri ve ayarı düşer.[15] Potosi ve Yeni Dünya'da mebzul miktarda gümüş bulunan diğer yerler (Meksika'da Zacateras) sayesinde İspanyollar yüzyıllar süren kısıtları aşmayı başarmışlardır. Bundan ilk faydalanan elbette Yeni Dünya seferlerinin hamisi olan Kastilya Krallığı'dır. Yüz gemiye ulaşan konvoylar Atlas Okyanusu'nun öbür yakasından Sevilla'ya yılda 170 ton gümüş taşıdılar. Getirilen miktarın beşte biri kraliyet vergisi olarak kesiliyordu ve on altıncı yüzyılın sonlarında kraliyet karcamalarının yüzde 44'ünü karşılıyordu.[16] Fakat paranın harcanış şekli İspanya'nın ötesinde tüm Avrupa için parasal bir teşvik sağladı. Alman *thaler*'inden esinlenen ve daha sonra dolar ismini alan İspanyol sekizlisi (sekiz reale denk madeni para) dünyanın ilk küresel para birimi oldu ve İspanya'nın uzun süren savaşlarını finanse etmekle kalmayıp Avrupa ve Asya arasındaki ticaretin de hızla artmasına imkân sağladı.

Yine de Yeni Dünya'nın tüm gümüşü isyancı Flaman Cumhuriyeti'ni dize getirmeye, İngiltere'yi sağlama almaya ve İspanya'yı önlenemez iktisadi ve emperyal çöküşten kurtarmaya yetmedi. Tıpkı Kral Midas gibi on altıncı yüzyılda V. Carlos ve II. Felipe de değerli metallerdeki aşırı bolluğun nimet kadar bela da olduğunu gördüler. Neden mi? Savaşlarını finanse etmek için o kadar çok maden çıkardılar ki, madenlerin diğer mallar karşısındaki satın alma gücü yani değerleri ciddi oranda düştü. 1540'tan 1640'lara kadar Avrupa'yı etkisine alan ve "fiyat devrimi" esnasında üç yüzyıl boyunca düzenli artış göstermeyen gıda fiyatları dikkat çekici şekilde yükseldi. En iyi fiyat verilerine ulaşılabilen ülke olan İngiltere'de bu dönem içinde geçim giderleri yedi kat arttı; yıllık yüzde ikiye denk gelen bu enflasyon oranı bugün için çok yüksek olmayabilir ama Ortaçağ standartlarında müthiş bir artışı ifade eder. İspanya için gümüşün bolluğu bugün bol miktarda petrole sahip Arabistan, Nijerya, İran, Rusya ve Venezuela'da olduğu gibi ekonomik üretkenliğe yönelik tüm teşvikleri ortadan kaldıran bir "kaynak uğursuzluğu" (*resource curse*) haline gelmiş, Cortes örneğinde olduğu gibi rant peşindeki otokratların güçlenmesi ve temsili meclislerin zayıflaması sonucunu doğurmuştur.[17]

15 Thomas J. Sargent ve François R. Velde, *The Big Problem of Small Change* (Princeton, NJ, 2002).
16 Bakewell, *A History of Latin America* s. 182.
17 Maurice Drelichman ve Hans-Joachim Voth, "Institutions and the Recource Curse in Early Modern Spain", 16-18 Mart 2007'de Toronto'da yapılan CIAR Institutions, Organizations, and Growth Program toplantısında sunulan çalışma.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

İspanyolların anlayamadığı, kıymetli metallerin değerinin mutlak olmadığıdır. Para karşınızdaki onun için ne vermeyi kabul ediyorsa, o kadar değerlidir. Bolluğu bir toplumu daha zengin hale getirmez ama parayı basma yetkisini tekelinde bulunduran yönetimi zenginleştirebilir. Diğer değişkenler sabit kalmak üzere paranın artması sadece fiyatları artırır.

*

Batı'da paranın metalle özdeşleştirilmesinin, tarihi tesadüflerin ötesinde bir nedeni yoktur. Beş bin yıl önce, Mezopotamya'da insanlar arpa, yün gibi zirai ürünlerle gümüş gibi metallere ait işlem bilgilerini kil tabletler üzerine kaydederlerdi. Gümüşten yapılmış yüzük, külçe ve levhalar, tıpkı tahıllar gibi hazır para olarak kullanılabilirdi ama kil tabletler de en az onlar kadar, belki daha da fazla önemliydi. Bu tabletlerin birçoğu günümüze ulaşmıştır ve bize ilk yazılı kayıtların tarih, şiir ya da felsefi metinler yazmak için değil, iş yapmak için üretildiklerini hatırlatırlar.[18] Bu kadar eski finansal araçları ele alırken saygı duymamak mümkün değil. Sadece topraktan yapılmış olsalar da bu tabletler, Potosi darphanesinde basılmış gümüş paralardan daha uzun dayanmışlardır. Sippar kasabası (günümüzde Tell Abu Habbah, Irak) yakınlarında bulunan, Kral Ammi-ditana (MÖ 1683-1647) dönemine ait, çok iyi durumda olan bir tablet, hamilinin hasat zamanında belli miktarda arpa alacağını belirtir. Kral Ammisaduka dönemine ait başka bir tablet ise, hamiline bir seyahatin sonunda belli miktarda gümüş verileceği bilgisini içerir.[19]

Eğer temel prensip tanıdık geldiyse sebebi bugünkü banknotların işlevinin benzer olmasındandır. Bank of England tarafından basılmış herhangi banknotun üzerine bir bakıverin: "Hamiline talebine karşılık ..... ödemeyi taahhüt ederim" yazar. Yedinci yüzyılda Çin'de ortaya çıkan ve bir kâğıt parçası olan banknotun esasen hiçbir değeri yoktur. Banknot, tıpkı Babil'in dört bin yıllık kil tabletleri gibi bir ödeme taahhüdünden ibarettir. (Bu yüzden "*promissory note*" yani "ödeme taahhüdü" Batı'da kâğıt paraya verilen ilk isimdir.) 10 Amerikan Doları'nın arka yüzünde "Tanrı'ya Güveniriz" (*"In God We Trust"*) yazar ama bu parayı alırken asıl güvendiğiniz ön yüzde resmi bulunan Birleşik Devletler'in ilk hazine bakanı Alexander Hamilton'un bugünkü halefidir. (Bu kitap yazıldığı

18 Hans J. Nissen, Peter Damerow ve Robert K. Englung, *Archaic Bookkeeping: Early Writing and Techniques of Economic Administrations in the Ancient Near East* (Londra, 1993).

19 British Museum'dan Dr. John Taylor'a çiviyazılarının deşifresindeki yardımı nedeniyle müteşekkirim. Martin Schubik'in Yale'deki sanal müzesinden de çok şey öğrendiğimi belirtmeliyim. http://museumofmoney.org/babylon/

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

esnada Goldman Sachs'ın CEO'su Lloyd Blankfein'in selefi Henry M. Paulson, Jr hazine bakanıydı.) Bir Amerikalı mal ya da emeğini bir avuç dolarla değişirken, İspanyolların yaptığı hatayı yapıp, piyasaya çok miktarda para sürerek, paranın değerini basıldığı kâğıdın değerine düşürmemeleri için "Hank" Paulson ve Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke'ye güvenir.

Geçtiğimiz elli yılda satın alma gücü düşmüş olsa da bugün, kâğıt paradan ve hurdadan yapılan bozuk paralardan memnunuz. Ne de olsa ikisi de değer saklamaya yarıyor. Daha da ilginci, göremediğimiz parayla da bir sorunumuz yok. Bugünün elektronik parası işverenimizin bizim hesabımıza, oradan da alışveriş yaptığımız mağazanınkine hiçbir şekilde cisimleşmeden hareket edebiliyor. Ekonomistlerin para arzı dedikleri şeyi, şu anda büyük ölçüde bu "sanal" para oluşturuyor. Amerikalıların ellerinde tuttukları dolarlar M2 olarak tanımlanan parasal ölçütün sadece yüzde 11'ini oluşturuyor. Bugün paranın elle tutulamaz oluşu belki de onun mahiyetini en iyi açıklayan yönü. Yeni Dünya'yı fethedenlerin anlayamadıkları şey paranın bir inanç meselesi olduğuydu; bize ödeme yapana inanç; ödemeyi yaptığı parayı basana ya da çek ve havalelerine kefil olan kuruma inanç. Para metal parçası değildir. Güvenin, inancın yazılmış halidir. Gümüş, kil, kâğıt ya da likit kristal ekran, neye yazılmış olduğu pek de önemli değildir. Maldivler'in deniz kabuklarından, Pasifik'teki Yap Adası'nın[20] büyük taş halkalarına her şey para olarak kullanılabilir. Ve görünen o ki bu elektronik çağda "hiçbir şey" de para yerine geçebilir.

Para borç verenle borç alan arasındaki ilişkiyi belirginleştirir. O Mezopotamya kil tabletlerine bir daha bakın. Her birinde kaydedilen işlemler borç verilen malların geri ödemesine ilişkindir, anlaşılan o ki tabletler geri ödenecek miktarı ve ödeme tarihini kayda almak üzere borç verenler tarafından düzenlenmiş ve (çoğu zaman mühürlü kil bir kabın içinde) muhafaza edilmişlerdir. Babil'in borçlanma sisteminin hayli gelişmiş olduğu aşikârdır. Borçlar başkasına aktarılabilir, dolayısıyla belli bir şahıs yerine "hamiline" ödeme yapılabilirdi. Kraliyet saraylarına ya da tapınaklara tahılını emanet edenlere kilden fiş düzenlenirdi. Borç alanların, yıllık oranı yüzde 20'lere varan (büyük ihtimalle hayvan sürülerinin zaman içinde sayıca büyümelerinden ortaya çıkmış bir kavram olan) faiz ödemeleri beklenirdi. Hammurabi (MÖ 1792-1750) dönemindeki matematik alıştırmaları uzun vadeli borçlanmalarda bileşik faiz uygulandığını gösteriyor. Tüm bunların dayandığı temel ise borç alanın geri ödeme yapacağına dair inandırıcılığa sahip olmasıydı. (Kredinin İngilizce karşılığı "credit" kelimesinin kökü-

20 Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day* (Cardiff, 1994); Jonathan Williams, Joe Cribb ve Elizabeth Errington, *Money: A History* (Londra, 1997).

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://fantezy.org

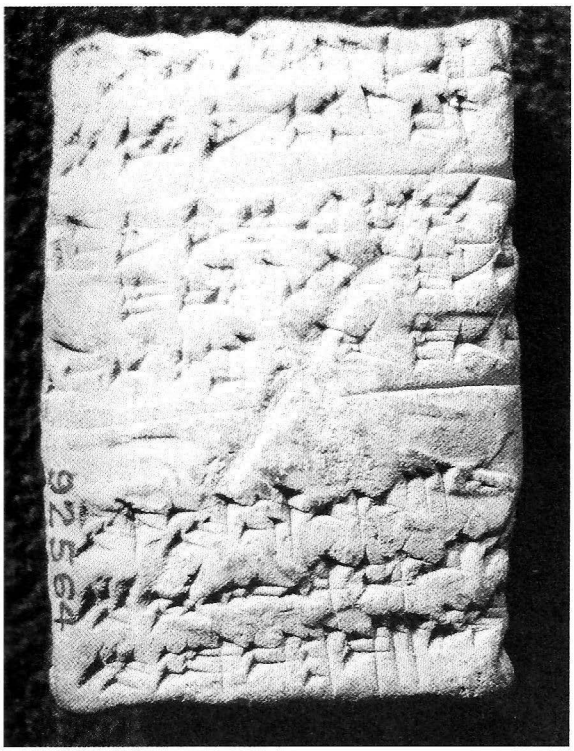
Millattan önce ikinci binyıla ait bir Mezopotamya tableti, ön yüz (yukarıda), arka yüz (karşı sayfa). Yazıt Amil-mirra'nın tabletin sahibine hasat zamanı 330 ölçek arpa ödeyeceğini belirtiyor.

nün, "inanıyorum" anlamına gelen Latince *credo* olması tesadüf değildir.) Borçlular belli dönemlerde borçlarından kurtulabilir –Hammurabi Kanunları üç yılda bir uygulamaya konulabilecek bir tür borç affını tarif eder– ama bu borç verenlerin (özel ya da kamu) geri ödemeye ilişkin makul bir beklentiye sahip olmalarını engellemez.[21] Aksine Mezopotamya'da uzun vadede özel finansman genişlemiştir. MÖ altıncı yüzyılda Babilli Egibiler gibi ticari çıkarları güneyde Uruk, doğuda İran'a kadar uzanan, güçlü, toprak sahibi ve borç veren aileler ortaya çıkmıştır. O dönemden günümüze ulaşan binlerce kil tablet, binlerce insanın bir ara Egibilere borçlandığına tanıklık eder. Ailenin beş yüzyıl boyunca ayakta kalması ise genelde borçlarını tahsil ettikleri şeklinde yorumlanabilir.

Kredinin Mezopotamya'da icat edildiğini söylemek doğru olmaz. Babil'deki pek çok borç kraliyet ya da tapınaklara ait ambarlardan alınan avanslardır. Kredi bu bölümün ilerleyen kısımlarında tartışıldığı modern anlamıyla karşımıza çıkmaz. Yine de gördüğümüz önemli bir başlangıçtır. Borç alma ve borç verme ol-

21 Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur* (Berlin, 1992) ve Michael Hudson ve Marc Van De Mieroop'un *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East, vol. III* (Bethesda, MD, 1998) kitabında yer alan makaleleri; Jack M. Sassoon, Gary Beckman ve Karen S. Rubinson, *Civilizations of the Ancient Near East, vol. III* (Londra, 2000).

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org



masaydı, dünyamızın iktisadi tarihine dair anlatılacak pek bir şey olmazdı. Ve bugün borç alanlarla verenler arasındaki sürekli büyüyen ilişki ağı olmasa, küresel ekonomi durma noktasına gelirdi. Meşhur *Cabaret* müzikalindeki şarkının aksine, para dünyayı döndürmese de şaşırtıcı miktarda insanı, mal ve hizmeti dünyanın etrafında döndürüp dolaştırıyor.

Dikkat çekici olan, kredi kavramının olağanüstü gelişimini, hem geç geldiği hem de tereddütle karşılandığı bir coğrafyada gerçekleştirmiş olmasıdır.

Tefeciler

Kuzey İtalya, on sekizinci yüzyılın başlarında birçok feodal şehir-devlete bölünmüş durumdaydı. Çöken Roma İmparatorluğu'ndan geriye kalanlardan biri olan sayı sistemi (i, ii, iii, iv,....) karmaşık matematiksel hesaplamalar konusunda olduğu kadar ticari konularda da yetersiz kalıyordu. Bu sorun, hiçbir yerde tüccarların piyasadaki yedi farklı sikke ile iş yapmak zorunda olduğu Pisa'daki kadar yoğun yaşanmıyordu. Kıyaslamak gerekirse aynı Şarlman döneminde ol-

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

duğu gibi Doğu'daki –Abbasi Halifeliği ya da Sung Çin'indeki– ekonomik hayat çok daha ileriydi. Modern finansı keşfetmek için Avrupa'nın onu ithal etmesi gerekti. Burada genç bir matematikçi olan Pisalı Leonardo'nun ya da nam-ı diğer Fibonacci'nin oynadığı önemli rolü anmak gerekir.

Bugün Cezayir toprağı olan Becaye'de görev yapan Pisalı bir gümrük memurunun oğlu olan genç Fibonacci, Hint ve Arap kavramlarının birleşimi olan ve "Hint metodu" olarak adlandırdığı matematiksel yaklaşımla ilgileniyordu. Ortaya attığı bu yaklaşım Avrupalıların sayı sayışlarını kökten değiştirecekti. Günümüzde Fibonacci, ismiyle anılan, birbirini takip eden her rakamın, önceki iki rakamın toplamı olduğu (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21...) ve her rakam ve ondan önce gelenin oranının "altın oran"'a (1,618) eşit bir değer verdiği dizi ile bilinir. Bu, doğada karşımıza çıkan bazı özellikleri (mesela eğrelti otları ve deniz kabuklarının geometrisi) yansıtan bir dizidir.* Fakat Fibonacci dizisi, onun 1202 yılında yayımladığı *Liber Abaci* (Hesap Kitabı) isimli kitabında yer alan Doğu kaynaklı matematiksel kavramlardan sadece bir tanesidir. Okuyucular kitapta kesirli sayılara ilişkin açıklamaları okuyabildikleri gibi gelecekteki bir gelir akışının bugünkü iskontolu değerini ifade eden "bugünkü değer" (*present value*) kavramı ile ilgili de bilgi sahibi olabiliyorlardı.[22] Her şeyden önemlisi Fibonacci'nin tanıttığı Hint-Arap rakamları idi. Fibonacci Avrupa'ya, hesap yapmayı Roma rakamlarına göre çok daha kolaylaştıran onluk sayı sistemini kazandırmakla kalmayıp bu sistemin defter tutma, yabancı para birimlerinin dönüşümü ve faiz hesaplamalarında nasıl kullanılacağını da gösterdi. *Liber Abaci*'deki örneklerin birçoğunun deri, biber, peynir, yağ ve baharat gibi ticari mallar kullanılarak verilmiş olması önemlidir ve matematiğin para kazanma, özellikle de borç para vererek para kazanma alanında nasıl kullanılabileceğini gösterir. Kitaptaki tipik örneklerden biri şöyle başlar:

> Bir adam bir –tüccara ait– yere ayda pound başına 4 dinar faizle 100 lira** yatırır ve her yıl 30 pound ödeme alır. Bu 30 liranın anaparada yaratacağı eksilme ve getireceği kâr hesaplanmalıdır. Adamın parasını kaç yıl, kaç ay, kaç gün ve saat boyunca tüccarın yerinde tutacağını öğrenmek...

22 William N. Goetzmann, *"Fibonacci and the Financial Revolution"*, NBER Çalışma Belgesi 10352 (Mart 2004)

* Birçok insan Fibonacci dizisini *Da Vinci'nin Şifresi* kitabı vesilesiyle duymuştur. Diğer yandan dizi ilk olarak mātrāmeru (ahenk dağı) ismi ile Sanskrit âlim Pingala'nın eserlerinde yer almıştır.

** Roma döneminde 1 libre (450 gr) gümüş değerindeki para birimi. 1 lira, 240 dinara denktir. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Fibonacci'nin memleketi Pisa ya da yakınındaki Floransa gibi İtalyan ticaret merkezleri finansal tohumların gelişmesi için bereketli topraklardır. Ama Doğu etkisine hepsinden daha fazla maruz kalan ve Avrupa'nın borç verme laboratuvarı haline gelen Venedik'tir. Batı edebiyatının en meşhur ikrazatçısının* Venedikli olması tesadüf değildir. Onun hikâyesi nelerin yüzyıllarca Fibonacci'nin teorilerinin etkin finansal uygulamalara dönüşmesinin önünde engel oluşturduğunu aydınlatır. Bu engeller siyasi ya da ekonomik değil, kültüreldir.

Shakespare'in oyunu *Venedik Taciri*, Giovanni Fiorentino tarafından 1378'de yazılmış olan hikâye ve anekdot kitabı *Il Pecorone*'de (Ahmak) yer alan bir on dördüncü yüzyıl hikâyesinden esinlenmiştir. Öykülerden birinde varlıklı bir kadın boylu boslu genç bir beyefendi ile evlenir. Kocasının paraya ihtiyacı olur ve bir arkadaşı onun adına borçlanmak üzere tefecinin yanına gider. Shylock gibi bir Yahudi olan tefeci para geri ödenmediği takdirde kendisine adamın etinden yarım kilo verilmesini ister. Shakespeare'in yeniden yazdığı gibi, Yahudi tefeci Shylock aşk acısı çeken Bassanio'ya arkadaşı tacir Antonio'nun kefaleti karşılığında 3000 düka altını borç vermeyi kabul eder. Shylock'un dediği gibi Antonio "iyi" bir adamdır, bu onun sadece faziletli olduğunu değil aynı zamanda ticari itibarının da "yeterli" olduğunu da ifade eder. Shylock diğer yandan tacirlere ya da onların arkadaşlarına borç vermenin riskli olduğuna işaret eder. Antonio'nun gemileri dünyanın dört bir tarafındadır, gemilerinden biri Kuzey Afrika'ya giderken, diğeri Hindistan'a, üçüncüsü Meksika'ya, dördüncüsü İngiltere'ye gider:

> ... bütün geliri itibar üstüne. Bir kocaman gemisi Trablus yolunda, başka bir tanesi Hindistan tarafında. Sonra Rialtoda İngiltere'ye yollanmış, hem daha başka nelere kalkışmış, dökülmüş, saçılmış; ama gemiler tahta parçasından gemiciler de adamdan başka bir şey değil. Kara sıçanları var, deniz sıçanları var, yani korsanlar var demek istiyorum; sonra akıntıların, rüzgârların, kayaların tehlikesi var.**

İşte bu yüzden gemileri okyanustan dönünceye kadar da olsa bir tacire borç veren kişiye bir bedel ödenmelidir. Bu bedele genel olarak faiz diyoruz, yani borç verene borç verdiği ve anapara denilen tutarın üzerine yapılan ödeme. Venedik'in dayandığı deniz aşırı ticaret, gemi bordaları ve gemiciler üzerine paralarını riske eden finansörlerin bir şekilde ödüllendirilmesi ile yürüyordu.

* *Moneylender*, borç para veren kişi anlamındadır. Türkiye'de borç para verme işini yasalar çerçevesinde yapana ikrazatçı, yasal olmayan yollarda yapana da tefeci denmektedir. (ç. n.)

** Yazar burada *Venedik Taciri*'nden bir alıntı yapıyor. Kullanılan çeviri Nurettin Sevin'e aittir. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Peki Shylock neden borcunu ödeyemediği takdirde Antonio'nun yarım kilo etini –yani ölmesini– isteyen bir kötü adam olarak verilmiştir? Cevap tabii ki Shylock'un tarihteki etnik azınlığa mensup birçok ikrazcıdan biri oluşudur. Shakespeare'in zamanında Venedik'te ticari krediler neredeyse yüzyıldır Yahudiler tarafından verilmekteydi. İşlerini bir zamanlar Banco Rosso diye bilinen binanın önünde masalarının *–tavule–* arkasındaki banklarına *–banci–* oturarak yaparlardı. Fakat Banco Rosso, şehir merkezinden epey uzakta tıklım tıkış bir gettoda yer alıyordu.

Venedikli tacirlerin borç almak için Yahudi gettosuna gelmelerinin bir nedeni vardı. Hıristiyanlar için faiz karşılığı borç vermek bir günah idi. Tefeciler, faizle borç verenler 1179'da toplanan Üçüncü Lateran Konsili'nde afaroz edilmişlerdi. 1311-1312'de toplanan Viyana Konsili'nde tefeciliğin günah olmadığını söylemek bile sapkınlık sayılıp kınanmıştı. Hıristiyan tefeciler kutsal toprağa gömülmek istiyorlarsa, ölmeden önce günahlarını telafi edebilmek için Kilise'yi tatmin etmek zorundaydılar. Sırasıyla 1206 ve 1216 (Fibonacci'nin *Liber Abaci*'sinin yayımlanmasından hemen sonra) kurulan Fransisken ve Dominiken tarikatları tefeciliği iğrenç buluyorlardı. Shakespare'in zamanında biraz hafiflemiş olsa da bu tabunun gücü hafife alınmamalıdır.[23]

Floransa'nın Duomo'sunda (katedralinde) Floransalı ünlü şair Dante Alighieri'yi elinde kitabı *İlahi Komedya* ile gösteren, Domenico di Michelino tarafından yapılmış bir fresk vardır. Dante'nin başyapıtındaki on yedinci kantoda hayal ettiği gibi cehennemin yedinci halkasının bir kısmı tefecilere ayrılmıştır:

> Gözlerinden okunuyordu çektikleri;
> oralarına buralarına götürüyorlardı ellerini,
> kızgın tabandan, alevlerden korunmak için:
> yazın pire, sinek, büvelek ısırınca,
> köpekler de böyle yapar,
> ayaklarıyla burunlarıyla.
> Üzerlerine bu yakıcı ateşin yağdığı
> kalabalığa gözlerimi yöneltince
> tanımadım hiçbirini; ama renkli bir kese
> sarkıyordu herbirinin boynundan,
> kesenin üzerinde bir çizim vardı,
> gözlerini keseden ayırmıyorlardı.*

23 John H. Munro, "The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability", *International History Review*, 25, 3 (Eylül 2003), s. 505-62.

* Kullanılan çeviri Rekin Teksoy'a aittir. (ç.n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

Yahudilerin de faiz karşılığı borç vermemesi gerekir. Fakat Eski Ahit'in Tesniye kısmında sorunu çözen bir cümle vardır: "Yabancıya faiz karşılığı borç verebilirsin ama kardeşine faiz karşılığı borç veremezsin." Diğer bir ifadeyle bir Yahudi başka bir Yahudi'ye değil ama bir Hıristiyan'a borç verebilir. Bunu yapmanın bedeli ise toplumsal dışlanmadır.

Yahudiler 1492'de İspanya'dan kovulmuşlardı. 1497'deki bir ferman ile Hıristiyan olmaya zorlanan Yahudiler, birçok Portekizli *converso* (İspanyolca zorla dinini değiştirmek zorunda kalan) ile birlikte Osmanlı İmparatorluğu'na sığındılar. İstanbul ve diğer Osmanlı liman kentlerine yerleşen Yahudiler Venedik ile ticari ilişkiler kurmaya başladılar. Venedik'teki Yahudi varlığı Cambrai Birliği'yle yapılan savaştan kaçanların 1509'da Venedik'e sığınmasına dayanır. İlk başlarda mültecileri kabul etmede gönülsüz davranan şehir yönetimi, Yahudilerin toplanacak vergiler nedeni ile para, borç verebilir olmaları nedeni ile de finansal hizmetler konusunda iyi bir kaynak olabileceğini görür.[24] 1516'da Venedikli yetkililer Yahudilere eski bir demir dökümhanesinin daha sonra "ghetto nuevo" (İtalyanca "getto" döküm, kalıba dökme anlamına gelir) ismiyle anılacak arazisini tahsis eder. Gettonun kapısı her gece ve Hıristiyan bayramları süresince kilitlenir. Venedik'te iki haftadan uzun süre kalan Yahudiler sırtlarında sarı bir O harfi taşımak ya da sarı (daha sonraları kızıl) türban[25] takmak zorundadırlar. Oturma izni belli koşullar içeren ve beş yılda bir yenilenen sözleşmeler dahilinde mümkündür.[26] Benzer bir uygulama 1541 yılında Romanya'dan gelen ve *ghetto vecchio* adındaki başka bir bölgeye yerleştirilen Yahudiler için de söz konusu olmuştur. 1590'da Venedik'teki Yahudi nüfusu 2.500 civarındadır ve yeni gelenlerin yerleşebilmeleri için binalar yükselmiş, yedi katlı hale gelmiştir.

On altıncı yüzyıl boyunca Venedik Yahudileri koşullara bağlı ve savunmasız bir durumda yaşadılar. 1537'de Osmanlı İmparatorluğu ile Venedik arasında savaş patlak verdiğinde Venedik Senatosu "Türklerin, Yahudilerin ve diğer Türk tebasının" mallarına haciz konulması emrini verdi. 1570 ve 1573 yılları arasındaki başka bir savaş esnasında tutuklanan ve mallarına el konulan Yahudiler barış tesis edildikten sonra serbest bırakıldı ve malları kendilerine iade edildi.[27] Böyle bir uygulamaya bir daha maruz kalmak istemeyen Yahudiler, Ve-

24 Yahudi cemaatlerinin giderek serpildiği İtalyan şehirlerinin avantajlarıyla ilgili olarak Maristella Botticini, "A Tale of 'Benevolent' Governments: Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy", *Journal of Economic History*, 60, I, (Mart 2000), s. 164-189.

25 Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), s. 300.

26 Frederic C. Lane, "Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking", *Journal of Political Economy*, 45, 2 (Nisan 1937), s. 187-206.

27 Benjamin C. I. Ravid, "The First Charter of the Jewish Merchants of Venice", *AJS Review*, *I* (1976), s. 190.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

nedik Hükümeti'nden gelecekteki savaşlar esnasında serbest kalmaları konusunda talepte bulundular. Yahudiler, İspanyol kökenli Yahudi bir tüccar olan ve etkili bir müzakereci olduğunu ispatlayan Daniel Rodriga tarafından temsil edildikleri için şanslıydılar, zira Rodriga'nın 1589 yılında yayınlatmayı başardığı bildirge tüm Yahudilere Venedik vatandaşı statüsü tanıyor, önemli bir ayrıcalık olan Levant ticaretinde yer alma ve ibadetlerini özgürce yerine getirme hakkı veriyordu. Diğer yandan önemli bazı kısıtlamalar aynen duruyordu. Loncalara katılmaları ya da perakendecilik yapmaları mümkün değildi, dolayısıyla sadece finansal hizmetlerle ilgilenebileceklerdi ve hakları on sekiz aylık bir ihbar süresini takiben ortadan kaldırılabilecekti. Birer vatandaş olarak Yahudilerin Venedik mahkemelerindeki başarı şansı artık Shylock'tan daha yüksekti. Mesela 1623'te Leon Voltera kendisinden borç alıp sırra kadem basan bir şövalyeye kefil olan Antonio dalla Donna'yı mahkemeye verebildi. Diğer yandan 1636-1637 yıllarında Yahudilerin yargıçlara rüşvet verilmesine ilişkin bir skandala karışmaları, sınır dışı edilme tehlikesinin artmasına yol açtı.[28]

Kurmaca olsa da Shylock'un hikâyesi Venedik'in gerçek dünyasından pek de uzak değildir. Shakespare'in oyunu modern ikrazatçılığın erken dönemine ilişkin üç önemli noktayı sergiler: Kredi piyasaları henüz gelişmemişken borç verenlerin fahiş faiz oranları talep edecek güçte olmaları; anlaşmazlıkların şiddete başvurmadan çözülebilmesi için hukuk mahkemelerinin taşıdığı önem; ama her şeyden önemlisi azınlığa mensup borç verenlerin, etnik çoğunluğa mensup saldırgan borçluların ani tepkileri karşısındaki savunmasızlığı. Bu yüzdendir ki oyunun sonunda Shylock'un planı, beklendiği gibi bozulur. Mahkeme Shylock'un senetteki koşullar –Antonio'nun etinden yarım kilo alma– konusunda ısrarcı olma hakkını kabul eder, fakat kanun Antonio'nun kanının akmasına izin vermez. Ve kanun, bir Hıristiyan'ın canına kastetmek suçunu işleyen bir "yabancı" olarak Shylock'un idam edilmesine ve mallarına el konulmasına hükmeder. Tek kurtuluş yolu vaftiz olmaktır. Herkes hayatına mutlu bir şekilde devam eder – Shylock hariç.

Venedik Taciri ekonomiyle ve anti-semitizmle ilgili derin konuları irdeler. Borçlular neden her zaman borçlarını ödememezlik yapmazlar – hele borç verenleri sevilmeyen bir etnik azınlığa mensup ise? Ve Shylocklar neden her zaman kaybetmezler?

Tefeciler, avları olan fakirler gibi hep bizimledirler. Doğu Afrika'da işleri çok iyi gider mesela. Ama ilkel ikrazatçılığın nasıl işlediğini anlamak için gelişmek-

28 Benjamin C. I. Ravid, "The Legal Status of Jewish Merchants of Venice, 1541-1638", *Journal of Economic History, 35, 1* (Mart 1975), s. 274-9.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

te olan ülkelere gitmeye gerek yoktur. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın 2007 tarihli bir raporuna göre Birleşik Krallık'taki 165.000 hane, tefeciden yılda toplam 40 milyon pound borç alıp üç katını geri ödemektedir. Etnik kimliklerinden bağımsız olarak, tek başlarına çalışan bu tefecilerin neden bu kadar sevilmediğini görmek için benim memleketim Glasgow'a gitmeniz yeterli. Şehrin East End bölgesindeki yoksul toplu konutlar, tefeciler için zengin bir üreme yeridir. Büyükbabamların yaşadığı Shettleston gibi mahallelerde pencerelerin çelik kepenkleri vardır ve otobüs durakları hizipçi grafitilerle kaplıdır. Bir zamanlar Shettleston'un ekonomisi Boyd's dökümhanesinde çalışan işçilerin maaşları etrafında dönerdi. Şimdi ise işsizlere postane aracılığı ile yapılan sosyal yardım ödemeleri etrafında dönüyor. Shettleston'da ortalama ömür erkekler için altmış dört, ülke ortalamasından on üç yıl daha az, Pakistan ile aynı seviyede. Yani ortalama bir erkek, emekli maaşını alabilecek kadar uzun yaşamıyor.

Glasgow'un bu tür yoksul bölgeleri, tefeciler harika avlanma mekânlarıdır. Gerard Law yirmi yıl boyunca Hillington Mahallesi'nin bir numaralı tefecisiydi. Kendisi içki içmemesine rağmen, Paisley Sokağı'nın batı ucundaki Argosy Pub'ı ofisi olarak kullanır, çalışma günlerinin çoğunu burada geçirirdi. Law'un sistemi basitti. Borç alacak olanlar, Law'un, koşullarını defterine not düştüğü borca karşılık, sosyal güvenlik cüzdanlarını ya da postaneden para çekerken kullandıkları kartlarını Law'a verirler. Sosyal yardım ödeme günü geldiğinde Law para çekmesi için borçluya kartını verir ve faizini tahsil etmeyi bekler. Law'un borç defteri çarpıcı şekilde basittir: Yirmi otuz isim ve takma ismin karşılarında değişen tutarlarla tekrar ve tekrar belirdiği gelişigüzel sıralanmış işlemler: "Sakallı Al 15", "Jibber 100", "Bernadett 150", "Wee Caffy 1210". Law'un müşterilerine uyguladığı standart faiz oranı şaşkınlık vericidir: Haftalık yüzde 25. Genellikle Sakallı Al gibiler 10 pound borç alıp bir hafta sonra 12,5 pound (anapara artı faiz) olarak geri öderler. Bununla birlikte Law'un müşterileri çoğu zaman planlanan ödemelerini yapamazlar; bu, mahallede yaşayan bazı insanlar günde 5,9 pound ile geçinmeye çalışırken pek de şaşırtıcı değil aslında. Ödeyemeyince biraz daha borçlanırlar. Kısa sürede bazı müşterilerin borcu yüzlerce hatta binlerce pounda yükselir. Borçları nedeni ile kapana kısılmış hale gelişlerindeki süratte şaşırılacak bir yan yoktur. Haftalık yüzde 25 faiz, bileşik faiz hesabı ile yılda yüzde 11 milyona denk gelir.

Uzun vadede Avrupa'da faiz oranları düşme eğilimindedir. O zaman neden Britanya'daki bazı insanlar önemsiz meblağlı borçlar için 8 haneli faiz oranları ödemektedir? Bu borçları ödememezlik yapmak için deli olmak gerekir. Hakikaten de Law'un müşterilerinin bir kısmı normalin altında bir akli seviyededir. Yine de aklı başında olan müşterilerin ne kadar fahiş olursa olsun Law'a olan

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Bir tefecinin tutuklanışı: Gerard Law Glasgow Polisi'nin tefecilik birimi tarafından götürülürken.

taahhütlerini yerine getirmemelerinin pek de iyi olmayacağını düşünmeleri için açık sebepleri vardır. *Scotsman* gazetesinin belirttiği gibi: "Kurbanlarının birçoğu ününden ötürü vadesi gelen borçlarını ödeyememekten çok korkuyorlardı" – gerçi Law'un şiddete başvurup başvurmadığı açık değildir.[29] Shylock'un hikâyesinin de gösterdiği gibi, her tefecinin arkasında örtülü bir tehdit pusuda bekler.

Tefecileri ahlaksız ve suçlu olarak ayıplamak kolaydır. Gerard Law yaptıkları nedeniyle 10 ay hapis cezasına çarptırıldı. Ama yine de yaptıklarının arkasında yatan ekonomik gerekçeleri anlamaya çalışmamız gerekir. İlk olarak Shettleston'daki işsizlere hiçbir büyük finansal kurumun kredi vermemesini avantaja dönüştürmeyi başarmıştır. İkincisi Law açıkgözlü ve acımasız olmak zorundadır, çünkü sınırlı sayıdaki müşterisinin borçlarını ödememe ihtimali çok yüksektir. Tefecilikteki temel zorluk, işin düşük faiz oranları ile döndürülemeyecek derecede riskli ve küçük ölçekli oluşudur. Ama yüksek faiz oranları geri ödemeleri daha da zorlaştırır ve müşterilerin ödeme yapmaları sadece tehdit ile garanti altına alınabilir. Peki ikrazatçılar bu çelişkiyi aşmayı nasıl başarmışlardır? Başka-

29 Rhiannon Edward, "Loan Shark Charged 11m per cent Interest", *Scotsman*, 18 Ağustos 2006.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://ranley.org

larını da düşünürlerse para kazanamazlar, Gerard Law gibi sırf kendilerini düşündüklerinde ise birileri polisi çağırır.

Çözüm daha büyük ve daha güçlü hale gelmektir.

Bankacılığın Doğuşu

Shylock borç vermenin doğasında –hele de borç veren bir yabancı ise– olan zayıflığı keşfeden ilk ikrazatçı değildir. On dördüncü yüzyılın başlarında İtalya'da finans Floransalı üç aileden soruluyordu: Bardi, Peruzzi ve Acciaiuoli aileleri. Her üçü de büyük müşterilerinden İngiliz Kralı III. Edward ve Napoli Kralı Roberto'nun borçlarını ödeyememeleri üzerine 1340'lı yıllarda piyasadan silinmişlerdi. Bu olay ikrazatçıların potansiyel zayıflıklarını temsil ediyorsa, Medicilerin yükselişi de tam tersini, potansiyel gücünü temsil eder.

Belki başka hiçbir aile içinde bulunduğu döneme, Medicilerin Rönesans dönemine bıraktığı iz gibi bir iz bırakmamıştır. Medici ailesinin iki üyesi (X. Leo ve VII Clement) papa, ikisi (Catherine ve Marie) Fransa Kraliçesi, üçü de (Floransa, Nemours ve Toskana'ya) dük olmuştur. Gereğine uygun olarak, Medicilerin tarihini politik gücün yüksek teorisyeni Niccolo Machiavelli kaleme almıştır. Sanatta ve bilimde hamilik yaptıkları dâhilerin listesi Michelangelo'dan Galileo'ya kadar uzanır. Ve göz kamaştırıcı mimari mirasları günümüzde Floransa'yı ziyaret edenlerin etrafını sarar. Sadece Cafaggiolo Villası'na, San Marco Manastırı'na, San Lorenzo Bazilika'sı ile on altıncı yüzyılın ortalarında Dük Cosimo de' Medici'nin yaşadığı olağanüstü saraylara, önceleri Pitti Sarayı olarak bilinip tadilat sonrası Palazzo Vecchio olarak anılan ve avluları ile birlikte Arno Nehri'nin kenarında uzanan yeni şehir bürolarına (Uffuzi) bakmak yeterlidir.[30] Peki tüm bu şaşaanın kaynağı nedir? Sandro Botticelli'ye ait *Venüs'ün Doğuşu* benzeri şaheserlerin parası nereden gelmiştir? Basit yanıt Medicilerin *Arte de Cambio* (Kambiyocular Loncası) üyesi döviz tüccarı olmalarıdır. Bankacı (İta. *banchieri*) olarak tanınmalarının nedeni, Venedikli Yahudiler gibi işlerini sokaktaki bankların üzerine oturarak yapmalarıdır. İlk Medici bankasının (tezgâhının demek belki daha uygun düşer) yeri Floransa'nın büyük yün pazarından kısa bir yürüme mesafesinde bulunan Cavalcanti Sarayı'na yakın, bugünkü dia Porta Rosa ve dell' Arte della Lana sokaklarının köşesidir.

1390'lardan önce Medicilerin bankacıdan ziyade gangster olduğunu söylemek yanlış olmaz: Seçkin finans işlerinden ziyade ucuz şiddetle bilinen bir

30 John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance* (Londra, 1993), s. 83.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

klan. 1343 ile 1360 arasında ölüm cezası gerektiren suçlar nedeni ile idam edilen Mediciler'in sayısı en az beşti.[31] Daha sonra Giovanni di Bicci de' Medici geldi. Medicileri yasalar çerçevesinde iş yapar hale getirmek istiyordu. Sıkı çalışma, şaraptan uzak durma ve dikkatli hesap kitap sayesinde başarılı oldu.

Giovanni, 1385'te Floransa'da ikrazatçılık yapan akrabası Vieri di Cambio de' Medici'ye ait bankanın Roma şubesinin müdürü oldu. Roma'da iyi bir döviz taciri olarak ün yaptı. Papalık, Vatikan kasalarına giren çıkan farklı para birimlerindeki yüklü miktarlar düşünürlerse birçok açıdan ideal bir müşteriydi. Daha önce de gördüğümüz gibi bu dönem kimi altın, kimi gümüş, kimi adi metallerden oluşan çoklu para sisteminin olduğu bir dönemdi, bu yüzden de hükümranlıklar arası ticaret ya da vergi ödemeleri, para birimleri arasındaki çevrimler nedeni ile hayli karmaşıktı. Ama Giovanni'nin 1397'de memleketi Floransa'ya döndüğünde büyük fırsatlar gördüğü de açıktı.* 1420'de işi oğlu Cosimo'ya devrederken, Venedik ve Roma'da birer şube açmıştı; daha sonra bunlara Cenevre, Pisa, Londra ve Avignon'daki şubeler eklendi. Giovanni Floransa'daki iki yün fabrikasına da ortak olmuştu.

Medicilerin işinde, başlangıçta Ortaçağ'da ticaretin finansmanı için bir yol olarak ortaya çıkmış kambiyo senetlerinin (İng. *bill of exchange*, İta. *cambium per literas*) özel bir önemi vardır.[32] Eğer bir tacirin başka bir tacire birkaç ay sonra gerçekleşecek belli bir işlem sonuçlanıncaya kadar nakit olarak ödeyemeyeceği bir borcu varsa, borç veren borçluya bir senet düzenletip senedi bir ödeme aracı olarak kullanabilir ya da aracı olmayı kabul eden bir bankacıya kırdırarak paraya döndürebilirdi. Faizle borç vermek Kilise tarafından tefecilik olarak görülüp cezalandırılsa da uyanık tüccarları anlatıldığı şekilde kâr etmekten alıkoyan bir şey yoktu. Medicilerin işinin esası da buydu. Yazılı emir yoktu; talimatlar sözlü olarak verilir ve bankanın defterine yazılırdı. Faiz yoktu; mudilere aldıkları riski telafi etmek üzere (şirketin yıllık karına orantılı) *discrezione*** verilirdi.[33]

Giovanni di Bicci de' Medici'nin *libro segreto*'su –gizli defteri***– ailenin na-

31 Gene A. Brucker, "The Medici in the Fourteenth Century", *Speculum, 32, 1* (Ocak 1957), s. 13.

32 John H. Munro, "The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability", *International History Review*, 25, 3 (Eylül 2003), s 505-62.

33 Richard A. Goldthwaite, "The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism", *Past and Present*, 114 (Şubat, 1987), s. 3-31. Medicilerin yükselişinin arka planıyla ilgili olarak Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494* (Cambridge, MA, 1963), s. 9-34.

* Giovanni 1393 yılında Roma'daki şubeyi satın alır ve 1397'de Floransa'ya taşınırken bankasını da beraberinde getirir. (ç. n.)

** İtalyanca takdir anlamına gelir. O dönemde bankaya parasını yatıranlara baştan belirlenmiş bir faiz ödenmez, onun yerine banka sahibinin takdirine bağlı, yükümlülükten ziyade hediye olarak değerlendirilebilecek bir meblağ ödenirdi. (ç. n.)

*** Bu ifade gelir, kâr ve önemli anlaşma ve kontratlara dair bilgilerin yazıldığı defter için kullanılır. Mediciler tarafından tutulan diğer defterler *libro di entrata e uscita* (gelir ve harcama defteri) ve *libro dei debitori e creditori*'dir (borçlular ve alacaklılar defteri).

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

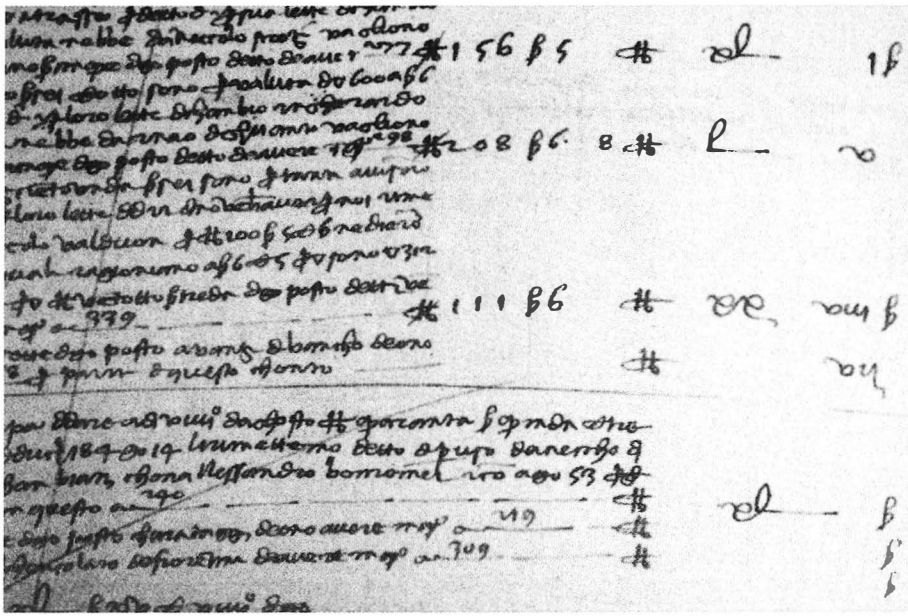
Tezgâhında bir bankacı: Quentin Massys, *Bankacı* (1514)

sıl yükseldiğini çok güzel bir şekilde aydınlatır.[34] Bu defterler kısmen titiz bir muhasebecilik hikâyesidir. Modern standartlara göre bazı kusurların olması normaldir. Mediciler Cenova'da 1340'lardan beri bilinmekte olan çift girişli muhasebe sistemini düzenli olarak kullanmamışlardır.[35] Yine de günümüz araştırmacıları Medici hesaplarının muntazamlığından ve düzenliliğinden etkilenmeden yapamazlar. Arşivler doğru bir şekilde, rezervlerle mevduatın (yükümlülükler ya da *vostro* olarak) bir tarafta, müşterilere verilen borçlar ile ticari senetlerin

34 Floransa Devlet Arşivleri, Mediceo Avanti Principato, MAP 133, 134, 153.

35 Christopher Kleinhenz'ın editörlüğünü yaptığı *Medieval Italy: An Encyclopedia, vol. I* (New York, 2004) içinde Franz-Josef Arlinghaus, "Bookkeeping, Double-entry Bookkeeping". Metodu ilk olarak izah eden kitap Benedetto Cotrugli'nin 1458'de basılan *Il libro dell'arte di mercatura*'sıdır.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org



Medici Bank'a ait bir hesap defterinden detay

(varlıklar ya da *nostro* olarak) diğer tarafta yer aldığı Medicilerin erken dönem bilançolarını da içerir. Bu teknikleri Mediciler bulmamıştır ama o güne kadar Floransa'da görülmemiş derecede büyük ölçekte uygulamışlardır. Medicilerin başarısının esas anahtarı ölçek değil, çeşitlendirmedir. Önceki İtalyan bankaları iflas eden bir müşterisi nedeniyle kolayca batmanın eşiğine gelen monolitik yapılarken, Medici Bank her biri özel ve düzenli olarak gözden geçirilen kontratlara dayanan, birbiri ile ilişkili birden çok ortaklıktan müteşekkildi. Şube müdürleri sadece çalışan değil, kârdan pay alan küçük ortaklardı. Medici Bank'ın çok karlı olmasını sağlayan işte bu adem-i merkeziyetçilikti. 1402'de 20.000 florin sermayesi ve bordrosunda on yedi çalışanı olan banka, 1397 ve 1420 yılları arasında 151.820 florin kâr etti – yıllık 6.326 florin ve yüzde 32'lik bir getiri. Roma şubesi kısa bir süre içinde tek başına yüzde 30'un üzerinde bir getiri yaratır hale geldi.[36] Modelin iyi çalıştığı Giovanni di Bicci'nin sayfalarca tutan ve 91.000 florine ulaşan varlığının listelendiği Floransa vergi kayıtlarından da teyit edilebilir.[37]

Giovanni'nin 1429'da ölürken son sözleri, vârislerinin onun finansla ilgili karar alma ve uygulama hususlarında sahip olduğu üstün standartları sürdür-

36 Raymond de Roover, "The Medici Bank: Organization and Management", *Journal of Economic History, 6, I,* (Mayıs 1946), s. 24-52.

37 Floransa Devlet Arşivleri, Archivio del Monte, 1427 Catasto'su. Medici belgeleriyle ilgili olarak yardımları nedeniyle Dr. Elizabeth Dunbar Arşivci'ye teşekkür ederim.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://mantey.org

meleri yolundaki tavsiyeydi. Cenazesine Medici soyadını taşıyan yirmi altı adam katıldı, hepsi de kendi çabalarıyla bir yere gelmiş olan *capo della casa*'ya (ailenin reisi) saygılarını sundu. II.Pius 1458'de papa olduğunda, Giovanni'nin oğlu Cosimo de' Medici fiilen Floransa devleti haline gelmişti. Papanın da dediği gibi: "Siyasi konular onun evinde halledilir. Seçtiği kişiler göreve gelir... Yasaları kontrol edip savaş ve barış kararlarını alan odur... Unvanı hariç her şeyiyle Kral odur." Yabancı hükümdarlara onunla şahsen iletişime geçmeleri, Floransa'da başkaları ile vakit kaybetmemeleri önerilirdi. Floransalı tarihçi Francesco Guicciardini'nin gözlemlediği gibi: "Roma'nın yıkılışından bu yana belki de hiçbir sıradan vatandaşın sahip olamadığı bir ünü var." Botticelli'nin en meşhur portrelerinden biri –çarpıcı derece yakışıklı bir genç adam– aslında ölmüş bir bankacıya övgü olarak tasarlanmıştır. Madalyonun üstünde Cosimo de' Medici'nin yüzü vardır ve yanında *pater patrie*, "ülkesinin babası" yazar. Cosimo'nun torunu Muhteşem Lorenzo 1469'da bankanın başına geçtiğinde önceki Sopranolar, artık Corleoneler –hatta daha da fazlası– olmuştur. Ve her şeyin temelinde bankacılık vardır.

Finansta Mediciler'in gerçekleştirmeyi başardıkları dönüşümün en iyi temsili Botticelli'nin *Bilgelerin Hayranlığı** tablosudur. Dikkatli bakıldığında üç bilgenin de birer Medici olduğu görülür: Bebek İsa'nın ayaklarını yıkayan yaşlı adam Büyük Cosimo'dur; onun aşağısında, biraz sağında iki oğlu yer alır, kırmızı kıyafetiyle Piero ve beyaz giyinmiş Giovanni. Resimde uçuk mavi kaftanı ile Lorenzo'yu ve kılıcına yaslanan Giuliano'yu görmek mümkündür. Resim Bankacılar Loncası tarafından aileye duyulan saygının bir ifadesi olarak yaptırılmıştır. Belki de resmin *Medicilerin Hayranlığı* olarak adlandırılması daha doğru olurdu. Bir zamanlar lanetlenen bankacılar, artık neredeyse ilahi bir vasfa sahipti.

Floransa Cumhuriyeti'nin süper zengin, bankacı bir ailenin boyunduruğuna girmesi kaçınılmaz olarak muhaliflerin ortaya çıkmasına yol açtı. Ekim 1433 ile Eylül 1434 arasında Cosimo ve onu destekleyenlerin birçoğu Floransa'dan Venedik'e sürüldüler. 1478'de Lorenzo'nun kardeşi Giuliano, Pazzi ailesinin Medicilerin hâkimiyetini sona erdirmeyi amaçlayan vahşi girişimleri dahilinde öldürüldü. Lorenzo'nun siyasetle ilgilenirken işi ihmal etmesi sonucu banka sıkıntıya girdi. Avignon'da Francesco Sassetti ya da Bruges'de Tommaso Portinari örneklerinde olduğu gibi şube müdürleri daha güçlü hale geldiler ve daha az denetlenir oldular. Banka giderek artan bir şekilde mevduat toplamaya daya-

* *Adoration of the Magi:* Hıristiyanlık'ta üç bilgenin Beytlehem Yıldızı'nı takip ederek İsa'nın doğduğu yeri bulduğuna ve ona hediyeler sunduklarına inanılır. Bu hikâyeyi işleyen ve yapana, yapıldığı döneme göre bilge insanların krallar ya da aristokratlar olarak çizildiği sanat eserleri genel olarak "*Adoration of the Magi*" olarak adlandırılır. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

nır oldu, ticaret ve kambiyo işlemlerinden gelen kazançlar sürekliliklerini yitirdiler. Bruges şubesinin Bourgogne Dükü Charles le Téméraire'e ya da Londra şubesinin Kral IV Edward'a verdikleri ve hiçbir zaman tam olarak tahsil edilemeyen borçlar gibi pahalı hatalar yapılma başlandı. Lorenzo şirketi ayakta tutmak için Monte delle Dote'yi (evlenecek kızların başlıklarını ödemek için Floransa Hazinesi himayesinde oluşturulmuş dayanışma fonu) yağmaladı.[38] En sonunda, Fransız istilasının kaosu içinde, aile sınır dışı edildi, tüm varlıklarına el konulup hepsi tasfiye edildi. Şehrin kötü talihi için Medicileri suçlayan Dominikan rahibi Girolamo Savonarola'nın temizlik için yaptığı "Kibirin Yakıldığı Ateşler" çağrısına uyan kalabalık, Medici sarayını işgal edip banka kayıtlarının büyük kısmını yaktı. (Günümüze ulaşan sayfalardaki yanık izleri hâlâ görülebilmektedir.) Lorenzo'nun 1470'lerde bestelediği bir şarkıda söylediği gibi: "Mutlu olabiliyorsan, ol / Yarın ne olacağını bilemezsin".

Floransa'nın zengin seçkinleri fesatçı Savonarola ve adi kalabalığın Medici hâkimiyetinin alternatifi olmasına göz yumduysa da kısa süre sonra muhteşem aileyi nostalji ile anmaya başladı. 1537'de 17 yaşında olan Cosimo de' Medici (genç olan) Floransa'ya geri çağrıldı ve 1569'da kendisine Büyük Toskana Dükalığı payesi verildi. Dükalık bağı 1743'e dek, iki yüzyıldan fazla sürdü. Medici forsundaki sikke benzeri *palle*'ler (daireler) ailenin kökenlerini ebediyen hatırlatma görevini üstlendi.

Başkaları onlardan önce denemiş olsa da finansal başarıyı kalıtımsal statü ve güce dönüştüren ilk bankacılar Medicilerdi. Bunu önemli bir şeyi öğrenerek başardılar: Finansta küçük olmak pek makbul değildir. Bankalarını o güne kadarki herhangi bir finansal kurumdan daha büyük bir hale getirip çeşitlendirerek risklerini yaymanın bir yolunu buldular. Ve borçlandırma yanında döviz ticareti de yaparak zayıflıklarını temerrütlere indirgediler.

İtalyan bankacılık sistemi, takip eden yüzyıllarda en büyük ticari başarıları elde edecek olan Kuzey Avrupa milletleri, özellikler de Flaman, İngiliz ve İsveçliler için bir model teşkil etti. Finansal yaratıcılığın bir sonraki belirleyici dalgası, modern merkez bankalarının öncülerinin ilk olarak görüldüğü Amsterdam, Londra ve Stockholm'de ortaya çıktı. On yedinci yüzyıl kendi yollarınca hem kamusal hem de özel finansal işlevler üstlenen üç yepyeni kurumun kuruluşuna tanıklık etti. Amsterdam Kambiyo Bankası (İng. *Amsterdam Exchange Bank,* Fla. *Wisselbank*), on dördü aşkın darphane ve sayısız farklı yabancı sikkenin bulunduğu

38 Raymond de Roover, "The Decline of the Medici Bank", *Journal of Economic History, 7, 1* (Mayıs 1947), s. 69-82.

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

Birleşik (Hollanda) Krallık'ta tedavülde olan birçok farklı para biriminin tüccarlara pratikte yarattığı sorunları çözmek üzere 1609'da kuruldu. Tüccarlara standart bir para biriminde hesap açma imkânı veren Kambiyo Bankası, bugün sıradan gördüğümüz çek, hesaptan direk ödeme ya da para transferi gibi kavramların öncülüğünü yapmıştır. Bu, söz konusu meblağların gerçek paraya dönmelerine gerek olmadan daha fazla ticari işlemin gerçekleşmesini sağlamıştır. Bir tüccar, herhangi bir ödemeyi, bankadaki kendi hesabından düşülüp, muhatabının hesabına eklenmesini ayarlayarak yapabilirdi.[39] Bu sistemin kısıtlı yönü Kambiyo Bankası'nın mevduatlar ile altın ve kıymetli dövizlerden oluşan rezervleri arasında yüzde 100'e yakın bir oran tutmasıydı. 1760'lara kadar, bankanın mevduat tutarı 19 milyon florinin biraz altındayken, reservleri 16 milyonun üzerindeydi. Bu nedenle bütün mudiler bir sebeple aynı anda hesaplarını paraya döndürmek isteseler bile, yeterli nakti olan bankanın neredeyse hepsinin isteğini yerine getirmesi mümkündü, yani bir mudi akınının (*bank run*) gerçekleşmesi imkânsızdı. Bu yapı bankayı, şüphesiz ki güvenilir kılıyordu, ama aynı zamanda bugün bankanın tanımlayıcı özelliklerinden biri olan kredi yaratma konusunda da engelliyordu.

Yarım yüzyıl sonra 1657'de Stockholm'de, *Stockholms Banco*'nun (Stockholm Bankası) kurulmasıyla bu engel yıkıldı. Flaman Wisselbank'la aynı fonksiyonları yerine getirse de, Banco aynı zamanda bir *Lanebank* olarak tasarlanmıştı, yani ticari ödemelere yardımcı olurken borç da kullandırabilecekti. Banco'nun rezervlerinin üzerinde borç vererek daha sonra kısmi rezerv bankacılığı (*fractional reserve banking*) olarak bilinecek olan, mevduat olarak yatırılmış paranın, borçlanmak isteyenlere bankaya kâr getirecek bir şekilde kullandırılarak değerlendirilmesine dayalı uygulamanın öncüsü olduğu söylenebilir. Mudilerin hepsinin aynı anda paralarını tahsil etmek istemeleri düşük bir ihtimal olduğuna göre, mevduatlarının sadece bir kısmının banka rezervi olarak tutulması yeterliydi. Böylece (faiz ödediği) mevduatlar ve sermayesi bankanın yükümlülükleri, (faiz tahsil ettiği) krediler ile reservleri bankanın aktifleri haline geldi.

On yedinci yüzyılın üçüncü büyük yeniliği 1694'te Londra'da Bank of England'ın kurulmasıyla ortaya çıktı. Esas görevi (devlet borcunun bir kısmını banka hissesine dönüştürerek) savaş zamanı devlete finansman desteği sağlamak olan banka, farklı imtiyazlara sahipti. 1709'dan başlamak üzere anonim şirket (*joint-stock*) esasında (3. Bölüm'e bakınız) faaliyet gösterebilen tek banka oydu; 1742'de de, faiz içermeyen, tarafların cari hesaplarının olmasını gerektirmeyen,

39 Stephen Quinn ve William Roberds, "The Big Problem of Large Bills: The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking", Federal Reserve Bank of Atlanta Çalışma Belgesi, 2005-16 (Ağustos 2005).

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

farklı bir ödeme taahhüdü olan banknotların basımı ile ilgili kısmi bir monopol oluşturdu.

Harvard Business School'da MBA öğrencileri ilk yıllarında bu üç buluşun gücünü anlamak için basitleştirilmiş bir para oyunu oynarlar. Oyun hayali bir merkez bankasının pek de getirisi olmayan bir danışmanlık karşılığı profesöre 100 dolar ödemesi ile başlar. Profesör parayı bir öğrencisi tarafından işletilen hayali bir bankaya yatırır ve bir mevduat fişi alır. İşi kolaylaştırmak için bankanın yüzde 10'luk bir rezerv oranı ile çalıştığı (rezervlerinin yükümlülüklerine olan oranını yüzde 10'da tutmak istediği) varsayılır ve banka 10 doları merkez bankasına yatırır, kalan 90 doları da bir müşterisine borç verir. Müşteri aldığı borç ile ne yapacağını düşünürken parayı başka bir bankaya yatırır. Bu banka da yüzde 10 rezerv kuralı ile işlemektedir, bu yüzden 9 doları merkez bankasına yatırır, 81 doları başka bir müşterisine borç verir. Böyle birkaç turdan sonra profesör sınıftan para arzındaki artışı hesaplamalarını ister. Bu ona modern para teorisindeki iki temel tanıma giriş yapma imkânı verir: Merkez bankasının toplam yükümlülüğünü oluşturan piyasadaki nakit ile özel sektör bankalarının merkez bankasındaki rezervlerini ifade eden (parasal taban ya da yüksek güçlü para olarak da bilinen) M0 ve tedavüldeki nakit ile vadesiz hesapların toplamından oluşan (dar para olarak da isimlendirilen) M1. Para üç farklı öğrenci bankasına yatırıldıktan sonra M0 100 dolardır ama M1 271 dolardır (100 + 90 + 81) ve bu örnek hayli basitleştirilmiş şekilde olsa da modern kısmi rezerv bankacılığının nasıl kredi, dolayısıyla para yarattığını gösterir.

Daha sonra profesör ilk öğrencisine sürpriz yaparak 100 dolarını geri ister. Öğrenci rezervlerini çekip, ikinci öğrenciye verdiği borcu geri çağırır. M1'in genişlediği hızla daralmasına neden olan bir domino etkisi yaratır. Bu olay mudi akını tehlikesine işarettir. İlk bankanın sadece bir müşterisi olduğu için, müşterinin parasını çekme talebi banka rezervlerinin on katına ulaşan bir geri çağırmaya sebep oldu. İlk bankanın ayakta kalabilmesinin, parasını ikinci bankadan çekmek durumunda kalacak olan müşterisine verdiği krediyi geri alabilmesine bağlı olduğu açıktı. Bankacılar borç verirken parayı ne kolaylıkta geri çağırabileceklerini, yani kredinin likiditesi sorununu daha dikkatli değerlendirmeliydi.

Para arzı tanımlarının biraz keyfi nitelikte olduğunu kabul etmek gerekir. Bazı M1 tanımları toplama seyahat çeklerini dahil eder. M2 tasarruf hesaplarını, para piyasası mevduat hesaplarını ve mevduat sertifikalarını da içerir. M3 tanımı daha da geniştir ve offshore piyasalarda tutulan euro-dolar mevduatlarla, bankalar ve diğer kurumlar arasındaki repo anlaşmalarını da kapsar. İşin teknik yönünün bizi oyalamasına gerek yok. Anlamamız gereken önemli nokta a) bankalar içi ve banka-

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

lar arası nakitsiz işlemlerin b) kısmi rezerv bankacılığının ve c) merkez bankalarının para basma üzerindeki monopollerinin Batı dünyasında hızla yayılmasıyla paranın mahiyetinin çok önemli biçimde evrildiğidir. Artık para, İspanyolların on altıncı yüzyılda anladığı gibi madenden çıkarıldıktan sonra eritilerek sikke basılan değerli metaller olarak anlaşılmayacaktı. Artık para bankaların taşıdığı belirli yükümlülüklerin (mevduatlar ve rezervler) toplamını temsil ediyordu. Kredi ise, basitçe, bankaların varlıklarının toplamıydı. Paranın bir kısmı hâlâ değerli madenlerden oluşsa da, bunun büyük kısmı merkez bankalarının kasalarında duracaktı. Ama paranın büyük kısmı ödeme aracı kabul edilen banknot ve bozuk paralarla, mevduat hesabı dökümlerinde yer alan görünmeyen paradan oluşacaktı. Finansal yaratıcılık Potosi'nin atıl gümüşünü alıp, borç verenlerle borçlananlar ve onlara aracılık eden, banka dediğimiz sayısı gittikçe artan kurumlar arasındaki ilişkilerle birlikte modern para sisteminin temeli haline getirdi. Artık bu kurumların esas işlevi bilgi toplamak ve riski yönetmektir. Kârlarını artırmalarının yolu yükümlülüklerinin maliyeti ile aktiflerinden elde ettikleri gelir arasındaki farkı en üst düzeye çıkarmalarından geçiyor. Bunu yaparken de rezervleri, mudilerinin taleplerini tatmin edebilme yeterliliğine dair bir güven krizi sonucu para çekişlerin artması ve nihai olarak bankanın iflası ile sonuçlanabilecek bir mudi akını karşısında savunmasız bırakmayacak, diğer bir deyişle bankayı batırmayacak seviyede tutmaları gerekiyor.

İtalyan bankacılık teknikleri Kuzey Avrupa'nın finansal merkezlerinde geliştirilirken bir ülkenin beklenmedik şekilde epey geride kalmış olması dikkat çekicidir. Kıymetli maden bolluğu ile lanetlenmiş büyük İspanya gelişmiş bir bankacılık sistemi kurmayı başaramayıp, ileri tarihli gümüş teslimatları karşılığı kısa vadeli avans aldıkları Antwerp tüccarlarına güvenmiştir. Paranın madenle değil itibarla alakalı olduğu Madrid'de hiçbir zaman tam anlaşılamamıştır. Gerçekten de İspanyol Krallığı 1557 ile 1696 arasında en az on dört kere borcunun tamamını ya da bir kısmını ödeyememiştir. Böyle bir geçmişle Potosi'nin tüm gümüşü bile İspanya'yı kredi açısından güvenlir yapamazdı. Modern dünyada güç iflas edenlerin değil, bankacıların olacaktı.

Bankacılığın Evrimi

Finansal tarihçiler on yedinci yüzyıl sonrasında bankacılıkta görülen büyümenin, on sekizinci yüzyıl sonunda Britanya'da başlayıp, sonra Batı Avrupa'ya ve Avrupa'nın uzantısı Kuzey Amerika ve Avustralasya'daki büyük yerleşimlere

Ücretsiz PDF Kitap Arsivi - https://rantey.org

yayılan ekonomik büyümenin hızlanmasıyla ne ölçüde açıklanabileği konusunda farklı görüşlere sahipler.[40] Finansal devrimin endüstri devriminden önce olduğuna tabii ki şüphe yok. Endüstri devriminde başı çeken tekstil üretimi ve demir imalatındaki önemli atılımların, finansman için ağırlıklı olarak bankalara dayanmadıkları doğrudur.[41] Ama bankalar Kıta Avrupası'nın endüstrileşmesinde İngiltere'de oynadıklarından daha önemli rol oynamışlardır. Basit bir neden-sonuç ilişkisi aramak (daha gelişmiş finansal kurumlar mı büyümeyi doğurdu yoksa büyüme mi finansal gelişimi körükledi) boşuna olacaktır. Akla yakın olan, iki sürecin de kendinden kuvvet aldığı ve birbirine bağımlı olduğudur. Ayrıca iki süreç de belirgin bir şekilde evrimci karaktere sahiptir: Sürekli mutasyon (*recurrent mutation;* teknik buluşlar), türleşme (*speciation;* yeni şirket türlerinin yaratılması) ve sıçramalı denge (*punctuated equilibrium;* hangi şirketlerin yaşayacağını, hangilerinin öleceğini belirleyen krizler).

Adam Smith'in ifadesiyle "Bankacılık, akıl dolu bir operasyonla ... altın ve gümüşün yerine (...) kâğıdı koyarak bize (...) gökyüzüne döşenmiş bir tren yolu sağlamıştır."* Smith'in *Ulusların Zenginliği*'ni (1776) yayımlamasını takip eden yüzyılda Avrupa'da ve Kuzey Amerika'da çok çeşitli bankaların ortaya çıkmasına imkân tanıyan bir finansal yenilik patlaması oldu. En eski kurumlar bir tüccarın başka bir tüccar için düzenlediği kambiyo senedini iskonto ederek yurtiçi ve uluslararası ticarete yardımcı olan, senet iskonto eden bankalardı. Smith'in zamanında bile Londra, Trans-Atlantik ticaret üzerine ihtisaslaşmış bir (bu iş kolunun anılmaya başladığı isimle) ticari banka olan Barings gibi birçok başarılı firmaya ev sahipliği yapıyordu. Mevzuat gereği bu dönemde neredeyse tüm İngiliz bankaları birer özel şirketti. Bir kısmı "şehir" (*the City*) olarak bilinen ve yüzyıllar boyu ticari finansmanın odağı olan birkaç kilometrekarelik bir bölgedeki faaliyetlerde uzmanlaşırken, bir kısmı toprak sahibi elitin işlerinde uzmanlaşmıştı. İkinci kısma girenler aynı zamanda "taşra bankası" olarak anılıyor, işlerindeki iniş çıkışlar, İngiliz tarımındaki iniş çıkışları takip ediyordu.

Doğadaki evrim ile finansal evrim arasındaki önemli farkın "akıllı tasarım" olarak isimlendirilen şeyin oynadığı rol olduğu söylenebilir. Tabii bu durumda dü-

40 Editörlüğünü Michael D. Bordo, Alan M. Tayor ve Jeffrey G. Williamson'un yaptığı *Globalization in Historical Perspective* (Chicago / Londra, 2003) içinde Peter L. Rousseau ve Richard Sylla, "Financial Systems, Economic Growth, and Globalization". s. 373-416.

41 Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (Londra, 1984), s. 94.

* Adam Smith kullandığı metaforda, para olarak kullanılan altın ve gümüşü tren yoluna benzetir. Tren yolu üretilen samanı, mısırı pazarlara ulaştırır ve üretici ile tüketicinin buluşması aşamasında büyük bir görev üstlenir ama kendisi hiçbir şey üretmez. Aksine verimli tarlaların üzerinden geçer ve üretim yapılabilecek alanları daraltır. Eğer tren yolları gökyüzünden geçirilebilirse, tren yollarının kapladığı alanlar atıl olmaktan kurtarılıp üretime döndürülebilir. (ç. n.)

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://manfey.org

zenleyeci ilahi güç(ler) değil, insandır. Bank of England uzun süren bir deneme yanılma süreciyle birlikte adım adım kamusal işlevler geliştirmeye başladı; 1826'da para basma konusundaki tekel yetkisinin yenilenmesine karşılık, bölgelerde şubeler açtı ve tüm ülkenin para basma işini üstüne aldı.* Banka, artan bir hızla bankalar arası işlemlerde de önemli bir rol oynamaya başladı. Bankaların birbirlerine olan borçlarının mahsubu giderek artan bir oranda Bank of England'ın Threadneedle Street'teki şubelerinde yapılır oldu. 1833'te ticari senetler üzerindeki iskonto hadlerini kısıtlayan faize ilişkin yasaların da ortadan kaldırılması ile banka şehirdeki (*the City*) en büyük ölçekli banka oluşunun avantajını sonuna kadar kullanabilecek duruma geldi. Bankanın uyguladığı iskonto oranı para piyasası diye adlandırılan piyasadaki (çoğu zaman senetlerin iskontosuna dayanan kısa vadeli krediler için) en düşük kısa vadeli faiz olarak kabul edilmeye başlandı.

Bir kırk yıl daha çözülemeyen konu bankanın rezervleri ile tedavüldeki banknotlarının arasındaki ilişkinin nasıl olması gerektiğiydi. Bankanın başkanlarından J. Hossley Palmer'ın bu konudaki görüşü, rezerv miktarının iskonto işinin hacmiyle orantılı olması gerektiği ve rezervin üçte birinin altından oluşması yönündeydi. Başbakan Sir Robert Peel bu düzenlemenin piyasaya çok miktarda para sürülmesi neticesinde enflasyon riski yaratacağından endişe ediyordu. Peel'in 1844 tarihli Bankacılık Yasası bankayı ikiye böldü: Bankanın ticari faaliyetlerini yürütecek bir bankacılık departmanıyla, 14 milyon pound tutarında menkul kıymet ve Britanya ile diğer ülkeler arasındaki ticaret dengesi doğrultusunda dalgalanacak, belirtilmemiş miktarda altına sahip bir para basma departmanı. Basılan paranın toplamı menkul kıymet ve altın toplamını geçmeyecekti. 1847, 1857 ve 1866'da tekrarlayan krizler, uygulamanın oldukça sıkı bir kısıtlama getirdiğini gösterdi ve her krizde bir likidite krizinin önüne geçmek için yasa kısa süreli olarak askıya alındı.** Overend Gurney bankasını batıran mudi akınına da yol açan sonuncu krizden sonradır ki *The Economist*'in editörü Walter Bagehot bankanın kriz dönemlerinde üstlenmesi gereken rolü likidite krizleri ile mücadele etmek için, cezalandırıcı bir oranla da olsa serbestçe borç veren bir "son borç mercii" (*lender of the last resort*) olarak yeniden tanımlamıştı.[42]

42 Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (Londra, 1873).

* Teknik olarak para pasına yetkisi, on sekizinci yüzyılda olduğu gibi Londra'yla etrafındaki 100 km. yarıçapındaki bölge için geçerliydi ve özel bankaların para basma yetkisi kısıtlanmamıştı.

** Likidite sıkıntısı (*illiquidity*) bir şirket yükümlülüklerini karşılayacak derecede varlık satamadığı zaman ortaya çıkar. Yeterli varlığı vardır ama çok az sayıda potansiyel alıcı olduğu için varlıklar pazarlanamamaktadır. Ödeme aczi (*insolvency*) durumu ise yükümlülüklerin tutarının varlıkların tutarını açıkça aşmasıdır. Bu ayrımı yapmak bazı durumlarda sanıldığından daha zordur. Likidite sorunu yaşayan bir firma sorunu aşmak için varlıklarını satma yoluna gidebilir ama önerilen fiyatlar o kadar düşük olabilir ki firma ödeme aczi ile karşı karşıya kalabilir.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

Victoria dönemindeki parasal problemin Bagehot tarafından tümden çözülmediğini vurgulamak gerekir. Bagehot, Isaac Newton'un Darphane Başkanı olduğu dönemde uygulanmaya konulmuş olan ve bir pound sterlin'in (1 ons altın eşittir 3 pound, 17 şilin, 10.5 peni oranı ile) sabit ve değişmez miktarda altına çevrilebileceğini içeren kutsal kurala meydan okuma konusunda on dokuzuncu yüzyılın kendinden önce gelen seçkin ekonomi teorisyenlerinin ötesine geçememiştir. Altın standardına ilişkin o dönemde yapılan tartışmaları okumak, Victoria dönemindekilerin de birçok açıdan Güney Amerika'yı fethedenler kadar değerli metallerin esiri olduğunu anlamamızı sağlar. Şehrin asilzadelerinden Baron Overstone "Sadece kıymetli metaller paradır" demiştir. "Kâğıt banknotlar madeni (değerli metalden yapılmış) parayı temsil ettikleri için paradır. Aksi halde kalp ve sahte olurlardı. Bir mudi, metal alabilir ama bütün mudiler alamaz, bu nedenle mevduat para değildir."[43] Eğer bu prensibe uyulmaya devam edilip Britanya ekonomisindeki para arzı Bank of England'ın rezervlerindeki altına bağlansaydı, on dokuzuncu yüzyıldaki yeni altın madeni keşiflerinin yaratacağı genişletici etki bile Birleşik Krallık ekonomisindeki büyümeyi tamamıyla durmaktan kurtaramayacaktı. Bank of England'ın para basma politikası o kadar sıkıydı ki 1890'ların ortalarından Birinci Dünya Savaşı'na dek külçe altın rezervleri tedavüldeki banknotların değerinden daha yüksekti. Parasal genişlemeyi mümkün kılan, yeni bankaların, özellikle mevduat bankalarının ortaya çıkmasıydı. 1858'i takiben anonim şirket statüsündeki bankacılık (*joint-stock banking*) üzerindeki kısıtlamalar kaldırıldı ve birkaç büyük ticari bankanın ortaya çıkışının yolu açıldı: the London & Westminster (kuruluş 1833), the National Provincial (1836), the Birmingham & Midland (1836), Lloyds (1884) ve Barclays (1896). Overend Gurney'in başarısızlığından sonra, Belçika (Société Générale), Fransa (Crédit Mobilier) ve Almanya'da (the Darmstädter Bank) yükselmekte olan endüstriyel yatırım bankalarının İngiltere'deki önemi azaldı. İhtiyaç duyulan, sanayi kuruluşlarından blok halinde hisse alan bankalar değil, tasarruf sahiplerini kendilerine çekip paralarını mevduata döndürerek bilançolarının diğer tarafında yer alacak krediler için sürekli genişleyen bir para tabanı yaratacak kurumlardı.

Yeni yüzyılın başında sayıları artan tasarruf bankaları bu süreçte çok önemli bir rol üstlenmişti. 1913'te Britanya'daki tasarruf bankalarının toplam mevduatı, Birleşik Krallık'taki toplam mevduatın neredeyse dörtte biri olan 256 milyon pounda ulaşmıştı. Alman tasarruf bankalarının aktifleri Darmstädter, Deutsche, Dresdner ve Disconto-Gesellschaft gibi bilinir büyük bankaların aktiflerinden iki

43 Kindleberger, *Financial History*'de alıntılanmıştır, s. 87.

Ücretsiz PDF Kitap Arşivi - https://rantey.org

buçuk kat daha fazlaydı. Birinci Dünya Savaşı'nın eşiğine gelindiğinde vatandaşların Britanya bankalarındaki toplam mevduatı 1,2 milyar poundken, dolaşımdaki para 45,5 milyon poundun biraz üzerindeydi. Para hiç akıldan çıkmasa da artık, gözden uzak bir şekilde bankanın içindeydi.

Farklılıklar gözlense de birçok gelişmiş ekonomi, düzenin altın standardı çerçevesinde faaliyet gösteren, tekel konumundaki bir merkez bankası aracılığıyla sağlanması ve mevduat toplama faaliyetinin birkaç büyük kurumda yoğunlaşması konularında Britanya örneğini takip etti. Banque de France 1800'de, Alman Reichbank 1875'te, Bank of Japan 1882'de ve Swiss National Bank 1907'de kuruldu. Kıta Avrupası'nda olduğu gibi Britanya'da da, sayıları 1809'da en yüksek nokta olan 755'e ulaşan taşra bankalarının sayısının 1913'te 17'ye düşmesiyle örneklenebilecek bir yoğunlaşma eğilimi söz konusuydu.

Finansın Birleşik Devletler'deki evrimi epey farklıydı. Yasa yapıcıların çok güçlü finansör düşüncesinden hiç hoşlanmamaları rüşeym halindeki merkez bankasının (ilk ve ikinci Bank of the United States) doğumunu iki kere engelledi ve Federal Rezerv Sistemi'nin kuruluşuyla ilgili yasa 1913'e kadar çıkarılamadı. O ana kadar ABD tamamıyla bir özgür bankacılık deneyinin içindeydi. 1864 tarihli Ulusal Bankacılık Yasası özel banka kurmanın önündeki engelleri azaltmıştı ve banka kurmak için gereken sermaye Avrupa standartlarına göre düşüktü. Diğer yandan eyalet sınırları ötesinde banka kurmak hâlâ zordu. Bu uygulamaların ortak sonucu olarak eyaletler ya da tüm ülke sathında faaliyet göstermek üzere kurulan bankaların sayısında patlama oldu, 1899'da 12.000'in altında olan banka sayısı 1922'de 30.000 ile zirve yaptı. Yetersiz sermayeli çok sayıdaki banka finansal istikrarsızlığa yol açarken, panik Amerikan ekonomik hayatının ayrılmaz bir parçası haline geldi – özellikle de Büyük Buhran esnasında, kurulmasının üzerinden henüz on beş yıl geçmiş para otoritesi, hafifletmesi gereken derin bir bankacılık krizini alevlendirdiğinde. 1933'te mevduat sigortasının uygulanmaya konulması Amerikan bankalarının mudi akını karşısındaki korunmasızlıklarını büyük ölçüde azalttı. Yine de Maine, 1976'da eyaletler arası bankacılığı yasal hale getiren ilk eyalet olana kadar bankacılık sektörü çok parçalı yapısını korudu. Ancak 1993'te, Tasarruf ve Kredi krizinden sonra (5. Bölüm'e bakınız) ulusal bankaların sayısı, yüzyılı aşkın süredir ilk defa 3.600'ün altına düştü.

1924'te John Maynard Keynes altın standardını –o meşhur ifadesiyle– "barbar kalıntısı" (*barbarous relic*) olarak tanımlamıştı. Fakat bankalarca yaratılan paranın kıymetli metal çıpasından kurtulması yavaş yavaş oldu. Şüphe yok ki altın stan-

dardının kendine göre avantajları vardı. Döviz kurlarındaki istikrar ticaret alanında fiyatların öngörülebilir olmasını sağlar ve işlem maliyetlerini düşürürken, fiyatlardaki uzun vadeli istikrar enflasyonist beklentiler için bir çıpa vazifesi görüyordu. Altında kalmak, borçlanmak isteyen ülkeleri ihtiyatlı maliye ve para politikaları izlemeye yönelteceğinden borçlanma maliyetlerini de azaltabilirdi. Para birimlerini tek bir metayı esas alan bir standarda ya da başka bir para birimine bağlamanın zor tarafı, siyasileri serbest sermaye dolaşımıyla bağımsız ulusal bir para politikası arasında seçim yapmak zorunda bırakmasıdır. İkisine bir arada sahip olamazlar. Merkez bankası kendi para biriminin değerini çıpa olarak kullandığı para birimi karşısında korumak isteyeceği için, döviz çıpası kısa vadeli faiz oranlarındaki değişkenliğin (*volatility*) artmasına yol açabilir. Çıpa arzı, altın arzının, altına olan talebin altında olduğu 1870 ve 1880'lerdeki gibi sınırlıysa, deflasyon görülebilir. Ve 1929'dan sonra, altın standardının tekrar uygulandığı dönemde olduğu gibi finansal krizleri yayabilir. Banka mevduatlarına ve dalgalı kur sistemine dayalı bir para sistemi bu kısıtlamalardan muaftır. Altın standardı uzun süredir ölümün eşiğindeydi ama Başkan Richard Nixon bazı kısıtlı durumlarda doların altınla değiştirilmesine imkân tanıyan, "altın penceresi"ni 15 Ağustos 1971'de kapatıp, standardın son kalıntısını ortadan kaldırdığında yas tutan çok az kişi vardı. O günden beri para ile değerli metaller arasındaki yüzlerce yıllık bağ kopuktur.

Müflis Millet

Tennessee eyaletindeki Memphis mavi süet ayakkabıları, mangal partileri ve iflasları ile meşhurdur. Eğer –Mediciler'in takipçisi– günümüz bankacılarının güvenilmez borçluların yarattığı kredi riski ile nasıl başa çıktıklarını anlamak istiyorsanız, gitmeniz gereken yer kesinlikle Memphis'tir.

Birleşik Devletler'de her yıl birle iki milyon arası iflas vakası meydana gelir ve iflas edenlerin çoğu idare edilemez hale gelmiş yükümlülüklerini yerine getirmektense batmayı tercih eden şahışlardır. Bu vakaların şaşırtıcı derecede büyük bir kısmı Tennessee'de yaşanır. Kayda değer olan, iflas sürecinin, on altıncı yüzyılda Venedik'te ya da günümüzde Glasgow'un belli bölgelerinde olanlarla kıyaslandığında ne kadar zahmetsiz göründüğüdür. Memphis'te zorluk yaşamaya başlayan borçlular, bir utanç damgası yemeden ya da fiziksel bir hasar görmeden borçlarından tamamıyla kurtulabilir ya da en azından borçlarını azaltabilirler. Dünyanın en başarılı kapitalist ekonomisinin sanki kolay iktisadi başarısızlıklar üzerine inşa edilmiş olması büyük bir bilmecedir.

2007 yazının başında Memphis'i ilk defa ziyaret ettiğimde kolay kredi ve kolay iflasın birbirlerine yakınlığından ve her yerde karşıma çıkışlarından etkilenmiştim. Tek yapmam gereken şehir merkezi yakınındaki tipik bir sokakta şöyle bir yürümekti. Önce Tennesseelilerin harcamalarının büyük kısmını gerçekleştirdikleri alışveriş merkezleri ve fast food restorandlarını gördüm. Hemen ileride paraya sıkışanlara, dar gelirlilere tanınan vergi kredisini talep etme konusunda yardım etmeye hazır bir "vergi danışmanı" vardı. Sonra araba karşılığı (arabayı teminat kabul ederek) kredi veren bir dükkân, ikinci el ipotekle kredi veren bir şirket, ücret çekleri karşılığı (yüzde 200 faizle) avans veren bir çek bozdurma dükkânı gördüm, süpermarket büyüklüğündeki rehinci dükkânından (*pawnshop*) bahsetmiyorum bile. Her şeyini rehine bırakmış olanlar için kolayca erişebilecekleri bir mesafede ucuz mobilya ve televizyon kiralayabilecekleri bir kiralama merkezi de mevcut. Onun yanında ne var? Bağışçılara 55 dolar veren Kan Merkezi. Günümüz Memphis'i "kanını emmek" deyimine yepyeni bir anlam katıyor. İnsanın bir şişe kan vermesi, yarım kilo etinden vazgeçmesinden zor olmasa gerek ama ana fikir şaşırtıcı derecede benzer.

Yine de Memphis'te iflas etmenin sonuçları, Venedik'te Antonio'nun karşılaştığı ölüm riskine göre daha az vahimdir. Kan Merkezi'nden sonraki durağım iflas edenlere Birleşik Devletler Batı Tennessee Bölge İflas Mahkemesinde danışmanlık yapan George Stevenson'un ofisiydi. Ziyaret ettiğim dönemde Memphis bölgesinde iflas başvurularının sayısı yılda 10,000 civarındaydı, bu yüzden iflas mahkemesini dolduran kalabalığı gördüğümde şaşırmadım. Belli ki sistem çok rahat çalışıyor. Borçlarını ödeyemez duruma gelmiş bireyler ya da çiftler teker teker borç verenleri ile oturuyor, avukatları onların adına pazarlık ediyor. Hatta –ortalama beş vakadan üçü çözülebiliyor (yani borç verenlerle bir anlaşmaya varılabiliyor) olsa da– bir hızlı iflas hattı bile var.

Sürdürülemez borçlardan kurtulup, sıfırdan başlayabilmek Amerikan kapitalizmine has bir tuhaflıktır. 1898'den beri her Amerikalı iflas kanununun 7. (likidasyon) ve 13. (gönüllü yeniden düzenleme) maddelerinden faydalanma hakkına sahiptir. Zengin ya da fakir Birleşik Devletler'deki tüm insanlar için iflas, neredeyse "yaşam, özgürlük ve mutlu olma" hakları ile eşit seviyede vazgeçilmez bir hak gibidir. Teoriye göre Amerikan yasaları yeni iş yaratılmasını kolaytırmak için girişimciliği özendirmek üzere düzenlenmiştir. Bu da insanlara planları doğru gitmediğinde, bu ikinci kez başlarına gelse bile bir nefes alma imkânı tanımak, doğuştan risk-sever olanların o ilk milyon doları kazanana kadar deneme yanılma yoluyla öğrenmelerine izin vermek anlamına gelir. Ne de olsa bugünün müflisi (iflas edeni) yarının başarılı girişimcisi olabilir.

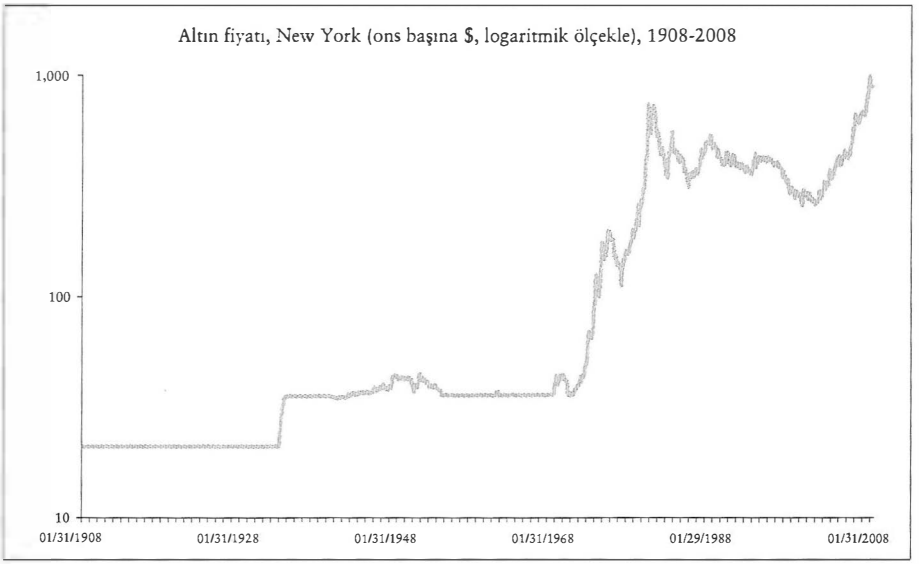
İlk bakışta teori doğru çalışıyor gibidir. Ketçap kralı John Henry Heinz, sirk şefi Phineas Barnum ve otomobil patronu Henry Ford da dahil olmak üzere Amerika'nın en başarılı işadamları ilk denemelerinde başarısız olmuşlardı. Tüm bu adamlar sonunda inanılmaz derecede zenginleşmişlerse bunun bir sebebi de kendilerine deneme, başarısız olma ve yeniden başlama şansı verilmesidir. Ama dikkatle incelendiğinde Tennessee'de olanların oldukça farklı olduğu görülür. Memphis İflas Mahkemesi'ndeki insanlar batmanın eşiğindeki işadamları değildir. Faturalarını –çoğu zaman, özel sağlık sigortasına sahip olmayan Amerikalıların bir anda karşı karşıya kalabilecekleri tıbbi masrafların faturalarını– ödeyemeyen sıradan insanlardır. İflas kanunu girişimcilere ve kurdukları işlere yardım etmek için tasarlanmış olabilir ama bugünkü iflasların yüzde 98'i iş dışıdır. Memphis'teki iflasların üçte biri, borçlunun iflas öncesi borçlarını ödemek için gelecek gelirlerinin hepsinden ya da bir kısmından feragat ettiği 13. madde kapsamında gerçekleşmektedir. İflası tetikleyen ana nedenin girişimcilik değil borçluluk olduğu görülmektedir. 2007'de ABD'deki tüketici kredileri rekor kırarak 2,5 trilyon dolara ulaştı. 1959'da tüketici kredileri harcanabilir şahıs gelirlerinin yüzde 16'sına denk geliyordu. Bugün ise bu oran yüzde 24*. Bugün bir finans tarihçisi için zor olan konulardan biri hane borçluluğundaki bu patlamanın nedenlerini ve kaçınılmaz gözükse de Tennessee gibi eyaletlerde iflas oranın artmasının ne gibi sonuçları olabileceğini anlamaktır.

Bu sorulara yanıt aramadan önce finansal sistemin diğer bileşenlerini de takdim etmemiz gerekir: Tahvil piyasası, hisse senetleri piyasası, sigorta piyasası, gayri menkul piyasası ve tüm bu piyasaların geçtiğimiz yirmi yıl içinde yaşadığı olağanüstü küreselleşme. Yine de asıl neden paranın evriminde ve yükümlülükleri esas bileşenleri olan bankalarda yatıyor olmalı. Para yaratımı ile metal çıpa arasındaki bağı koparmanın daha önce görülmemiş bir parasal genişlemeye ve kredi patlamasına yol açtığı yadsınamayacak bir gerçektir. Likiditenin, geniş paranın (*broad money*) hasılaya oranı** olarak hesaplandığı geride kalan yüzyıla bakıldığında, 1970'lerden itibaren oranın yükseldiği, belli başlı gelişmiş ülkelerde altın penceresinin kapanmasından önce yüzde 70'ken, 2005'te yüzde 100'ün üstüne çıktığı açıkça görülmektedir.[44] Avro böl-

44 Niall Ferguson ve Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future* (Londra / New York, 2007), s. 34. Küresel likiditeyle ilgili olarak da s. 40'a bakınız.

* Aynı dönemde, ipotekli kredilerin harcanabilir şahış gelirlerine oranı yüzde 54'ten yüzde 140'a çıkmıştır.

** İktisatçı Alfred Marshall'a atfen iktisatçılar arasında Mashall k'sı olarak bilinen oran. k, parasal tabanın nominal GSYİH'a oranıdır.



gesinde artış daha da hızlı olmuştur ve 1990 gibi yakın bir zamanda yüzde 60 olan oran günümüzde yüzde 90'a dayanmıştır. Aynı dönemde gelişmiş dünyadaki bankaların sermaye yeterlilikleri, yavaş ama düzenli bir şekilde düşmektedir. Avrupa'da bankaların sermayelerinin aktiflerine oranı yüzyılın başında yüzde 25'ken şimdi yüzde 10'un altındadır.[45] Diğer bir ifadeyle bankalar daha fazla mevduat toplamakla kalmayıp, topladıkları mevduatın daha büyük kısmını kredi olarak kullandırmakta ve sermaye tabanlarını küçültmektedirler. Bugün dünyanın büyük ekonomilerindeki banka aktifleri (kredileri), o ülkelerin toplam GSYİH'larının yaklaşık yüzde 150'sidir.[46] Uluslararası Takas Bankası'na (*Bank for International Settlements*) göre, 2006 Aralık ayı itibarıyla uluslararası bankacılık aktifleri 29 trilyon dolarla dünya GSYİH'sının yüzde 63'üne ulaşmıştır.[47]

Paranın, altın standardının uygulandığı dönemdeki değerini yitirmesinde şaşılacak bir şey olmasa gerek. Dolar banknotu bugünkü tasarımına 1957'de kavuştu. O günden bugüne, tüketici fiyatları endeksi ile kıyaslandığından, doların alım gücü inanılmaz bir oranda, yüzde 87 düştü. Aynı dönemdeki yıllık ortalama enflasyon yüzde 4'tü, yani Avrupa'da fiyat devrimi esnasında, Potosi'nin gümüşü ile gemi azıya aldığı dönemdekinin iki katı. Eğer biri 1970'te, altın penceresi hâlâ aralıkken, 1.000 dolarlık yatırımını altınla değiştirmiş olsa, parası

45 a.g.e. s. 63.
46 a.g.e. s. 48.
47 http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

karşılığında 26,6 ons altın alırdı. Aynı kişi, kitap yazıldığı esnada, onsu 1.000 dolar olan altın fiyatları ile altını 26.596 dolara satabilirdi.

Paranın olmadığı bir dünya şimdiki dünyadan daha kötü, çok daha kötü bir yer olurdu. Shakespeare'in Antonio'sunun yaptığı gibi tüm borç verenlerin talihsiz borçluların kanını emen sülükler olduğunu düşünmek yanlıştır. Fırsatçı tefeciler sülük gibi olabilir ama bankalar Medici zamanından bu yana (Lord 3. Rothschild'ın kısa ve öz bir biçimde ifade ettiği gibi) "paranın, bulunduğu A noktasından, ihtiyaç duyulan B noktasına hareketini temin etmek"[48] üzere evrilmişlerdir. Kısacası borçlar ve alacaklar iktisadi gelişmenin elzem yapı taşlarındandır ve ulusların zenginleşmesinde madencilik, imalat ya da mobil haberleşme kadar önemli bir yerleri vardır. Yoksulluğun açgözlü finansçıların soytarılıklarının direkt sonucu olduğu durumlar pek azdır. Glasgow'un East End mahallesindekilere benzer borçlular ancak verimli bir kredi ağına erişimleri olduğunda tefecilerin pençesinden kaçabilirler ve tasarruf sahipleri paralarını güvenilir bankalara yatırabildiği sürece para atıllıktan üretime ya da zenginden fakire yönelir.

Bu nedenle bankacılığın evrimi paranın yükselişindeki ilk önemli adımdır. 2007 Ağustos ayında başlayan finansal kriz esasen geleneksel banka kredileri ya da (yasal bir değişiklik nedeni ile 2007 yılında) gerçekte azalan iflaslarla pek de ilgili değildir. Krizin ana nedeni bankaların verdikleri borçları paketleyip tekrar satmalarına imkân veren menkul kıymetleştirilmiş kredilerin yükselişi ve çöküşüdür. Ve bu da bankaların yükselişinin, modern finans sisteminin ikinci önemli ayağı olan tahvil piyasasının yükselişi tarafından takip edilmesi ile mümkün olmuştur.

48 Lord [Victor] Rothschild, *Meditations of a Broomstick* (Londra, 1977), s. 17.

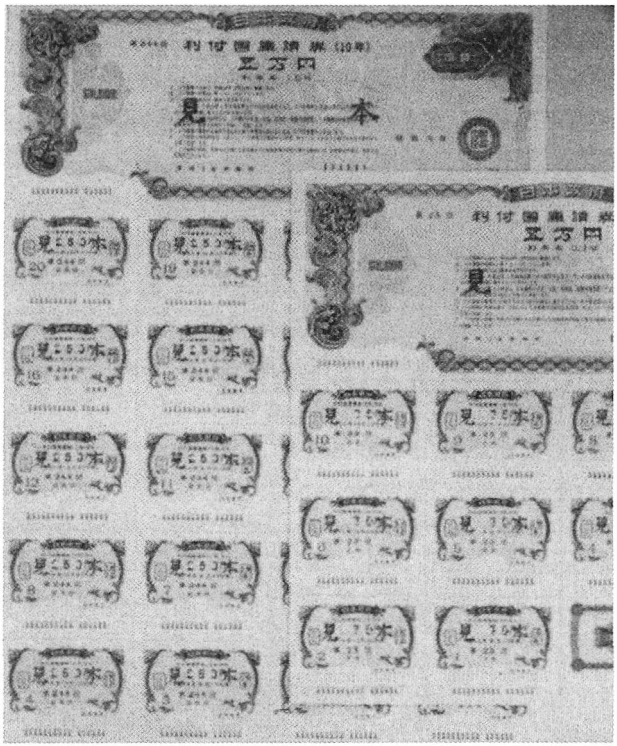
2

İNSANIN KÖLELİĞİ ÜZERİNE

Başkanlığının ilk yüz gününün başlarında Bill Clinton'ın kampanya sorumlusu James Carville *Wall Street Journal*'a meşhur hale gelen şu açıklamayı yaptı: "Eskiden, eğer reenkarnasyon diye bir şey varsa tekrar dünyaya geldiğimde başkan, papa ya da 0,400 ortalamaya sahip bir beyzbol vurucusu olmak istediğimi düşünürdüm. Şimdi ise tahvil piyasası olarak geri gelmek istiyorum. Çünkü tahvil piyasası herkesin gözünü korkutabilir." Tahvil fiyatları önceki Kasım'da yapılan seçimler arifesinde, başkanın federal açığı azaltmayı vaat ettiği bir konuşma öncesi, başkanı şaşırtarak yükselmişti. Hazine Bakanı Lloyd Bentsen "Şu yatırım piyasasındakiler, kuvvetli bir güruh. Başkanın bu çabası inandırıcı mıdır? Hükümet çıkışı desteklemeye devam edecek mi? Öyle karar vermiş gözüküyorlar" açıklamasını yaptı. Amerikan Merkez Bankası (*Federal Reserve*) Başkanı Alan Greenspan "Eğer tahvil fiyatları tırmanmaya devam ederse, bu benim hayal edebileceğim en güçlü ekonomik teşvik olur" dedi.[1] Devlet yetkililerini, devlet borçlanma senetlerinin alınıp satıldığı bu piyasa hakkında böylesine bir hayranlık, hatta huşu içinde konuşmaya iten neydi?

Tahvilin doğuşu, bankalar tarafından kredinin yaratılmasından sonra paranın yükselişindeki ikinci büyük devrimdir. Hükümetler (ve büyük şirketler) bankalara nazaran daha geniş bir çeşitliliğe sahip insanlardan ve kurumlardan borçlanabilmenin bir yolu olarak tahvil ihraç ederler. Örnek olarak Japonya'nın 1980'lerden bu yana biriktirdiği 838 trilyon yenlik devasa kamu borcu dağının küçük bir parçası denebilecek, itibari değeri 100.000 yen, sabit faizi ya da kupo-

1 David Wessel ve Thomas T. Vogel Jr., "Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President", *Wall Street Journal*, 25 Şubat 1993, s. A1.



Faiz kuponları ile birlikte on yıllık Japon devlet tahvili

nu yüzde 1,5 olan Japon devlet tahvillerini alın. Tahvil, Japon devletinin tahvil hamiline on yıl boyunca 100.000 yenin yüzde 1,5'u kadar faiz ödeyeceğine dair taahhüdünü içerir. Tahvili ilk satın alan, istediği zaman, piyasada oluşan fiyattan satma hakkına sahiptir. Kitap yazılırken o fiyat 102.333 yendi. Neden? Çünkü kudretli tahvil piyasası öyle buyuruyor.

Kuzey İtalya'nın şehir devletlerinde sekiz yüzyıl önce mütevazı bir başlangıç yapan tahvil piyasaları muazzam bir boyuta ulaştı. Bugün uluslararası işlem gören tahvillerin toplamı yaklaşık 18 trilyon dolar civarında. Yurtiçinde işlem gören tahvillerin (mesela Japon yatırımcılar tarafından alınan Japon tahvillerinin) toplamı ise çarpıcı; 50 trilyon dolar. Beğenelim ya da beğenmeyelim hepimiz (birçoğumuz bunu bilmesekde) tahvil piyasasından iki açıdan, önemli şekilde etkileniyoruz. İlk olarak; yaşlılık dönemlerimiz için biriktirdiğimiz paranın büyük kısmı tahvil piyasasına yatırılıyor. İkincisi; devasa boyutta olduğu ve büyük devletlerin en güvenilir borçlular olduğu düşünüldüğü için, uzun vadeli faiz oranları tahvil piyasasında belirleniyor. Tahvil fiyatları düştüğünde, faizler tüm borçlular için sıkıntılı sonuçlar doğuracak şekilde fırlar. Piyasa şöyle işler: Birinin tasarruf etmek istediği 100.000 yeni vardır. 100.000 yenlik tahvil almak anapa-

rayı güvende tuttuğu gibi tasarruf sahibine düzenli ödemeler getirir. Daha açık olmak gerekirse, tahvil yüzde 1,5 faiz ya da kupon ödemesi yapar: 100.000 yenlik bir tahvil için yılda 1.500 yen. Fakat piyasa faiz oranı ya da cari getiri (*current yield*) kuponun şu an 102.333 yen olan cari değere bölünmesi ile hesaplanır: 1.500 / 102.333 = %1.47.* Şimdi tahvil piyasasının Japon devletinin borcunun büyüklüğünden korktuğu bir senaryoyu düşünün. Yatırımcıların Japon devletinin taahhüt ettiği yıllık ödemeleri yapamayacağından endişe etmeye başladığını varsayın. Ya da yatırımcıların tahvilin ihraç edildiği ve faiz ödemelerinin yapıldığı para birimi olan yenin durumundan tedirgin olduklarını farz edin. Böyle durumlarda, endişeli yatırımcılar ellerindekileri satacakları için tahvilin fiyatı düşecektir. Japon devletinin artan ödeyememe riskini ya da paradaki değer yitimini telafi edecek derecede düşük bir fiyatta alıcı bulmak mümkün olacaktır. Tahvilimizin fiyatının 80.000'e düştüğünü düşünelim. Bu durumda verim 1.500 / 80.000 = %1,88 olacaktır. Japon ekonomisinin tümü için faiz oranları bir çırpıda yüzde 0,40 artacak ve yüzde 1,47'den yüzde 1,88'e çıkacaktır. Piyasadaki hareket öncesinde emeklilikleri için tahvile yatırım yapmış olanlar, anaparaları tahvil fiyatı kadar düşeceği için yüzde 22 daha kötü durumda olacaklardır. Hareket sonrası ipotekli kredi (mortgage) alacaklar en az yüzde 0,41 (piyasa tabiriyle 41 baz puan) daha fazla faiz ödeyeceklerdir. Dünyanın en büyük tahvil fonu olan Pacific Investment Management Company'nin (PIMCO) yöneticisi Bill Gross'un tabiriyle "tahvil piyasaları güçlüdür çünkü bütün piyasalara esas teşkil ederler. Kredi maliyetleri, (gösterge niteliği taşıyan bir tahvilin) faiz oranı nihayetinde hisse senetlerinin, evlerin ve tüm varlık kategorilerinin değerini belirler."

Politikacılara göre tahvil piyasasının güçlü olmasının bir nedeni hükümetlerin maliye ve para politikalarının güvenilirliğinin günlük olarak bu piyasada sınanmasıdır. Ama tahvil piyasasının asıl gücü bir hükümeti yüksek borçlanma maliyetleri ile cezalandırma kabiliyetine sahip olmasıdır. Yarım puanlık bir artış bile bütçe açığı veren bir hükümeti zora sokabilir ve zaten yüksek olan harcamalara ilave borç yükü getirebilir. Birçok finansal ilişkide olduğu gibi burada da bir geribildirim döngüsü vardır. Yüksek faiz ödemeleri bütçe açığının daha da büyümesine yol açar. Tahvil piyasası da kaşlarını daha bir çatar. Tahviller yine elden çıkarılır. Faiz oranları tekrar artar vb. Er ya da geç hükümet üç zor seçenekle karşı karşıya kalır. Borcunun bir kısmında temerrüde düşerek tahvil piyasasının en büyük korkusunu gerçeğe dönüştürmek mi? Tahvil piyasasını tatmin edecek şekilde bazı alanlardaki harcamalarda kısıntıya gidip seçmenleri ve top-

* Bu, ihraç eden devletin tahvili itibari değeri ile geri alacağı zamana kalan süreyi hesaba katan vadeye kadar olan verimle (yield to maturity) karıştırılmamalıdır.

lumdaki menfaat gruplarını sinirlendirmek mi? Ya da bütçe açığını azaltmak için vergileri artırmak mı? Ortaya çıkış nedeni hükümetlerin borçlanmasını kolaylaştırmak olan tahvil piyasası, kriz dönemlerinde hükümet politikalarını dikte eder konuma gelebilir.

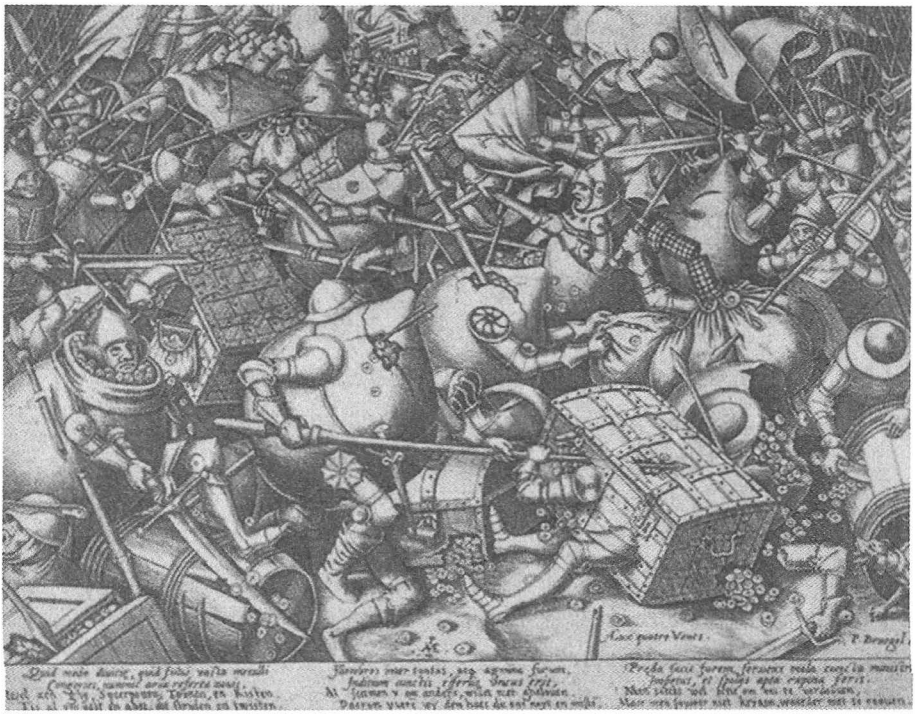
Peki bu Bay Bond* nasıl oldu da Ian Fleming'in yarattığı Bay Bond'dan daha kuvvetli hale geldi? Ve neden her ikisinin de bir çeşit öldürme yetkisi var?

Borç Dağları

Antik Yunan filozofu Heraklitos "Savaş her şeyin babasıdır" demişti. Tahvil piyasasının da babası olduğu kesin. Pieter van der Heyden'in sıra dışı gravürü *Para Muharebesi*'nde (*The Battle about Money*) birçoğu kılıçlar, bıçaklar ve kargılarla kuşanmış kumbaralar, para keseleri, sikke fıçıları ve hazine sandıkları her şeyin mubah olduğu kaotik bir ortamda birbirlerine saldırırlar. Gravürün altındaki Hollandaca mısralar şöyle der: "Tüm bu kavga ve boğuşma, hepsi para ve mal için." Ama kitabe aynı zamanda şunu da söyleyebilirdi: "Bu savaş, ancak savaş masraflarını ödemek için para bulunabilirse yapılabilir." Finans tarihindeki birçok şey gibi savaşın, devlet borcunun işlem gördüğü bir piyasa aracılığı ile finanse edilmesi de bir İtalyan Rönesansı icadıdır.

On dördüncü ve on beşinci yüzyılların büyük kısmında Toskana'nın ortaçağ şehir devletleri –Floransa, Pisa ve Siena– birbirleri ya da diğer İtalyan şehirleri ile savaş halindeydiler. Bu savaş, insanlar sayesinde olduğu kadar para sayesinde sürdürülüyordu. Kendi vatandaşlarından savaşmalarını istemektense her şehir bu kirli işi yapmak üzere düşmanların toprağını zaptedip, hazinesini yağmalayacak taşeronlarla (*condottieri*) anlaşıyordu. 1360'ların ve 1370'lerin *condottieri*'leri arasında biri diğerlerini fersah fersah geride bırakır. Ordusuna komuta eder haldeki tasviri, eşsiz liderliğine ithafen Floransa'lılarca yaptırılan ve Floransa'daki Duomo'da yer alan duvar resimlerinde görülebilir. Bu usta paralı asker, tahminlerin aksine, Sible Hedingham'da doğmuş ve büyümüş bir Essex'lidir. Sir John Hawkwood İtalyanların adına öyle ustaca savaşmıştır ki İtalyanlar ona Giovanni Acuto, Müthiş John ismini vermiştir. Floransa dışındaki Castello di Montecchio Floransalıların hizmetleri karşılığında ona verdiği evlerden sadece biridir. Ama Hawkwood Milano, Padua, Pisa ve papalık dahil parasını veren herkes için savaşmak isteyen bir paralı askerdir. Floransa'daki

* Tahvil kelimesinin İngilizcesi bond'dur. (ç. n.)



Pieter Bruegel the Elder'ın resminden Pieter van der Heyden, *Para Muharebesi*, 1570 sonrası. Hollandaca altyazıda "Tüm bu kavga ve boğuşma, hepsi para ve mal için" yazıyor.

Palazzio Vecchio'daki büyüleyici freskolar Hawkwood'un Pisa adına savaştığı 1364 Floransa Pisa savaşındaki orduları gösterir. On beş yıl sonra ise Hawkwood Floransa'nın tarafına geçer ve askeri hayatının geri kalan kısmı o şehrin hizmetinde geçirir. Neden? Çünkü para Floransa'dadır.

Bitmek bilmeyen savaşın maliyeti İtalyan şehir devletlerini krize sürükledi. Barış dönemlerinde bile harcamalar vergi gelirlerinin iki katıydı. Floransa, Hawkwood gibilerin parasını ödemek için borç içinde boğuluyordu. On dördüncü yüzyılın başında 50.000 florin olan borcun, 1427'ye gelindiğinde nasıl 100 kat artarak 5 milyon florine yükseldiğinin kayıtları Toskana Devlet Arşivleri'nden bulunabilir.[2] Şehrin dağ gibi borcu vardı – resmi olarak borçtan *monte commune* yani kamunun borç dağı olarak bahsediliyordu.[3] On beşinci yüzyılın başlarında şehrin gelirlerinin yüzde yetmişi borçlanmadan sağlanıyordu. "Dağ" Floransa'nın yıllık ekonomik hasılasının yarısından daha büyüktü.

2 Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems* (Cambridge, 1987), s. 157, 164-9.

3 M. Veseth, *Mountains of Debt: Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America* (New York / Oxford, 1990).

Floransalılar kimden böylesine büyük miktarda borç alabilirlerdi? Cevap; kendilerinden. Varlıklı vatandaşlar varlık vergisi ödemek yerine şehrin hükümetlerine borç vermekle yükümlüydüler. Bu zoraki borç (*prestanze*) karşılığında faiz alıyorlardı. Teknik olarak bu (daha önce gördüğümüz gibi Kilise tarafından yasaklanmış olan) ikrazatçılık değildi, çünkü vatandaşlar devlet zoru ile borç veriyorlardı. Ödenen faiz de kilise kanunlarına göre zorunlu bir yatırım karşısında oluşacak gerçek ve olası maliyetlerin telafisi (*damnum emergens*) olarak kılıfına uydurulabilirdi. Susa'lı Hostiensis'in 1270'lerde dediği gibi:

> Eğer alım satım ve ticaretle uğraşan ve bu uğraşından kâr elde eden bir tacir iş yapmak için kullanacağı parayı hayırseverlik namına, çok ihtiyacım olduğu bir anda bana ödünç verirse, o tacire faiz ödemekle mükellef olurum...[4]

Floransa'daki sistemin önemli bir unsuru yatırımcının hazır paraya ihtiyaç duyması durumunda bu tür borçların diğer vatandaşlara satılabiliyor olmasıydı. Diğer bir deyişle o dönemde tahvil, deri ip ile bağlanmış defterlere yazılmış bir iki satırdan ibaret olsa da likit bir varlıktı.

Floransa o dönemde vatandaşlarını en büyük yatırımcıları haline dönüştürdü. On dördüncü yüzyılın başında hanelerin üçte ikisi kamu borcunun finansmanına katkıda bulunur hale gelmişti ama ödemelerin çok büyük kısmı birkaç zengin şahıstan alınıyordu.[5] "Ruolo delle prestanze"deki Medici kayıtları ailenin o dönemdeki zenginliğini kanıtlamakla kalmaz, aynı zamanda şehir devletin kasasına yaptıkları katkıların boyutlarını da sergiler. Bu sistemin bu denli iyi işlemesinin bir nedeni, Medici ve zengin birkaç ailenin aynı zamanda devleti ve devlet finansmanını da idare etmesidir. Bu oligarşik güç yapısı tahvil piyasasına sağlam bir siyasi dayanak vermiştir. Sözünden dönme keyfiliğine sahip, gücün kalıtsal olduğu, güvenilmez bir krallıktakinin aksine Floransa'da tahvil çıkaranlarla, tahvili büyük miktarlarda alanlar aynı kişilerdi. Hal böyle olunca faiz ödemelerinin zamanında yapılmasının bu kişilerin menfaatleri gereği olmasına şaşmamak gerek.

Her şeye rağmen bu şekilde yapılabilecek savaşların bir sınırı vardı. İtalyan şehirlerinin borçları arttıkça daha fazla tahvil çıkarmak zorunda kaldılar ve çıkardıkları her ilave tahville borçlarını ödeyememe riskleri daha da arttı. Aslın-

4 John H. Munro, "The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200-1600", Toronto Üniversitesi'nde çalışma dokümanı, 2 (6 Temmuz 2001), s. 7.

5 James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), s. 81.

da Venedik Floransa'dan daha önce, on ikinci yüzyılın sonunda bir kamu borçlanma sistemi geliştirmişti. *Monte vecchio* (eski dağ) diye anılan borçlanma enstrümanı Venedik'in Cenova ve diğer düşmanları ile yaptığı on dördüncü yüzyıl savaşlarının finansmanında önemli rol oynadı. 1463-1479 arasında Türklerle yapılan uzatmalı savaştan sonra yeni bir borç dağı yükseldi: *Monte nuovo* (yeni dağ).[6] Yatırımcılar yıllık yüzde 5 faiz alıyorlardı. Yılda iki kez yapılan faiz ödemeleri (tuz gibi maddelere uygulanan) tüketim vergileri ile karşılanıyordu. Floransa'daki *prestanze*'ler gibi Venedik'teki *prestiti*'ler de zorla alınan borçlardı ve yatırımcıların tahvillerini nakit karşılığı diğer yatırımcılara satabilecekleri bir ikincil pazar mevcuttu.[7] On beşinci yüzyılın sonlarına doğru bir dizi askeri yenilgi *prestiti* piyasasının ciddi şekilde zayıflamasına neden oldu. 1497'de (itibari değerinin yüzde 20 altında) 80 dükadan işlem gören *monte nuovo,* 1500 yılında sadece 52 düka ediyordu. 1502'nin sonuna doğru toparlanıp 75 dükaya yükselen tahvil 1509'da ulaştığı zirve olan 102 dükadan, Venedik devletinin faiz ödemelerini durdurması üzerine 40 dükaya geriledi. 1509-1529 arasında *monte vecchio* 3, *monte nuevo* ise 10 dükaya kadar düşmüştü.[8]

Eğer savaş devam ederken bir devlet tahvili alıyorsanız, bir risk, bahse konu devletin faizinizi ödeyememe riskini alıyorsunuz demektir. Diğer yandan unutmamak gerekir ki faiz itibari değer üzerinden ödenir, yani eğer yüzde 5 faiz ödemeli bir tahvili itibari değerinin sadece yüzde 10'una alabiliyorsanız yüzde 50 gibi hoş bir getiri elde edersiniz. İşin özünde almaya hazırlandığınız riske denk bir kazanç beklersiniz. Diğer yandan, daha önce gördüğümüz gibi tahvil piyasası tüm ekonomi için geçerli olan faiz oranlarını belirler. Eğer devlet yüzde 50 faiz ödemek zorundaysa, borçlanmak isteyen itibarlı ticaret erbabı da bir çeşit savaş primi ödemek zorunda kalacaktır. Venedik'lilerin karada Lombardia'da, denizde ise Osmanlı İmparatorluğu'na karşı savaştıkları 1499 yılında ağır bir finansal krizin baş göstermesiyle tahvil fiyatlarının düşmesi ve faizlerin fırlaması rastlantı değildir.[9] Benzer şekilde 1509'da tahvil piyasasında yaşanan çöküş, Venedik ordularının Agnadello'da yenilmelerinin sonucudur. Her durumda sonuç aynıdır: İşler durur.

Tahvil piyasasının yükselişine katkıda bulunan sadece İtalyan şehir devletleri değildi. Kuzey Avrupa'da da şehir idarecileri borçlarını Kilise tarafından red-

6 Richard Bonney'nin editörlüğünü yaptığı *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995) içinde Jean-Claude Hocquet, "City-State and Market Economy", s. 87-91.

7 Richard Bonney'nin editörlüğünü yaptığı *The Rise of Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999) içinde Jean-Claude Hocquet, "Venice", s. 395.

8 Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), s. 323.

9 a.g.y., "Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking", *Journal of Political Economy*, 45, 2 (Nisan 1937), s. 197.

dedilmeyecek bir biçimde finanse etme sorunu ile boğuştular. Ulaştıkları çözüm İtalya'dakinden biraz daha farklıydı. İkrazatçılık yasaları borç (*mutuum*) karşılığında faiz tahakkuk ettirilmesine izin vermese de, bir tarafın diğer taraftan yıllık ödemeler (*stream of annual payments*) satın almasına imkân veren ve *census* olarak bilinen ortaçağ sözleşmesini yasaklamıyordu. Bu tür yıllık ödemeli tahviller (*annuity*) on üçüncü yüzyılda Kuzey Fransa'daki Douai ve Calais'yle, Flamanya'daki Gent gibi şehirlerde çıkarılmaya başlandı. Tahvillerin iki türü vardı: *Rentes heritables* ya da *erfelijkrenten* denen ve satın alanın vârislerine bırakabildiği, ebedi gelir sağlayanlar ve *rentes viagères* ya da *lijfrenten* denen ve satın alanın ölümü ile sona erenler. Tahvili satanın, anaparayı geri ödeyerek yıllık ödemeleri sonlandırma hakkı bulunuyordu. On altıncı yüzyılın ortalarına gelindiğinde Hollanda'nın yıllık gelirlerinin yüzde 7'si yıllık ödemeli tahvil satışlarından elde ediliyordu.[10]

Hem Fransız hem de İspanyol krallıkları aynı şekilde gelir elde etme yoluna gittiler ve bunun için şehir yönetimlerini aracı olarak kullandılar. Fransa'da kraliyet adına fon toplama işini Paris Belediyesi üstlenmişti; İspanya'nın kraliyet kâğıtları ise Genova'da (şehrin vergilerini toplama hakkını satın almış) özel mülkiyete ait bir kartel olan Casa di San Giorno ve Antwerp'te bugünkü hisse senedi borsasının öncüsü sayılabilecek borsa (*beurs*) aracılığı ile pazarlanıyordu. Şehir yönetimlerinin oligarşik yapısı ve şehir yönetimlerince çıkarılan tahvillerin yine aynı şehirdekilerce alınıyor oluşunun borcun ödenmemesi riskini azaltması, mutlak hükümdarlıklar için geçerli değildi. Birinci bölümde gördüğümüz gibi İspanya Krallığı on altıncı yüzyılın sonu ile on yedinci yüzyıl boyunca sürekli olarak temerrüde düştü ve 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 ve 1662 yıllarında ödemelerinin bir kısmını ya da tamamını durdurdu.[11]

İspanya'nın finansal sıkıntılarının bir nedeni, İspanya yönetimine karşı ayaklanışları siyasi ve finansal tarihte bir dönüm noktası olan, asi Kuzey Hollanda Eyaletleri'ni dize getirmek için sarf edilen ve başarısızlıkla sonuçlanan girişimlerin inanılmaz maliyetiydi. Birleşik Eyaletler sahip oldukları cumhuriyetçi kurumlar sayesinde, şehir devletlerin avantajlarıyla ulus devletlerin ölçeğini bir araya getiriyordu. Savaşlarını ise, Amsterdam'ı yanlız hayat boyu ya da sürekli ödeme yapan yıllık ödemeli tahvillerin değil, yatırımcıların küçük bir yüksek

10 Munro, "Origins of the Modern Financial Revolution", s. 15.

11 Richard Bonney'nin editörlüğünü yaptığı *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995) içinde Martin Körner, "Public Credit", s. 520, 524. Ayrıca Richard Bonney'nin editörlüğünü yaptığı *The Rise of Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999) içinde Juan Gelabert, "Castile, 1504-1808", s. 208.

bir getiri olasılığını satın aldıkları ikramiyeli borçlanmalar da (*lottery loan*) dahil tüm yeni menkul kıymetlerin bulunabildiği bir pazar haline getirerek finanse edebiliyorlardı. 1650'ye gelindiğinde parasını şu ya da bu borçlanma aracına yatırmış 65.000 Hollandalı rantiye bulunuyordu ve bu sayede Hollanda bağımsızlığını korumak için uzun süre mücadele verebildi. Hollanda kendini savunmaktan emperyal yayılmacılığa doğru ilerledikçe borç yükü daha da arttı ve 1632'de 50 milyon gulden olan borç 1752'de 250 milyon guldene yükseldi. Öte yandan Birleşik Eyaletler'de sermayenin bol ve yatırımcıların borcun ödeneceğine dair güveninin yüksek oluşuna bir işaret olarak Hollanda tahvillerinin getirisi düzenli bir şekilde –1747'de yüzde 2,5'a kadar– düştü.[12]

Tahtın Katolik II. James'ten Hollandalı Protestan Prince of Orange'a geçtiği 1688 devrimiyle (*Glorious Revolution*, Şanlı Devrim) finansal yenilikler Manş Denizi'ni geçerek Amsterdam'dan Londra'ya ulaştı. İngiliz mali sistemi zaten Kıta Avrupa'sı monarşilerinden önemli ölçüde farklıydı. Kraliyet sahip olduğu toprakları diğer bütün yerlere göre daha erken satmıştı ve parlamentoların gücü İspanya, Fransa ve Almanya'da zayıflarken İngiltere'de artıyordu. Kamu görevlerinin, ihtilas yerine devletten olacağı maaşa bel bağlayan profesyoneller tarafından doldurulması yönünde gözle görülür bir değişim vardı. Şanlı Devrim bu değişimi hızlandırdı. Artık borç ödemelerinin yapılmaması gibi bir durum olmayacaktı. (1672'de kraliyet borca batmışken II. Charles'ın tüm ödemeleri durdurduğu "Stop of Exchequer" vakası Londralı yatırımcıların hafızasında tazeliğini koruyordu.) Artık –özellikle de altın standardının kabul edildiği 1717'den sonra– ayarı ile oynanarak paranın değeri düşürülmeyecekti. Kraliyet'in mali işleri parlamentonun incelemesine tabi olacaktı. Ve Stuart Hanedanlığı döneminde çıkarılmış çeşitli borçlanma enstrümanlarını toparlamak üzere çaba sarfedilecek, bu çerçevede 1749'da Sir Henry Pelham tarafından Konsolide Fon* yaratılacaktı.[13] İngiltere'deki bu gelişmeler sıklıkla temerrüde düşen Fransa'da yaşananların tam tersidir; Fransa'da devlet makamları kamu görevlilerini istihdam etmek için değil, en yüksek bedeli verene satılarak para toplamak için kullanılmış; vergi tahsilatı tamamıyla ya da geçici süre için özelleştirilmiş; büt-

12 Richard Bonney'nin editörlüğünü yaptığı *The Rise of Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999) içinde Marjolein 't Hart, "The United Provinces 1579-1806", s. 311.

13 Douglass C. North ve Barry R. Weingast, "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeeth-Century England", *Journal of Economic History, 49, 4*, (1989), s. 803-32. Britanya'daki finansal devrimin klasik bir tasviri için P.G.M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756* (Londra, 1967).

* Konsolide kelimesi İngilizce "Consolidated" olarak yazılır. Bu nedenle de bugünkü İngiliz devlet tahvilleri "consol" olarak anılır.

çe yapımı aksatılmış, yapıldığında da akıllıca hazırlanmamış; (Fransız Parlamentosu diyebileceğimiz) États-Généraux toplanmamaya başlamış; ve birbirini takip eden hazine yöneticileri yatırımcılara yönelik çok cömert koşullarla *rentes* ve *tontines*'ler (bir çeşit yıllık ödemeli tahvil) çıkararak para temin etmeye uğraşmışlardır.[14] On sekizinci yüzyılın ortalarında, Londra'da gelişen bir tahvil piyasası vardı ve likiditesi yüksek –diğer bir deyişler satılması kolay– olduğundan yabancı yatırımcılara, özellikle de Hollandalılara çekici gelen devlet tahvilleri bu piyasada en çok işlem gören kâğıtlardı.[15] Paris'te ise durum hiç böyle değildi. Finansal yapılardaki bu farklılığın önemli siyasi sonuçlarının olacağı daha sonra ortaya çıkacaktı.

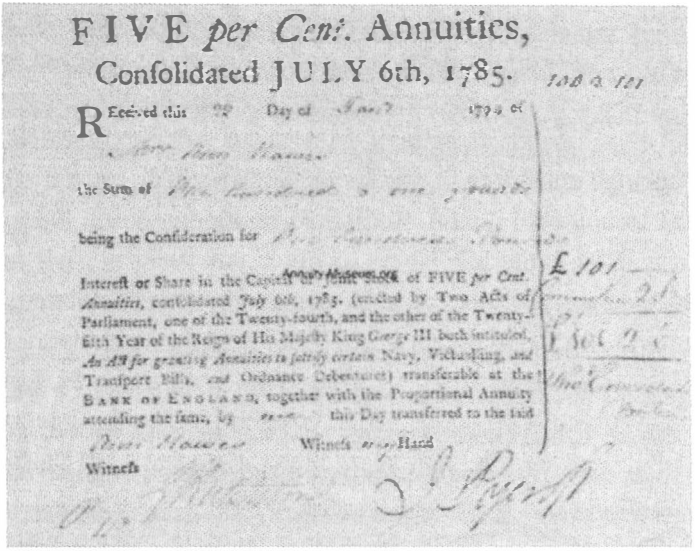
Çıkarılmış en başarılı tahvil olduğu söylenilebilecek, meşhur İngiliz consol'una daha yakından bakmak için biraz duraklayalım. On sekizinci yüzyılın sonu geldiğinde iki tip consol'a yatırım yapmak mümkündü: Yüzde 3 kuponlu olanlara ya da yüzde 5 kuponlu olanlara. Bu fark dışında iki consol de aynıydı, herhangi sabit bir vadesi olmayan ve piyasa değerleri itibari değerlerine eşitlendiğinde ya da üzerine çıktığında devlet tarafından geri alınabilecek olan daimi gelir senetleri (*perpetual bonds*). Aşağıdaki resim bir kısmı basılı, bir kısmı el yazısı ile doldurulmuş, yatırılan miktarı, itibari değeri, yatırımcının adını ve tarihi içeren tipik bir consol'u gösterir:

> 1796 Ocak ayının 22'sinde Bayan Anna Hawes'den, 6 Temmuz 1785'te çıkarılan yüzde beş faiz ödemeli gelir senetlerinden yüz poundluk pay tahsisine karşılık yüz bir pound alınmıştır... Bank of England'da devir işlemi yapılabilir...

100 poundluk consol'a 101 pound ödediği göz önüne alınırsa Bayan Hawes yüzde 4,95'lik bir getiri elde ediyordu. Aslında bu, zamanlaması iyi bir yatırım sayılmazdı. Aynı yılın Nisan ayında, Korsikalı komutan Napoléon Bonapart yönetimindeki Fransız ordusu Montenotte'de ilk zaferini kazanmıştı. Mayıs ayında Lodi'de de galip gelen Napoléon, takip eden yirmi yıl boyunca İngiliz İmparatorluğu'nun güvenliği ve mali istikrarı –aynı zamanda Avrupa barışı– için Habsburgların ve Bourbonların toplamından daha büyük bir tehdit olacaktı. Onu yenmek yeni bir borç dağının yükselmesine neden olacak ve dağ yükseldikçe de consol'un fiyatı yüzde otuza varacak kadar düşecekti.

14 *Ancien régime*'in finansal krizine ilişkin olarak J. F. Bosher, *French Finances*, 1770-1795 (Cambridge, 1970).

15 Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990).


FIVE *per Cent.* Annuities,
Conſolidated JULY 6th, 1785.
Received this Day of 1796 of
the Sum of
being the Conſideration for
Intereſt or Share in the Capital of FIVE *per Cent. Annuities*, conſolidated *July* 6th, 1785. (erected by Two Acts of Parliament, one of the Twenty-fourth, and the other of the Twenty-fifth Year of the Reign of His Majeſty King *George* III both intituled, *An Act for granting Annuities to ſatisfy certain* Navy, Victualling, and Tranſport Bills, *and* Ordnance Debentures) transferable at the BANK OF ENGLAND, together with the Proportional Annuity attending the ſame, by this Day transferred to the ſaid
Witneſs Witneſs

Anne Hawes tarafından Ocak 1796'da alınan yüzde 5'lik consol.

Önemsiz bir Korsikalı'nın çok hızlı bir şekilde Fransa İmparatoru ve Kıta Avrupa'sının efendisi hâline gelmesi, bir akın Bayan Anna Hawes'i, 1796'da hemen hemen kimsenin öngöremeyeceği bir şeydi. Tam da aynı dönemde sosyal hareketlilik açısından daha çarpıcı (ve etkisi daha kalıcı olan) başka bir başarı öyküsü yazılıyordu. Napoléon'un Waterloo'da aldığı nihai yenilginin üzerinden birkaç yıl geçmeden Frankfurt gettosunun kasvetli ortamında büyüyen bir adam, finans alanındaki Bonapart olarak ortaya çıktı: Tahvil piyasasının ve bazılarının dediği gibi Avrupa siyasetinin efendisi bu adamın adı Nathan Rothschild'di.

Finansın Bonapart'ı

> Sahip olduğu servet sınırsızdır. Savaş ve barış konularında arabuluculuk yapmakla ve ulusların ticari itibarının onun başı ile onaylamasına tabi oluşuyla böbürlenir. Sınırsız sayıda temsilcisi vardır; habercilerinin sayısı egemen prensliklerin ve krallıklarınkinden daha fazladır. Bakanlar onun emrindedir. Avrupa parlamentolarında hâkim güç olan bu şahıs, bizim sahip olduğumuz nüfuza sahip olmaya taliptir.[16]

Bu sözler Radikal Milletvekili Thomas Dunscombe'nin 1828'deki bir konuşma-

16 *Hansard*, New Series, vol. XVIII, s. 540-43.

sından alınmıştır. Bahsettiği kişi on dokuzuncu yüzyılın büyük kısmı için dünyanın en büyük bankası sayılabilecek bankanın Londra şubesini kuran Nathan Mayer Rothschild'dir.[17] Rothschild ailesini Avrupa'nın dört bir yanında kırk bir görkemli ev sahibi olacak kadar zengin yapan, tahvil piyasasıdır. Bu evlerden biri Buckinghamshire'daki Waddeston Malikânesi'dir ve Nathan'ın üçüncü kuşaktan torunu olan Lord 4. Rothschild tarafından bütün ihtişamıyla restore edilmiştir. Lord Rothschild büyük büyük büyük dedesini şöyle tarif ediyor: "Kısa boylu, şişman, takıntılı, çok zeki, tamamıyla işine odaklanmış... Birlikte iş yapmanın pek keyifli olduğu bir insan olduğunu tahmin etmiyorum." Kuzeni Evelyn de Rothschild de benzer bir görüşe sahip: Londra'daki St. Swithin Caddesi üzerinde yer alan N.M. Rothschild'in yönetim kurulu odasında asılı portresine bakarken: "Sanırım çok hırslı ve azimliydi. Hata ve başarısızlığı kabullendiğini sanmıyorum."

Rothschildler tutkulu mektup yazıcılar olmalarına rağmen Nathan'ın kardeşlerine yazdığı mektuplardan çok azı günümüze ulaşmıştır. Elimizdeki bir sayfa Nathan'ın nasıl biri olduğunu açıkça ortaya koyar. Bütün mektuplarında olduğu gibi yazışma deşifre edilmesi neredeyse imkânsız olan Judendeutsch'la (İbranice karakterlerle yazılmış Almanca) kaleme alınmıştır ve Yahudi iş ahlakına sahip olan Nathan'ın kendisi kadar kurnaz olmayan kardeşlerine karşı sergilediği hoşgörüsüzlüğü özetler:

> Sanki size yazmak benim için bir görevmiş gibi, görüşümü bildirmek için sizlere yazıyorum... Mektuplarınızı bir kere değil, belki yüzlerce kere okuyorum. Bunu siz de tahayyül ediyorsunuzdur. Genelde akşam yemeğinden sonra yapacak bir şeyim olmuyor. Kitap okumuyorum, kâğıt oynamıyorum, tiyatroya gitmiyorum, tek zevkim işim. Bu yüzden Amschel'in, Salomon'un, James'in ve Carl'ın mektuplarını okuyorum... Carl'ın (Frankfurt'ta daha büyük bir ev almak hakkındaki) mektubuna değinecek olursam... tüm bunlar saçmalık, çünkü işlerimiz iyi olduğu ve zengin olduğumuz sürece herkes bizi pohpohlayacaktır ve bizim üzerimizden kazanç elde edemeyenler de bizi kıskanacaktır. Salomon'umuz pek iyi niyetli ve herkesle, her konuda hemfikir olabilir. Biri kulağına bir şey fısıldasa, tüm insanlığın asil fikirli olduğunu düşünür; esasında herkes kendi çıkarının peşindedir.[18]

Kardeşlerinin Nathan'ı "başkumandan" diye çağırmalarına şaşmamak gerek. Sa-

17 Detaylı bilgi için Niall Ferguson, *The World's Banker: The History of the House of Rothschild* (Londra, 1998). Ayrıca bakınız: *Herbert H. Kaplan, Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty: The Critical Years*, 1806-1816 (Stanford, 2006).

18 Rothschild Arşivleri, Londra, XI/109, Nathan Rothschild'den kardeşleri Amschel, Carl ve James'e, 2 Ocak 1816.

lomon 1815'te "Tüm yazdığın; şunu öde, bunu öde, şunu gönder, bunu gönder"[19] diye yakınır. Nathan'ı Frankfurt *Judengasse*'sinin (Yahudi gettosu) karanlığından Londra tahvil piyasasının efendiliğine götüren bu olağanüstü dürtü ve doğuştan gelen finansal deha olmuştur. Diğer yandan finansal ilerleme bir kere daha savaş sayesinde gerçekleşmiştir.

*

18 Haziran 1815 sabahı Britanyalı, Hollandalı ve Alman birliklerden oluşan Wellington Dükü komutasındaki 67.000 kişilik ordu, Brüksel'den pek de uzak olmayan Waterloo tarlalarının ötesinde aynı sayıda askerden oluşan İmparator Napoléon Bonapart kumandasındaki Fransız ordusunu gördü. Waterloo Savaşı Britanya ve Fransa arasında yirmi yıldır aralıklarla devam eden çatışmaların son noktasıydı ve iki ordunun savaşından fazla bir şeydi. Bu aynı zamanda rakip iki finansal sistemin de yarışıydı: Biri Napoléon yönetiminde ganimete (fethedilenin vergilendirilmesine) dayalı hale gelen Fransız sistemi, diğeri borca dayanan Britanya sistemi.

Askeri bir çatışmayı finanse etmek için hiç bu kadar fazla tahvil çıkarılmamıştı. 1793-1815 arası Britanya'nın milli borcu 3 kat arttı ve Birleşik Krallık'ın yıllık hasılasının iki katını aşarak 745 milyon pounda ulaştı. Tahvil arzındaki bu artış Londra piyasası için ağır bir yük oluşturdu. Şubat 1792'den sonra, yüzde 3'lük 100 poundluk consol'un fiyatı 96 pounddan –Waterloo'nun arifesinde– 60 poundun altına düştü, hatta 1797'de 50 poundun altı bile görüldü. O günler Bayan Anna Hawes gibiler için üzücü günlerdi.

Efsaneye göre Rothschild Ailesi servetlerinin ilk milyonunu, Nathan'ın, savaşın sonucunun Britanya tahvillerinin fiyatı üzerinde yaratacağı etkiye ilişkin başarılı spekülasyonuna borçludur. Hikâyenin bir versiyonuna göre Nathan savaşı yerinde görmüş, Wellington'ın zafer haberi resmen ulaşmadan evvel Manş Denizi'ndeki fırtınaları aşıp Londra'ya gelmiş ve fiyatlardaki büyük artış öncesi tahvilleri toplayarak 20 ile 135 milyon pound arasında bir tutarı cebe indirmiştir. Naziler daha sonra bu efsaneyi işlemek için ellerinden geleni yaptılar. 1940'ta Joseph Goebbels, Nathan'ın Wellington Dükü'nün zaferini kesinleştirmek için bir Fransız generaline rüşvet verirken, sonra da savaşın gidişatını kasıtlı olarak yanlış bildirip, panik satışı nedeniyle fiyatı yerlerde sürünen İngiliz tahvillerini toplarken gösterildiği *Die Rothschilds* filminin yayınlanmasına izin

19 Rothschild Arşivleri, Londra, XI/109/2/2/156, Paris'teki Salomon'dan, Londra'daki Nathan'a, 29 Ekim 1815.

verdi. Gerçek ise tamamiyle farklıydı.[20] Wellington'ın zaferinden para kazanmak şöyle dursun Rothschildler zafer yüzünden neredeyse mahvoluyorlardı. Bu servet Waterloo sayesinde değil, ona rağmen yapılmıştı.

Britanya birlikleri, geleceğin Wellington Dükü, o zamanın korgenerali Sir Arthur Wellesley'in Fransa tarafından önceki yıl işgal edilmiş olan Portekiz'e bir sefer düzenlediği Ağustos 1808'den beri Kıta Avrupa'sında Napoléon'a karşı savaşıyordu. Takip eden altı yıl boyunca İber Yarımadası'na daha fazla adam ve mühimmat temin edilmesi gerekiyordu. Tahvil satmak Britanya Hükümeti'ne bol miktarda nakit sağlıyordu ama banknotlar uzak diyarlardaki savaş meydanlarında pek de işe yaramıyordu. Birlikleri donatmak ve Britanya'nın müttefiklerine ödeme yapabilmek için Wellington'ın her yerde kabul gören bir para birimine ihtiyacı vardı. Savaş zamanı Londra'dan Lizbon'a altın sikke yollamak pahalı ve tehlikeliydi. Ama Portekizli tacirler Wellington'ın önerdiği kambiyo senetlerini kabul etmediklerinde, nakit yollamaktan başka seçenek kalmamıştı.

Başarılı sayılabilecek Frankfurtlu bir antikacı ve kambiyo acentasının oğlu olan Nathan Rothschild 1799'da İngiltere'ye geldi ve gelişini takip eden on yıl boyunca yeni yeni endüstrileşen Kuzey İngiltere'de kalıp, aldığı tekstil ürünlerini Almanya'ya sattı. Londra'da bankacılığa başlaması 1811'de oldu. Peki o zaman neden Britanya Hükümeti mali olarak zora düştüğünde ona başvurdu? Cevap Nathan'ın Napoléon'un İngiltere ile Avrupa arasındaki ticarete uyguladığı ambargoya rağmen Kıta Avrupası'na doğru yapılan altın kaçakçılığında edindiği tecrübeydi. (Aslında Fransız otoriteleri basit merkantalist inançla İngiltere'den altın çıkışının İngilizler'in savaşma gücünü azaltacağına inandıkları için bu kaçağa göz yumma eğilimindeydiler.) Ocak 1814'te Britanya Maliye Bakanı baş temsilcisi John Charles Herries'i "iki ay içinde, büyük bir gizlilik içinde, Almanya, Fransa ve Hollanda'da toplamı 600.000 poundu aşmayacak şekilde mümkün olduğunca çok Fransız altın ve gümüş sikkesi toplaması için o adamı (Nathan'ı) görevlendirme" konusunda yetkilendirdi. Toplanan paralar Hollanda'nın Helvoetslyus limanında İngiliz gemilerine yüklenecek ve Pireneler'i geçip Fransa'ya ilerleyen Wellington'a gönderilecekti. Bu, kardeşlerin Manş Denizi'nin iki yakasındaki kredi bağlantılarını iyi kullanmalarına ve yüklü miktarda altın, gümüş nakliyatını yönetebilmelerine dayanan çok büyük çapta bir operasyondu. Görevlerini öylesine başarıyla yerine getirdiler ki Wellington kısa süre sonra "bol bol yetecek miktarda para için" teşekkür eden bir mektup yazdı. Herries de şöyle diyordu: "Rothschild kendisinden talep edilen çeşitli hizmetleri hayran kalınacak

20 Lord [Viktor] Rothschild, *The Shadow of a Great Man* (Londra, 1982).

şekilde başarıyla yerine getirdi ve Yahudi olmasına rağmen kendisine büyük bir güven duymaktayız." Mayıs 1814'te Nathan hükümete ilk talimatla kendisinden talep edilen miktarın iki katı, yaklaşık 1,2 milyon pound temin etmişti.

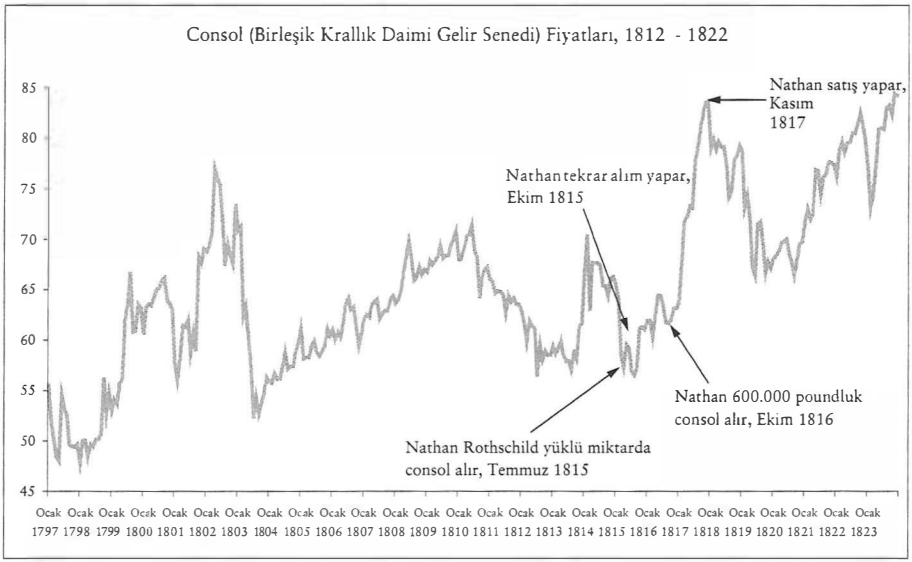
Savaş bölgesinin yanı başında böyle büyük miktarda altını harekete geçirmek şüphesiz ki riskliydi. Fakat aldıkları dolgun komisyon Rothschildler'in risklerini telafi ediyordu. Aileyi göreve bu kadar uygun kılan şey kardeşlerin hazır bir bankacılık ağına sahip oluşuydu – Londra'da Nathan, Frankfurt'ta Amschel, Paris'te (en gençleri) James, Amsterdam'da Carl ve Nathan'ın uygun gördüğü yer neresiyse oraya giden Salomon. Avrupa'nın değişik yerlerindeki beş kardeş arbitraj olarak adlandırılan, fiyat ve kambiyo farklarından istifade etmeye imkân verecek şekilde konumlanmışlardı. Mesela altının fiyatı Paris'te Londra'ya göre daha yüksekse James Paris'te altın satıp kambiyo senedi alacak, Nathan da kambiyo senetleri ile Londra'da daha fazla miktarda altın alacaktı. Herries adına yaptıkları işlemlerin fiyatları etkileyecek büyüklükte olması işin kârlılığını daha da artırdı. Rothschildler İngiltere'nin Avrupa'daki müttefiklerine yapılan yüklü para yardımlarını da idare ediyorlardı. Herries'in hesabına göre Haziran 1814'e kadar yaptıkları bu tür ödemeler 12,6 milyon franka ulaşmıştı. Başbakan Lord Liverpool "Bay Rothschild'in çok faydalı bir dost" olduğunu söylüyor, Dışişleri Bakanı Lord Castlereagh'a "O olmasaydı ne yapardık bilmiyorum" diyordu. Kardeşleri artık Nathan'a borsanın (*stock exchange*) efendisi diyorlardı.

Napoléon Nisan 1814'te tahttan indikten sonra küçük İtalyan adası Elbe'ye sürgüne gitti ve adayı minyatür bir imparatorluk gibi yönetmeye devam etti. Ada onun için çok küçüktü. Napoléon, 1 Mart 1815'te eski Avrupa düzenini tekrar tesis etmek üzere Viyana Kongresi'nde toplanan hükümdarları ve bakanları şaşkınlığa uğratarak imparatorluğunu diriltme kararlılığıyla Fransa'ya geri döndü. Grande Armée'nin (Büyük Ordu) emektarları Napoléon'u destekledi. Nathan Rothschild'in bu "tatsız haber"e tepkisi altın alımlarına tekrar başlayıp, kardeşleriyle birlikte ulaşabildikleri tüm altını (külçe ve sikke) satın alarak Wellington'a gönderilmeye hazır halde Herries'e sunmak oldu. Rothschildler toplamda 884 kasa ve 55 fıçı doldurmaya yetecek miktarda, 2 milyon poundun üzerinde altın sikke temin etti. Nathan aynı dönemde İngiltere'nin Kıta Avrupası'ndaki müttefiklerine yapacağı yeni ödemeleri üstlenmeyi teklif ederek 1815'te Herries'le yaptığı iş hacmini 9,8 milyon pounda taşıdı. Tüm bu işlerden aldıkları yüzde 2 ile 6 arasında değişen komisyonlar sayesinde Napoléon'un dönüşü Rothschildler'i zengin edecekti. Fakat Nathan'ın önemsiz gördüğü bir risk vardı. Böylesine büyük miktarda altını çılgınca satın alırken, Napoléon'la yapılan tüm savaşlarda olduğu gibi bu savaşın da uzun süreceğini öngörmüştü. Bu sonuçları ölümcül olabilecek bir hesap hatasıydı.

Wellington meşhur ifadesiyle Waterloo Savaşı'nı "hayatımda bu kadar az farkla kazanılmış bir şey görmedim" diye nitelemiştir. Bir gün süren acımasız akınlar, karşı akınlar ve destansı savunmanın ardından Prusya ordusunun gelişi belirleyici olmuştu. Sonuç Wellington için şanlı bir zafer olsa da Rothschildler için aynısı geçerli değildi. Ulaklarının hızlı olması sayesinde Napoléon'un yenildiğini, Binbaşı Henry Percy'nin Wellington'ın resmi bildirimini kabineye sunmasından neredeyse kırk sekiz saat önce haber almış olması şüphesiz Nathan Rothschild için avantajdı. Yine de ne kadar erken haber almış olursa olsun, Nathan için durum iyi değildi. Bu kadar kısa sürede, böylesine kesin bir sonuç beklemiyordu. Kardeşleriyle birlikte kimsenin –bitmiş olan bir savaşı finanse etmek için– ihtiyaç duymayacağı bir ton paranın üstünde oturuyorlardı. Barışın gelmesiyle Napoléon'la savaşan büyük ordular dağıtılabilir, müttefiklerle olan birlikteliğe son verilebilirdi. Yani artık askerlere maaş ödenmeyecek, Britanya'nın savaş zamanındaki müttefiklerine yardım gönderilmeyecekti. Savaş döneminde hızla yükselen altının fiyatı düşecek, Nathan efsanedeki gibi inanılmaz kârlar elde etmek yerine ağır ve artan borçlarla yüzleşecekti.

Kurtuluş için bir yol vardı: Rothschildler altınlarını tahvil piyasasında büyük miktarda ve riskli bir hareket için kullanabilirdi. 20 Temmuz 1815'te *the London Courier*'ın akşam baskısı Nathan'ın "büyük miktarda hisse" yani Britanya devlet tahvili aldığını duyurdu. Nathan'ın kumarı Britanya'nın Waterloo'daki zaferinin ve devlet borçlanmasında azalma beklentisinin Britanya tahvillerinin fiyatını hızla yükselteceği üzerine kuruluydu. Nathan daha fazla tahvil aldı ve consol'ların fiyatı artmaya başlayınca alımlara devam etti. Kardeşlerinin ümitsiz kâr realizasyonu taleplerine rağmen Nathan bir sene daha sabretti. En sonunda, 1817'de, tahvil fiyatları yüzde 40'tan fazla yükselmişken tahvilleri sattı. Ekonomik büyüme ve enflasyonun poundun satın alma gücündeki etkisini hesaba katarsak Nathan'ın kârı bugünün parasıyla 600 milyon pound civarındaydı. Nathan'ın Napoléon'un askeri yenilgisinin pençesinden kaptığı finansal zafer, finans tarihindeki en gözü pek ticari kararlardan biriydi. Yenen ve mağlup olan arasındaki benzerlik çağdaşları nazarında ortadan kalkmamıştı. Rothschildler'in rakibi Barings'in ortaklarından birinin dediği gibi "Samimiyetle itiraf etmeliyim ki onun yaptığı işlemleri yapabilecek cesaretim yok. Operasyonları büyük bir zekâ ile iyi planlanmış ve beceri ile yönetilmiş – diyebiliriz ki Bonapart savaşta ne ise, para ve fonlar söz konusu olduğunda Nathan, odur."[21] Alman yazar Ludwig Boerne'ye göre Rothschildler kısaca *Finanzbonaparten*'dir.[22]

21 Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings*, 1762-1919 (Londra, 1988), s. 94.
22 Heinrich Heine, *Ludwig Börne – ein Denkschrift: Sämtliche Schriften, vol. IV* (Münih, 1971), s. 27.



Diğer bazı yazarlar, işin içine biraz da ironi katarak daha da ileri gitmişlerdir. Alman şair Heinrich Heine Mart 1841'de "Zamanımızda para tanrıdır ve Rothschild onun peygamberidir" demiştir.[23]

*

Rothschildler bugün bile hayranlık uyandıracak bir şekilde Waterloo'yu takip eden yarım yüzyıl boyunca uluslararası finansı etkileri altına almışlardı. O dönemde yaşayan birçokları için bu başarı öylesine sıra dışıydı ki ancak mistik öğelerle açıklanabilirdi. 1830'lardaki bir rivayete göre Rothschildler servetlerini, Londra'daki şubenin kurucusu olan Nathan'ı "Avrupa para piyasalarının canavarı" yapan bir "İbrani tılsımı"na borçlulardı.[24] 1890 yılında bile Rusya'da, Yahudilerin yaşamalarına izin verilen yerleşim bölgelerinde (*Pale of Settlement*) benzer hikâyeler anlatılıyordu.[25] Önceden değindiğimiz gibi Naziler Rothschildler'in yükselişini piyasayı yönlendirmelerine ve diğer kurnazlıklarına bağlıyordu. Bu tür mitler bugün bile ortalarda dolaşıyor. Song Hongbing'in 2007'de Çin'de yayımlanan ve çok satan kitabı *Para Savaşları*'na (*Curreny Wars*) göre Rothschildler, Amerikan Merkez Bankası sistemi üzerinde sahip oldukları iddia edilen etki sayesinde küresel para piyasasını kontrol ediyorlar.[26]

23 Heinrich Heine, "Lutetia", in *Sämtliche Schriften*, vol. V (Münih, 1971), s. 321, 353.
24 Anon., *The Hebrew Talisman* (Londra, 1840), s. 28.
25 Henry Iliowzi, *"In the Pale": Stories and Legends of the Russian Jews* (Philadelphia, 1897).
26 Richard McGregor, "Chinese Buy into Conspiracy Theory", *Financial Times*, 26 Eylül 2007.

Mitlere göre daha yavan olan gerçek ise Rothschildler'in Napoléon'la yapılan savaşların son evresinde giderek daha uluslararası bir kimlik kazanan Londra tahvil piyasasında kendilerini baskın oyuncular olarak konumlamayı başarmış olmalarıdır. Bunu en yakın rakipleri Barings'e göre çok daha üstün olan bir sermaye tabanı ve bilgi ağı oluşturarak başarmışlardır. 1815-1859 arası Rothschildler'in Londra şubesinin, nominal bedellerinin toplamı, Londra'daki tüm bankaların çıkardığı tahvillerin yarısına denk gelecek şekilde, 43 milyon pounda ulaşan on dört farklı tahvil çıkardığı tahmin edilmektedir.[27] Esas olarak Britanya tahvillerini pazarlamakla birlikte, müşterilerine Fransız, Prusya, Rus, Avusturya, Napoli ve Brezilya tahvilleri de sattılar.[28] Bunlara ek olarak 1830 sonrasında, Belçika devletinin tahvil çıkarma işini tekelleri altına aldılar. Rothschildler çıkardıkları tahvillerin bir kısmını ilgili devletten direkt olarak alır, bu tahvilleri kendi broker ve yatırımcı ağları aracılığıyla Avrupa'ya dağıtmaları karşılığında komisyon tahakkuk ettirip, alıcılar tahvil bedellerini tümüyle ödedikten sonra devlete tahvil bedellerini öderlerdi. Rothschildler'in devlete ödedikleri bedelle, yatırımcılardan talep ettikleri fiyat arasında genişçe bir makas olması, ilk halka arzı takip eden dönemde tahvil fiyatının yükselmesiyle birlikte bu makasın daha da açılması olağandı. Daha önce de gördüğümüz gibi büyük ölçekte uluslararası borçlanma Rothschildler'den evvel de, Cenova, Antwerp ve Amsterdam gibi şehirlerde görülmüştü.[29] Ama 1815 sonrası Londra tahvil piyasasının ayırt edici özelliği, Rothschildler'in borçlanmak isteyenlerin tahvillerini kendi para birimleri yerine sterlin cinsinden düzenleyip, faiz ödemelerini Londra'da ya da Rothschildler'in şubelerinin bulunduğu piyasalarda yapmayı kabul etmeleri yönündeki ısrarıydı. Rothschildler, 1818 yılında, uzun ve sıkıntılı tartışmaları* takiben sadece Londra'da değil, Frankfurt, Berlin, Ham-

27 Marc Flandreau ve Juan H. Flores, "Bonds and Brands: Lessons from the 1820s", Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 6420 (Ağustos 2007).

28 Rothschild'lerle alakalı tüm tahvil ihraçlarının detaylı bir listesi için J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904: The London House of Rothschild* (Londra, 1904), s. 14-42.

29 Amsterdamla ilgili olarak James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market* (Cambridge, 1980), s. 119-94.

* Prusya Hazine Yöneticisi Christian Rother borç anlaşması imzalandıktan sonra şartları değiştirmek istediğinde Nathan parladı: "Sevgili dostum, Tanrı'ya, krala ve Maliye Bakanınız von Rother'e karşı görevimi yerine getirdim ve paramı Berlin'e, size gönderdim... şimdi sıra sizin sözünüzü tutup, görevinizi yerine getirmenizde ve yeni taleplerde bulunmamanızdadır. Her şey anlaştığımız gibi kalmalıdır, bizim gibi beyefendilere yakışan budur ve parayı teslim etmemden anlayacağınız gibi beklentim bu yöndedir. Dolap çevirmeye çalışanlar N. M. Rothschild'e hiçbir şey yapamazlar, sahip oldukları tek şey âcizliktir. Prusya Kralının, Prenses Hardenberg'in ve Bakan Rother'in size bu kadar çok para yollayan ve Prusya'nın itibarını yükselten Rothschild'e teşekkür edip, memnun olmaları gerekir." Frankfurt'ta gettoda doğan bir Yahudi'nin Prusyalı bir devlet görevlisine bu tonda mektup yazabilmesi, Nathan Rothschild ve kardeşlerinin şahıslarında temsil edilen sosyal dönüşümü ifade eder.

burg ve Amsterdam'da ilk halka arzını yaptıları yüzde 5'lik Prusya tahvilleri ile yeni bir standart oluşturdular.[30] 1825 tarihli *Devlet Tahvillerinin Ticareti Hakkında* isimli kitabında Alman hukuk uzmanı Johann Heinrich Bender bu olayı Rothschildler'in en önemli finansal buluşu olarak ele alır: "Devlet tahviline sahip olan herhangi biri... faizlerini ödemelerin yapıldığı birkaç noktadan kendine uygun olanından zahmetsizce alabilir."[31] Tahvil çıkarmak Rothschildler'in tek işi değildi; aynı zamanda tahvil ve kambiyo ticareti, külçe altın dağıtımı, özel bankacılıkla uğraşıyor, sigortacılığa, madenciliğe ve demiryollarına yatırım yapıyorlardı. Yine de tahvil piyasası en güçlü oldukları alandı. Kendilerinden küçük rakiplerinden farklı olarak Rothschildler bugün yatırım yapılabilir (*investment grade*) tahvillerle iş yapmaktan gurur duyuyorlardı. 1829'a gelindiğinde, Latin Amerika'da yaşanan borç krizine rağmen 1820'lerde çıkardıkları hiçbir tahvilde ödeme sıkıntısı yaşanmamıştı.

Başarıyla birlikte zenginlikleri daha da arttı. Nathan 1836'da öldüğünde kişisel serveti Britanya'nın ulusal gelirinin yüzde 0,62'sine ulaşmıştı. 1818-1852 yılları arasında Frankfurt, Londra, Napoli, Paris ve Viyana'daki beş şubenin toplam sermayesi 1,8 milyon poundan 9,5 milyon pounda yükseldi. 1825'te bile toplam sermayeleri Baring Brothers ve Banque de France'ın sermaye toplamlarından dokuz kat daha büyüktü. 1899'da 41 milyon pounda ulaşan sermayeleri en büyük beş Alman bankasının sermaye toplamını geçti. Şirket giderek yöneticilerin aile servetlerini yöneten çok uluslu bir varlık yönetim şirketine dönüştü. Kuşaktan kuşağa aile fertlerinin sayısı arttıkça ailenin birlikteliği şubeler arasında periyodik olarak yenilenen kontratlar ve kuzenler, yeğenler arası evliliklerle sağlandı. Nathan'ın babası Mayer Amschel Rothschild'in mahdumlarının 1824-1877 arasında yaptığı yirmi bir evlilikten en az on beşi akrabalar arasındaydı. Bununla birlikte bazı Yahudi ailelerin din değiştirdiği ya da farklı dinlerle evlilik yaptığı bir dönemde, ailenin tümünün Yahudi inançlarına sıkı sıkı bağlı oluşu, aile içinde yerleştirmeye çalıştıkları "soylu Yahudi ailesi" ortak kimliğinin güçlenmesine vesile oldu.

Yaşlı Mayer Amschel oğullarına sürekli "Eğer sevilebilir olmayı başaramıyorsanız, korkulabilir olun" diye nasihat etmişti. On dokuzuncu yüzyıl finansal dünyasına tahvil piyasasının efendisi olarak hükmeden Rothschildler'den kor-

30 William N. Goetzmann ve K. Geert Rouwenhorst'un editörlüğünü yaptığı *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005) içinde Niall Ferguson, "The first "Eurobonds": The Rothschilds and the Financing on the Holly Alliance, 1818-1822", s. 311-23.

31 Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatpapieren in seinen Hauptrichtungen ... Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist[ische] Praxis*, vol. VIII (Heidelberg, 1825), s. 6.

kanlar sevenlerinden daha fazlaydı. Sağ cenahtaki gericiler Avrupalı aristokrat elitlerin toprağa dayalı servetlerine nazaran daha likit olan ve yüksek getirili yeni zenginlik türüne sıcak bakmadılar. Heinrich Heine'nin farkına vardığı gibi Rothschildler'in yarattığı finansal sistemin devrimci bir yönü vardı:

> Kâğıttan tahvillerden oluşan sistem... insanı yerleşmek istediği yer konusunda özgür kılar; tahvil sahipleri taşınabilir varlıkları sayesinde, çalışmadan, faiz gelirleriyle istedikleri yerde yaşarlar ve bir araya gelerek, başlıca şehirlerimizde güçlü konuma gelebilirler. Ve çeşitli enerjilerin yan yana yaşamasının, entelektüel ve sosyal otoritenin bu denli merkezileşmesinin neye delalet ettiğini biliyoruz.

Heine'ye göre Rothschild'den Richelieu ve Robespierre'le birlikte "eski aristokrasinin aşamalı olarak ortadan kaldırılması için terör saçan üç isimden biri" olarak bahsedilebilir. Richelieu aristokrasinin gücünü yok etti; Robespierre çürümüş kalıntıları ortadan kaldırdı; ve şimdi de Rothschild "Paraya eskiden toprakta olan imtiyazları kazandırarak... devlet tahvilleri sistemini hâkim güç haline getirdi. Emin olunuz ki bu yolla yeni bir aristokrasi yarattı ama bu tüm bunlar sudan daha akışkan, hava gibi elle tutulmayan... güvenilmez bir bileşen, yani para üstüne kurulu."[32]

Aynı dönemde soldaki radikaller de hükümetlerin mali politikalarına, dolaylı olarak da tüm politikalara karşı çıkma gücüne sahip bu yeni gücü siyasi çerçevede eleştiriyorlardı. Rothschild'in Avusturya, Prusya ve Rusya için başarıyla gerçekleştirdiği tahvil ihraçlarından sonra Nathan bu "İçi Boş Birliği" Avrupa'daki liberal politika yangınlarına karşı koruyan sigorta acentesi olarak karikatürize edilmeye başlandı.[33] 1821'de "dış güçlerle bağlantıları, özellikle de Avrupalı özgürlüklere karşı düzenlemeleriyle bilinen Avusturya Hükümetine yardımları" nedeniyle ölüm tehdidi aldı.[34] Liberal tarihçi Jules Michelet 1842'de günlüğüne şöyle yazmıştı: "M. Rothschild Avrupa'daki prensleri ve onların hizmetindekileri tek tek bilir. Hükümdarların ve hizmetlilerinin hesaplarının hepsi aklındadır, onlarla hesapları hakkında konuşması için defterine bakmasına gerek yoktur. Mesela bir hükümdara 'Eğer şu bakanı göreve atarsanız hesabınız eksiye düşecek.' diyebilir."[35] Tahmin edileceği gibi Rothschildler'in Yahudi oluşu köklü anti-

32 Heine, *Ludwig Börne*, s. 28.
33 Alfred Rubes, *Anglo-Jewish Portraits* (Londra, 1935), s. 299.
34 *The Times*, 15 Ocak 1821.
35 Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, vol. I: *Des origines à 1848* (Cenova, 1965), s. 487.

semitik önyargılara da yeni bir ivme kazandırmıştı. Rothschildler'in Amerika'da iş yapmaya başladığı 1830'larda Mississippi Valisi "Baron Rothschild damarlarında Yehuda ve Shylock'un kanını taşıyor ve her iki hemcinsinin özelliklerini kendinde topluyor" diye ilan ediyordu. Yüzyılın sonuna doğru popülist yazar Coin Harvey, Rothschild Bankası'nı vantuzlarını dünyanın etrafına dolamış, dev, siyah bir ahtapot olarak tasvir etmişti.[36]

En fazla infial yaratan ise Rothschildler'in savaşların çıkması ya da engellenmesi konusunda sahip oldukları düşünülen kudretiydi. 1828 yılında bile Prens Pückler-Muskau, Rothschild'den "bugün Avrupa'daki hiçbir güç o olmadan savaşamaz" diye bahsediyordu.[37] Yirminci yüzyılın başlarında bir eleştirmen* şu anlamlı soruyu sordu:

> Gerçekten de Avrupa'daki bir devletin ya da borç taahhüdü olan herhangi bir büyük devletin Rothschild ve bağlantılarına rağmen büyük bir savaşa girebileceğini düşünen var mı?[38]

Aslında Rothschildler'in savaşa ihtiyaç duyduğu düşünülebilir. Ne de olsa Nathan Rothschild en büyük işini savaş sayesinde yapmıştır. Savaşlar olmasaydı on dokuzuncu yüzyıl devletleri çok daha az tahvil çıkarma ihtiyacı duyacaklardı. Diğer yandan, değindiğimiz gibi savaş (on altıncı yüzyıl Venedik'i gibi) borçlu devletin toprak kaybetmesi durumunda, faiz ödemelerini yapamama riskini artırdığı için mevcut tahvillerin fiyatlarının düşmesine yol açar. On dokuzuncu yüzyıl ortalarında Rothschildler simsarlıktan fon yönetimine yöneldiler ve kendilerine ait büyük devlet tahvili portföyüne eğilmeye başladılar. Artık servetlerini yapmışlardı ve çatışmalar onlara para kazandırmaktan çok kaybettirecekti. İşte bu yüzden İtalya ve Almanya'daki birleşme mücadelelerine karşı çıktılar. Yine bu yüzden Birleşik Devletler'in her iki taraf için de öldürücü olan bir iç

36 Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F.D.R.* (Londra, 1962), s. 75.

37 Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen*, ed. Heinz Ohff (Kupfergraben, 1986), s. 7.

* Bu eleştirmen *Emperyalizm: Bir İnceleme* (1902) kitabının yazarı J. A. Hobson'dır. Bugün hâlâ emperyalizme yönelik ilk liberal eleştirileri yapan kişi olarak anılmasına karşın Hobson finansa karşı klasik anti-semitik bir düşmanlığı ifade ediyordu. "Büyük miktarda hisse ve tahvil işlemi gerçekleştirirken, şirketleri halka açıp, değer dalgalanmalarını yönlendirirken piyasanın kodamanları kazançlarını elde ederler. Bu büyük işler –bankacılık, komisyonculuk, tahvil iskontoculuğu, borç aracılığı, şirket teşvikçiliği– uluslararası kapitalizmin merkezi sinirlerini oluştururlar. Avrupa söz konusu olduğunda her ülkede, ticari başkentlerde işlerin merkezinde en kuvvetli organizasyon bağları ile kenetlenmiş, birbirleri ile sürekli yakın temasta olan, yüzyıllardır sahip oldukları finansal tecrübe ile ulusların siyasetlerini kontrol etme hususunda eşsiz konuma sahip, genellikle tek ve hususi bir ırka mensup adamlar bulunur."

38 J. A. Hobson, *Imperialism: A Study* (Londra, 1902), Birinci bölüm, dördüncü kısım.

savaşa sürüklenmesini huzursuzlukla izlediler. Rothschildler finansal güçlerini Britanya'nın arkasına koyarak Napoléon savaşlarının sonucunu belirlemişti. Şimdi de kenarda kalarak Amerikan İç Savaşı'nın sonucunun belirlenmesine yardımcı olacaklardı.

Güney'i Düşürmek

Amerikan İç Savaşı'nın ikinci yılında, Mayıs 1863'te Tümgeneral Ulysses S. Grant, Mississippi eyaletinin başkenti Jackson'ı ele geçirip Korgeneral John C. Pemberton yönetimindeki Konfederasyon Ordusu'nu batıya, Mississippi Nehri'nin kıyısındaki Viksburg yönüne çekilmeye zorladı. Mevzilerini arkadan bombardımana tutan Birlik (Union) savaş gemileriyle etrafı sarılan Pemberton'un ordusu, iki Birlik saldırısını püskürttü fakat uzun süren ve açlığa yol açan kuşatmanın sonunda boyun eğmek zorunda kaldı. Bağımsızlık günü olan 4 Temmuz'da Pemberton teslim oldu. O andan sonra Mississippi Kuzey'in elindeydi, Güney tam olarak ikiye bölünmüştü.

Viksburg'un düşüşü savaşın gidişatındaki dönüm noktalarından biri olarak görülmüştür. Fakat finansal açıdan gidişatta belirleyici olan Viksburg değildir. Esas olay, Viksburg'un düşüşünden yaklaşık bir yıl önce, Viksburg'un iki yüz mil daha güneyinde, Mississippi'nin Meksika Körfezi'ne döküldüğü yerde olmuştu. 29 Nisan 1862'de Amiral David Farragut, Jackson ve St. Philip kalelerinin ateşinden kaçmayı başarıp New Orleans'ın kontrolünü ele geçirmişti. Bu, Viksburg kuşatmasına göre çok daha kısa süren ve daha az kanlı fakat Güney için aynı derecede yıkıcı bir çarpışmaydı.

Konfederasyon'un finansmanı Amerikan tarihindeki en büyük "kaçan fırsatlardan" biridir.[39] Çünkü nihai tahlilde Güney'in askeri alandaki hayranlık uyandıran çabasının altını oyan, endüstri ve insan gücündeki eksiklikleri kadar nakit konusundaki sıkıntısı olmuştur. Savaşın başlarında, merkezi vergilendirme sistemi ortada yokken tecrübesiz Konfederasyon Hazinesi ordunun masraflarını kendi vatandaşlarına 15 milyon dolar ve 100 milyon dolarlık iki büyük partide sattığı tahvillerle karşılamıştı. Ama kendi kendine yeten çiftlikler ve görece olarak küçük kasabalarla dolu olan Güney'de toplanabilecek nakit sınırlıydı. İddiaya göre Konfederasyon ayakta kalmak için, Waterloo'da Napoléon'u yenmesi için Wellington'a yardım ettikleri gibi Kuzey'i yenmeleri için kendile-

39 Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat* (Urbana, 1991).

rine yardım edeceklerini düşündükleri dünyanın en büyük finansal hanedanı Rothschildler'e başvurmuştu.

Güneyin beklentisinin tuhaf olduğu söylenemezdi. New York'taki Rothschild temsilcisi August Belmont Birleşik Devletler'in iç savaşa sürüklenmesini dehşetle izlemişti. Demokrat Parti'nin başkanı olarak, 1860 başkanlık seçimlerinde Abraham Lincoln'ün rakibi Stephen A. Douglas'ın önde gelen destekçisiydi. Belmont, Lincoln'ün "ölümcül sonuçları olabilecek zorla el koyma ve özgürleştirme" politikalarının önde gelen muhalifiydi.[40] James'in üçüncü oğlu Salomon de Rothschild de savaş başlamadan yazdığı mektuplarda Güney'e olan sempatisini ifade etmişti.[41] Kuzeyli bazı yorumcular malum olanın adını koydular: Rothschildler Güney'i destekliyordu. *Chicago Tribune* gazetesi 1864'te "Belmont, Rothschildler ve tüm Yahudi kavmi ... bir süredir Konfederasyon tahvilleri alıyorlar" diye gürledi. Lincoln'ün destekçilerinden biri "Yahudileri, Konfederasyon Başkanı Jeff Davis'i ve şeytanı Birlik'in karşısına dikilen kötü teslisin parçaları" olmakla suçladı.[42] 1863'teki Londra ziyaretinde bizzat Belmont, Lionel de Rothschild'e "yakında Kuzey fethedilmiş olacak" dedi. (Britanya'yı Güney'in yanına çekmek üzere görevlendirilen Konfederasyon Dışişleri Bakanı Judah Benjamin'in de Yahudi oluşu şüpheleri biraz daha artırdı.)

Gerçekte ise Rothschildler Güney'i desteklememe kararı almıştı. Neden? Belki de kölelik kurumuna samimi bir hoşnutsuzluk besliyorlardı. Ama onun kadar önemlisi Konfederasyon'un kredi riskinin iyi olmadığını sezmeleriydi (nihayetinde Konfederasyon Başkanı Jefferson Davis Birleşik Devletler senatörüyken devlet borçlarının reddedilmesini açıkça savunmuştu). Bu güvensizlik Avrupa'da geniş kabul görüyordu. Konfederasyon Avrupa piyasalarında sıradan tahviller satmaya çalıştığında yatırımcılar pek ilgi göstermediler. Ama Güneylilerin ceketlerinin kollarına sakladıkları zekice bir numaraları vardı. Numara (aynı ceketin kolları gibi) Konfederasyon ekonomisinin belkemiği ve en büyük ihraç kalemi pamukla yapılmıştı. Ana fikir Güney'in pamuğunu sadece ihracat getirisi sağlayan bir kalem olarak değil aynı zamanda pamuğun teminat gösterildiği, pamuğa dayalı yeni bir çeşit tahvilde kullanmaktı. Pek bilinmeyen Fransız firması Emile Erlanger and Co. Güney adına pamuğa dayalı tahvilleri çıkarmaya başladığında Londra ve Amsterdam'daki tepki olumlu oldu. Yüzde 7 kuponlu, yirmi yıl vadeli ve sterlin cinsinden olan bu tahvillerin en albenili yanı savaş öncesi fiyatlarla, lib-

40 Irving Katz, *August Belmont: A Political Biography* (New York, 1968), s. 96-9.
41 S. Diamond (ed.), *A Casual View of America: The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859-1861* (Londra, 1962)
42 Rudolf Glanz, "The Rothschild Legend in America", *Jewish Social Studies*, 19 (1957), s. 3-28.

resi 6 peniden pamuğa çevrilebiliyor olmalarıydı. Güney'in askeri alandaki gerilemelerine rağmen, dayanak olarak gösterilen teminatın, pamuğun fiyatının savaş dönemindeki taleple yükselmesi nedeniyle tahviller uzun süre değerlerini korudu. Korumanın da ötesinde, Konfederasyon'un Gettysburg ve Viksburg'de yenilmesine rağmen, fırlayan pamuk fiyatları nedeniyle tahvil fiyatları Aralık 1863'le Eylül 1864 arasında ikiye katlandı.[43] Güney, pamuk arzını kısıtlayarak fiyatı daha yükseltebilecek olduğundan iyi durumdaydı.

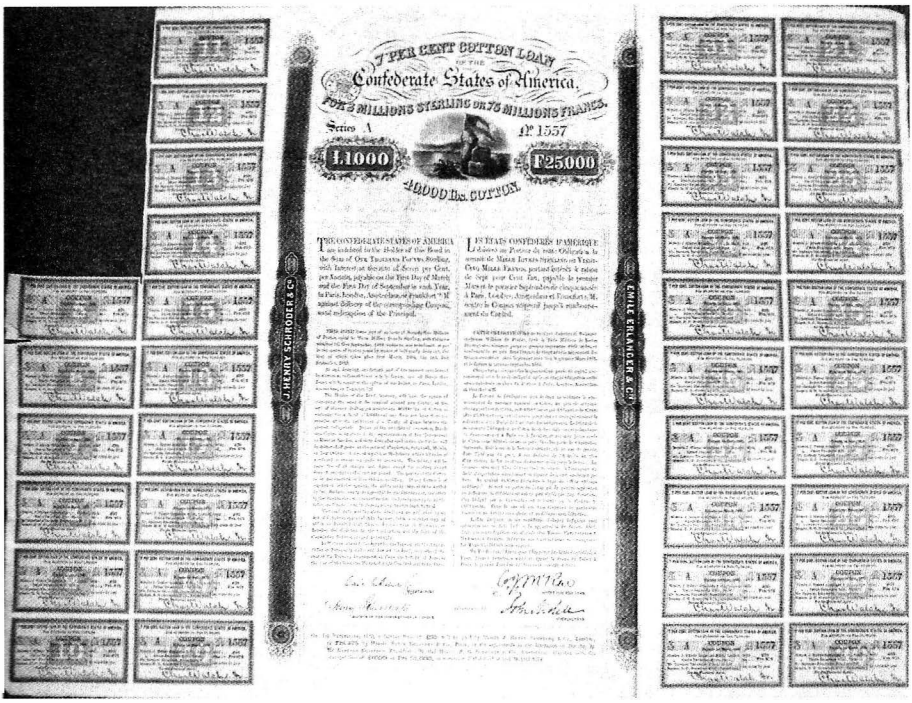
1860'da Victoria dönemi endüstriyel ekonomisinin ana dayanağı olan İngiliz tekstil sanayisine ithal pamuk sağlayan ana arter Liverpool limanıydı. İthal pamuğun yüzde sekseninden fazlası Birleşik Devletler'in güneyinden geliyordu. Konfederasyon liderleri bu durumun Britanya'yı kendi yanlarında savaşa çekme konusunda ellerini güçlendireceğine inandılar. Baskıyı yoğunlaştırmak için Liverpool'a giden pamuğa ambargo koymaya karar verdiler. Kararın etkileri yıkıcıydı. Pamuğun libresinin fiyatı $6^{1/4}$ peniden, $27^{1/4}$ peniye fırladı. 1860'da 2,6 milyon balya ithal edilirken, 1862'de Güney'den ithal edilen miktar 72.000 balyaya düştü. Manchester'ın güneyindeki Styal'da korunmuş bir örneği görülebilecek tipik bir pamuklu dokuma fabrikası yaklaşık 400 kişiye iş sağlıyordu. Güneylilerin King Cotton (Kral Pamuk) adını taktıkları pamuk, Lancashire bölgesinde toplam 300.000 kişinin istihdamına imkân sağlıyordu. Pamuk olmadığında işçilerin yapabilecekleri başka bir şey yoktu. 1862'de işçilerin yarısı işlerinden çıkarılmıştı; Lancashire nüfusunun dörte biri yoksulluk yardımı ile geçiniyordu.[44] Durum pamuk kıtlığı olarak adlandırılmaya başlandı. Bu insan eliyle yaratılmış bir kıtlıktı. Ambargo sadece işsizliğe, açlığa ve İngiltere'nin kuzey bölgesinde ayaklanmalara yol açmamıştı; pamuk sıkıntısı nedeniyle yükselen pamuk fiyatları Güney'in pamuğa dayalı tahvillerini İngiliz elit tabakasının önemli aktörleri için dayanılmaz çekici hale getirmişti. Geleceğin başbakanı William Ewart Gladstone da, *The Times*'ın editörü John Delane de bir miktar tahvil almışlardı.[45]

Güney'in tahvil piyasasını yönlendirme kabiliyeti önemli bir koşula dayanıyordu: Yatırımcılar Güney faiz ödemelerini yapamaz ise tahvile teminat olarak gösterilen pamuğu fiziken teslim alabilmeliydiler. Neticede teminat, borç veren o teminata sahip olabiliyorsa anlam ifade eder. İşte bu yüzden New Orleans'ın

43 Marc D. Weidenmier, "The Market for Confederate Cotton Bonds", *Explorations in Economic History, 37* (2000), s. 76-97. Aynı yazarın "Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market", *Southern Economic Journal, 68, 4* (2002), s. 875-90.

44 W. O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine: 1861-1865* (Manchester, 1934); Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain* (New York, 1968 [1886]).

45 Marc D. Weidenmier, "Comrades in Bonds: The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders", Claremont McKenna College Çalışma Belgesi (Şubat 2003).



İlk dört kuponu koparılmış bir Konfederasyon pamuk tahvili.

Nisan 1862'deki düşüşü Amerikan İç Savaşı'nın gerçek dönüm noktasıdır. Güney'in ana limanı Birlik'in elindeyken, Güney pamuğuna sahip olmak isteyen bir yatırımcı Birlik'in uyguladığı deniz taşımacılığı ambargosunu bir değil, giriş ve çıkış olmak üzere iki kere aşmak zorundaydı. Kuzey'in Mississippi üzerindeki ve civarındaki artan deniz gücü düşünülünce bu pek de hoş bir manzara değildi.

Eğer Güney pamuk hasadı Avrupa'ya gönderilene kadar New Orleans'ı elinde tutabilseydi, Londra'da 3 milyon poundluk daha pamuk tahvili satabilirdi. O ana kadar Erlanger'in borçlanmasını "öyle spekülatif bir yapıya sahip ki tüm vahşi spekülatörleri çekecek. (...) bu borçlanmayla ilgilenebilecek saygın bir insan olduğunu sanmıyoruz"[46] diye göz ardı eden, risk sevmeyen Rothschildler bile finansal çitin öbür tarafında geçebilirdi. Konfederasyon kendine fazla güvendi. Pamuk musluğunu kıstı ama sonra musluğu tekrar açma imkânını kaybetti. 1863 yılına kadar Lancashire'daki pamuklu dokuma fabrikaları Çin, Mısır ve Hindistan'da yeni pamuk kaynakları buldular. Ve yatırımcılar hızla Güney'in pa-

46 Richard Roberts, *Schroders: Merchants and Bankers* (Basingstoke, 1992), s. 66.

Louisiana Eyaleti tarafından basılmış, beş dolarlık "gri sırtlı" Konfederasyon banknotu.

muğa dayalı tahvillerine olan güvenlerini kaybetmeye başladılar. Bunun Konfederasyon ekonomisi üzerindeki etkileri feciydi.

İçerideki tahvil piyasasının tükenmesi ve dışarıdan sadece cüzi miktarlı iki borç alınabilmesi Konfederasyon hükümetini, savaş masrafları ve diğer harcamaları karşılamak için 1,7 milyar karşılıksız dolar basmak zorunda bıraktı. İç savaş boyunca iki taraf da para basmak zorunda kaldı, doğru. Ama Kuzey'in yeşil sırtlı dolarları savaşın sonunda hâlâ elli altın sent ederken, 1864'teki para reformu çabalarına rağmen Güney'in gri sırtlı dolarları sadece bir altın sent ediyordu.[47] Güney'deki eyaletlerin ve belediyelerin para basma yetkilerinin olması, Konfederasyon banknotlarının ince işçilikten yoksun ve kolay kopyalanabilir olması nedeniyle alıp başını giden sahtecilik işleri daha kötüleştirdi. Ortada dolaşan paranın artması, malların ise azalması enflasyonu patlattı. İç savaş boyunca Güney'de fiyatlar yaklaşık yüzde 4.000 arttı.[48] Kuzey'de ise fiyat artışı yüzde 40'la sınırlı kaldı. Konfederasyon ordularının Nisan 1865'te teslim olmasından önce de Güney'in ekonomisi çöküyordu, hiperenflasyon yenilginin habercisi gibiydi.

Rothschildler haklı çıkmıştı. Muzaffer Kuzey, Güney'in borçlarını ödemeyeceğini ilan ettiği için Konfederasyon tahvillerine yatırım yapanlar her şeylerini kaybettiler. Güney'in savaşı finanse etmek için para basmaktan başka çaresi

47 Richard C. K. Burdekin ve Marc D . Weidenmier, "Inflation is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon: Richmond vs. Houston in 1864", *American Economic Review, 91, 5* (Aralık 2001), s. 1621-30.

48 Richard Burdekin ve Marc Weidenmier, "Suppressing Asset Price Inflation: The Confederate Experience, 1861-1865", *Economic Inquiry, 41, 3* (Temmuz 2003), s. 420-32. Cf. Eugene M. Lerner, "Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-65", *Journal of Political Economy, 63, 1* (Şubat 1955), s. 20-40.

kalmamıştı. Tahvil piyasasına karşı çıkmanın mahvedici bir enflasyon ve askeri utançla sonuçlanmasının tarihteki son örneği bu olmayacaktı.

Rantiyenin Ötenazisi

Konfederasyon tahvilleri nedeniyle gömleklerini bile kaybedenlerin kaderi on dokuzuncu yüzyıl için pek de olağandışı değildi. Konfederasyon Amerika kıtalarında yatırımcısını hayal kırıklığına uğratan tek devlet değildi; sadece onların en kuzeyde olanıydı. Rio Grande'nin güneyinde temerrüt ve paradaki değer düşümü sıradan olaylardı. On dokuzuncu yüzyılda Latin Amerika'da tecrübe edilenler yirminci yüzyılda küresel hale gelecek sorunların habercisiydi. Sorunların Latin Amerika'da çıkmasının bir nedeni tahvile yatırım yapacak, dolayısıyla sağlam bir para biriminde düzenli faiz ödemesi alınması konusunda hassasiyeti olan sosyal sınıfın diğer yerlere göre daha zayıf oluşuydu. Diğer bir neden de Latin Amerika'daki cumhuriyetlerin, tahvil sahiplerinin büyük kısmı yabancı olduğunda temerrüde düşmenin daha az sancılı olduğunu ilk keşfedenlerden olmalarıydı. Latin Amerika'daki ilk büyük borç krizinin, 1826-1829 arasında Peru, Kolombiya, Şili, Meksika, Guatemala ve Arjantin'in Londra piyasasında, daha birkaç yıl önce çıkarmış oldukları tahvillerini ödeyemez duruma geldiklerinde ortaya çıkması tesadüf değildi.[49]

Tahvil piyasasının birçok açıdan güçlü olduğu doğruydu. On dokuzuncu yüzyılın sonuna doğru borçlarını ödeyemeyen ülkeler ekonomik yaptırımlar, maliye politikasında zorlamalar, hatta son beş vakada askeri müdahalelerle karşı karşıya kaldılar.[50] Mısır hükümeti, aralarında kendisinin de bulunduğu Avrupalı tahvil sahiplerine olan yükümlülüğünü yerine getirmeyeceği tehdidini savurmasaydı, Gladstone'un 1882'de Mısır'ı işgal emrini vereceğine inanmak zordur. Gelişmekte olan bir pazarı Britanya İmparatorluğu'nun kanatları altına almak yatırımcıların siyasi risk konusundaki endişelerini sona erdirmenin en kesin yoluydu.[51] Venezuela'nın 1902'de İngiliz, Alman ve İtalyan gemilerinden oluşan birleşik deniz gücü ülkenin limanlarını kapattığında tecrübe ettiği gibi imparatorluğun dışında kalanlar bile temerrüde düşmeleri durumunda savaş gemileri ile karşılaşabiliyorlardı. Özellikle Birleşik Devletler, tahvil sahiplerinin Orta

49 Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis* (Londra, 1990).

50 Kris James Mitchener ve Marc Weidenmier, "Supersanctions and Sovereign Debt Repayment", NBER Çalışma Belgesi 11472 (2005).

51 Niall Ferguson ve Moritz Schularick, "The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913". *Journal of Economic History, 66, 2* (Haziran 2006), s. 283-312.

Amerika ve Karayip'teki çıkarlarını koruma konusunda gayet aktif ve etkindi.[52]

Ama tahvil piyasasının önemli bir hususta potansiyel bir zayıflığı vardı. On dokuzuncu yüzyıldaki en büyük uluslararası finans merkezi olan Londra'daki yatırımcılar zengindiler, fakat sayıca kalabalık değildiler. Yüzyılın başında tahvil sahibi olanların sayısı nüfusun yüzde ikisi kadar, iki yüz elli binden azdı. Diğer yandan bu insanların varlığı Birleşik Krallık'ın ulusal gelirinin iki katından fazlaydı; yıllık gelirleri ulusal gelirin yüzde 7'si civarındaydı. 1822 itibarıyla bu gelir –ulusal borcun faizi– toplam kamu harcamasının yarısına ulaştı, diğer taraftan vergi gelirlerinin üçte ikisinden çoğu dolaylı vergilerle sağlanıyor, dolayısıyla tüketime yük oluyordu. 1870'e gelindiğinde yukarıdaki oranlar hâlâ, sırasıyla, üçte bir ve yüzde elli civarındaydı. Çoğunluğun ihtiyaç duyduğu maddeleri vergilendirerek, küçük bir kesime yapılan faiz ödemelerini finanse etmeye dayanan bir mali sistemden daha geriletici bir sistem bulmak zor olsa gerek. William Cobbett gibi Radikallerin kızgınlığı şaşırtıcı değil. Cobbett 1830'da, *Rural Rides* kitabında "Ulusal borç, beraberinde getirdiği vergilendirme ve kumarla, büyük kitleleri zenginlik vaadiyle kendine çekip, birkaç kişiye kazanç sağlayacak doğal bir temayüle sahiptir"[53] demiş, eğer siyasi reform yapılmazsa tüm ülkenin "bu canavarca sistemi ayakta tutmak için borç alanların... borç simsarlarının, hisse senedi simsarlarının... Yahudilerin ve vergi yiyicilerin"[54] ellerine kalacağını yazmıştır.

Bu türden tiradlar Fransa'da rantiye –devlet tahvillerinden faiz alanlar– olarak adlandırılan sınıfın konumunu zayıflatacak pek bir şey yapamadı. Aksine 1830 sonrası dönem rantiye sınıfı için altın çağ haline geldi. Temerrütler giderek daha az görülür, altın standardı sayesinde para daha güvenilir oldu.[55] Oy hakkının yaygınlaşmasına rağmen, rantiyenin elde ettiği bu kazanımlar önemliydi. Ana yatırım aracı olarak devlet tahvillerini kullanmaları çoğu zaman zorunlu tutulan mevduat bankalarının doğuşunun toplumun yeni kesimlerine tahvil piyasasıyla dolaylı olarak da olsa tanışma ve kazanç elde etme imkânı sağladığı doğrudur. Ama temelde rantiye, Rothschildler'in, Baringler'in ve Gladstonelar'ın, sosyal, siyasi ve en önemlisi ekonomik olarak birbirine dolanmış elitlerin sınıfı olmaya devam etti. Sonlarını getiren demokrasinin yükselişi ya da sosyalizm değil, Avrupalı elitlerin bizzat sorumlu olduğu mali ve parasal felaketti. O felaket Birinci Dünya Savaşı'ydı.

52 Kris James Mitchener ve Marc Weidenmier, "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary", *Journal of Economic History, 65* (2005), s. 658-92.
53 William Cobbett, *Rural Rides* (Londra, 1985 [1830]), s. 117.
54 a.g.e., s. 34, 53.
55 M. de Cecco, *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1914* (Oxford, 1973).

Milton Friedman meşhur tanımında "Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir hadisedir çünkü ortaya çıkması için para miktarının üretimden daha hızlı artıyor olması gerekir" diye yazmıştı. Birinci Dünya Savaşı esnasında ve sonrasında bütün savuşan ülkelerde olanlar bu tanıma iyi birer örnek oldular. Yüksek enflasyona çıkan yol beş basamaklıydı:

1. Savaş sadece mal sıkıntısına değil
2. hükümetlerin merkez bankalarından kısa dönemli borç almasına da yol açtı,
3. bu da borcun nakte dönmesine, para arzının genişlemesine neden oldu
4. sonuç olarak kamuoyunun enflasyon beklentileri değişti, nakte olan talep azaldı
5. ve mal fiyatları yükseldi.*

Tek paşına para teorisi, enflasyon sürecinin neden bazı ülkelerde diğerlerine göre daha hızlı ve ileriye gittiğini açıklamaya yeterli değildir. Para teorisi enflasyonun sonuçlarının birbirinden bu kadar farklı olabilmesini de açıklamayamaz. Eğer savaşan büyük devletlerin 1914-1918 arası toplam kamu harcamalarına bakarsak Britanya Almanya'dan, Fransa da Rusya'dan epey fazla harcama yapmıştır. Dolar bazında incelendiğinde, Nisan 1914 ile Mart 1918 arasında Britanya, Fransa ve Birleşik Devletler'in kamu borcu Almanya'nınkinden çok daha fazla artmıştır.[56] Almanya'da 1913-1918 döneminde dolaşımdaki para miktarının (%1.040) Britanya (%708) ve Fransa'ya (%386) göre daha fazla yükseldiği doğrudur ama aynı dönemde Bulgaristan'daki artış %1.116, Romanya'daki artış %961 olmuştur.[57] 1918 yılına gelindiğinde İtalya, Fransa ve Britanya'daki toptan eşya fiyatlarındaki 1913'le kıyaslandığında görülen artış Almanya'dakini geride bırakmıştır. Berlin'deki 1918 yılı geçim endeksi savaş öncesi dönemin 2,3 katıyken, Londra'da da durum pek farklı değildir ve endeks savaş öncesi dönemin 2,1 katıdır.[58] Durum böyleyken Birinci Dünya Savaşı sonrasında hiperenflasyona süreklenen neden Almanya olmuştur? Neden mark değerini tamamıyla yitirmiştir? Yanıt savaş esnasında ve sonrasında tahvil piyasasının oynadığı roldedir.

56 Theo Balderson, "War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918", *Economic History Review, 42, 2* (Mayıs 1989), s. 222 – 44.

57 Hesaplamada B. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe, 1750-1993* (Londra, 1998), s. 358 kullanılmıştır.

58 Jay Winter ve Jean-Louis Robert'in editörlüğünü yaptığı *Capital Cities at War: Paris, London, Berlin 1914-1919*'da, Studies in the Social and Cultural History of Modern Warfare, No. 2 (Cambridge, 1997), s. 259.

* İktisat diliyle bu bağlantılar MV=PQ olarak basitleştirilebilir. M tedavüldeki para miktarını, V paranın hızını (işlem yoğunluğunu), P fiyat seviyesini ve Q da tüm işlemlerin gerçek değerini temsil eder.

Savaşan bütün ülkeler savaş boyunca, daha önce hiç devlet tahvili almamış binlerce küçük yatırımcıyı bir vatanseverin görevinin bu olduğunu söyleyerek tahvil almaya ikna etmişti. İngiltere, Fransa, İtalya ve Rusya'nın aksine (New York piyasasına girişi önce reddedilen sonra da tamamıyla piyasa dışında bırakılan) Almanya'nın uluslararası piyasaya erişimi yoktu. İtilaf Devletleri New York piyasasında ya da sermaye zengini Britanya İmparatorluğu aracılığı ile tahvil satabilirken İttifak Devletleri (Almanya, Avusturya-Macaristan, Türkiye) kendi kaynaklarına yönelmek zorunda kalmışlardı. Berlin ve Viyana önemli finansal merkezler olmalarına rağmen Londra, New York ve Paris'in derinliğinden yoksundular. Sonuç olarak, yerli yatırımcının iştahı doydukça Almanya ve müttefikleri için tahvil satmak daha da zorlaştı. Fazla zaman geçmeden Alman ve Avusturyalı yöneticiler, Britanya'da olduğundan çok daha büyük oranda kısa vadeli merkez bankası fonlarına yöneldiler. Merkez bankasının giderek artan devlet tahvili portföyü enflasyonun habercisiydi, zira halka satılan devlet tahvillerinin aksine tahvillerin nakit karşılığı merkez bankasına verilmesi para arzını artırıyordu. Savaşın sonuna doğru Reich'ın borcunun üçte biri kısa vadeliydi ve ortaya çıkmasını savaş zamanı fiyat kontrollerinin engelleyebildiği ciddi bir parasal tehdit yaratılmıştı.

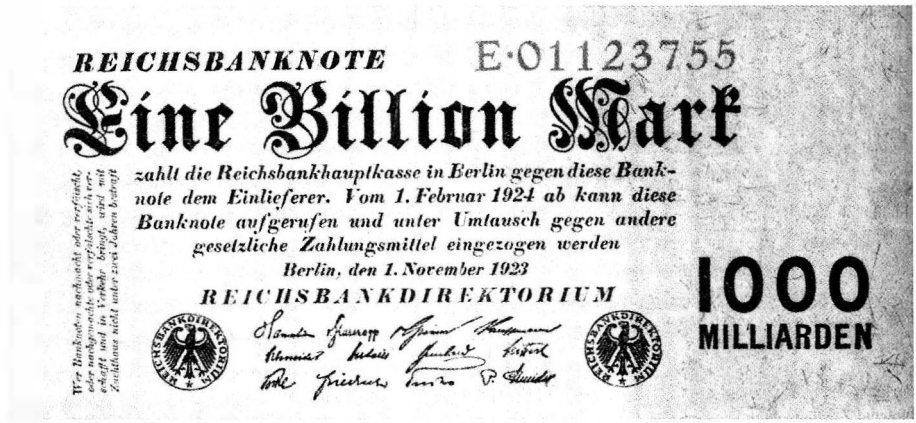
Yenilginin bedeli yüksekti. Bütün taraflar vergi ödeyenleri ve tahvil sahiplerini savaş masraflarını düşmanın ödeyeceği konusunda temin ettiler. Artık tahvilleri Berlin ödeyecekti. Dolayısıyla savaş sonrası hiperenflasyonun bir nedeni de bir çeşit devlet iflasıydı. Savaş tahvillerini alanlar zafer sözüne yatırım yapmışlardı; yenilgi ve devrim, yükü Reich'a borç verenler tarafından taşınacak ulusal bir acze yol açmıştı. Yenilginin dışında, Kasım 1918-Ocak 1919 arasındaki devrimci gelişmelerin de yatırımcıları rahatlatmak için tasarlanmadıkları açıktı. Yeni kurulan Weimar Cumhuriyeti'ne sınırları belli olmayan bir savaş tazminatı ödeme yükümlülüğü getiren Versay Antlaşması da iyi bir gelişme değildi. Toplam tazminat sonunda 1921'de sabitlendiğinde Almanlar sırtlarında nominal değeri 132 milyar altın mark (savaş öncesi mark), yani ulusal gelirin üç katı olan bir dış borç buldular. Bu yeni borcun bir kısmının faiz ödemeleri hemen başlamıyordu, ama vadesi gelen tazminat ödemeleri 1921 ve 1922'de Reich'ın tüm harcamalarının üçte birine ulaşıyordu. 1921 yazında Almanya üstüne kafa yoran kimsenin iyimser olması mümkün değildi, tıpkı savaş sonrası ülkeye akan ve işler sarpa sarınca kaçan spekülatif sıcak para gibi.

Yine de 1923'teki hiperenflasyonu sadece Versay Antlaşması'nın bir sonucu olarak görmek yanlış olur. Almanlar tabii ki olayı böyle görmeyi tercih ediyor, savaş sonrası dönemde, savaş tazminatı yükünün sürdürülemez bir cari açığa yol açtığını, bu açığı finanse etmek için mark basmaktan başka seçenek olmadı-

ğını ve enflasyonun markın değer yitirmesinin direkt sonucu olduğunu savlıyorlardı. Bu açıklamaların tümü parasal krizin ülke içi politikalarda aranması gereken köklerini görmezden geliyordu. Weimar vergi sistemi sadece vergi ödemeyi reddeden üst gelir grupları arasında yeni rejime karşı güvensizlik olması nedeniyle değil, aynı zamanda kamu kaynakları dikkatsizce harcandığı, özellikle de kamuda faaliyet gösteren sendikalarla cömert maaş artışları yönünde varılan anlaşmalarda kullanıldığı için çatırdamaktaydı. Yetersiz vergilendirme ve aşırı harcamanın bir araya gelmesi 1919 ve 1920 yıllarında, henüz galip devletler tazminat tutarını belirtmemişken, net milli hasılanın yüzde 10'unu aşan inanılmaz açıkların doğmasına yol açtı. Almanya'nın tazminatları ödemeyi durdurduğu 1923'teki açık daha da yüksekti. 1920'lerin başlarında Weimar ekonomi politikasını yönetenler de, 1920'lerin ortasında bir fırsat doğmuş olsa bile, Alman maliye ve para politikalarını istikrara kavuşturmak için ellerinde çok az teşvik olduğuna inanıyorlardı.[59] Almanya'daki finansal elit, marktaki hızlı değer aşınmasının İtilaf güçlerini tazminat konusundaki anlaşmayı gözden geçirmeye zorlayacağını, aksi halde Alman ihraç mallarının Amerikan, İngiliz ve Fransız ürünlerine göre daha ucuz hale geleceğini hesaplıyordu. Hesapları doğruydu, mark aşağı gittikçe Almanya'nın ihracatı arttı. Almanların hesaba katmadığı, Birleşik Devletler ve Birleşik Krallık ekonomilerinin hâlâ savaş sonrası durgunluğu yaşadığı 1920-1922 döneminde, enflasyonun tetiklediği patlamanın, ithalatta ihracata göre daha büyük artışa yol açması dolayısıyla İtilaf güçlerinin değil, Almanya'nın üzerinde ekonomik baskı oluşturmasıydı. Almanya'daki hiperenflasyonun esas sebebi hesabın yanlış yapılmasıydı. Fransızlar, Almanya'nın tazminat taahhütlerini yerine getirme konusundaki resmi açıklamalarının samimiyetsizliğinin farkına vardıklarında tazminatların zorla toplanması gerektiğini düşünerek sanayileşmiş Ruhr bölgesini işgal ettiler. Almanlar bu gelişmeye daha fazla para basarak finanse edecekleri bir ("pasif direnişle") genel grev ilan ederek tepki verdiler. Hiperenflasyonda son perdeye gelinmişti.

Milton Friedman'ın dediği gibi enflasyon parasal bir hadisedir. Ama bir ülkenin ekonomi politiğinde ciddi bir bozukluk olmaksızın ortaya çıkamayacağı için hiperenflasyon, her zaman ve her yerde siyasi bir hadisedir. İç ve dış borç verenlerin, Almanya'nın savaş sonrası azalan milli geliri üzerinde birbiriyle çatışan taleplerini daha az yıkımla çözüme kavuşturmak mümkün olabilirdi. Ama iç politikada yaşanan tıkanma ve birçok Alman'ın, imparatorluklarının yenilmesinin adil olmadığına inanmasına dayanan, dış dünyaya karşı takınılan isyankâr

59 Gerald D. Feldman, *The Great Disorder: Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914-1924* (Oxford / New York, 1997), s. 211-54.



Hiperenflasyonun bedeli: Kasım 1923'e ait milyar marklık bir banknot. Aslında Almanca "milliard" milyar demek olduğu için bu bir trilyonluk bir banknot.

tavır olabilecek en kötü sonuca, paranın ve ekonominin tam olarak çöküşüne yol açtı. 1923'ün sonunda dolaşımdaki mark tutarı yaklaşık 4,97 x 10^{20} kadardı. Yirmi milyar mark ise günlük dolaşımdaydı. Yıllık enflasyon zirve yaparak yüzde 182 milyara ulaştı. Fiyatlar 1913'e göre ortalama 1,26 trilyon kat daha yüksekti. Kısa dönemli kazançlar da olmadı değil. Tasarrufu değil harcamayı teşvik ettiği için artan enflasyon 1922'nin son çeyreğine kadar, üretimin ve çalışma piyasasının büyümesine yol açtı. Değer yitiren mark Almanya'nın ihracatını artırdı. Diğer yandan 1923'teki çöküş, ertelendiği için daha acı oldu. Sanayi üretimi 1913'teki seviyenin yarısına geriledi. Sendika üyelerinin dörtte biri işsiz kalırken, dörtte biri de yarı zamanlı çalışır oldu. En kötüsü de krizin yarattığı sosyal ve psikolojik travmaydı. Elias Canetti enflasyon dönemini Frankfurt'ta genç bir adam olarak yaşarken edindiği tecrübeleri yazarken "Enflasyon, sözcüğün en katı ve en somut anlamıyla bir kitle fenomenidir" demiştir. "İnsanların ve paralarının birbirleri üzerinde en kuvvetli etkiye sahip oldukları yer devalüasyonun cadı kazanıdır. Biri diğerinin yerini alır, insanlar kendilerini paraları gibi 'kötü' hissederler, durum gitgide kötüleşir. Hepsi birlikte onun merhametine kalmışlardır ve herkes kendini eşit derecede değersiz hisseder."[60]

Değersizlik hiperenflasyonun en belirgin sonucuydu. Sadece para değil, parayla ifade edilen her türlü gelir ve varlık da değersizleşti. Buna tahviller de da-

60 Elias Canetti, *Crowds and Power* (New York, 1988), s. 186. Kitap Türkiye'de *Kitle ve İktidar* adıyla Ayrıntı Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç. n.)

hildi. Hiperenflasyon Almanya'nın savaş öncesi değerlerle sabitlenmiş dış borcunu silemedi. Ama savaş boyunca ve savaş sonrasında dağ gibi yükselmiş iç borcu, yok edici bir ekonomik deprem misali silebilirdi ve sildi de. Oluşan etki sadece tahvil sahiplerine değil, sabit bir nakit geliri olan herkese uygulanan bir vergi gibiydi. Esas olarak rantiyeler, kıdemli devlet görevlileri ve meslek sahipleri etkilendiği için büyük bir tesviye yaşandı. Kendilerini koruyabilenler fiyatları artırabilen, bir köşeye dolar istifleyip ev, fabrika gibi gayri menkullere yatırım yapan, borçlarını ise değeri yiten yerel parayla ödeyen müteşebbislerdi. Devam eden hiperenflasyonun ekonomik sonuçları zaten kötüydü: Zayıflayan bankalar, kronikleşen yüksek faiz oranları ve o oranlara eklenmeye başlayan yüklü enflasyon primleri. Ama Almanya'daki hiperenflasyonun en ağır sonuçları sosyal ve siyasi olanlardı. İngiliz iktisatçı John Maynard Keynes 1923'te rantiyenin enflasyon yoluyla ötanazisi yapmasının, deflasyon yoluyla oluşacak kitlesel işsizlikten yeğ olduğunu, çünkü fakirleşmiş bir dünyada işsizliği azdırmanın rantiyeyi hayal kırıklığına uğratmaktan daha kötü sonuçlar doğuracağını düşünmüş ve bu fikrini teorileştirmişti.[61] Halbuki dört yıl önce enflasyonun olumsuz sonuçlarını çok etkili bir şekilde anlatan yine kendisiydi:

> Hükümetler devam eden bir enflasyon sürecinde, vatandaşlarının sahip olduğu varlıkların önemli bir kısmına gizlice ve fark ettirmeden el koyabilir. Bu metotla yalnızca el koymazlar, *keyfi olarak* el koyarlar; ve süreç birçoklarını fakirleştirirken, bazılarını da zenginleştirir. Varlığın yeniden dağıtımındaki gelişigüzel manzara varolan servet dağılımının güvenliğini olduğu kadar o dağılıma olan güveni de sarsar. Sistem tarafından başlarına talih kuşu kondurulanlar ... "vurguncu" olurlar ve enflasyonun en az proleterya kadar fakirleştirdiği burjuvazi onlardan nefret eder. Enflasyon sürdükçe ... kapitalizmin temel taşlarını oluşturan, borç verenler ve borç alanlar arasındaki ilişki düzensizleşip bir şey ifade etmemeye başlar...[62]

Lenin'e "Toplumun varolan yapısını alaşağı etmenin parayı yoldan çıkarmaktan daha kesin ve kurnazca bir yolu yoktur" görüşünü yakıştıran Keynes'tir. Lenin'in böyle bir şey söylediğine dair kanıt yoktur ama "para basmaya yarayan matbaa makinesinin, Maliye Komiserliği'nin burjuva sisteminin kıçını tutuşturmakta kullandığı bir makineli tüfek"[63] olduğunu söyleyen, Lenin'in Bolşevik yol-

61 John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform, Collected Writings, vol. IV* (Cambridge, 1971), s. 3, 29, 36.

62 John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, (Londra, 1919), s. 220-33.

63 Frank Whitson Fetter, "Lenin, Keynes and Inflation", *Economica, 44, 173* (Şubat 1977), s. 78.

• Preobrajenski'nin kuvvetli yönü ötenazi değil, cinayetti; II. Nikolay ve ailesinin idamına direkt

daşı Yevgeni Preobrajenski'dir.*

Rusya, Birinci Dünya Savaşı sonrası hiperenflasyonun yıkıma uğrattığı tek ülkenin Almanya olmadığı nadir örnektir. Yeni bağımsızlıklarını kazanmış olan Macaristan ve Polonya gibi Avusturya da 1917-1924 arasında parasının feci şekilde çöküşünden mustarip olmuştur. Rusya'daki hiperenflasyon Bolşeviklerin Çarlık döneminin borçlarını tanımadığını açıklamasından sonra ortaya çıkmıştır. Tahvil sahipleri, İkinci Dünya Savaşı sonrasında da Almanya, Macaristan ve Yunanistan'ın para birimleri ve tahvil piyasalarının çökmesiyle benzer bir kaderi yaşayacaklardır.**

Eğer hiperenflasyon sadece, dünya savaşlarını kaybetmenin bir sonucu olsaydı, onu anlamak daha kolay olurdu. Fakat o, bir bilmece gibi. Yakın geçmişte birkaç ülke, dünya savaşlarına nazaran daha önemsiz felaketlerin sonucu olarak, faiz ödemelerini durdurmak yoluyla doğrudan ya da borçlandıkları para biriminin değerini düşürerek dolaylı olarak borçlanmadan doğan yükümlülüklerini yerine getirememe durumunda kaldılar. Hiperenflasyon hortlağı neden küresel çatışmalarla birlikte ortadan yok olmadı?

PIMCO'nun patronu Bill Gross para kazanma konusundaki kariyerine Las Vegas'ta 21 oynayarak başladı. Onun gözünde bir yatırımcı tahvil alırken işin içine bir parça da kumar giriyordu. Kumarın bir kısmı enflasyondaki yükselmenin, tahvilin yıllık faiz ödemesinin değerini geçip geçmeyeceği ile ilgiliydi. Gross'un ifadesi ile "eğer enflasyon yüzde onken, tahvilin sabit faizi yüzde beş ise, yatırımcı enflasyonun beş puan gerisine düşer." İrdelediğimiz gibi yükselen enflasyonun tehlikesi, hem yatırılan anaparanın hem de ödenecek faizin alım gücünün erimesidir. Bu yüzden enflasyon kokusu alındığı anda tahvil fiyatları düşme eğilimi gösterir. Enflasyonun dünya genelinde yükseldiği 1970'ler gibi yakın bir dönemde, Nevada'daki kumarhaneler bile yatırım için tahvil piyasalarından daha güvenli gözükmüştür. Gross, Birleşik Devletler'deki enflasyonun iki haneli rakamlara doğru çıktığı ve Nisan 1980'de zirve olan yüzde 15'e ulaştığı günleri gayet iyi hatırlar ve o günleri şöyle özetler: "Durum, tahvile zarar veriyordu ve ... sadece hafızalardaki değil tarihteki en satışçı piyasayı doğurdu." Daha açık olmak gerekirse, 1970'lerde Birleşik Devletler tahvillerinin reel getirisi, neredeyse dünya şavaşları yıllarındaki kadar kötü, yüzde eksi 3'tü. Günümüzde sadece birkaç ülkenin yüzde 10'un üzerinde enflasyonu var ve sadece birinin, Zimbabwe'nin hiperenflayon sorunu bulunuyor.* Ama 1970'lerde en az yedi

olarak karışan Bolşevik liderlerin başında geliyordu.

** Tarihte kaydedilmiş en yüksek enflasyon Temmuz 1946'da Macaristan'da görülmüş, fiyatların artışı 4,19 kentilyonu bulmuştur. (1 kentilyon, 1.000 katrilyona eşittir.)

ülkenin enflasyonu yüzde 50'nin üzerindeyken, aralarında Britanya ve Birleşik Devletler'in de bulunduğu altmıştan fazla ülkenin enflasyonu iki haneliydi. Kötü etkilenen ülkeler arasında, en ağır uzun vadeli hasarı alan Arjantin'di.

Bir zamanlar Arjantin, refah ile aynı anlama geliyordu. Ülkenin adı "gümüş ülkesi" demekti. Başkent Buenos Aires'in kıyısına kurulduğu Rio de la Plata –Türkçe'de Gümüş Nehir– adını çamurumsu bir kahverengi olan renginden değil, yukarı kısmında bulunduğu düşünülen gümüş yataklarından alıyordu. Yapılan tahminlere göre 1913'te Arjantin dünyadaki en zengin on ülkeden biriydi. İngilizce konuşan dünya dışında, kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla sadece İsviçre, Belçika, Hollanda ve Danimarka'da daha yüksekti. 1870-1913 arasında Arjantin ekonomisi Birleşik Devletler ve Almanya ekonomilerinden daha hızlı büyüdü. Yabancı sermaye neredeyse Kanada'daki kadardı. Bir zamanlar dünyadaki iki Harrods mağazasından birinin Londra'da Knightbridge'de, diğerinin Buenos Aires'te, şehrin merkezindeki Avenia Florida'da olması tesadüf değildi. Arjantin güney yarımkürenin Birleşik Devletleri olmasa da Britanya'sı olmayı hedefliyordu. Yeni başkan seçilen General Juan Domingo Peron Şubat 1946'da Buenos Aires'teki merkez bankasını ziyaretinde gördüklerinden büyülenmişti ve şaşkınlıkla "O kadar çok altın var ki koridorlarda zar zor yürüyebiliyorsunuz" demişti.

Arjantin'in yirminci yüzyıldaki iktisadi tarihi, finansal kötü yönetime dünyanın tüm kaynaklarının bile dayanmayacağına dair ibretlik bir derstir. Özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasında ülkenin ekonomik performansı komşularının ve dünyanın birçok ülkesinin gerisinde kaldı. 1960'lar ve 70'lerde durum o kadar kötüydü ki mesela 1988'de kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla 1959'dakiyle aynıydı. Arjantin'in kişi başına düşen GSYİH'sinin Birleşik Devletler'deki kişi başına düşen GSYİH'ye oranı 1913'te yüzde 72'yken, 1998'de yüzde 34'e indi. Singapur, Japonya, Tayvan, Güney Kore ve en acı vereni Şili, Arjantin'i geride buraktı. Yanlış giden neydi? Yanıtlardan biri 1945-1956, 1956-1968 ve 1970-1974 dönemlerinde iki haneli, 1975-1990 arasında 1989'da yüzde 5.000'e çıkacak şekilde üç ya da dört haneli olan enflasyon olabilir. Diğer bir yanıt ise Arjantin'in borcunu ödememesidir; 1982, 1989, 2002 ve 2004 yıllarında yabancı borç verenler hüsrana uğratılmıştır. Yine de bu yanıtlar yeterli değildir, çünkü 1870-1914 döneminde de Arjantin en az sekiz yıl boyunca iki haneli enflasyonu yaşamış ve en az iki kere borç yükümlülüklerini yerine getirmemiştir. Arjantin'in ekonomik çöküşünü anlamak için bir kez daha enflasyonun parasal bir olay olduğu kadar siyasi bir olay olduğunu da görmek gerekir.

* Kitabın yazıldığı Mart 2008'de Zimbabwe'de bir cenazeyi kaldırmanın maliyeti 1 milyar Zimbabwe doları, yıllık enflasyon yüzde yüz bindi.

Toprak sahipleri oligarşisi ülke ekonomisini İngilizce konuşan ülkelere yapılan tarıma dayalı ihracata dayandırmak istiyordu ve bu model Büyük Buhran döneminde büyük ölçüde çöktü. Geniş çapta göçmen alınmasına rağmen (Kuzey Amerika'da olduğunun aksine) tarımsal arazilerin göçmenlerin yerleşimine açılmaması, popülist hareketlere duyarlı, geniş bir şehirli çalışan sınıfının doğmasına yol açtı. 1930'da José F. Uriburu'yu başa getiren ve süreklilik gösteren askeri müdahaleler, herkese yönelik bir vaadi olan –işçilere daha iyi koşullar ve maaş, sanayiciye koruyucu gümrük tarifeleri– Péron'un uyguladığı yarı faşist politikaların temellerini attı. Péron'un sınır dışı edildiği 1955'le 1966 arasında görev yapan işçi karşıtı alternatif hükümet, tarım ve sanayinin çıkarlarını bir noktada birleştirmek için devalüasyona yüklendi. 1966'daki askeri darbe teknolojik modernizasyon vaat ettiyse de verebildiği daha fazla devalüasyon ve daha yüksek enflasyon oldu. Péron'un, enflasyonun dünya çapında yükselişe geçmeye başladığı 1973 yılında geri dönmesi de fiyaskoydu. Yıllık enflasyon yüzde 444'e çıktı. Yine bir askeri darbe Arjantin'i şiddete sürükledi ve *Proceso de Reorganizacion Nacional* (Ulusal Yeniden Kuruluş Süreci) binlerce kişiyi rastgele tutuklayıp, (ortadan) kaybetti. Ekonomik olarak cunta, Arjantin'in sırtına, 1984'te GSYİH'nın yüzde 60'ına ulaşan (aslında bu oran 1990'ların başında borçluluk konusunda ulaşılan zirvenin yarısından bile azdır) ve giderek büyüyen bir dış borç yüklemekten başka bir şey yapmadı. Birçok enflasyon krizinde olduğu gibi savaşın da süreçte bir rolü vardı: İçeride huzur bozanlara, dışarıda Falkland Adaları nedeniyle İngiltere'ye karşı. Yine de durumu, yenilgiye uğramış bir rejimin borçlarını enflasyon yoluyla tasfiye ettiği vakalardan bir olarak görmek yanlış olur. Arjantin'deki enflasyonu yönetmeyi bu denli zorlaştıran şey savaş değil, toplumsal güçler; oligarklar, *caudillo*lar (otoriter liderler), üreticiler, sendikalar ve fakirleşen alt sınıflar ya da *descamizado*lar (gömleksizler) arasındaki uyumdu. Basitleştirmek gerekirse toplum içinde önem arz eden hiçbir grup fiyat istikrarını umursamıyordu. Sermaye sahipleri bütçe açıklarını ve devalüasyonu çekici bulurken, emek sınıfı ücret-fiyat sarmalına alışmıştı. Mali açığın aşamalı olarak yurtiçi kaynaklarla değil, yurtdışı kaynaklarla finanse edilmeye başlanması tahvil sahiplerinin yabancı olması anlamına geliyordu.[64] Arjantin'in, para birimini istikrara kavuşturmak üzere uygulamaya koyduğu planların başarısızlığını bu arka plan dahilinde yorumlamak gerekir.

64 William C. Smith, "Democracy, Distributional Conflicts and Macroeconomic Policymaking in Argentina, 1983-89", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs, 32, 2* (Yaz 1990), s. 1-42. Rafael Di Tella ve Ingrid Vogel, "The Argentine Paradox: Economic Growth and Populist Tradition", Harvard Business School Case 9-702-001 (2001).

Arjantin'in büyük yazarı Jorge Luis Borges, "Yolları Çatallanan Bahçe" isimli kısa hikâyesinde Çinli bilge Ts'ui Pen'in nasıl yazı yazdığını hayal eder:

> Kurmaca işlerin tümünde, yaratıcı birden çok seçenekle karşı karşıya kaldığında birini seçer ve diğerlerini eler; Ts'ui Pen'in kurmacasında ise yazar seçeneklerin hepsini – aynı anda – seçer. Bu yolla kendileri de çoğalan ve çatallaşan zıt gelecekler ve zıt zamanlar yaratır... Ts'ui Pen'in eserinde tüm olası sonuçlar meydana gelir; her biri diğer çatallaşmaların çıkış noktası olur. (Ts'ui Pen) tekdüze, mutlak bir zamana inanmadı. Iraksak, yakınsak, paralel zamanlardan oluşan ve büyümeyi sürdüren başdöndürücü bir ağa, sonsuz zaman serilerine inanıyordu.[65]

Bu Arjantin'in son otuz yıllık finansal tarihi için kullanılabilecek iyi bir metafordur. Bernardo Grinspun borçları yeniden yapılandırmaya ve Keynesçi talep yönetimini uygulamaya çabalarken, Juan Sourrouille ücret ve fiyat kontrollerinin yanı sıra para reformu (Austral planı) yapmayı denedi. İkisi de önemli çıkar gruplarını kendi çatallaşan yollarından gitmeye yönlendiremedi. Kamu harcamaları, vergi gelirlerini aşmaya devam etti, ücret ve fiyat kontrollerinin zamanından önce kaldırılmasına yönelik tartışmalar sürdü ve enflasyon kısa süren istikrarın ardından yeniden yükseldi. Çatallaşan yollar nihayet ve feci bir şekilde, Doğu Avrupa için *annus mirabilis*, Arjantin için *annus horribilis* olan 1989 yılında birleşti.

Şubat 1989'da Arjantin'in en sıcak yazlarından birini yaşıyordu. Buenos Aires'in elektrik sistemi yükle başa çıkmakta zorlanıyordu. İnsanlar beş saat süren kesintilere alışmışlardı. Hükümet paranın çökmesini engellemek istediği için bankalara ve döviz bürolarına çalışmama talimatı vermişti. Fakat başarılı olamadı ve bir ay gibi bir sürede austral, dolar karşısında yüzde 64 değer yitirdi. Aynı anda Dünya Bankası, hükümetin kabaran kamu borcu ile başa çıkamadığını söyleyerek borç vermeyi durdurdu. Özel sektördeki borç verenler de artık iyimser değildi. Yatırımcılar enflasyonun tahvilin reel değerini bir iki gün içinde silip süpüreceğinden çekindikleri için tahvil almak istemiyorlardı. Merkez bankasının rezervlerinin tükenmekte olduğu yönünde korkular arttıkça tahvil fiyatları dibe çakıldı. Umutsuz hükümet için tek yol kalmıştı, matbaa makinesi. Ama onda bile başarısız olundu. 28 Nisan günü Arjantin gerçekten parasız kaldı. Merkez bankası başkan yardımcısı Roberto Eilbaum bir basın toplantısında olayın

65 Jorge Luis Borges, "The Garden of Forking Paths" adıyla *Labyrinths: Selected Stories and Other Writings* (ed. Donald A. Yates ve James E. Irby), (Harmondworth, 1970), s. 50. Kitap Türkiye'de *Yolları Çatallanan Bahçe* adıyla İletişim Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç. n.)

"fiziki bir sorun" olduğunu duyurdu. Darphanenin kâğıdı bitmişti ve matbaacılar greve başlamıştı. Başkan yardımcı "Nasıl yapacağız bilmiyorum ama paranın Pazartesi günü orada olması lazım" diyerek durumun vahametini kabul etmişti.

Haziran ayına gelindiğinde, aylık enflasyon oranının yüzde 100'ün üzerine çıkmasıyla toplumdaki huzursuzluk kaynamanın eşiğine gelmişti. Geride kalan Nisan ayında hoparlörlerden yapılan, fiyatların o dakika yüzde 30 arttığı anonsunu duyan müşteriler alışveriş yapmakta oldukları marketin mallarla dolu sepetlerini devirmişlerdi. Arjantin'in ikinci büyük kenti olan Rosario'da kalabalıklar Haziran'da iki gün boyunca adeta çıldırarak ayaklanmış ve yağma yapmaya başlamış, olaylar sonucu 14 kişi ölmüştü. Weimar Cumhuriyeti'nde olduğu gibi Arjantin'de de hiperenflasyondan en çok mustarip olanlar yükselen fiyatlarla ücretlerindeki artışlar sayesinde daha iyi başa çıkabilen işçiler değil, sabit nakit ücret alan kamu görevlileriyle, değişken nakit gelire sahip akademisyenler ya da birikimleri karşılığında aldıkları faizlerle geçinen emeklilerdi. Ve 1920'lerin Almanya'sında olduğu gibi kazançlı çıkanlar enflasyon sayesinde borçları sıfırlanan büyük borçlulardı. Kazançlı çıkanların başında da borçlandığı para birimi austral olan devlet vardı.

Yine de Arjantin'in tüm borç yükünden kurtulması o kadar kolay değildi. 1983'te ABD doları cinsinden olan dış borçların tutarı 46 milyar dolar yani milli hasılanın yüzde 40'ydı. Arjantin'in para birimine ne olursa olsun, dolar bazındaki bu borç aynı kalıyordu. Hatta çaresiz hükümet daha fazla borçlanmak zorunda olduğundan rakam büyüyordu. 1989'da ülkenin dış borcu 65 milyar dolardı. Takip eden on yılda rakam 155 milyar dolara kadar yükselecekti. Yerli yatırımcılar zaten enflasyon tarafından çarpılmışlardı. Ancak temerrüt Arjantin'i dış borç yükünden kurtarabilirdi. Daha önce de gördüğümüz gibi Arjantin bu yola daha önce de, hem de birden fazla kez başvurmuştu. 1890'da Arjantin hükümeti dış borçlarını ödeyemediğinde Baring Brothers, Arjantin kâğıtlarına yatırımları (daha doğrusu Buenos Aires Su ve Kanalizasyon Şirketi için yapılan başarısız bir tahvil ihracı) nedeniyle iflasın eşiğine gelmişti. "Barings'in batmasının İngiltere'nin dünya çapındaki ticareti için bir felaket olacağı" savıyla Britanya hükümetini, toplamı 17 milyon pounda ulaşan kurtarma fonuna 1 milyon poundla katılmaya ikna eden Barings'in eski rakibi Rothschildler olmuştu.[66] Ayrıca dik kafalı Arjantinlilere reform dayatmak üzere kurulan bankacılar komitesinin başında da Lord Rothschild bulunuyordu. Gelecekteki borçlar, pesonun bağımsız ve katı bir para kurulu aracılığıyla altına sabitlenmesi koşuluna bağlı

66 Ferguson, *World's Banker*, 27. bölüm.

olacaktı.[67] Bundan yüzyıl sonra ise Rothschildler Arjantin'in borçlarından ziyade üzüm bağlarıyla ilgiliydiler. Arjantin'in borç ödemelerini durdurmaması (en azından olası bir durdurmanın etkilerini hafifletmek) için çabalamak Uluslararası Para Fonu'na düştü. Çare, bir kere daha, para kuruluydu ve bu sefer para dolara sabitlenecekti.

Maliye Bakanı Domingo Cavallo tarafından 1991'de tanıtılan yeni konvertibl peso Arjantin'in yüzyıl içindeki altıncı parasıydı. Bu çaba da başarısızlıkla sonuçlandı. Evet, 1996'da enflasyon sıfıra indi, hatta 1999'da eksiye döndü. Ama işsizlik yüzde 15'ti ve gelir dağılımındaki eşitsizlik neredeyse Nijerya'daki kadar kötüydü. Dahası izlenen sıkı para politikası, sıkı bir mali politika ile desteklenmedi; kamu harcamaları 1994'te GSYİH'nin yüzde 35'i düzeyindeyken, merkezi ve bölgesel yönetimler bütçelerini denkleştireceklerine uluslararası tahvil piyasasına yöneldikleri için 2001'in sonuna doğru yüzde 64 seviyesine yükseldi. Kısacası Cavallo parayı sabitleyip, enflasyonu düşürse de geçmişte birçok parasal krizin yaşanmasına yol açan temel sosyal ve kurumsal etmenleri değiştirmeyi başaramadı. Arjantin için yeniden borçları ödeyememe ve yeni bir para birimine geçme zamanı gelmişti. Ocak'taki 15 milyar dolarlık ve Mayıs'taki 8 milyar dolarlık kurtarma fonlarının ardından IMF üçüncü bir fon isteğini reddetti. Kişi başına düşen GSYİH'nin yüzde 12 düştüğü bir yıl biterken, 23 Aralık 2001'de hükümet 81 milyara ulaşan tahvilleri de kapsayan dış borçların tümüne yönelik bir moratoryum ilan etti. Bu nominal değerle tarihteki en büyük ödenmeyen borçtu.

Arjantin'in tarihi, tahvil piyasasının ilk bakışta gözüktüğünden daha az güçlü olabileceğini gösterir. Arjantin ve Britanya tahvilleri arasındaki 295 baz puanlık fark (*spread*) Barings gibi yatırımcıların Arjantin'e yatırım yapmaları karşısında aldıkları riski zar zor karşılıyordu. Aynı şekilde 1998-2000 döneminde Amerikan ve Arjantin tahvilleri arasındaki ortalama 664 baz puanlık fark da Cavallo'nun parası çatırdamaya başlarken, temerrüt riskine göre az sayılırdı. Borcun ödenmeyeceği açıklandığında fark 5.500 baz puana çıktı ve Mart 2002'de 7.000 baz puanın üzerine tırmandı. Sıkıntılı geçen uzun müzakereler sonucunda (8 ayrı yetki alanında işlem gören, 6 farklı para biriminde çıkarılmış 152 kâğıt söz konusuydu) 500.000 borç verenin çoğunluğu, tahvil piyasalarının tarihindeki en büyük tıraşlardan (*haircut*) biri olan, yaklaşık değeri 35 dolar cent olan yeni tahvilleri kabul etme konusunda mutabık kaldılar.[68] Arjantin'in

67 Detaylar için Gerardo della Paolera ve Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935* (Chicago, 2001).
68 "A Victory by Default", *Economist*, 3 Mart 2005.

borçlarını ödememesi öyle başarılı sonuçlar doğurdu ki (o günden bu yana ekonomik büyüme artarken, tahvil spreadleri 300-500 baz puan aralığına geri dönmüştür) birçok ekonomist ülkelerin yabancı borç yükümlülüklerini neden yerine getirdiklerini düşünmeye başlamıştır.[69]

Rantiyenin Dirilişi

Keynes'in 1920'lerde "rantiye sınıfının ötenazisi"sini, paralarının tümünü devlet tahvillerine yatıran bu sınıfın kâğıttan ibaret zenginliğinin enflasyon tarafından yok edileceğini öngördüğüne değinmiştik. Zamanımızda ise tahvil sahiplerinin mucizevi bir şekilde dirilişlerine şahit oluyoruz. 1970'lerin enflasyon döneminden sonra, geçtiğimiz otuz yılda ülkelerin teker teker enflasyon oranlarını tek haneli rakamlara çektiğini gördük.[70] (Her ne kadar Mendoza ve San Luis eyaletlerinin resmi olmayan tahminleri yüzde 20'nin üzerinde olsa da, Arjantin'de bile resmi enflasyon yüzde 10'un altındadır.) Enflasyon düştükçe tarihin en alıcı (*bull*) dönemini yaşayan tahvil piyasasındaki kâğıtlar da yükseldi. Daha ilgi çekici olan ise –Rusya'nın 1998'de yaptığına değinmiyorum bile– Arjantin'in ihtişamlı iflasına rağmen gelişmekte olan ülke tahvillerinin primlerinin düzenli bir düşme eğilimi göstermesi. Bu prim 2007'nin başlarında ekonomik geleceğe duyulan sarsılmaz güveni gösterir şekilde, Birinci Dünya Savaşı öncesi dönemlerin bile altına inmiş, tahvilin öleceğine dair söylentilerin abartılı olduğu kanıtlanmıştı.

Enflasyonun düşmesinin bir sebebi kıyafetten bilgisayara, satın aldığımız şeylerin fiyatlarının teknolojik ilerlemeler ve üretimin ücretlerin düşük olduğu Asya ülkelerine kaydırılması nedeniyle düşmesiydi. Düşüşte etkili olan diğer bir faktörse para politikalarında yaşanan dönüşümdü. Dönüşümü başlatan İngiliz ve Amerikan merkez bankalarının monetaristlerden etkilenerek yaptıkları, 1970'lerde başlayıp, 1980'lerin başlarında devam eden, kısa dönemli faiz indirimleriydi. Bunu merkez bankalarının bağımsızlıklarını artırıp, 1990'lardan itibaren açıkça hedeflerini paylaşır hale gelmeleri takip etti. Arjantin örneğinin

69 Konuyla ilgili son dönemde yapılan tartışmalar için Michael Tomz, Reputation and *International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries* (Princeton, 2007).

70 Enflasyon dönemiyle ilgili olarak Fabrice Collard ve Harris Delas, "The Great Inflation of the 1970s, Çalışma Belgesi (1 Ekim 2003); Edward Nelson, "TheGreat Inflation of the Seventies: What Really Happened?, Federal Reserve Bank of St Louis Çalışma Belgesi, 2004 – 001 (Ocak 2004); Allan H. Meltzer, "Origins of the Great Inflation", *Federal Reserve of St Louis Review, 2. Bölüm* (Mart / Nisan 2005), s. 145-75.

gösterdiği gibi, enflasyonun yapısal nedenlerinin zayıflaması da düşüşün önemli bir nedeniydi. Sendikalar güçsüzleşti, zarar eden kamu iştirakleri özelleştirildi. Ama belki en önemli neden toplumda tahvillerden reel kazanç elde etmek isteyen kesimin giderek büyümesiydi. Gelişmiş ülkelerde varlıkların giderek artan bir kısmı özel emeklilik fonları ve portföylerinin bir kısmını devlet tahvili ya da sabit getirili menkul kıymetlerden oluşturmaları zorunlu olan (en azından kendilerinden bu yönde bir beklenti olan) diğer tasarruf kurumları tarafından yönetiliyor. 2007 yılında ekonomik açıdan büyük on bir ülkede[71] yapılan araştırmada emeklilik fonlarının yatırımlarının yüzde yirmi beşinden fazlasının devlet tahvillerine olduğu ortaya çıktı. Bu oran on ya da yirmi yıl öncesine göre hayli düşük olsa da hâlâ önemli bir oran. Her geçen yılla birlikte, emekli olan nüfus artıyor ve hayatlarını emeklilik fonlarından elde ettikleri kazançla idame ettirenlerin oranı yükseliyor.

Bu da bizi tahvil piyasasının doğduğu İtalya'ya getiriyor. Büyük Enflasyon'un arifesinde, 1965'te İtalyanların sadece yüzde 10'u 65 yaşının üzerindeydi. Bugün ise oran bunun iki katı, yüzde yirmi civarında ve Birleşmiş Milletler'in tahminine göre 2050 yılında oran yüzde 30'a çıkacak. Böylesine yaşlanan bir toplumda sabit getirili menkul kıymetlere ve o menkul kıymetlerin ödediği faizin satın alma gücünü korumasına dair büyük ve artan bir talep olması normal. Süregelen kamu açıkları, emeklilerin sayısının artmasıyla birleşince piyasanın yeni tahvil sıkıntısı çekmeyeceği aşikâr. Ayrıca İtalya'nın parasal egemenliğini Avrupa Merkez Bankası'na devretmiş olması, İtalyan siyasetçilerin para basıp, enflasyon döngüsünü başlatma imkânlarını da ortadan kaldırıyor.

Tüm bunlar tahvil piyasasının dünyayı James Carville'in ima ettiği şekilde yönettiği anlamına gelmiyor. Zira onun 1990'lı yıllarda tahvil piyasasıyla özdeşleştirdiği sıkı düzen (disiplin) Başkan Clinton'ın halefi George W. Bush döneminde ortadan yok oldu. Başkan Bush'un seçilmesinden birkaç ay önce, 7 Eylül 2000'de New York Times Square'de asılı Ulusal Borç Saati kapatıldı. O gün itibariyle saatte yazan şuydu: "Ulusal borcumuz 5.676.989.904.887 dolar, ailenize düşen pay 73.733 dolar." Üç yıl üst üste bütçe fazlası verilmişti ve iki başkan adayı da ulusal borcun tamamıyla ödenmesinden gerçekleştirilebilecek bir proje gibi bahsediyorlardı. CNN'in haberine göre:

> Demokratların başkan adayı Al Gore ulusal borcu 2012'de sıfırlayacağını söyle-

71 On bir ülke şunlardır: Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya, Hong Kong, İrlanda, Japonya, Hollanda, İsviçre, Birleşik Krallık, Birleşik Devletler. Watson Wyatt, "Global Pension Fund Assets Rise and Fall". http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=18579.

> diği planın anahatlarını paylaştı. Texas Valisi ve Cumhuriyetçilerin başkan adayı George W. Bush'un kıdemli ekonomi danışmanları borcu azaltma konusunda hemfikir olsalar da borcu ortadan kaldırmakla ilgili bir tarih taahhüdü vermek istemiyorlar.[72]

İkinci adayın taahhüt vermekten imtina etmesi aslında bir işaretti. Bush yönetimi, Bush'un Beyaz Saray'da olduğu sekiz senenin yedisinde bütçe açığı verdi. Federal açık 5 trilyon dolardan 9 trilyon doların üzerine çıktı. Kongre Bütçe Dairesi 2008 yılında artışın devam edeceğini ve 2017'de 12 trilyon dolara ulaşacağını öngördü. Tahvil piyasası bu müsrifliği cezalandıracağına ödüllendirdi. Aralık 2000 ile Kasım 2008 arasında on yıllık Amerikan Hazine Tahvili'nin getirisi yüzde 5,24'ten yüzde 3,53'e geriledi.

Alan Greenspan'in tahvil getirilerinin kısa vadeli faiz oranlarındaki artışa doğru tepki verememesi olarak adlandırdığı[73] bu muammayı tek başına tahvil piyasasına bakarak anlamamız imkânsız. Bu yüzden de şimdi, devlet borcu piyasasından, onun genç ve dinamik kardeşi hisse senedi piyasasına, ya da günlük dildeki karşılığıyla borsaya (menkul kıymetler borsası) geçiyoruz.

72 CNN, 9 Temmuz 2000.

73 Başkan Alan Greenspan'in Federal Rezerv Kurulu'nun altı aylık Para Politikası Raporu'nu Kongre'ye sunarken ABD Senatosu Bankacılık, Konut ve Şehircilik Komitesi önünde yaptığı konuşmasından, 16 Şubat 2005.

3

PATLAYAN BALONLAR

And Dağları, Güney Amerika'nın batısında, eğri büğrü bir omurga gibi yaklaşık altı bin beş yüz kilometre uzanır. Nazca tektonik plakası yavaş ama gürültülü bir şekilde Güney Amerika plakasının altına girmeye başladığında, kabaca yüz milyon yıl önce oluşan sıradağların en yüksek zirvesi olan Arjantin'deki Aconcagua Dağı yaklaşık 7.000 metre yüksekliğindedir. Aconcagua'nın Şili'deki küçük kardeşi, Santiago'yu bekleyen bir koruyucu gibidir. Ama And Dağları'nın esas büyüklüğünü hissedebilmek için Bolivya'nın dağlık bölgelerine gitmek gerekir. La Paz'dan Titicaca Gölü'ne giden yolda, yağmur bulutları yükseldiğinde gökyüzünü dağlar doldurur ve ufuğu başdöndürücü –testere ağzına benzer– bir görüntü kaplar.

And Dağları'nın haşmetini görünce insanların kurduğu hangi bir teşkilatın bu devasa engeli alt edebileceğine inanmak zor. Ama Amerikalı bir şirket için And Dağları'nın zikzak çizen tepeleri, doğusunda uzanan sık Amazon yağmur ormanlarından daha göz korkutucu değildi. Bu şirket biri Bolivya'dan Brezilya'nın Atlantik kıyısına, diğeri Patagonya'dan Arjantin'in başkenti Buenos Aires'e uzanan –ve dünyanın en uzun hattı olan– iki doğalgaz boru hattı inşa etmek üzere kurulmuştu.

Modern kapitalizmin doymaz hırsının örneği olan bu tip projeleri hayata geçirmek modern dünyanın en temel kurumlarından birinin, "şirket"in bulunmasıyla mümkün oldu. Binlerce bireyin kaynaklarını, kâr elde edilene kadar yüklü miktarda para gerektiren, riskli ve uzun vadeli projelere aktarmasına imkân sağlayan "şirket"tir. Bu nedenle paranın yükseliş hikâyesinde bankaların ortaya çıkması ve tahvil piyasasının doğumundan sonraki adım sınırlı sorumlu, anonim şirketlerin yükselişiydi. Anonimdir çünkü sermaye birden fazla yatırımcı-

ya aittir; sınırlı sorumludur çünkü ayrı bir hükmi şahsiyete sahip oluşları başarısız olma durumunda yatırımcıların tüm varlıklarını kaybetmeleri riskini ortadan kaldırır. Yatırımcıların sorumlulukları şirkette hisse sahibi olmak için kullandıkları tutar ile sınırlıdır. Küçük işletmeler birer adi ortaklık olarak da faaliyet gösterebilir. Ama farklı kıtalara yayılmak isteyenlerin "şirket"e ihtiyacı vardır.[1]

Diğer yandan şirketlerin küresel ekonomiyi dönüştürmeleri, konuyla ilişkili başka bir gelişmeye bağlıydı. Teoride anonim şirketlerin yöneticilerini denetleme işini şirketin ihtiyatlı ortakları, senede bir yapılan toplantılara şahsen katılarak doğrudan ya da icra görevi olmayan direktörler aracılığıyla dolaylı olarak yaparlar. Pratikte ise şirketler üzerindeki esas denetleme her gün şirkete ait sonsuz denebilecek çokluktaki küçük dilimlerin (hisse senedi, sermaye payı ne derseniz deyin) alınıp satıldığı hisse senedi piyasaları (borsalar) tarafından sağlanır. İnsanların şirketin bir hissesi için ödemek istedikleri tutar, o şirketin gelecekte ne edeceğine dair beklentilerini gösterir. Borsalar hisseleri işlem gören firmalar hakkında saat başı referandum yapıp, yöneticilerinin kalitesini, ürünlerinin çekiciliğini, ana faaliyet pazarının geleceğini oylarlar.

Borsaların da kendilerine göre bir hayatları vardır. Gelecek büyük ölçüde belirsizdir, dolayısıyla da şirketlerin gelecekteki kârlılıklarına dair değerlendirmelerimiz değişiklik gösterebilir. Eğer hepimiz birer hesap makinesi olsaydık, hepimiz aynı anda, ulaşılabilen tüm veriyi işleyip aynı sonuca ulaşabilirdik. Ama insanız, o yüzden de çalkantılı bir ruh haline ve uzağı görememeye yatkınız. Hisse senetlerinin fiyatları, çoğu zaman olduğu gibi senkronize bir şekilde yükselirken tüm yatırımcılar ortak bir coşkuya kapılmış gibidirler; eski Amerikan Merkez Bankası başkanı bu durumu irrasyonel coşkunluk[2] olarak adlandırır. Diğer taraftan yatırımcıların ekonomik hissiyatları (*animal instincts*) coşkudan korkuya döndü mü, önceki coşkunun yarattığı balon çok hızlı söner. Zoolojik imgeler borsanın ayrılmaz parçasıdırlar. İyimser alıcılar boğa (*bull*), kötümser satıcılar ayıdırlar (*bear*). Günümüzde yatırımcılar pozitif getirilerin üzerinde otlarken bir anda çiftliğin kapısından kaçışıveren elektronik bir sürüye benzer. Gerçek olan şu ki hisse senetleri piyasaları insan ruhunun aynası gibi. Homo sapien'ler gibi onların da morali bozulabiliyor. Hatta bazen tam bir çöküntü yaşayabiliyorlar. Yine de umut –yoksa unutkanlık mı?– bu tür kötü tecrübelerin üstesinden gelmeyi başarıyor.

1 Bu konuda yapılmış çalışmalara yapılan son bir ilave, Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux ve Jean-Laurent Rosenthal, "Putting the Corporation in its Place", NBER Çalışma Belgesi 13109 (Mayıs 2007).

2 Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (2nd ed., Princeton, 2005).

Hisselerin alınıp satılmaya başladığı dört yüz yıl öncesinden bu yana birbirini takip eden birçok finansal balon oluştu. Hisse senedi fiyatları defalarca tutunamayacakları kadar yükselip, sonra çakıldı. Ve her defasında da bu sürece ahlaksızlık –piyasanın içindeki ahlaksızların yeni gelenlerin çaylaklığından faydalanarak kâr elde etmek istemeleri– eşlik etti. Artık alışıldık hale gelen bu süreç beş aşamada özetlenebilir:

1. *Aktarım:* Ekonomik ortamdaki bir değişiklik belli şirketler için yeni ve kârlı fırsatlar yaratır.
2. *Coşku* ya da sermayeyi aşan işlemler*:* Beklenen kârların giderek artmasının hisse fiyatını hızla yükselttiği bir geribildirim süreci devreye girer.
3. *Manik dönem* ya da balon*:* Sermaye üzerinden kazanılacak kolay para hayali, ilk defa yatırım yapacak olanlarla, onların paralarını çarpacak olan dolandırıcıları kendine çeker.
4. *Endişe:* İşin içinde olanlar beklenen kârların aşırı derece yükselmiş olan hisse fiyatlarını desteklemediğini anlarlar, satış yaparak kârlarını cebe indirirler.
5. *Tepki ya da* güvenin sarsılması*:* Hisse fiyatları düştükçe, herkes kaçışmaya başlar ve balon hepten patlar.[3]

Hisse senedi piyasalarında görülen balonlarda tekrar eden üç özellik daha vardır. İlki asimetrik bilginin oynadığı roldür. İçeriden bilgilenenler (*insiders*) –balon şirketlerin yönetimi ile alakası olanlar– bu konumda olmayanlara göre daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu tür simetriler her işte görülebilir ama içten bilgi alanlar bir balon esnasında bunu sahtekârca kullanırlar.[4] İkinci konu sınır ötesi sermaye akışlarının rolüdür. Sermayenin ülkeden ülkeye serbestçe hareket edebildiği bir ortamda balonlar oluşması daha olasıdır. Belli başlı finans merkezlerinden birinde konuşlanmış deneyimli bir spekülatör, gerçek bir içeriden bilgilenenin sahip olacağı bilgilere sahip olmayabilir. Ama büyük ihtimalle zamanlama –erken satın alıp balon patlamadan satma– konusunda, ilk defa yatırım yapan çaylaklardan daha başarılı olacaktır. Diğer bir ifadeyle bir balon esnasında herkes irrasyonel değildir ya da en azından coşku dolu olanların bir kısmı diğerlerine göre daha

3 Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (3rd ed., New York / Chichester / Brisbane / Toronto / Singapore, 1996), s. 12-16. Kindleberger'in Hyman Minsky'nin öncü çalışmasına borçlu olduğunu belirtmeliyiz. Hyman P. Minsky'nin iki makalesi için, "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions", *American Economic Review, 54, 3* (Mayıs 1964), s. 324-35 ve "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster", *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), s. 117-61.

4 Kindleberger, *Manias*, s. 14.

az irrasyoneldir. Son ve en önemli nokta ise kolay kredi temin edilemeyen bir ortamda gerçek bir balon oluşmasının mümkün olmadığıdır. Bu yüzden de birçok balonun kaynağında merkez bankalarının yapması gerekip de yapmadığı ya da yapmaması gerekirken yaptıkları yatar.

Hiçbir şey, insanların tarihten ders almadıklarını tekrarlanan borsa balonlarından daha iyi anlatamaz. *Business Week* dergisi okuyucularının aralarında yirmi yıl olan iki tarihte dünyaya nasıl baktıklarını göz önüne getirin. 13 Ağustos 1979'da ön kapakta yer alan, hisse senedinden yapılmış ve yere çakılmış bir kâğıttan uçağın üzerindeki başlık şuydu: "Hisse Senetlerinin Ölümü: Enflasyon hisse senedi piyasasına nasıl zarar veriyor?" Okuyucuların krizin boyutu ile ilgili şüphe duymalarına imkân verilmemişti:

> Kitleler uzun süre önce hisse senetlerinden uzaklaşıp, enflasyona karşı daha fazla koruma sağlayan ve getirileri daha yüksek olan yatırım araçlarına yöneldi. Şimdi –piyasanın son umudu olan– emeklilik fonları hisse senedi ve bonoların yerine emlak, vadeli işlemler, altın ve hatta pırlantaya yatırım yapma iznini aldılar. Hisse senetlerinin ölümü tamamıyla kalıcı bir durummuş gibi görünüyor.[5]

O gün Amerika'daki en uzun ömürlü endeks olan Dow Jones Endüstriyel Endeksi 875 puandan kapandı. Bu, on sene önceki seviyesi ile neredeyse aynıyken, 1.052 puanla zirve yaptığı Ocak 1973'e göreyse yüzde 17 daha düşüktü. On beş yıl süren hayal kırıklığının ardından karamsar olunması anlaşılabilir. Ama kaybolmak şöyle dursun Amerikan hisseleri modern tarihin en alıcılı dönemlerinden birine sadece birkaç yıl uzaktaydı. Ağustos 1982'de 777 puanla dip yapan Dow beş yıl içinde üçe katlanıp 1987 yazında rekor kırarak 2.700 puana ulaştı. Ocak 1987'deki kısa ve keskin satışlar arkasından endeks yukarı doğru çıkışını sürdürdü ve 27 Eylül 1999'da 10,395 puanla kapandı. Bu demek oluyor ki ortalama bir Amerikan şirketinin fiyatı yirmi yıllık bir sürede neredeyse on iki kat arttı. O gün, *Business Week* okuyucuları heyecan içinde şunları okuyorlardı:

> James K. Glassman ve Kevin A. Hassett "*Dow 36.000: Hisse Senedi Piyasasında Görülecek Yükselişten Kârlı Çıkmak İçin Yeni Bir Strateji*" isimli kitaplarında Dow'un 36.000'e çıkması için koşulların daha fazla iyileşmesine gerek olmadığını söylüyorlar. Yazarlara göre piyasa 36 bini şimdiden hak ediyor ve yatırımcılar da bunu gördüklerinde, önümüzdeki 3-5 yılda fiyatlar o noktaya doğru yükselecek.

5 "The Death of Equities", *Business Week*, 13 Ağustos 1979.

> Fiyat-kazanç oranı* 30 olsa da piyasa hâlâ kelepir. Tahminlerine göre "piyasa için gayet makul olan fiyat"... kazancın 100 katı olabilir.[6]

Bu makale teknoloji şirketlerinin elde edeceği kârlara dair oluşan abartılı beklenti nedeniyle oluşan dot.com balonun patlamasından dört ay kadar önce yayımlandı. Ekim 1997'de Dow 7.286'ya geriledi, bu 1997'nin son aylarından beri görülmeyen bir seviyeydi. Kitabın yazıldığı dönemde (Nisan 2008) endeks hâlâ Glassman ve Hassett'in öngördüğü seviyenin üçte biri civarındaydı.

Amerikan hisse senedi piyasasının performansını ölçmek için en iyi yol hisselerin –temettülerin tekrar hisseye yatırımda kullanılacağı düşünülerek– getirisiyle, devlet tahvili, finansman bonosu ya da para piyasası fonu, vadeli banka mevduatı gibi kısa vadeli yatırım araçları için yaklaşık bir değer teşkil edecek hazine bonusunun getirisini kıyaslamak olacaktır. Mukayeseye yazarın doğduğu yıl olan 1964'ten başlayacağız. Hemen ortaya çıkan şu ki eğer ailem o tarihte Birleşik Devletler hisse senedi piyasasında mütevazı bir yatırım yapıp, aldıkları temettüleri yine borsada değerlendirseydi, 2007 yılına gelindiğinde başlangıçta yatırdıkları tutar yaklaşık yetmiş katına çıkacak, mesela 10.000 dolar, 700.000 dolar olacaktı. Bono ya da tahvil alternatifleri daha az getirili olacaktı. Finansman bonolarından oluşan bir fon bu süre içinde 23 kat artarken, hazine bonoları sadece 12 katlık bir artış sağlayacaktı. Tabii ki bu değerlerin benim ömrüm süresince yedi kat artan geçim maliyeti doğrultusunda düzeltilmesi gerekir. Reel olarak hisse senetleri 10,3 kat artarken, finansman bonoları 3,4, hazine bonoları 1,8 kat artmıştır. Eğer ailem 1964'te 10.000 dolar nakit almak gibi bir hata yapmış olsaydı, oğullarının zor günleri için bir köşeye koydukları para reel olarak yüzde 85 eriyecekti.

Hiçbir piyasa uzun vadede Amerikan hisse senetleri piyasasından daha iyi kazanç sağlamamıştır. Hisse senedi piyasalarının uzun vadeli getirileri üzerine yapılan bir araştırma Birleşik Devletler piyasasının 1920'lerden 1990'lara uzanan dönem içinde yıllık ortama yüzde 4,73 getiri sağladığını gösterir. İkinci sırada yüzde 3,71'le İsveç, sonra da yüzde 3,03'le İsviçre gelir. Britanya yüzde 2,28'le zar zor ilk ona girer. İncelenen 27 piyasadan altısı savaş ya da devrim nedeniyle önemli bir süre faaliyet gösterememiştir. En kötüleri Venezuela, Peru,

6 "Dow 36,000", *Business Week*, 27 Eylül 1999.

* Hisse senedi fiyatının temettüler dahil hisse başı kâra bölünmesiyle bulunan bir oran. Birleşik Devletler'de 1871'den bu yana, uzun vadeli fiyat-kazanç oranı 15,5'tir. En yüksek nokta olan 32,6'ya 1999'da erişilmiştir. Kitabın yazıldığı dönemdeki oran 18,6'dır (Oranlar Standard and Poor's 500 endeksi için geçerlidir ve geriye yönelik hesaplamalar Global Financial Data tarafından yapılmıştır).

Kolombiya ve en dipte yüzde – 5,36'yla Arjantin olmak üzere on piyasa, uzun vadede negatif getirili olmuştur.[7] Uzun vadeli hisseler şiarı tüm dünya için uygulanabilir olmanın çok ötesindedir.[8] Ama uzun süreli verilerin temin edilebildiği birçok ülkede, yirminci yüzyılda, hisseler tahvillerden ortalama beş kat daha iyi getiri sağlamıştır.[9] Bu sizi hiç şaşırtmayabilir. İkinci bölümde gördüğümüz üzere tahviller devletlerin (aldıkları borç karşılığında) sonunda anaparayı ödeyecekleri belirli bir süre boyunca faiz ödemesi yapma yönündeki taahhütleridir. Hisse senedi ise kâr amacı güden bir şirketin sermayesinin bir payıdır. Eğer şirket başarılı olursa sadece temettü değil sermaye kazancı da söz konusu olacaktır. Tabii ki riskler de vardır. Hisse senetlerinin getirileri tahvil ya da bonolarınkine göre daha değişken ve öngörülemezdir. Ortalama bir şirketin iflas edip ortadan yok olma riski bir devletinkine göre çok daha yüksektir. İflas durumunda şirkete finansman bonosu ya da diğer şekillerde borç vermiş olanlar alacaklarını tahsil etme konusunda daha öncelikli olacaklardır, hisse senedi sahipleri hiçbir şey alamayabilirler. Bu nedenlerle iktisatçılar hisse senetlerinin yüksek getirisinin "hisse senedi risk primi" (*equity risk premium*) içerdiğini düşünürler ve öyle durumlar vardır ki bu riski almaya değer.

Kılavuzu Karga Olanın...

Venedik'teki San Moise Kilisesi'nin bezemeli barok cephesinin arkasında, daha doğrusu her yıl kiliseyi ziyaret eden on binlerce turistin ayaklarının altında, önemli ama pek de farkına varılmayan bir yazıt yer alır:

HONORI ER MEMORIAL JOANNIS LAW EDINBURGENSES REGII
GALLARIARUM AERARII PREFECTI CLARISSIMA

"Edinburglu John Law'un anısında saygıyla. Fransa Krallığının en seçkin hazine nazırı." Hisse senedi balonunu yaratan kişinin ebedi istirahati için pek beklenmedik bir yer.

Hırslı bir İskoç, suçu ispatlanmış bir katil, bağımlılık derecesinde kumarbaz ve kendinden menkul bir iktisadi deha olan John Law'un sadece varlık fiyat-

7 William N. Goetzmann ve Philippe Jorion, "Global Stock Markets in the Twentieth Century", *Journal of Finance, 54, 3* (Haziran 1999), s. 953-80.

8 Jeremy J. Siegel, Stocks for the *Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (New York, 2000).

9 Elroy Dimson, Paul Marsh ve Mike Stanton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton, 2002).

larındaki ilk ani yükseliş ve düşüşten (*boom and burst*) sorumlu olmakla kalmayıp, *ancien régime*'in kapsamlı bir maliye reformu yapması ihtimalini ortadan kaldırarak dolaylı olarak Fransız İhtilali'ne yol açtığı da söylenebilir. Onun hikâyesi finans tarihinin en etkileyici ama en az anlaşılan maceralarından biridir. Bu hikâye geçmişle ait olduğu kadar bugünle de ilişkilidir.

1671'de Edinburg'ta doğan Law başarılı bir kuyumcunun oğlu ve Forth körfezine tepeden bakan Lauriston Kalesi'nin vârisiydi. 1692'de Londra'ya gitti ama babadan kalan mirasını kısa sürede çeşitli iş girişimlerinde ve kumarda kaybetti. İki sene sonra kendisini ahlaksız bulan ve metresiyle beraber yaşadığı binade onunla bir arada yaşamak istemeyen komşusuyla düelloya girdi ve komşusunu öldürdü. Düello nedeniyle yargılandı ve ölüme mahkûm edildi ancak hapisten kaçarak Amsterdam'a gitti.

Law gizlenmek için daha iyi bir şehir seçemezdi. 1690'larda Amsterdam finansal ilerlemenin dünyadaki başkentiydi. Önceki bölümde gördüğümüz gibi Hollandalılar, on altıncı yüzyılın sonlarına doğru İspanya'dan bağımsızlıklarını kazanmak için verdikleri savaşı finanse etmek için İtalyan kamu borçlanma sistemini geliştirmişler, diğer birçok şeyin yanı sıra insanların birikimlerini devlet tahvillerine yatırırken kumar da oynamasına imkân veren ikramiyeli borçlanmayı bulmuşlardı. Ayrıca tartışmalı da olsa dünyanın ilk merkez bankası sayılabilecek Amsterdam Kambiyo Bankası'nı (*Wisselbank*) kurarak para birimlerini reforme etmişler, güvenilebilir bir banka parası yaratarak sikkelerdeki tağşiş (değer düşürülmesi) sorununu çözmüşlerdi. (Bakınız 1. Bölüm) Ama belki de Hollandalıların en büyük keşfi anonim şirketti.

Temeli Asya'yla yapılan kârlı baharat ticaretini İspanyol ve Portekizlilerin elinden alma mücadelesi veren Hollandalı tüccarlara dayanan "şirket" hikâyesi, Law'un Amsterdam'a gelişinden elli yıl kadar önce başladı. Avrupalılar sadece yemeklerini lezzetlendirmek için değil, aynı zamanda bozulmalarını önlemek için tarçın, karanfil, muskat ve kara biber gibi baharatları kullanıyorlardı. Yüzyıllar boyunca bu ürünler Asya'dan Avrupa'ya Baharat Yolu'nu takip ederek karadan gelmişlerdi. Ama Portekizlilerin Ümit Burnu'nu dolaşarak Hindistan'a giden bir deniz yolu bulmalarıyla yeni ve dayanılmaz çekiciliğe sahip iş fırsatları ortaya çıktı. Amsterdam Tarih Müzesi Hindistan'a gidip gelen Hollanda gemilerinin resimleriyle doludur. Bu resimlerden bir tanesinde şöyle yazar: "Dört gemi, baharat almak ve ticaret üsleri kurmak için yelken açtılar. Ve tıka basa yüklenmiş şekilde... Amsterdam'a döndüler. Ayrılış 1 Mayıs 1598, Geri dönüş 19 Temmuz 1599." Yazıdan da anlaşıldığı gibi bu seyahat epey uzundu (aslında on dört ay ortalamanın epey altındaydı). Ayrıca tehlikeliydi de; 1598'de yelken açan yir-

mi iki gemiden sadece on ikisi geri dönebildi. Bu nedenlerle tüccarlar için aklın yolu kaynakları birleştirmekten geçiyordu. 1600 yılında Hindistan ticareti için kurulmuş altı yeni şirket önde gelen Hollanda limanlarında faaliyet gösteriyordu. Ne var ki her şirket genelde bir seyahat süresi kadar olan, önceden belirlenmiş bir süre için kuruluyor, sonra da sermaye yatırımcılara geri ödeniyordu.[10] Bu modelle, Portekizlileri ve müttefikleri İspanyolları* alt etmek için gerekli olan kalıcı üsleri kurmak mümkün değildi. Hem stratejik hesaplar hem de kâr elde etme arzusuyla Hollanda Parlamentosu (Staten-Generaal) varolan şirketlerin tek bir işletmede birleştirilmesini önerdi ve ortaya Birleşik Doğu Hindistan Şirketi –Vereenigde Nederlandsche Geoctroyeerde Oostindische Compagnie (Hollanda Himayesindeki Birleşik Doğu Hindistan Şirketi, Flamanca'sının kısaltması olarak VOC)– çıktı. 1602 yılında Ümit Burnu'nun doğusundaki ve Macellan Boğazı'nın batısındaki tüm ticaretin tekeli bu firmaya verilmişti.[11]

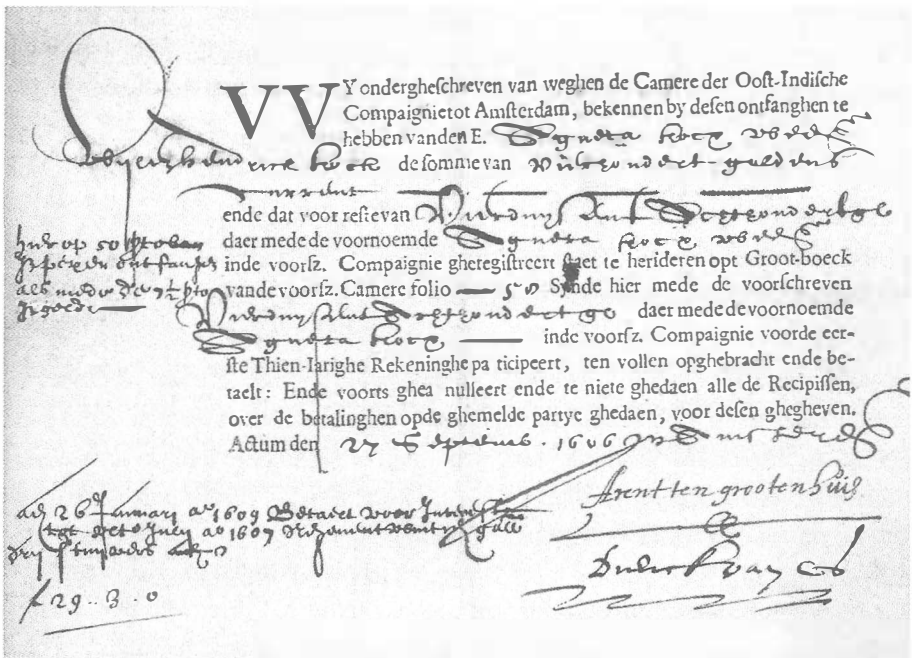
VOC'nin yapısı birçok açıdan tuhaftı. Öncülleri gibi o da belirli bir süre için kurulmuştu, yirmi bir yıl için; ama ana sözleşmesinin yedinci maddesi yatırımcılara, ilk genel bilançonun çıkarılacağı onuncu yılın sonunda paralarını (sermaye olarak yatırdıkları payları) geri alma hakkı tanıyordu. Şirketin çapı o güne kadar görülmemiş büyüklükteydi. Şirketin sermayesine katılma hakkı tüm Birleşik Eyaletler (Felemenk) vatandaşlarına açıktı ve sözleşme sermaye olarak toplanılacak para konusunda bir üst limit getirmiyordu. Tüccarlar, esnaflar hatta hizmetçiler bile hisse senedi sahibi olabilmek için koşturdular. Sadece Amsterdam'da 1.143 kişi ortaklık için başvurmuştu ve bunlardan sadece sekiz tanesi 10.000 guldenden fazla yatırmış, 445 kişinin yatırımı 1.000 guldenin altında olmuştu. Toplanan 6,5 milyon gulden VOC'yi döneminin en büyük şirketi yaptı. İngiliz rakibi olan Doğu Hindistan Şirketi'nin sermayesi sadece 68.373 pound yani yaklaşık 0,82 milyon guldendi ve sermayedarların sayısı toplam 219'du.[12] VOC devlet tarafından desteklenen bir kurum olduğundan eyaletler (özellikle de en zengin eyalet olan Hollanda ve Zeeland) arasında oluşabilecek rekabeti önlemek için her şey yapıldı. Şirket'in sermayesi altı bölge teşkilatı (Amsterdam, Zeeland, Enkhuiizen, Delft, Hoorn ve Rotterdam) arasında (eşit olmayan şekilde de olsa) taksim edildi. Aynı zamanda şirketin önemli hissedarları olan yetmiş direktör de (*bewindhebbers*) bu bölgelere dağıtıldı. Direktörlerin bir görevi bir nevi yönetim kurulu olan Heeren XVII – On Yedi Lord'a on yedi

10 Paul Frentrop, *A History of Corporate Governance 1602-2002* (Brussels, 2003) s. 49-51.

11 Ronald Findlay ve Kevin H. O'Rourke, *Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium* (Princeton, 2007), s. 178.

12 Frantrop, *Corporate Governance*, s. 59.

* 1580-1640 arasında İspanyol ve Portekiz Krallıkları birleşmiş, tek bir krallık olmuştu.


VV Y onderghefchreven van weghen de Camere der Ooft-Indifche Compaignie tot Amfterdam, bekennen by defen ontfanghen te hebben vanden E. de fomme van ende dat voor reft evan daer mede de voornoemde inde voorfz. Compaignie gheregiftreert ftaet te herideren opt Groot-boeck vande voorfz. Camere folio — 5 0 Sijnde hier mede de voorfchreven daer mede de voornoemde inde voorfz. Compaignie voorde eerfte Thien-Iarighe Rekeninghe pa ticipeert, ten vollen opghebracht ende betaelt: Ende voorts ghea nulleert ende te niete ghedaen alle de Recipiffen, over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voor defen ghegheven. Actum den

En eski hisse senedi: Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin 6 numaralı hissesi. (Aslında hisseden ziyade hisseye karşılık yapılan kısmi ödeme için Camere Amsterdam tarafından 27 Eylül 1606'da düzenlenmiş ve Arent ten Grotenhuys ve Dirck van Os tarafından imzalanmış tahsilat makbuzu.)

kişi atamaktı. Amsterdam VOC'nin sermayesinin yüzde 57,4'üne sahip olsa da On Yedi Lord'a gönderdiği temsilci sekizle sınırlıydı. Kurucu direktörlerden biri de köklü bir ailenin başındaki Dirck Bas'tı, portresine bakılacak olursa kâra odaklı Bas'ın zenginliğini göstermekten pek de çekinmediği anlaşılıyor.[13]

Şirket'in sahipliği birden çok *partijen* ya da *actien*'e, yani (faaliyet içindeki) paya bölünmüştü. Hisse bedelleri 1603, 1605, 1606 ve 1607 yıllarında taksitle ödenecekti. Çıkarılan belgeler aslında bugünkü hisse senetlerine benzemekten çok, tahsilat makbuzunu andırıyordu. Hukuken geçerliliği olan esas belge ise satın alma sırasında hisse sahiplerinin isimlerinin yazıldığı VOC'nin pay defteriydi.[14] Sorumluluk sınırlıydı yani yatırımcılar herhangi bir zarar durumunda tüm varlıklarını değil, yatırdıkları bedeli kaybedeceklerdi.[15] Diğer taraftan elde

13 Kalvinist ve kapitalist Hollanda Cumhuriyeti'nin farklı yönleri için Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (New York, 1997 [1987]).

14 John P. Shelton, "The First Printed Share Certificate: A n Important Link i n Financial History", *Business History Review, 39, 3* (Sonbahar 1965), s. 396.

15 Shelton, "First Printed Share Certificate", s. 400.

edilecek kazanca dair de bir taahhüt yoktu; VOC'nin sözleşmesinin 17'nci maddesi yatırımcılara, elde edilen kâr başlangıç sermayesinin yüzde 5'ine ulaştığında ödeme yapılacağını söylüyordu.

Aslında VOC'nin ticari olarak başarılı hale gelmesi biraz zaman aldı. Ticaret ağının oluşturulması, çalışma şeklinin belirlenmesi ve güvenli üslerin kurulması gerekiyordu. 1603-1607 yılları arasında yirmi iki gemi donatılıp Asya'ya gönderildi ve bu iş için yaklaşık 3,7 milyon gulden harcandı. Başlangıçtaki amaç ürettiği ürünler baharatlarla takas edilebilecek güherçile rafinerisi, tekstil atölyesi benzeri fabrikalar ve depolar kurmaktı. Portekizlilere karşı kazanılan ilk başarılar Bengal Körfezi'nde Masulipatnam'da ve Maluku Adaları'nda Amboyna'da (bugünkü Ambon) yer edinilmesini sağladıysa da Amiral Matelief 1606'da Malay Yarımadası'ndaki Malakka'yı ele geçirmeyi başaramadı ve diğer bir Maluku Adası olan Makian'a yapılan saldırı İspanyol donanması tarafından püskürtüldü. Banda Adaları içinde en büyük muskat üreticisi olan Banda Neira'da bir kale inşa etme girişimi de başarısız oldu.[16] İspanya ile on iki yıllık bir ateşkes imzalanan 1608 yılına gelene kadar VOC'nin düşman gemilerini ele geçirmekten elde ettiği gelir, ticaretten elde ettiğinden daha fazlaydı.[17] Büyük yatırımcılardan Mennonite Pieter Lijntjens şirketin savaşıyormuşçasına yönetilmesinden o kadar rahatsızdı ki 1605 yılında şirketten ayrıldı. Diğer bir direktör, Isaac le Maire de şirketin kötü yönetimini protesto etmek için istifa etti.[18]

Ama büyük bile olsalar ortakların ne kadar gücü vardı ki? Çok az. Şirketin direktörleri, açıklanmasını takiben isteyen ortakların koydukları parayı alarak şirketten ayrılabileceği on yıllık bilanço yılı olan 1612'de, devletten bilanço açıklama konusunda muafiyet talep ettiler ve hem hesapların açıklanmaması hem de sermaye paylarının geri ödenmesinin ertelenmesi konularında istedikleri izni aldılar. Bu dönemde yatırımcıların ağzına çalınan bal On Yedi Lord'un 1610 yılında bir sonraki yıl temettü ödemesi yapma kararı almasıydı, fakat şirket nakit sıkışıklığı yaşıyordu ve ödemeler baharatla yapıldı. 1612'de VOC'nin başta planlandığı gibi tasfiye edilmeyeceği açıklandı. Bu da parasını geri isteyen hissedarların tek çaresinin ellerindeki hisseleri başka yatırımcılara satması olduğu anlamına geliyordu.[19]

16 Engel Sluiter, "Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585-1641", *Pacific Historical Review, II, I* (Mart 1942), s. 33.

17 a.g.e., s. 34.

18 Frentrop, *Corporate Governance*, s. 69.

19 Editörlüğünü N. Goetzmann ve K. Geert Rouwenhorst'un yaptığı *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005) içinde William Lary Neal, "Venture Shares of the Duutch East India Company", s. 167.

Böylece anonim şirket ve hisse senedi piyasası birkaç yıl arayla doğmuş oldu. Hisselerin halka arzıyla kurulan ilk şirketi kısa süre içinde bu hisselerin alınıp satılabileceği hayli likit olan bir ikincil pazar ortaya çıktı. VOC hisselerinin devir hızı yüksekti; 1607'ye gelindiğinde şirket hisselerinin üçte biri el değiştirmişti.[20] Dahası Şirket'in defterleri sürekli açılmadığı –hisse alımları aylık ya da üç aylık olarak kaydediliyordu– için VOC hisselerinin ileri tarihli satışını mümkün kılan bir vadeli işlemler piyasası oluştu. Başlangıçta bu tür işlemler Warmoesstraat'ta ya da Oude Kerk Kilisesi'nin yanındaki resmi yönü olmayan açık hava pazarlarında yapılıyordu. Ama VOC hisseleri için kurulan pazar o kadar canlı hale geldi ki 1608 yılında belediye binasına çok uzak olmayan Rokin'de, üstü kapalı bir *Beurs* (pazar) kurulması kararlaştırıldı. Tarihin ilk hisse senetleri borsası, avlusu, sütunları ve saat kulesiyle bir ortaçağ Oxford kolejine benziyordu. Ama orada her iş günü öğlen on ikiyle, iki arasında olanlar devrimsel nitelikteydi. Dönemin tanıklarından biri tipik bir seansın sonuna doğru işlem odasında yaşananları şöyle tasvir etmişti: "El sıkışmalarını bağrışlar, hakaretler, küstahlık ve itişip kakışma izler." Alıcılar (*bulls ing., liefhebbers flam.*) satıcılarla (*bears ing., contremines flam.*) mücadele eder. Heyecanlı spekülatör "tırnaklarını yiyip, parmaklarını kıtlatır, gözlerini kapatır, kendi kendine konuşarak dört kere volta atar ve sanki dişi ağrıyormuş gibi elini çenesinin üzerine götürür, tüm bunları yaparken de gizemli bir şekilde öksürmeye devam eder."[21]

Amsterdam Kambiyo Bankası'nın aynı dönemde (1609'da) kurulmuş olması bir tesadüf değildir zira etkili bir parasal sistem olmaksızın hisse senetleri piyasası düzgün işleyemez. Hollandalı bankacılar VOC hisselerini krediler için teminat olarak kabul etmeye başladıklarında hisse senedi piyasasıyla kredi arzı arasındaki bağ da şekillenmeye başladı. Bir sonraki adım bankaların hisse alımı için kredi vermesiydi. Şirket, borsa ve banka yeni ekonominin temelindeki üçgeni oluşturuyordu.

Başını memnuniyetsiz eski direktör le Maire'nin çektiği VOC muhaliflerinin bu yeni piyasayı Şirket'in direktörleri üzerinde baskı oluşturmak için kullanabileceği düşünülüyordu. Yeni gelişmekte olan vadeli işlemler piyasasında açığa satış yaparak VOC hisselerinin fiyatını düşürme çabası 1611'deki temettü ödeme kararıyla boşa çıktı ve le Maire'le onu destekleyenleri mahvetti.[22] 1612, 1613 ve 1618 yıllarında da nakit temettü ödemeleri yapıldı.[23] Şirket'i eleştirenler (mu-

20 Neal, "Venture Shares", s. 169.
21 Schama, *Embarrassment of Riches,* s. 349.
22 a.g.e., s. 339.
23 Neal, "Venture Shares", s. 169.

halif yatırımcılar ya da *Doleanten*) yine de tatmin olmadı. 1622'de yayımlanan ve yazarı anonim olan Gerekli Söylev'de (*Nootwendich Discours*) her şeyin karanlıkta kalmasını isteyen ve işleri kendi çıkarları doğrultusunda yöneten bir kısım mutlak (değişmeyen) direktörle şahsiyete bürünen şeffaflık eksikliği eleştiriliyordu: "Görmeyip, sezdiğimiz hesap defteri domuz pastırması ile ovulup, köpeklere yedirilmeli."[24] Muhaliflere göre direktörlük belli bir süre için olmalı ve tüm önemli hissedarların bir direktör atama hakkı bulunmalıydı.

Bugünkü ifadeyle VOC'nin kurumsal yönetimi için yapılan kampanya beklendiği gibi meyvesini verdi. Aralık 1622'de şirketin sözleşmesi yenilenirken önemli değişiklikler yapıldı. Direktörler artık ömür boyu görev yapmayacak, üç yıllık süre için atanacaklardı. Direktörler kadar hissesi olan hissedarlar aralarından "Dokuz Adam" seçecekler, On Yedi Lord büyük ve önemli konularda bu kurula danışmak zorunda olacaktı. Dokuz Adam aynı zamanda altı bölgenin hesaplarının yıllık denetimini yapıp, On Yedi Lord'la birlikte direktörlük için aday belirleme konusunda beraber çalışacaktı. Ek olarak, Mart 1623'te Dokuz Adam'a oy kullanamamakla birlikte On Yedi Lord'un toplantılarına katılma ve yıllık satın alma hesaplarını inceleme yetkisi verildi. Büyük hissedarlar, kazandıkları, devlete sunulan hesapları kontol edecek denetçiler (*rekeningopnemers*) atama yetkisiyle biraz daha güçlendiler.[25] Hissedarları yumuşatan diğer bir gelişme de 1632'de standart olarak yüzde 12,5 temettü ödenmesi yönünde alınan karardı.* Bu oran şirketin borçlanma oranının iki katıydı. Bu karar sonrasında şirketin net kârının hepsi hissedarlara dağıtılmaya başlandı.[26] Hissedarlar hisse bölünmelerine karşı da etkin şekilde korundu. Sermaye tabanı şaşırtıcı şekilde VOC'nin faaliyet süresi boyunca aynı kaldı.[27] Yatırım yapılması gerektiğinde VOC yeni hisse çıkarmak yerine bono çıkararak borçlanmayı tercih etti. 1670'lere gelindiğinde Şirket'in kredibilitesi o kadar iyiydi ki Hollanda ve Zeeland Eyaletleri için iki milyon guldenlik bir borç için aracılık etti.

Eğer VOC on yedinci yüzyılın ortasında kârlı hale gelmemiş olsaydı, bu düzenlemelerin hiçbiri ayakta kalamazdı. Bu büyük ölçüde, ticaretle zor kullanma arasındaki bağ konusunda hiçbir şüphesi bulunmayan huysuz bir genç adam olan Jan Pieterszoon Coen'in başarısıydı. Coen'in dediği gibi: "Ticaret olmadan

24 Frentrop, *Corporate Governance,* s. 85.
25 a.g.e., s. 95.
26 a.g.e., s. 103. Neal "Venture Shares", s. 171.
27 Neal "Venture Shares", s. 166.
* Teknik olarak gelecekte ödenecek temettüler konusundaki belirsizliğin ortadan kalkması hisselere imtiyazlı hisse senedi, hatta tahvil özelliği kazandırdı.

savaş, savaş olmadan ticaret yapamayız."[28] Rakiplerine karşı Amboyna'daki İngiliz Doğu Hindistan Şirketi memurlarını idam ettirip, yerli Bandalıları yok edecek derecede acımasızdı. İmparatorluk kurma konusunda doğuştan yetenekli olan Coen, küçük Java limanı Cakarta'yı Mayıs 1619'da ele geçirdi, adını Batavia olarak değiştirdi ve sadece 30 yaşında, beklendiği üzere Hollanda Doğu Hindistanı'nın ilk genel valisi oldu. O ve halefi Antonie van Diemen İngilizleri Banda Adaları'ndan, İspanyolları Ternate ve Tidore'dan, Portekizlileri Malakka'dan çıkararak sistematik olarak bölgedeki Hollanda hâkimiyetini genişlettiler. 1657'ye gelindiğinde Hollanda Seylan'ın (Sri Lanka) büyük kısmını kontrol altında tutuyordu; takip eden on yılda Hint Yarımadası'nın Malabar kıyısınca yayılmaya devam edip, Celebes (Sulawesi) Adası'na uzandı. Coromandel sahilinde de (Hindistan Yarımadası'nın güneydoğu sahilleri) kuvvetli Hollanda üsleri vardı.[29] Bugün Hollanda sahillerinde, Lelystad'da replikası görülebilecek olan *Batavia* gibi gemilerde, ateş gücü ve dış ticaret yan yana yol alıyordu.

Bu agresif stratejinin ticari sonuçları büyüktü. VOC 1650'lerde karanfil, hindistan cevizi ve muskat (karabiber, üzerinde tekel oluşturulamayacak kadar geniş bir alanda üretiliyordu) üzerinde etkili ve kârlı bir tekel oluşturmuş ve Coromandel'den yapılan ihracat sayesinde Hindistan tekstili için önemli bir aracı olmuştu.[30] Ayrıca Japonya'nın gümüş ve bakırıyla, Çin'in altınıyla ipeğini Hint tekstil ürünleriyle takas ederek Asya içi ticarette merkez haline gelmişti. Hint tekstilleri Pasifik Adaları'nın karabiberi ve baharatlarıyla değiştiriliyor, biber ve baharat Ortadoğu'dan değerli maden satın alımında kullanılıyordu.[31] Şirket daha sonra Asya'daki diğer Avrupalılara da finansal hizmetler sunmaya başladı, hizmet alanlar biri Bengal'i fethederek elde ettiği büyük servetin bir kısmını Batavia ve Amsterdam kanalıyla Londra'ya transfer eden Robert Clive'dı.[32] Dünyanın ilk büyük şirketi olan VOC, ölçek ekonomisiyle düşük işlem maliyetlerini ve iktisatçıların şebeke dışsallıkları dediği, çalışanlar ve acentalar aracılığıyla büyük bir bilgi ve haberleşme ağına sahip olmanın faydalarını birleştirdi.[33] İngiliz Doğu Hindistan Şirketi'nde olduğu gibi VOC'nin de en büyük sorunu acentalarla olan

28 Findley ve O'Rourke, *Power and Plenty*, s. 178.
29 a.g.e. s. 179-183. Sluiter, "Dutch Maritime Power", s. 178.
30 Findley ve O'Rourke, *Power and Plenty*, s. 208.
31 H. V. Bowen ve Margarette Lincoln ve Nigel Rigby'nin editörlüğünü yaptığı *The Worlds of the East India Company* (Leicester, 2002) içinde Femme S. Gaastra, "War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeeth and Eighteenth Centuries", s. 51.
32 Gaastra, "War, Competition and Collaboration", s. 58.
33 Ann M. Carlos ve Stephen Nicholas, 'Giants of an Earlier Capitalism': The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals", Business History Review, 62, 3 (Sonbahar 1988), s. 398-419.

ilişkileri, sahadaki adamlarının kendi menfaatlerine alım-satım yapma, becerisizlikle işi batırma ya da şirketi dolandırma ihtimalleriydi. Bu riskler hizmet karşılığında yapılan ödemeleri alışık olunmayan bir şekilde net kârdan ziyade ciroya önem veren ve ödüllendirmeyi yatırım ve satış tutarına bağlayan bir sistem tarafından bir nebze bertaraf ediliyordu.[34] İş patlamıştı. 1620'lerde VOC'nin mallarla yüklü olarak Asya'dan dönen gemi sayısı 50'yken, 1690'larda bu sayısı 156 olmuştu.[35] 1700'le 1750 arasında Ümit Burnu'nu dolaşak yapılan Hollanda yelkenli taşımacılığının tonajı ikiye katlandı ve 1760'a kadar İngiliz gemiciliğinin yaklaşık üç katı bir büyüklükte seyretti.[36]

VOC'nin ekonomik ve siyasi yükselişi hisse senedi fiyatından takip edilebilir. Sefarad Yahudisi Joseph Penso de la Vega'nın 1688 tarihli "Karmaşanın Karmaşası" *(Confusion de Confusiones)* isimli kitabında canlı bir şekilde tasvir ettiği gibi yatırımcıların savaş, barış ya da batan gemi dedikodularına verdikleri tepkiler nedeniyle Amsterdam borsası hayli volatildi. Yine de şirketin kuruluşunu takip eden yüzyıl içindeki trend yukarı yönlüydü. 1602 ile 1733 arasında, 1652'den 1688 Şanlı Devrimine kadar saldırgan İngiliz rakibinin tehdidi altındayken bile, hissenin fiyatı nominal değer olan 100'den zirve olan 786'ya kadar çıktı.[37] Böylesine bir sermaye kazancı, ödenenen temettüler ve istikrarlı tüketici fiyatları* Dirck Bas gibi büyük hissedarların epey zengin olmasını sağladı. 1650'de ödenen temettülerin toplamı yatırılan paranın sekiz katına ulaşmış, yıllık yüzde 27'lik bir getiri oranı sağlamıştı.[38] Çarpıcı olan, hiçbir zaman bir Hollanda Doğu Hindistan Şirketi balonunun oluşmamış olmasıydı. 1636-37'de yaşanan lale çılgınlığındaki balonun aksine, VOC hissesindeki fiyat artışı kademeliydi ve yüzyıldan uzun bir zamana yayılmıştı. Düşüş daha hızlı olsa da hisse fiyatının Aralık 1794'te 120'ye düşmesi elli yıldan fazla zaman aldı. Hissedeki çıkış ve düşüş Hollanda İmparatorluğu'nun yükseliş ve çöküşünü takip etti. Görünürde VOC gibi olan, tekel konumundaki diğer ticaret şirketlerinin hisse fiyatları birkaç aylık bir süre içinde aniden fırlayıp, sonra çakılabiliyordu. Neden olduğunu anlamak için John Law'a geri dönmeliyiz.

34 Gaastra, "War, Competition and Collaboration", s. 51.
35 Findley ve O'Rourke, *Power and Plenty*, s. 183.
36 a.g.e., s. 185, şekil 4.5.
37 Gaastra, "War, Competition and Collaboration", s. 55.
38 Jan de Vries ve A. van der Woude, *The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815* (Cambridge, 1997), s. 396.

* Amsterdam Bankası'nın başarısının bir ölçüsü 1550-1608 döneminde yıllık yüzde 2 olan tüketici fiyatları enflasyonunun 1609-1658 döneminde yılda yüzde 0,9'a, 1659-1779 döneminde ise yılda yüzde 0,1'e düşmüş olmasıdır. Bu nedenle VOC hissesinde görülen yaklaşık sekiz kat yükselişin modern hisse senedi borsalarının enflasyondan arındırılmış performanslarıyla karşılaştırılması makuldür.

Mühtedi İskoçyalı için Hollanda finans piyasası bir ilham kaynağıydı. Law Doğu Hindistan Şirketi, Kambiyo Bankası ve hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiden büyülenmişti. Kumar düşkünü Law için Amsterdam *Beurs*'u tüm kumarhanelerden daha ilgi çekiciydi. VOC hisse fiyatlarını aşağı çekmek için kötü dedikodular yayan açığa satışçıların ve sahibi olmadığı hisse üzerinde spekülatif alım-satım yapan *windhandel* (rüzgâr ticareti) uzmanlarının soytarılıkları şaşırtıcıydı. Finansal buluşlar her yerdeydi. Law da Hollanda ulusal piyangosuna bilet alanları, boş çıkma ihtimaline karşı sigortalayan zekice bir projeyi hayata geçirdi.

Hollanda finans sisteminin Law'u tam anlamıyla etkisi altına aldığı söylenemezdi. Bir kere piyasada bu kadar tutulan Doğu Hindistan Şirketi hisselerinin miktarının sınırlanması Law'a doğru gelmiyordu. Law'un aklının almadığı bir diğer konu da Amsterdam Kambiyo Bankası'nın muhafazakârlığıydı. Çıkardığı "bank parası" (banknot) başarılı olmuştu ama bankanın muhasebe defterleri dışında bir yerde bu paraya pek rastlanmıyordu. Bankaya sikke halinde para yatıran tüccarlara verilen makbuzlar dışında paranın fiziki bir varlığı yoktu. Law'un kafasında bu kurumları tadil ederek, tekel konumundaki bir ticaret şirketiyle, Bank of England gibi para basacak bir kamu bankasını birleştirmeye yönelik bir fikir şekillenmişti. Law, bu tümüyle yeni finansal sistemi saf bir ülke üzerinde denemek için sabırsızlanmaya başlamıştı bile. Peki o ülke hangisi olacaktı?

Şansını ilk olarak yabancı para ve hisse senedi alım satımıyla uğraştığı Cenova'da denedi. Gündüzleri ticaretle akşamları kumarla uğraşarak bir süre de Venedik'te vakit geçirdi. Islay Kontu ile ortak olup Londra hisse senedi borsasında ciddi bir portföy oluşturdu. Bu olayın da gösterdiği gibi Law'un iyi bağlantıları vardı. Ama bir yandan da kötüye çıkmış bir adı vardı. Banbury Kontu'nun kızı Leydi Catherine Knowles Law'un karısı ve iki çocuğunun annesi olarak öldü ama resmen başka bir adamın karısıydı. 1705'te İskoç parlamentosuna, daha sonra "Para ve Ticaret Üzerine" ismiyle basılan, yeni bir banka kurma teklifini sundu. Ana düşüncesi kurulacak bankanın faiz getirecek ve bir süre sonra sikkelerin yerini alacak "kâğıt para" basmasıydı. Teklif İngiltere'yle Birlik Antlaşması yapılması kararı alınmadan[39] kısa bir süre önce parlamento tarafından reddedildi. Ülkesinde hayal kırıklığına uğrayan Law Torino'ya gitti ve 1711'de Savoy Dükü Vittorio II. Amedeo'yla görüşme fırsatı yakaladı. Yayınlanmamış olan "Piedmont Hatıraları"nda yine kâğıt paraya değinir. Law'a göre genel itibarın temelinde güven yatar; güven sağlanırsa kâğıt para da sikke kadar iş görebilir. Bir

39 Andrew McFarland Davis, "An Historical Study of Law's System", *Quarterly Journal of Economics, I, 3* (Nisan 1887), s. 292.

arkadaşına "Felsefe taşını buldum; kâğıttan altın yapmak" der.[40] Ama Dük "Kendimi mahvedecek kadar zengin değilim" diyerek Law'a itiraz eder.

İlk Balon

Law'a finansal simyasını denemek için fırsat veren ilk ülke neden Fransa olmuştu? Neticede Fransızlar onun kim olduğunu biliyorlardı; XIV. Louis'nin dışişleri bakanı Marquis de Torcy onu profesyonel bir kumarbaz ve muhtemel bir ajan olarak nitelemişti. Yanıt Fransa'nın mali sorunlar konusunda çaresiz kalmasıydı. XIV. Louis'nin savaşları nedeniyle inanılmaz boyutlara ulaşan kamu borcuyla mücadele eden hükümet yüzyıldan kısa bir süre içinde üçüncü kez iflasın eşiğine gelmişti. Borcun büyük kısmının indirime tabi tutulması ya da reddedilmesine varabilecek, kısmi iflas durumu olarak da nitelenebilecek gözden geçirilme (*visa*) süreci elzem olmuştu. Durum böyleyken mevcut borcu ödeyebilmek için, *billet d'etat* ismi verilen, faiz getirili 250 milyon kâğıdın çıkarılması gerekiyordu. Piyasadaki altın ve gümüş sikkelerin miktarını azaltma yolundaki girişim işleri daha da kötüleştirip ekonomiyi durgunluğa sürüklemişti.[41] Law tüm bu sorunlara çözüm getirebileceğini iddia ediyordu.

Law'un para basma yetkisi olan bir kamu bankası kurulması için kraliyet konseyine Ekim 1715'te sunduğu ilk teklif, Noalilles Dükü'nün Law'un bankanın aynı zamanda hazine görevi görüp vergi ödemelerini toplaması yolundaki talebine karşı çıkması nedeniyle reddedildi. Tamamıyla özel bir banka kurmaya yönelik ikinci teklif daha başarılıydı. Banque Générale Mayıs 1716'da Law'un yönetimi altında faaliyete başladı. Bankanın yirmi yıl vadeli, altın ya da gümüş sikkeyle ödemeli banknot çıkarma yetkisi vardı. Sermaye (tanesi 5.000 livreden 1.200 hisse olmak üzere) 6.000.000 livre olarak belirlenmiş, bunun yüzde yetmiş beşinin değerini yitirmiş *billets d'etat*'yla yapılması kararlaştırılmıştı. (Bu nedenle fiili sermaye yaklaşık 2.850.000 livreydi.)[42] İlk bakışta mütevazı bir kurum olarak görünüyordu ama Law'un aklında XV. Louis'nin yokluğundan kraliyete vekâlet eden Orleans Dükü'nü ikna edebileceği daha ihtişamlı bir tasarı vardı. 1717'de yayımlanan ve ilk başta tepkiyle karşılansa da hükümet tarafından uygulanması yolunda baskı yapılan, Banque Générale banknotlarının vergi ödemelerinde kullanılabileceği hakkındaki kararnameyle Law bir adım daha atmış oldu.

40 H. Montgomery Hyde, *John Law: The History of an Honest Adventurer* (Londra, 1969), s. 83.
41 Earl J. Hamilton, "Prices and Wages at Paris under John Law's System", *Quarterly Journal of Economics, 51, 1* (Kasım 1936), s. 43.
42 Davis, "Law's System", s. 300.

Law'un arzusu, Hollanda modelini örnek alarak bir kamu bankası kurup Fransız ekonomisine olan güveni yeniden tesis ederken farklı bir uygulamayla aynı bankaya kâğıt para bastırmaktı. Para bankaya yatırıldıkça, devletin büyük miktardaki borcu konsolide edilmiş olacaktı. Kâğıt para aynı zamanda Fransız ticaretini – ve beraberinde Fransa'nın ekonomik gücünü de canlandıracaktı. Law kralın naibine "Banka fikri, sahip olduğum tek ya da en iyi fikir değil. Meydana getireceği ve Fransa'nın çıkarına olan değişikliklerin etkisiyle Avrupa'yı şaşırtacak yeni bir iş yaratacağım ve bu değişiklikler Doğu Hindistan'ın keşfinden bile daha etkili olacak..."[43] diyordu.

Law finansa, cumhuriyetçi Hollanda'da yöneldi ama başlangıçtan beri mutlakiyetçi Fransa'nın, onun "Sistem"i olarak bilinenleri uygulamak için daha uygun olduğunu gördü. "Yönetmeyi bilen mutlak bir hükümdarın itibarını, otoritesi sınırlı olan bir hükümdara göre daha fazla yükseltebileceğini ve ihtiyacı olan fonu daha düşük faizle temin edebileceğini düşünüyorum" diye yazmıştı. Bu, askeri ve hukuki konularda olduğu gibi borçlanma konusunda da "hâkim güç tek bir kişide toplanmalı" görüşüne dayanan mutlakiyetçi bir finans teorisiydi.[44] Kilit nokta daha önce savaşlarını finanse edebilmek için karınca kararınca borçlanan kraliyetin itibarını daha üretken hale getirmekti. Law'un planına göre kraliyet itibarını "krallıktaki tüm malları tek bir elde toparlayacak bir ticaret firmasına devredecekti." Onun tasviriyle "bu şekilde tüm ulus, nakit ihtiyacı için kraliyet bankasına sahip olan bir tüccarlar bütününe dönüşecek ve sonuçta ticaret, para ve emtia yeniden bir araya gelecekti."[45]

Hollanda'da olduğu gibi, imparatorluk Law'un vizyonunda da kilit bir yere sahipti. Ona göre Fransa'nın denizaşırı topraklarının geliştirilmesi için çok az şey yapılıyordu. Bu yüzden Mississippi Deltası'ndan Ortabatı'ya uzanan, hiç gelişmemiş – bugünkü Birleşik Devletler'in üçte birini oluşturan koca bir toprak parçası olan Louisiana bölgesiyle ticareti üslenmeyi önerdi. 1717'de kurulan yeni bir şirkete, "Batı Şirketi"ne (*Compagnie d'Occident*) yirmi beş yıl için Louisiana ticaretinde tekel olma ve koloninin iç işlerini idare yetkisi verildi. Şirketin sermayesi daha önce Fransa'da görülmemiş bir tutar olan 100 milyon livreydi. Sosyal konumu gözetilmeksizin, Fransızlar ve yabancılar her biri 500 livre olan hisseleri, ödemeyi piyasadan çekilen ve yüzde 4 faizli vadesiz tahville (*perpetual bond*) değiştirilmekte olan *billets d'etat* ile (taksitli olarak) yaparak almaya teşvik edildiler. Law'un ismi direktörler listesinin başındaydı.

43 a.g.e., s. 305.

44 Thomas E. Kaiser, "Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth Century Finance: John Law and the Debate on Royal Credit", *Journal of Modern History, 63, 1* (Mart 1991), s. 6.

45 Max J. Wasserman ve Frank H. Beach, "Some Neglected Monetary Theories of John Law", *American Economic Review, 24. 4* (Aralık 1934), s. 653.

İlk başlarda Law'un Sistemi'ne karşı bir direniş olduğu doğruydu. Saint-Simon Dükü şu akıl dolu gözlemi yapıyordu:

> Bu çeşit bir kuruluş kendi içinde iyi olabilir ama ancak finansmanı, o finansmanı, (mecbur oldukları değil) istedikleri oranda temin edenler tarafından kontrol edilen bir cumhuriyette ya da İngiltere benzeri bir monarşide. Ama Fransa gibi zayıf, değişken ve mutlak bir ülkede, Kral... Banka'yı kolayca baştan çıkarıp, kolayca alaşağı edebileceği için kesinlikle istikrara ihtiyaç duyulacaktır.[46]

1718'in başlarında, Paris Parlamentosu, sanki durumu test ediyormuşçasına, yüzde 40'lık tağşiş yapma kararı veren yeni Maliye Bakanı Renè D'Argenson'a (ve Law'un bankasına) yönelik ateşli eleştiriler yöneltip, yapılan tağşişin sonuçları bilinemeyecek derecede büyük ve anlaşılmaz bir kaosa yol açtığından şikâyet etti.[47] Pâris Kardeşler tarafından kurulan rakip bir şirket yatırımcıları çekme konusunda Law'un Batı Şirketi'nden daha başarılıydı. Diğer yandan naip, gerçek bir mutlakiyetten bekleneceği gibi, kraliyetin bahşettiği imtiyazları –Law'u memnun edecek ve ona çıkar sağlayacak şekilde– tekrar tesis etti. (Law'un gözlemiyle "Bir milletin henüz alışmadığı bir kurumun ilk dönemlerinde sergilediği muhalefet karşısında despot bir gücün sağladığı faydalar muazzam"dı.)[48] Dahası 1718 ve sonrasında hükümet Batı Şirketi'ne, hisselerinin çekiciliğini artıracağını düşündüğü imtiyazlar tanıdı. Ağustos ayında şirkete, tüm tütün gelirlerini tahsil yetkisi verildi. Aralık'ta Senegal Şirketi'nin imtiyazlarına sahip oldu. Law'un konumunu desteklemek için, Banque Générale'e kraliyet onay mührü verildi; Aralık 1718'de banka Kraliyet Bankası, yani Fransa'nın ilk merkez bankası haline geldi. Çıkardığı banknotların cazibesini artırmak isteyen banka bunları (sabit bir gümüş miktarını temsil eden) *écus de banque* ve daha sık kullanılan (altın ve gümüş karşısındaki değeri değişen bir birim olan) *livres tournois*'le değiştirdi. Fakat Temmuz ayında *écu* cinsi banknotlar piyasadan çekildi ve devamı gelmedi.[49] 22 Nisan 1719'daki bir kararnameyle banknotların gümüşün tabi olduğu periyodik değer eksiltmelere tabi olmaması kararlaştırıldı.[50] Fransa'nın madeni paradan kâğıt paraya geçişi başlamıştı.

Bu esnada Batı Şirketi genişlemeye devam etti. Mayıs 1719'da Doğu Hindistan ve Çin şirketlerini de devralıp, Hint Adaları Şirketi'ne (*Compagnie des Indes*),

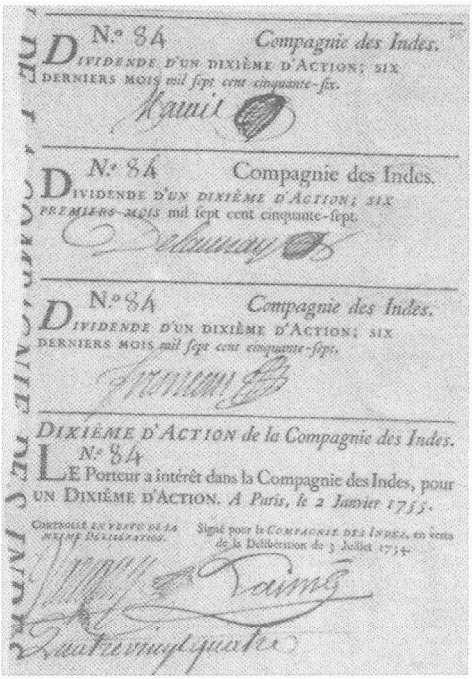
46 James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), s. 192.
47 Kaiser, "Money", s. 12.
48 a.g.e., s. 18.
49 Hamilton, "Prices and Wages", s. 47.
50 Davis, "Law's System", s. 317.

bilinen adıyla Mississippi Şirketi'ne dönüştü. Law, Haziran ayında kraliyet darphanesinin gelirlerini dokuz yıllığına satın aldı. Ağustos'ta bir yıl önce bu hakkı satın alan rakibini dolaylı vergileri toplama konusunda zorladı. Şirket Eylül ayında kraliyete, tüm borçlarının ödenmesi için 1,2 milyar livre borç vermeyi kabul etti. Bir ay sonra Law, doğrudan vergilerin tahsilatının kontrolünü ele geçirdi.

Law, sistemiyle gurur duyuyordu. Daha önceden "makbuzlar ve ödemelerden oluşan bir sistem" olduğunu yazıyordu. Şimdi ise "birbirini destekleyen, kaynaklandıkları prensibi giderek daha açık bir şekilde gösteren bir fikirler dizisi" vardı.[51] Law'un yapmaya çalıştığı, günümüzde reflasyon olarak adlandırılabilir. 1716 yılında Fransız ekonomisi durgunluk içindeydi ve Law'un banknotlar sayesinde para arzını artırması ihtiyaç duyulan canlandırıcı etkiyi yarattı.[52] Aynı zamanda kötü yönetilen, külfetli bir kamu borcu stoğunu, ticaret tekeli olan, özel olarak vergi toplayan devasa bir şirketin sermayesine dönüştürmeye çalışıyordu.[53] Eğer başarılı olsaydı Fransız krallığının finansal sıkıntıları sona erecekti.

Ama Law nerede duracağını bilmiyordu. Aksine devasa bir boyuta ulaşmış olan şirketin büyük ortağı olarak, sahip olduğu bankanın yaratabileceği, kendisinin herkesten daha fazla kârlı çıkacağı bir varlık balonunu besleyecek parasal genişlemenin gerçekleşmesinde kuvvetli kişisel çıkarları vardı. Sanki tek bir adam Birleşik Devletler'deki en büyük beş yüz şirketi, Hazine'yi ve Merkez Bankası'nı aynı anda yönetiyordu. Bu adam hisselerin değerinin düşeceğini bile bile kurumlar vergisini ya da faiz oranını yükseltir miydi? Dahası, Law'un sistemi bir balon yaratmak zorundaydı yoksa başarısız olurdu. Başka şirketlerin ve vergi iltizamlarının satın alınması şirketin kârlarından değil, çıkarılan yeni hisselerden elde edilen gelirden karşılanıyordu. Mississippi Şirketi 17 Haziran 1719'da tanesi 550 livreden (aslında Batı Şirketi'nde olduğu gibi nominal bedel 500 livreydi) 50.000 hisse çıkardı. Hisse ihracının başarısını temin etmek için Law, ona has bir kumar oynayarak (ve gece uykusu kaçarak) şahsen kefalet verdi. Hisse fiyatındaki artıştan bir tek onun kâr edeceği yolunda yapılabilecek suçlamaları engellemek için Batı Şirketi'nin hissedarlarına (eskileri "anne" olarak bilinirken, "kız" olarak adlandırılan) bu yeni hisseleri alma konusunda münhasır hak tanıdı.[54] Temmuz 1719'da Law, darphane için ödemesi gereken 50 milyon livreyi toplamak için, bu sefer tanesi 1.000 livreden 50.000'lik üçüncü kı-

51 Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker* (Oxford, 1997), s. 233.
52 Hamilton, "Prices and Wages", s. 55.
53 Murphy, *John Law*, s. 201.
54 a.g.e., s. 190.


N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil sept cent cinquante-six.

N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX PREMIERS MOIS mil sept cent cinquante-sept.

N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil sept cent cinquante-sept.

DIXIÈME D'ACTION de la Compagnie des Indes.
N.° 84
LE Porteur a intérêt dans la Compagnie des Indes, pour UN DIXIÈME D'ACTION. A Paris, le 2 Janvier 1755.
CONTROLLÉ EN VERTU DE LA MESME DÉLIBÉRATION.
Signé pour la COMPAGNIE DES INDES, en vertu de la Délibération du 3 Juillet 1754.

Spekülasyonun nesnesi:
Mississippi Şirketi olarak bilinen
Compagnie des Indes'in onda birlik hissesi.

sım hisseyi (kız torunlar) çıkardı. Mantıken varolan hisselerdeki sulanma birim hisse fiyatını düşürmeliydi. Law fiyatın iki kat yükselmesini nasıl oldu da haklı çıkardı?

Görünen o ki hisse fiyatlarının yükselmesini sağlayan Louisiana'dan gelmesi beklenen kârlardı. Tam da bu yüzden Law koloni hakkında, dost yabanilerin Fransa'ya gönderilmek üzere egzotik ürünler yetiştirdiği bereketli bir Cennet Bahçesi gibi bir vizyon yaratmaya çalışıyordu. Ticareti yönetebilmek için Mississippi'nin ağzında alıngan naibin onuruna New Orleans diye isimlendirilen muazzam bir şehir kurulmuştu. Bu vizyon tamamıyla asılsız değildi ama gerçekleşmesi çok uzun zaman alacaktı. Gidişatı güvenceye almak için Ren Nehri havzasından, İsviçre'den ve Alsace'dan binlerce fakir Alman, sömürgeci olarak işe alındı. Ama Louisiana'ya vardıklarında talihsiz göçmenleri karşılayan, cehennem gibi sıcak ve böcek kaynayan bir bataklık oldu. Bir yıl içinde yüzde sekseni açlık ya da sarı humma gibi tropik hastalıklardan öldü.*

Law'un ödediği yüzde 40'lık temettüleri karşılamak için farklı bir aktarım (*displacement*) gerekiyordu ve bu da kâğıt para sayesinde mümkün oldu. Banque

* Hayatta kalanların izleri Acadiana'daki St. Charles, St. James ve St. John the Baptist kiliselerinin cemaatlerinde görülebilir.

Royale 1719 yazından itibaren, kızlardan ya da kız torunlardan satın almak isteyen yatırımcılara cömertçe yardım etmeye hisselerini teminat göstererek daha fazla hisse almak üzere borçlanmalarına imkân sağlamaya başladı. Tahmin edileceği gibi hisse fiyatları fırladı. Orijinal anne hisseler 1 Ağustos'ta 2.750 livre, 30 Ağustos'ta 4.100 livre ve 4 Eylül'de 5.000 livreden işlem görmeye başladı. Bu da Law'u piyasa fiyatından 100.000 yeni hisse daha ihraç etme konusunda harekete geçirdi. Bunu 28 Eylül ve 2 Ekim'de yapılan aynı miktardaki iki ihraç izledi. İki gün sonra 24.000'lik bir parti hisse daha çıkarıldı ama onlar halka sunulmadı. 1719 sonbaharında hisse fiyatı 9.000 livreyi geçti ve 2 Aralık'ta zirve yaparak 10.025 livreye ulaştı. Resmi olmayan vadeli işlemler piyasasında Mart 1720 tarihli işlemlerin fiyatı 12.500 livreye çıktı. Ruh hali hızlı bir şekilde coşkudan, çılgınlığa dönüyordu.[55]

Birkaç kişi pis bir koku almaya başlamıştı. Voltaire 1719'da M. de Génonville'e "Paris'te hepiniz çıldırdınız mı? Ne boyutta olduğunu kestiremediğim bir kaos..."[56] diye yazıyordu. İrlandalı banker ve iktisatçı Richard Cantillon, Law'un Sistemi'nin patlayacağından o kadar emindi ki hisselerini satıp 1719 Ağustos'unun başlarında Paris'ten ayrıldı.[57] Londra'daki Daniel Defoe kibirliydi: "Fransızların fiyatını yükselttikleri şey saf havadan ibaret." Hayatta başarılı olmak için yeni bir model sergilediğini söylediği Law'un kariyeri hakkında alaycı bir şekilde şunları söylüyordu:

> Kılıç kuşanıp, bir ya da iki züppe öldürüp, Newgate'e (hapishane) girmeli, ölüme mahkûm edilince becerebiliyorsan –aman unutma– firar edip garip bir ülkeye kaçmalı, borsa komisyoncusu olup, Mississippi hissesi diye bir şey yaratmalı, bir milleti balon gibi şişirdin mi, o zaman büyük adam olursun; yeter ki şansın bol olsun...[58]

Ama hali vakti yerinde Parislilerin büyük kısmı Law tarafından ayartılmıştı. Kendi bastığı paraya boğulmuş olan Law, imtiyazlı sınıflar nezdinde güven tesis etmek işin iyi bir yol olarak ödemeleri erken yapmayı, ya da avans ödemeyi öneriyordu. Eylül 1719'da yüzlerce insan şirketin hisse satış işlemlerini yapan, St. Martin ve St. Denis arasındaki dar bir sokakta, Quincampoix'deki ofisine akın ediyordu. İngiliz konsolosluğunda görevli bir memur, ofisi "içeriyi dol-

55 Bakınız: Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990), s. 74.

56 Kaiser, "Money", s. 22.

57 İngiliz spekülatörlerin Kasım ve Aralık aylarında Paris'i terk etmeleriyle ilgili olarak Neal, *Financial Capitalism*, s. 68.

58 Murphy, *John Law*, s. 213.

duran prens ve prensesler, dük, lord ve düşeslerle, kısacası Mississippi hissesi almak için topraklarını satan, mücevherlerini rehine veren Fransa'daki en üsttekilerle sabahtan akşama kadar dolu" diye tarif ediyordu.[59] Paris'i 1719'da ziyaret eden Leydi Mary Wortley Montagu "bir İngilizi (en azından bir Britanyalıyı) Paris'te kudret sahibi olarak görmek, yani Bay Law'u düklere ve lordlara *de haut en bas* (kendini beğenmiş bir havayla) davranır, onları da kendilerini Law'a teslim eder görmek ne hoş. - Zavallıcıklar"[60] diyordu. Milyoner kelimesi bu sarhoş edici zamanda ilk kez kullanıldı. (Girişimciler gibi milyonerler de Fransa'da ortaya çıkmıştı.)

John Law'un kamu görevinde bulunabilmek için Katolik olup, ilk defa 10 Aralık'ta ayine katılmasına şaşmamak gerek. Rabbine şükretmek için epey bir nedeni vardı. Bir sonraki ay maliyeden sorumlu bakan oldu ve zaferini tamamladı. Artık:

Fransa'nın tüm dolaylı vergilerinin toplanmasından;
Fransa'nın tüm ulusal borcundan;
ülkenin altın ve gümüş sikkelerini üreten yirmi altı Fransız darphanesinden;
Louisiana kolonisinden;
tütün alım satımı konusunda tekel yetkisi bulunan Mississippi Şirketi'nden;
Fransa'nın Kanada'yla yaptığı kürk ticaretinden ve
Fransa'nın Afrika, Asya ve Doğu Hindistan'la yaptığı tüm ticaretinden sorumluydu.

Ayrıca Law kendi hesabına;

Richelieu Caddesi'ndeki Hotel de Nevers'e (şimdi Ulusal Kütüphane olarak kullanılıyor);
şirketin ofislerinin olduğu Mazarin Sarayı'na;
Vendôme Meydanı'ndaki binaların üçte birinden çoğuna (bu meydanın ismi daha sonra Louise le Grand olarak değiştirildi);
on ikiden fazla kır evine;
Louisiana'da birçok çiftlik; ve
Mississippi Şirketi'nde 100 milyon livre'lik hisseye sahipti.[61]

59 a.g.e., s. 205.
60 Lord Wharncliffe'nin editörlüğünü yaptığı *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu* (Paris, 1837), s. 321.
61 Earl J. Hamilton, "John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief?", *American Economic Review, 57, 2* (Mayıs 1967), s. 273.

Quincampoix'de gösteri sona eriyor, 1719. Bir yıl sonra Amsterdam'da yayımlanan Budalalığın Resmi (*The Great Scene of Folly*) kitabından.

XIV. Louis *"L'état, c'est moi"*, "Ben devletim" demişti. John Law da haklı olarak *"L'économie, c'est moi"*, "Ben ekonomiyim" diyebilirdi.

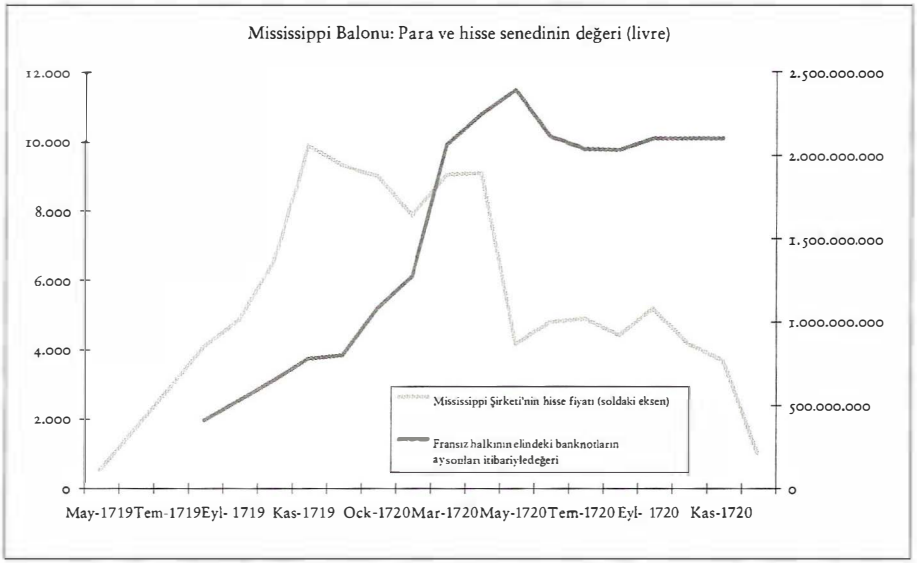
Aslında John Law kumar oynamayı dua etmeye tercih etti. Mesela Mart 1719'da Bourbon Dükü'yle o yılın kışı ya da baharında başka kar yağmayacağına dair bin yeni louis altınına iddiaya tutuştu. Kaybetti. Başka bir olayda bir arkadaşıyla, altı zarı aynı anda atarak toplamda belli bir sayıyı yakalayamayacağına dair 1'e 10.000 bahse girdi. (Büyük ihtimalle bunu da kaybetti çünkü sadece 31 muhtemel sonuç vardı; mesela 21 elde etme şansı yaklaşık onda birdi.) Ama en büyük kumarı kendi sistemi üzerineydi. Endişeli bir İngiliz diplomat Ağustos 1719'da Law'un günlük konuşmasının "Fransa'yı o güne kadarki konumundan daha yükseklere taşıyacağını, Avrupa'ya örnek olacak bir noktaya getireceğini; İngiltere ve Hollanda'nın itibarını ve ticaretini istediği anda mahvedebileceğini; aklına

koyduğunda bütün paramızı ve Doğu Hindistan Şirketi'mizi alabileceğini"[62] söylemekten ibaret olduğunu rapor ediyordu. Kafasına koyduğu şeye para da koyan Law, (Başbakan William Pitt'in amcası olan) Londonderry Lordu Thomas Pitt'le İngiliz hisselerinin bir sonraki yıl düşeceğine dair iddiaya girdi. 100.000 poundluk Doğu Hindistan Şirketi hissesini 25 Ağustos 1720'de teslim edilmek üzere 180.000 pounda (tanesi 180 pounddan, yani nominal değerinin yüzde 80 fazlasından) açığa sattı.[63] (1719'un Ağustos ayının sonlarında hissenin fiyatı 194 pounddu, yani Law hissenin 14 pound düşeceğini düşünüyordu.)

Law'un güvenilirliğindeki gizli aldatmaca sonsuza kadar saklanamazdı. Maliye bakanı olarak atanmadan önce bile, 5 aşamalı balon döngüsünün dördüncüsü olan endişenin ilk belirtileri kendini göstermeye başlamıştı. Mississippi hisseleri Aralık 1719'da düşmeye başlayıp 7.930 livreye gerilediğinde, Law fiyatı yükseltmek üzere, sonra sıkça başvuracağı yapay çareleri ilk kez kullanıp, Banque Royale'de 9.000 livre taban fiyattan hisse alıp satacak bir büro kurdurdu. 22 Şubat 1720'de işler biraz daha basitleşti ve Şirket'in Banque Royal'i devraldığı duyuruldu. Law ayrıca değeri 1.000 livre olan ve sahibine takip eden altı ay içinde 10.000 livreden hisse alma hakkı veren (bu aslında hissenin 8 Ocak'ta ulaştığı zirve olan 10.100'ün 900 livre üzerinde olan 11.000 livrelik bir fiyatı ifade ediyordu) bir opsiyon (*primes*) çıkardı. Alınan tedbirler Ocak ortasına kadar hisse fiyatının 9.000 livrenin üzerinde kalmasını sağladı. (Diğer taraftan taban fiyat opsiyonları değersiz kılınca, Law opsiyon sahiplerine on opsiyona bir hisse oranıyla opsiyonları hisseye çevirme imkânı tanıdı.)

Hisse senedi piyasının dışına çıkıldığında, enflasyonda endişe verici bir artış görülüyordu. Zirveye ulaşılan 1720 Eylül'ünde fiyatlar, iki yıl önceki düzeyin neredeyse iki katıydı ve bu yükselişin büyük kısmı son on bir ayda gerçekleşmişti. Bu Law'un banknot tedavülünde yarattığı olağanüstü genişlemenin sonucuydu. Mayıs 1720 itibariyle toplam para arzı (banknotlar ve istenildiğinde paraya çevrilebildikleri için hisseler) Fransa'nın daha önce kullandığı altın ve gümüş sikkelerin livre karşılığının yaklaşık dört katıydı.[64] Şaşırtıcı olmayan bir şekilde, banknotların değer yitireceğini düşünen bazıları ödemeleri altın ve gümüşe çevirdi. Mutlakiyetçi kesilen Law'un ilk tepkisi zor kullanmak oldu. Altın ve gümüşün ihraç edilmesi ve eşya üretiminde kullanılması yasaklandı. 27 Şubat 1720'de alınan kararla vatandaşların 500 livreden daha fazla madeni para bulundurmaları yasaklandı. Yetkililer bu tedbirin uygulanırlığını temin etmek için

62 Murphy, *John Law*, s. 201-2.
63 Hamilton, "John Law", s. 276.
64 Murphy, *John Law*, s. 239. Hamilton, "Prices and Wages", s. 60.



insanların evlerini arıyorlardı. Voltaire bunu "çıkarılan en adaletsiz ferman" ve "absürd bir tiranlığın nihai sınırı" olarak niteliyordu.[65]

Law aynı dönemde, takıntılı bir şekilde banknotların altın ve gümüş karşısındaki değeriyle oynadı ve Eylül 1719'la Aralık 1720 arasında banknotları daha çekici hale getirmek için altının resmi fiyatını yirmi sekiz, gümüşün fiyatını da en az otuz beş kez değiştirdi. Ama birbiriyle çatışan düzenlemeler insanların kafasını karıştırdı ve mutlakiyetçi bir rejimin kendine uyacak ekonomik düzenlemeler yapmaya eğilimli olduğunu gösterdi. Gözlemcilerden birinin hatırladığına göre "Sözcükler gizli bir sihirle bir araya gelip kimsenin tahmin edemeyeceği fermanlara dönüşüyor, ortalık anlaşılmaz fikirlerle ve canavarlarla doluyordu."[66] Altın ve gümüşün ihracatı bir gün serbest bırakılıyor, ertesi gün yasaklanıyordu. Bir gün makinelerin basabildiği kadar fazla banknot basılıyor, sonra Law banknot arzını 1,2 milyon livrede tutmaya karar veriyordu. Bir gün Mississippi hisseleri için 9.000 livrelik bir taban uygulanıyor, ertesi gün taban fiyat ortadan yok oluyordu. 22 Şubat'ta taban fiyat kaldırıldığında hisse fiyatı tahmin edildiği üzere birden düştü. Ay sonuna gelindiğinde fiyat 7.825 livreye gerilemişti. 5 Mart'ta, görünen o ki naibin baskısıyla Law 9.000 livrelik taban fiyatı tekrar uygulamaya koydu ve bankadaki ilgili büroyu bu fiyattan alım yapmak için tekrar açtı. Bu şekilde para arzını sınırlayan kapak, 1,2 milyon livrede tutma taahhüdüne rağ-

65 Kaiser, "Money", s. 16, 20.
66 a.g.e., s. 22.

men kaldırılmış oldu[67] – halbuki aynı kararnamede "banknotun, değeri değiştirilemez bir para" olduğu savlanıyordu. 1720 yılının Şubat ve Mayıs ayları arasında halkın elinde tuttuğu banknot miktarında yüzde doksan dört artış oldu. Aynı dönemde halkın elindeki hisse miktarı toplam hisselerin üçte birine düştü. Bütün hisselerin Şirket'in sırtına yüklenmesi ve daha fazla banknot bolluğuyla enflasyonda ani yükselişe yol açması kaçınılmaz görünüyordu.

Çöküşü bertaraf etmek için çaresizce çabalayan Law 21 Mayıs'ta naibi, Şirket hisselerinin fiyatının aydan aya düşürerek 9.000'den 5.000'e indirilmesini ve tedavüldeki banknotların miktarının yarıya düşürülmesini içeren deflasyonist bir kararname yayınlama konusunda kandırdı. Bir yandan da paranın değerinin aynı kalacağını belirten önceki kararnameyi hiçe sayarak banknotların değerini düşürdü. İşte bu Law'un Sistemi'nin temelinde yatan mutlak kraliyetin sınırlarının birden belirginleştiği zamandı. Halkın şiddete kayan protestoları hükümeti açıklandıktan altı gün sonra kararları geri almaya zorladı ama Sistem'e duyulan güvenin aldığı yara onarılamayacak haldeydi. Kısa bir durgunluk sonrası hisse fiyatı 9.005 livreden (16 Mayıs) 4.200 livreye (31 Mayıs) düştü. Kızgın kalabalıklar banknot talebini karşılamakta zorlanan Banka'nın önünde toplandı. Taşlar atıldı, camlar kırıldı. Olaylara şahit olan bir İngiliz "En çok zarar görenler, bu ülkede, farklı kademe ve koşullarda yaşayan tüm insanlar... Durumdan dolayı yaşadıkları şaşkınlık ve umutsuzluğun derinliğini anlatmak mümkün değil; soylu prensler ve tüm seçkinler duruma feryat ediyor" diye yazıyordu.[68] Law parlamentodaki bir toplantıda açıkça suçlandı. Naip 21 Mayıs'taki kararnameyi hükümsüz kılarak geri adım attı. Law istifa etmeyi önerdi ama 29 Mayıs'ta aniden kovuldu. Ev hapsine konuldu; düşmanları onu Bastille'e göndermek istiyordu. Hayatında ikinci kez hapisle ve muhtemelen ölümle yüzleşti. (Bir araştırma komisyonu Law'un, yapılan banknot basımlarında yetki sınırını aştığını tespit etti, dolayısıyla idam için geçerli bir neden bulundu) Banque Royale kapılarını kapadı.

John Law sahtekârlıkta olduğu kadar firar konusunda da ustaydı. Kısa zamanda tamamıyla çöküşün önüne geçme konusunda şansı olabilecek tek kişinin o olduğu anlaşıldı – ne de olsa söz konusu olan onun Sistem'iydi. Yeniden göreve (bu sefer daha düşük bir rütbeyle, ticaretten sorumlu baş memur olarak) getirilişi piyasada yükselişe, Mississippi Şirketi'nin hisselerinin 6 Haziran'da 6.350 livreye yükselmesine yol açtı. Fakat bu geçici bir toparlanmaydı. 10 Ekim'de hükümet yurtiçindeki işlemlerde altın ve gümüşün kullanımının önünü tekrar açtı.

67 Murphy, *John Law*, s. 235.
68 a.g.e., s. 250.

Mississippi hissesindeki aşağı gidiş devam etti ve hisse fiyatı çok zaman geçmeden Eylül'de 2.000, Aralık'ta ise 1.000 livreye indi. Gemi azıya almış panik havasını daha fazla ertelemek mümkün değildi. Halk tarafından suçlanan ve basın tarafından hicvedilen Law bu noktada ülkeden kaçtı. Ülkeden kaçmadan önce Orleans Dükü'ne dokunaklı bir şekilde veda etti. "Efendim, büyük hatalar yaptığımı kabul ediyorum. Hata yaptım, çünkü insanım ve tüm insanlar hata yaparlar. Ama biliniz ki hiç bir icraatımın temelinde kötülük ya da sahtekârlık yatmamaktadır ve yönetimimin tümüne bakıldığında bu saydığım nitelikte hiçbir şey bulunamaz."[69] Gene de Law soruşturma altında olduğu için karısının ve kızının ülkeyi terk etmesine izin verilmedi.

Mississippi Balonu kılıç batırılmışçasına patlamıştı ve balondan kaçan havanın çıkardığı ses tüm Avrupa'da yankılanıyordu. Hollandalı bir yatırımcı o kadar öfkelenmişti ki Çin'de olayla ilgili bir dizi hicivli tabak yaptırdı. Tabaklardan birinde "Aman Tanrım, tüm hisselerim değersiz!" yazıyordu. Bir başka tabaktaki yazı daha doğrudandı: "Bok hisseleri ve rüzgâr ticareti". Amsterdam'daki yatırımcılara göre Law'un şirketi, baharat ve kumaş teslimatı yapan Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin aksine rüzgâr (hava) ticareti yapıyordu. Hollanda'da çıkan bir el ilanındaki karikatürde yer alan dizelerle:

> Burası, hisse ticareti ile meşhur,
> Sahtekârlık ve aldatmacayla,
> Nice hazinelerin dibine darı eken,
> Muhteşem Mississippi diyarı.
> İnsanlar hisselere ne gözle bakarsa baksın,
> Ortada rüzgâr ve duman dışında bir şey yok.

Budalalığın Resmi ismiyle yayımlanan, kinayeli gravürlerden oluşan bir kitapta kıçı açıkta dolaşan hisse komisyoncuları sikke yiyip, Mississippi hissesi sıçarken; çıldırmış yatırımcılar akıl hastanesine kapatılmadan önce Quincampoix'de koştururken; ve Law da bakımsız iki Gal horozunun çektiği arabasıyla olmayacak vaatler verirken resmedilmişlerdir.[70]

Law'un bu işten maddi olarak yara almadığı söylenemez. Londonderry'yle İngiliz Doğu Hindistan Şirketi'nin hisselerinin 180 pounda düşeceği yönündeki bahsi nedeniyle Fransa'yı terk ettiğinde neredeyse hiçbir şeyi yoktu. Nisan 1720'de hisse fiyatı 235 pounda çıktı ve Paris'ten kaçıp güvenli görünen (o sıra-

69 Hyde, *Law*, s. 159.
70 Schama, *Embarrassment of Riches,* s. 366.

Mississippi hissesi almış olan yatırımcıların delilikleri:
Budalalığın Resmi'nden (1720) gravürler.

larda daha az dikkat çekici Güney Denizi Balonu'nun etkisinde olan) Londra'ya gelen yatırımcılar sayesinde yükselmeye devam etti. Haziran'da fiyat 420 poundu buldu, Law'un iddiasının sonuçlanacağı Ağustos'ta ise biraz gerileyerek 345 pounda geldi. Law'un Londra'daki bankacısı George Middleton da Law'un borcunu öderken mahvoldu. Fransa'nın kayıpları finansla sınırlı değildi. Law'un önce şişen sonra sönen balonu Fransa'yı finansal gelişmelerin dışında bıraktı, Fransızların çok uzun süre kâğıt paradan ve hisse senedi piyasasından uzak durmasına yol açtı. Fransız monarşisinin finansal sorunları çözümsüz kaldı ve XV. Louis'yle halefi XVI Louis'nin tahtta oldukları başarısız reformlarla dolu süre boyunca kraliyet kıt kanaat geçindi, ta ki kraliyetin iflası ihtilali hızlandırana dek. Belki de felaketin boyutunu en iyi yansıtan, Bernard Picart'ın "Gelecek Nesillere Adanmış Anıt" (*Monument Consecrated to Posterity*, 1721) adlı gravürüdür. Sol tarafta hastane, tımarhane ya da imarethaneye gitmek üzere toplanmış, yüzleri asık, beş parasız Hollandalı yatırımcılar yer almaktadır. Sağ taraftaki Paris sahnesinde ise kıyamet havası vardır. Çıplak Fortuna (şans tanrıçası)

Gelecek Nesillere Adanmış Anıt (1721), Bernard Picart.

Quincampoix'den fışkıran kalabalığın üzerine gökten Mississippi hissesileri yağdırırken, yerlilerin yaptığı karabüyü, bir muhasebeciyi çarkıfeleğin altında ezer ve ön tarafta iki adam kavga eder.[71]

İngiltere'de aynı dönemlerde ortaya çıkan Güney Denizi Balonu, Güney Denizi Şirketi hiçbir zaman Law'un Banque Royale'i kontrolü altına alması gibi Bank of England'ı kontrol altına alamadığı için, Mississippi Balonu'na göre daha küçüktü ve daha az insan zarar gördü. Law'un İngiliz muadili olan John Blunt'ın Güney Denizi tezgâhı, büyük kısmı İspanyol Veraset Savaşını finanse etmek için oluşmuş çeşitli formlardaki kamu borcunu, Güney Amerika'da İspanya İmparatorluğu'yla ticaret yapma imtiyazı verilmiş bir şirketin sermayesine dönüştürmekten ibaretti. Devamlı borç tahvilleri ve diğer borçlanma araçları için dönüşüm fiyatlarında anlaştıktan sonra, devamlı borç tahvili sahiplerine Güney Denizi Şirketi'nin hisselerini daha yüksek fiyattan kabul ettirebilirlerse, şirket direktörleri kâr elde edebileceklerdi, çünkü ellerinde halka satmak için fazladan

71 a.g.e., s. 367.

hisse kalacaktı.[72] Law'un Paris'te kullandığı taktikleri kullanarak başarılı da oldular. Hisseler dört kademede halka sunuldu, Nisan 1720'de 300 pound olan fiyat Haziran'da 1.000 pounda çıktı. Taksitle ödeme yapmak mümkündü. Hisselere karşılık kredi veriliyordu. Yüklü temettü ödemeleri yapıldı. Coşku kısa sürede çılgınlığa döndü; şair Alexander Pope'un ("Umut ve Altın Dağlar Çağı"nda) dediği gibi "yatırıma girmemek yüz kızartıcıydı".[73]

Law'dan farklı olarak Blunt ve arkadaşları, tahvil sahiplerine önerilen koşulları yukarı çeken Bank of England'la baş etmek zorundaydı. Law'dan farklı olarak parlamentodaki muhaliflerle, işlerine yarayacak kanunların çıkabilmesi için gerekli rüşveti yükselten Whigler'le de mücadele etmek zorundaydı. (Sadece Hazine Bakanı'nın opsiyonlardan elde ettiği kazanç 249.000 pounddu.) Ve yine Law'dan farklı olarak hisse senedi ve kredi piyasasında tekel konumuna gelmeleri mümkün değildi. Tersine, 1720 yılında sermaye toplamaya çalışan o kadar çok –toplam 190 adet– şirket vardı ki, Güney Denizi direktörleri Parlamentodaki yandaşlarına Balon Yasası olarak bilinen ve kurulan yeni şirketlerin hisselerini halka arz etmelerini kısıtlayan bir yasa geçirtmek zorunda kaldılar.* Bunlar olurken, Güney Denizi üçüncü parti halka arzı yaparken nakit talebi piyasadaki kaynakların üzerine çıkınca, direktörlerin ilave likidite enjekte etmekten başka çaresi kalmadı, fakat Güney Denizi Şirketi'nin bankası, Sword Blade Company 24 Eylül'de battı. (Bank of England ve Banque Royale'den farklı olarak Sword Blade Company'nin banknotları yasal statüsü olan para değildi.) Mayıs ve Haziran aylarındaki çılgınlığı Temmuz ayındaki kısa süreli (içeriden haber alanların ve yabancı spekülatörlerin kârlarını ceplerine koydukları) endişe ve Ağustos'taki panik izledi. Çaresiz ve fakirleşmiş olan Pope "Birçok insan bunun olacağını görmüştü" diyordu, "ama kimse buna hazırlanmamıştı; kimse bunun ölümde olduğu gibi, gece gelen hırsız misali olacağını tahmin etmiyordu."[74]

Yine de patlayan balonun etkisi Kanal'ın öbür yanındakine göre daha az ölümcüldü. Nominal bedelle zirve değeri arasındaki fark Güney Denizi hissesinde 9,5 katken, Mississippi hissesinde 19,6 kattı. Diğer hisseler (Bank of England, Doğu Hindistan Şirketi) çok daha az artış göstermişlerdi. Londra'da hisse fiyatları tekrar ayağı yere basar hale geldiğinde, finansal sistemde, Balon Yasası'yla halka açık şirket kurma konusunda getirilen kısıtlamalar dışında uzun vade-

72 Farklı görüşler için Neal, *Financial Capitalism*, s. 89-117 ve Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* (Londra, 1999), s. 58-95.

73 Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, s. 64.

74 a.g.e., s. 84.

* Balon Yasası yasal mercilerce izin verilmeden yeni şirket kurulmasını yasaklıyor ve var olan şirketlerin sözleşmelerinde yer almayan faaliyetlerle uğraşmasını engelliyordu.

1202'de yayımlanan ve faiz hesabı gibi finansal problemlerde
Hindu ve Arap rakamlarıyla matematiği kullanan
Fibonacci'nin *Liber Abaci* ("Hesap Kitabı") kitabından bir sayfa.

(üstte) Botticelli'nin *Müneccimlerin Tapınması* tablosu: Medici ailesinin üyelerinin İncil'de bahsedilen olaylar içinde resmedildiği, saygıdeğer bankacının doğumunu müjdeleyen resim.

(solda) Nathan Mayer Rothschild: "Finansın Bonapart'ı" ve on dokuzuncu yüzyıl tahvil piyasasının efendisi.

N° 180. 4e année. 16 Avril 1898. 15 centimes.

Le Rire

Un an : Paris, 8 fr.
Départements, 9 fr. Etranger, 11 fr.
Six mois : France, 5 fr. Etranger, 6 fr.

JOURNAL HUMORISTIQUE PARAISSANT LE SAMEDI

M. Félix JUVEN, Directeur. — Partie artistique : M. Arsène ALEXANDRE

10, rue Saint-Joseph, 10
PARIS
Les manuscrits et dessins non insérés ne sont pas rendus.

La reproduction des dessins du RIRE est absolument interdite aux publications, françaises ou étrangères, sans autorisation.

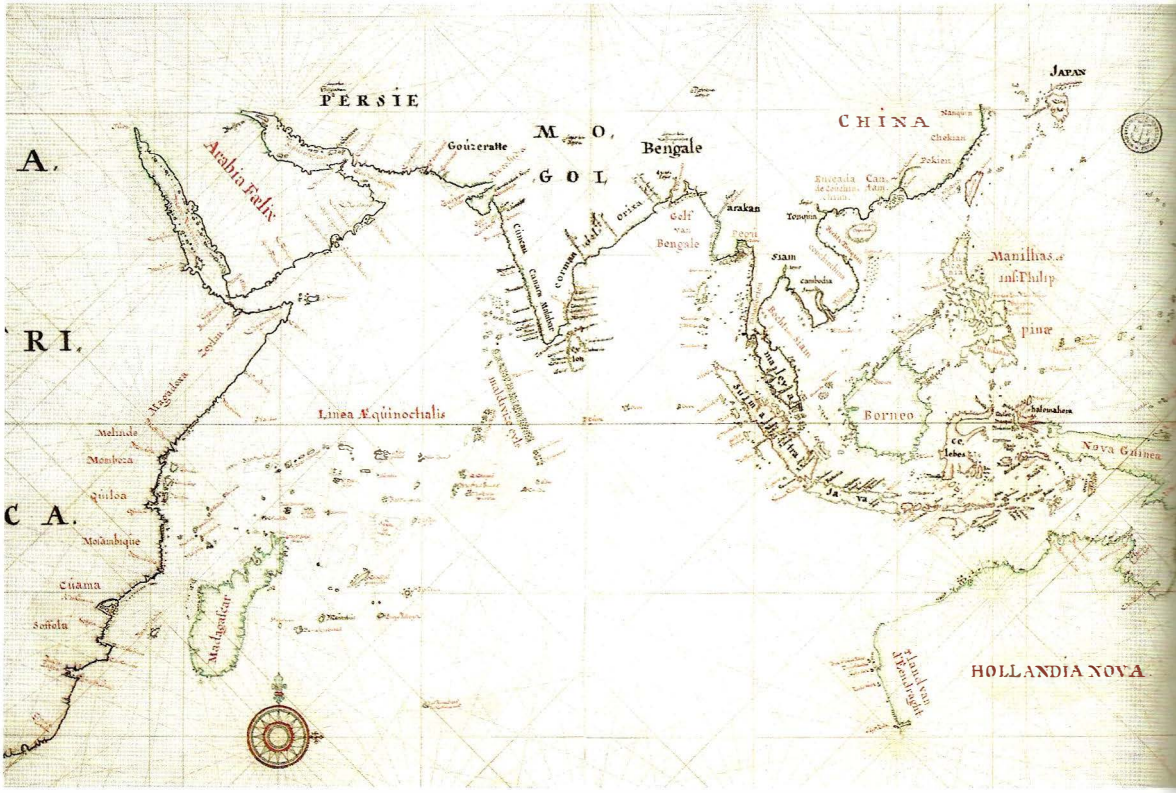
LE GOTHA DU « RIRE » — N° IX

ROTHSCHILD

Dessin de C. LÉANDRE

"Rothschild": Fransız mizah dergisi *Le Rire*'den anti-semitik bir karikatür, 1898.

Amerikan İç Savaşı'ndaki güçler: Birlik savaş gemileri Vicksburg Savaşı'nda Mississippi Nehri'nde taarruzdalar.



Ticaret üslerinden oluşan bir imparatorluk: East India Company haritasında çizildiği şekliyle Hollanda İmparatorluğu.

Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam* (Amsterdam Borsası), 1653: East India Company'nin hisselerinin alınıp satılabildiği, dünyanın ilk gerçek hisse senetleri borsası.

Hüküm giymiş bir katil, para teorisyeni ve hisse senedi piyasalarında yaşanan ilk balonun yaratıcısı John Law'un portresi.

(üst) Mississippi Şirketi'nin para kazanmayı beklediği bereket ülkesi Louisiana'nın haritası.

(alt) Mississippi Şirketi'nin yatırımcıları için hazırlanmış bir Louisiana tablosu.

Mississippi çöküşünün hicvedildiği iki Hollanda tabağı. Üsttekinde "Aman Tanrım, tüm hisselerin değersiz!", alttakinde ise "bok hisseleri ve rüzgâr ticareti" yazıyor.

li bir hasar oluşmadı. Güney Denizi Şirketi varlığını devam ettirdi; hükümetin borç dönüştürmesi geri alınmadı; yabancı yatırımcılar İngiliz hisselerinden uzaklaşmadı.[75] Fransa'nın tümü Law'un yarattığı enflasyondan etkilenirken Güney Denizi'nin çöküşünün İngiltere'nin genelinde pek bir etkisi olmadı.[76] Bu iki balon hikâyesinde, zora düşen Fransızlardı.

Boğalar ve Ayılar

Yale Üniversitesi iktisat profesörü Irving Fisher 16 Ekim 1929'da Birleşik Devletler hisse senedi fiyatlarının "kalıcı olmak üzere yüksek bir seviyeye geldiğini"[77] açıkladı. Sekiz gün sonra, "Kara Perşembe"de, Dow Jones Endüstriyel Endeksi yüzde 2 düştü. Piyasa Eylül başından beri düşüyor olsa da ve 23 Ekim'de yüzde 6'lık keskin bir düşüş yaşamışsa da, Wall Street'teki çöküşün bu tarihte başladığı kabul görür. "Kara Pazartesi"ndeki (28 Ekim) düşüş yüzde 13, ertesi günkü de yüzde 12'ydi. Takip eden üç yılda Amerikan hisse senedi piyasası çarpıcı bir şekilde yüzde 89 değer kaybetti ve Temmuz 1932'de dip noktasına geldi. Endeksin 1929'daki zirvesine ulaşması Kasım 1954'ü buldu. Daha kötü olan ise varlık fiyatlarındaki bu deflasyonun, nedeni olduğu söylenemese de tarihteki en büyük durgunlukla aynı döneme gelmesiydi. Birleşik Devletler'deki milli hasıla üçte bir oranında azaldı. İşsizlik (ordu ve herhangi bir sosyal bakım kurumunda bulunmayan, on altı yaşını doldurmuş) çalışabilir nüfusun dörtte birine, eğer bugünkü tanımlar kullanılırsa üçte birine ulaştı. Bu, dünyadaki tüm ekonomilerde fiyat ve üretim düzeyinde düşüşe yol açan küresel bir felaketti ama Amerika kadar ağır etkilenen bir tek Almanya vardı. Ülkeler gümrük vergilerinin ve ithalat sınırlamalarının arkasına sığındıkları için dünya ticareti üçte iki oranında daraldı. Borçların ödenememesi, sermaye kontrolü ve paranın değer kaybetmesiyle boğuşan uluslararası finansal sistem paramparça oldu. Sadece otarşik ve planlı ekonomiye sahip olan Sovyetler Birliği etkilenmedi. Neden böyle oldu?

Bazı finansal felaketlerin bariz nedenleri vardır. Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasının toptan bir çöküşe yol açabileceği yönündeki beklentilerle, New

75 Neal, *Financial Capitalism*, s. 90, 111. Neal'ın da belirttiği gibi 1720'nin başında Güney Denizi (*South Sea*) hissesi alan bir yatırımcı hissesini yıl sonunda sattığında, aradaki balon gözardı edildiğinde, yüzde 56'lık bir yıllık getiri elde etmişti.

76 Julian Hoppitt, "The Myths of the South Sea Bubble", *Transactions of the Royal Historical Society, 12* (2002), s. 141-165.

77 Tom Nicholas, "Trouble with a Bubble", Harvard Business School Case N9-807-146 (28 Şubat 2007), s. 1.

York'un da aralarında bulunduğu dünyanın önemli hisse senedi borsalarının kapılarını kapatmak zorunda kaldıkları Temmuz 1914'te, hisse senetleri piyasasında çok kötü bir çöküş yaşandı. Borsalar Ağustos'tan 1914 sonuna kadar kapalı kaldı.[78] Ama bu, finansal piyasaları ansızın vuran bir dünya savaşının etkisiydi.[79] 1929 Ekim'indeki çöküşün açıklanması daha zordur. Kara Perşembe'den bir gün önce *New York Times*'ın baş sayfasında Fransız Başbakanı Aristide Briand'ın görevi bırakışı ve Amerikan Senatosu'nda yapılan ithal kimyasallarla ilgili bir oylama hakkındaki haberler vardı. Birinci sayfada önceki gün Doğu sahillerini döven kuvvetli fırtınalara ilişkin dört haber daha yer alıyordu.[80] Tarihçiler bazen Almanya'nın Birinci Dünya Savaşı ertesindeki tazminat yükümlülükleriyle ortaya çıkan kördüğümü ve Amerikan korumacılığını Buhran'ın tetikleyicileri olarak görür. Belki de tarihçiler Wall Street'teki çöküş için kötü hava koşullarını suçlamalı. (Bu çok zorlama bir öneri olmayabilir. Londra'nın finans merkezi olan City of London'ın emektarlarının çoğu Kara Pazartesi'nin –19 Ekim 1987– önceki Cuma İngiltere'nin güney doğu kıyılarını beklenmedik şekilde silip süpüren kasırga gücündeki rüzgârlardan sonra geldiğini hatırlar.)

O dönemdekiler krizin psikolojik bir boyutu olduğunu hissettiler. Bir açılış töreninde yaptığı konuşmada, Başkan Franklin Roosevelt Amerikalıların korkması gereken tek şeyin, "korkunun kendisi" olduğunu söyledi. John Maynard Keynes "zihnin maddiyatla ilgili olmayan kısımlarının iyi çalışmamasından" bahsetti. Diğer yandan ikisi de krizin bir nedeninin de finansal kötü yönetim olduğunda hem fikirdi. Roosevelt Wall Street'teki "ahlaksız para tüccarlarına" yüklenirken, Keynes *Genel Teori*'sinde *(General Theory)* hisse senetleri piyasasını bir kumarhaneye benzetiyordu.

Büyük Buhran'ın bir ölçüde 1914 krizinin yol açtığı bazı kaymalardan kaynaklandığı öne sürülebilir. Birinci Dünya Savaşı esnasında Avrupa dışındaki tarımsal ve endüstriyel üretim arttı. Avrupa'daki üretim barış sonrası eskiye döndüğünde kronik bir kapasite fazlalığı ortaya çıktı ve 1929'dan çok daha önce temel malların fiyatlarının düşmesine yol açtı. Bu gelişme zaten yüksek dış borcu olan (tazminatların yükünü taşıyan Almanya dahil) ve yabancı borç verenlere yapılan faiz ödemeleri için yüksek değerli konvertibl paraya ihtiyaç duyan ülkelerin işini daha da zorlaştırdı. Savaş, savaşan ülkelerin çoğundaki iş gücünü daha or-

78 William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2006).

79 Niall Ferguson, "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War", *Economic History Review, 59, 1* (Şubat 2006), s. 70-112.

80 *New York Times*, 23 Ekim 1929.

ganize hale getirdiğinden işverenlerin düşen fiyatlara karşı önlem olarak ücretleri düşürmesi de güçleşti. Yükselen reel maaşlar nedeniyle daralan marjlar karşısında batma riskini bertaraf etmek isteyen şirketler işçi çıkarmak zorunda kaldılar. Yine de Buhran patlak verdiğinde, krizin merkezi olan Birleşik Devletler'deki ekonomik durumun birçok açıdan iyi olduğuna dair göstergeler vardı. İki savaş arası dönemde DuPont (naylon), Procter & Gamble (sabun tozu), Revlon (kozmetik), RCA (radyo) ve IBM (muhasebbe aletleri) gibi şirketler üretimi artırıcı buluşlar yapma konusunda sıkıntı çekmiyorlardı. Yale'den Irving Fisher'a göre "Gelecekte daha büyük kârlar beklememizin başlıca nedenlerinden biri, Amerika'da bilimin ve buluşların endüstriyel uygulamalarının daha önce görülmemiş bir düzeye çıkmasıydı."[81] General Motors'da görev yapan Alfred Sloan gibi adamlar sayesinde yönetimsel uygulamalarda da köklü değişiklikler yaşanıyordu.

Ekonominin bu güçlü yönleri, klasik bir hisse senedi balonunu harekete geçiren ilk aktarıma açıkça kaynaklık etmiş olabilir. Fisher gibi gözlemcilere göre bir üst limit yoktu, daha fazla Amerikan hanesi taksitli krediler sayesinde ulaşılması kolaylaşan arabalara ve dayanıklı tüketim eşyalarına sahip olmak istiyordu. 1920'lerin teknoloji hissesi denebilecek RCA hissesinin fiyatı 1925'le 1929 arasında yüzde 939 yükseldi; piyasanın zirve yaptığı dönemde hissenin fiyat – kazanç oranı 73'tü.[82] Coşku yeni bir birincil halka arz dalgasını hareketlendirdi; altıda biri Eylül'de olmak üzere, 1929 yılı boyunca 6 milyar dolarlık hisse çıkarıldı. Yatırım fonu olarak bilinen ve hisse senedi piyasasındaki yükselişten kazanç elde etmek üzere tasarlanmış yeni finans şirketleri yaygınlaştı. (Goldman Sachs, Goldman Sachs Trading Corporation'ın kurulmasını içeren büyüme planlarını açıklamak için 8 Ağustos 1929'u seçmişti; eğer bu ayrı bir şirket olmasaydı, kısa süre sonra karşılacağı iflas Goldman Sachs'ı da batırabilirdi.) Irving Fisher gibi küçük yatırımcılar ise komisyoncudan aldıkları (genelde bankalar tarafından değil, şirketler tarafından temin edilen) kredilerle, alım bedelinin sadece küçük bir kısmını kendi paralarıyla ödeyerek hisse senedi piyasasındaki varlıklarını pekiştiriyorlardı. 1719'da olduğu gibi 1929'da da National City Bank'tan Charles E. Mitchell ve GM'den William Crapo Durant gibi içeriden bilgi alan ahlaksızlarla, Groucho Marx gibi dışarıdan iş yapan açıkgözlüler vardı.[83] 1719'daki gibi, finansal piyasalar arasındaki sıcak para akışı şoku yayarken, etkisini büyüttü. Ve yine 1719'da olduğu gibi balonun büyüklüğünü ve patladığında ortaya çıkan sonuçları belirleyen, parasal otoritelerin aksiyonlarıydı.

81 Nicholas, "Trouble with a Bubble", s. 4.
82 a.g.e., s. 6.
83 Chancellor, *Devil Take the Hindmost,* s. 199.

Milton Friedman ve Anna Schwartz, Amerikan iktisat tarihine dair basılmış belki de en önemli çalışma olan kitaplarında 1929 krizinin Büyük Buhran'a dönüşmesindeki başlıca sorumluluğun Amerikan Merkez Bankası sistemi olduğunu öne sürdüler.[84] Merkez Bankası'nı balonun kendisi nedeniyle suçlamıyorlardı; New York Merkez Bankası'nın başında bulundan Benjamin Strong'la birlikte Birleşik Devletler'in, yeniden tesis edilmiş olan altın standardını sürdürmeye yönelik uluslararası taahhütleriyle, fiyat istikrarını sağlama yönündeki ulusal taahhütleri arasındaki makul bir dengenin sağlandığını söylüyorlardı. Merkez Bankası Birleşik Devletler'e giren yüklü miktardaki altını yalıtarak (parasal genişleme yaratmasını engelleyerek) aslında balonun boyutunun daha da büyümesini engelledi. New York Merkez Bankası Ekim 1929'daki krize de büyük ölçekli (ve yetkisini aşan bir şekilde) serbest piyasa işlemleri yaparak (finans sektöründen tahvil alarak) etkili şekilde müdahale etmiş ve piyasaya likidite enjekte etmişti. Fakat Strong'un Ekim 1928'de tüberkülozdan ölmesini takiben, Washington'da bulunan Merkez Bankası Kurulu parasal politika üzerinde daha fazla etkili olmaya başladı ve bunun sonuçları feci oldu. İlk olarak bankacılık alanında yapılan hatalardan kaynaklanan kredi daralmasına karşılık çok az aksiyon alındı. Bu sorun hisse senedi piyasasındaki çöküşten aylar önce, 80 milyon doların üzerinde mevduatı olan bankalar ödemeleri durdurduğunda belirgin hale gelmişti. Ama kritik eşiğe aralarında ülkedeki tüm mevduatın üçte birini barındıran Bank of United States'in de bulunduğu, 550 milyon dolar toplam mevduata sahip 608 banka ödeme yapamaz duruma düştüklerinde gelindi. Bankayı kurtarabilecek bir birleşmeyle ilgili görüşmelerin başarısızlıkla sonlanması Buhran'ın tarihindeki kritik bir andı.[85] İkinci olarak, 1913 öncesi dönemdeki sistemde, Amerikan Merkez Bankası (FED) sistemi yaratılmadan önce böyle bir kriz, mevduatların altına çevriminin kısıtlanmasına yol açardı. Ama FED (Aralık 1930 – Nisan 1931 arasında) piyasadaki kredi miktarını kısarak işleri daha da kötüye götürdü. Bu da daha fazla bankanın yaşadıkları inanılmaz boyuttaki likidite sıkıntısını aşmak için varlık satışı yoluna gitmesine, tahvil fiyatlarını düşürerek genel durumun daha bozulmasına neden oldu. 1931 yılının Şubat ve Ağustos ayları arasında yaşanan ikinci dalgada batan bankalarla ticari mevduatlar 2,7 milyon dolar, toplamın yüzde 9'u kadar azaldı.[86] Üçüncü olarak yabancı bankaların

84 Bakınız Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1867-1960 (Princeton, 1963), s. 299-419. "The Great Contraction" isimli bu bölümü finansla ilgilenen herkesin okuması gerekir.

85 a.g.e., s. 309, not 9. Bu notu okuyanlar FED'in JP Morgan'ın Mart 2007'de Bear Stearns'ü alması konusundaki yaklaşımını daha iyi anlayacaktır.

86 a.g.e., s. 315.

ellerindeki doları altınla değiştirmek için hücum edeceğini öngören İngiltere Eylül 1931'de altın standardından vazgeçtiğinde FED, iskonto oranını iki kademede yüzde 3,5'a çıkardı. Bu dışa kaçışı önledi ama daha fazla Amerikan bankasını uçurumun kenarına sürükledi; Ağustos 1931'le Ocak 1932 arasında 1,45 milyar mevduata sahip 1.860 banka daha battı.[87] Ama FED'in altınlarının tükenmesi gibi bir tehlike yoktu. Pound'un çıkmasının arifesinde Amerikan altın rezervi 4,7 milyar dolarla tüm zamanların en yüksek düzeyindeydi ve dünya rezervinin yüzde 40'ına denk geliyordu. En düşük olduğu Ekim ayında bile FED'in altın rezervi yasal olarak tutması gereken seviyeden 1 milyar dolar daha yüksekti.[88] Dördüncü olarak FED büyük bir siyasi baskı sonucu, ancak Nisan 1932'de likidite krizini aşmak için ilk adımı atarak büyük ölçekte serbest piyasa işlemleri yapmaya başladı. Bu bile 1932'nin son çeyreğindeki, ülke çapında "banka tatili" ilan edilmesine yani tüm bankaların geçici olarak kapanmasına yol açan üçüncü dalga banka iflaslarını engelleyemedi.[89] Beşinci olarak, yeni Roosevelt yönetiminin doları devalüe edeceği yolundaki söylentilerle birlikte yerli ve yabancı yatırımcılar doları bırakıp altına yöneldiklerinde FED bir kere daha iskonto oranını yükseltti ve Roosevelt'in göreve gelişinin üzerinden iki gün geçmişken 6 Mart 1933'te ilan ettiği banka tatiline ortam hazırladı – 2.000 banka bu tatilden geri dönemeyecekti.[90]

FED'in 10.000 bankanın batmasına engel olamaması sadece mevduatlarını kaybeden tüketicilerin ya da sermayesi yok olan hissedarların yaşadığı şok nedeniyle değil para arzı ve kredi hacmi üzerinde yarattığı büyük etki nedeniyle hayatiydi. Halk 1929'la 1933 arasında nakit varlıklarını yüzde 31 artırmayı başardı; ticari banka rezervleri pek değişmedi (aslında ayakta kalan bankalar ilave rezervler oluşturdular); ama ticari banka mevduatları yüzde 37, kredilerse yüzde 47 azaldı. Sadece rakamlar büyük daralmanın öldürücü dinamiklerini ortaya koyuyor. Halkın elindeki nakit miktarındaki 1,2 milyar dolarlık artış, banka mevduatlarında 15,6 milyar dolarlık düşüşe ve banka kredilerinde –1929'daki GSYİH'nın yüzde 19'una denk gelen– 19,6 milyar dolarlık azalmaya maloldu.[91]

Bir aralar tarihten ders çıkarılabileceği savı tarih konusunda çalışan akademisyenlerin midesini bulandırırdı. Tekrarını engelleyebilmek için iki nesildir Büyük Buhran'ı açıklamaya çabalayan iktisatçılar için bu, pek bilinen bir his de-

87 a.g.e., s. 317.
88 a.g.e., s. 396.
89 a.g.e., s. 325.
90 a.g.e., s. 328.
91 US Department of Commerce Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970* (Washington, DC, 1975), s. 1019.

ğildir. Ortaya konan kolektif çabadan elde edilen en önemli ders şudur: Varlık fiyatlarında yaşanan keskin bir düşüşü takip eden yersiz ya da katı (esnek olmayan) para politikası fiyatlardaki düzeltmeyi bir durgunluğa ve durgunluğu da bir bunalıma sürükleyebilir. Friedman ve Schwartz'a göre FED 1929'dan başlamak üzere büyük ölçekli serbest piyasa operasyonlarıyla bankacılık sistemine agresif bir şekilde likidite enjekte etmeli ve iskonto penceresini kullanarak borç vermeyi kısacağına artırmalıydı. Diğer bir tespitleri de altın çıkışlarına daha az önem verilmesi gerektiğiydi. Bir süre önce, iki savaş arasındaki altın standardının kendisinin sorun olduğu ve krizleri (1931'de Avrupa'da ortaya çıkan bankacılık ve para krizinde olduğu gibi) dünyaya yaydığı öne sürüldü.[92] Tarihten alınacak ikinci büyük ders ise döviz kurlarındaki istikrarın sağladığı faydanın, yurtiçindeki deflasyonun yaratacağı maliyeti aşacak derecede büyük olmadığıdır. Eğer günümüzde tarihten alınabilecek dersler olduğundan şüphe edenler varsa, Amerikan Merkez Bankası'nın şimdiki başkanının akademik çalışmalarına ve son dönemdeki icraatlarına bakmaları yeterli olacaktır.[93]

Şişman Kuyruklara Dair bir Masal

Bazen tarihteki en önemli olaylar, olay olmayanlar, meydana gelmeyenlerdir. İktisatçı Hyman Minsky bunu güzel ifade eder: "İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana geçen dönemin en önemli iktisadi olayı, olmamış bir olaydır; uzun ve derin bir buhran yaşanmamıştır."[94] Bu gerçekten de şaşırtıcıdır zira dünyada "Kara Günler" eksik olmamıştır.

Hisse senedi endekslerindeki hareketlerin istatistiki dağılımının insanların boylarının dağılımı gibi olduğu bir gün bulmak mümkün değildir. İnsanların çoğu ortalamanın etrafında öbeklenmiştir ve ortalamanın altında ve üstünde az bir miktar vardır. 1,2 metreden kısa ya da 2,4 metreden uzun olanımız da pek yoktur zaten. Eğer finansal tarih dersimi alan erkek öğrencilerin boylarını gösteren bir histogram çizersem, ortaya hemen hemen herkesin Amerika ortalaması olan 178 cm'e 12 cm mesafede öbekleneceği bir çan eğrisi çıkar. Ama finans

92 Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Freat Depression, 1919-1939* (New York / Oxford, 1992). Ayrıca aynı yazarın "The Origins and Nature of the Great slump Revisited", *Economic History Review, 45, 2* (Mayıs, 1992), s. 213-239.

93 Ben S. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", NBER Çalışma Belgesi 4814 (Ağustos 1994).

94 Hyman P. Minsky, "Introduction: Can "It" Happen Again? A Reprise" ve aynı yazarın editörlüğünü yaptığı *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), s. xi.

piyasalarındaki dağılım böyle olmayacaktır. Eğer Dow Jones endeksindeki aylık hareketleri bir grafik üzerinde işaretlerseniz, ortalama etrafındaki öbekleşme daha az olacaktır ve uçlarda, istatistikçilerin "şişman kuyruk" dediği daha fazla sayıda büyük düşüş ve çıkış yer alacaktır. Eğer hisse senedi piyasasındaki hareketler, insanların boyları gibi normal dağılımı ya da çan eğrisini takip etseydi yıllık yüzde 10'luk bir düşüş 500 yılda bir görülürdü ama Dow Jones'ta her beş yılda bir görülüyor.[95] Ve piyasanın yüzde 20 çakılması –35 cm boya sahip bir insanda olacağı gibi– duyulmamış olurdu ama geçtiğimiz yüzyılda bunun gibi dokuz çöküş yaşandı.

19 Ekim 1987'deki "Kara Pazartesi"de Dow korkutucu bir şekilde yüzde 23 düştü, bu endeksin tek seansta yüzde 10'un üzerinde düştüğü dört günden biriydi. *New York Times* ertesi gün baş sayfasında "1987, 1929'la aynı mı?" derken her şeyi anlatıyordu. En yukarıdan, en aşağıya düşüş neredeyse üçte bire yaklaştı ve Amerikan hisselerindeki değer yitimi 1 trilyon doları buldu. Çöküşün nedenleri o tarihte çok tartışıldı. Doğru, FED bir önceki ay faizleri 5,5'ten 6'ya yükseltmişti. Başkanlığını Nicholas Brady'nin yaptığı çalışma komisyonu suçun büyük kısmını "portföy sigortası stratejileri uygulayan az sayıdaki kurumun ve kurtarmalara tepki veren yatırım ortaklığı gruplarının mekanik ve fiyata duyarlı satışlarıyla, fiyatların daha da düşeceğini bekleyen al-sat odaklı agresif kurumların ellerindeki hisseleri satmaya çalışmalarına" yükledi. New York Borsası'nın otomatik işlem sisteminin bozulması ve vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarındaki satışlara müdahale edebilecek "sigorta"ların devre dışı kalması işleri daha da kötüleştirdi.[96] Daha ilgi çekici olan ise daha sonra ne olduğu – ya da ne olmadığıydı. Lord Rees-Mogg ve diğerlerinin sezilerinin aksine 1990'lar Büyük Buhranı yaşanmadı.[97] Hatta 1988'de bir durgunluk bile olmadı. (Sadece 1990-91 döneminde makul ölçülerde bir yavaşlama görüldü.) Kara Pazartesi'nin üzerinden bir yıl bile geçmeden Dow, çöküş öncesi olduğu noktaya geri geldi. Bunun için o dönemin merkez bankacıları, özellikle de görevi sadece iki ay önce Paul Volcker'dan almış olan başkan Alan Greenspan övgüyü hak ediyorlar. Greenspan'in Kara Pazartesi'ye verdiği tepki hızlı ve etkiliydi. 20 Ekim'deki kısa ve öz konuşmasında FED'in "ekonomik ve finansal sistemi desteklemek

95 Endeks 113 yılın 23'ünde yüzde 10 ya da daha fazla düşmüştür.

96 Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel ve Howard M. Stein, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board* (Washington, DC, Ocak 1988). Özellikle tarihçilerin ilgisini çekecek 1929 mukayesesi için Ek VIII, s. 1-13'e bakınız.

97 James Dale Davidson ve William Rees-Mogg, *The Great Reckoning: How the World Will Change in the Depression of the 1990's* (Londra, 1991).

için likidite kaynağı olarak hareket etmeye hazır olduğunu" belirtmesi, piyasalara, özellikle de New York bankalarına işlerin gerçekten kötü gitmesi durumunda Greenspan'in onları kurtarmaya hazır olduğuna dair verdiği bir mesajdı.[98] FED serbest piyasada agresif bir şekilde devlet tahvili alımı yaparak fena halde ihtiyaç duyulan likiditeyi sisteme enjekte etti ve on altı günlük bir sürede merkez bankası borçlanma oranlarını yüzde 2 düşürdü. Wall Street tekrar nefes almaya başladı. Minsky'nin ifadesiyle "olay" gerçekleşmemişti.

Panik havasını kontrol etmeyi başaran Greenspan'in o noktadan sonra kafasındaki ikilem, bir dahaki sefer paniği tamamen önlemek için önleyici şekilde harekete geçip geçmemesi gerektiğiydi. Bu ikilem klasik bir hisse senedi piyasası balonunun şekillendiği 1990'ların ortalarında öne çıktı. Bu sefer hareketlenmeyi getiren, kişisel bilgisayarlar internetle tanışınca, yenilik (buluş) patlaması yaşayan teknoloji ve yazılım sektörleriydi. Ama tarihteki tüm balonlarda olduğu gibi uyumlu bir para politikasının da gelişmelerde rolü vardı. Federal hedef borçlanma oranı* Haziran 1995'teki zirvesi olan yüzde 6'dan Ocak 1996 – Şubat 1997 arasında yüzde 5,25'e indirildi. Mart 1997'de oran 5,5'e çıkarıldı ama sonrasında 1998'in Eylül ve Kasım'ı arasında iki kademede yüzde 4,75'e düşürüldü ve Dow'un 10.000 sınırını aştığı Mayıs 1999'a kadar o seviyede kaldı. Oranlar Haziran 1999'a kadar artırılmadı.

FED neden 1990'larda coşkunun başı boş kalmasına izin verdi? Greenspan'in kendisi 5 Aralık 1996'da, Dow 6.000'in üzerine çıktıktan biraz sonra borsadaki "irrasyonel coşku" konusunda uyarıda bulunmak zorunda hissetmişti.** Ama Mart 1997'deki çeyrek puanlık faiz artırımı coşkuyu yatıştırmak için hiç de yeterli değildi. Bir neden, Greenspan ve arkadaşlarının teknoloji balonunun momentumunu azımsamalarıydı. Federal Serbest Piyasa Komitesi'nin üyeleri daha Aralık 1995'te, Dow 5.000 seviyesini yeni aşmışken piyasanın zirveye yaklaştığını tartışıyorlardı.[99] Diğer sebep, Greenspan'in FED'in görevinin varlık fiyatların-

98 Olaylara Greenspan'in nasıl baktığını görmek için, Alan Greenspan, *The Age of Turbulance: Adventures in a New World* (New York, 2007), s. 100-110.

99 Greenspan, *Age of Turbulence* , s. 166.

* Bu, bankaların merkez bankasında tuttukları karşılıkları birbirlerine (genellikle gecelik olarak) borç verdiklerinde kullandıkları orandır. Yedi Federal Rezerv Kurulu yöneticisi ve on iki bölgesel Federal Rezerv Bankası'nın başkanından oluşan Federal Serbest Piyasa Komitesi düzenli toplantılarında bir hedef oran belirler. New York Federal Rezerv Bankası serbest piyasa işlemleriyle (New York piyasasında tahvil alıp, satarak) bu oranın efektif oran haline gelmesi görevini üstlenir.

** Sözlerinde karakteristik bir üstü kapalılık vardı: "Süregelen düşük enflasyon, geleceğe dair belirsizliğin düşük olduğuna ve düşük risk primleri yüksek hisse fiyatlarına işarettir... Ama irrasyonel bir coşkunun varlık fiyatlarını yükseltmediğini nasıl bilebiliriz?.. Eğer finansal varlık patladığında reel ekonomiye zarar verme tehlikesi yoksa, bankacılar olarak tedirgin olmamalıyız... Ama varlık piyasaları ile ekonomi arasındaki ilişkilerin karmaşıklığını küçümsememeli ve ilgisiz kalmamalıyız."

daki enflasyonla değil, üretkenlikte teknoloji patlamasıyla birlikte yaşanan büyük ilerlemeler nedeniyle azalan tüketici fiyatlarındaki enflasyonla mücadele etmek olduğunu düşünmesiydi.[100] Diğer yandan birçok hisse senedi balonunda olduğu gibi, uluslararası baskılar –bu sefer krizi başlatan, Rusya'nın Ağustos 1998'de borçlarını ödeyemez duruma gelmesiydi– aksi yönde bir aksiyon gerektiriyordu.[101] Ayrıca Greenspan ve ekibi, kendinden dört önceki başkan William McChesney Martin, Jr.'ın[102] deyimiyle, partideki likör çanağını kaldırma görevinin artık FED'e ait olmadığını düşünüyorlardı. Greenspan'in hakkını vermek gerekirse, tam zamanında uyguladığı parasal politika hisse senedi piyasasının çökmesini bertaraf etti. Sadece 1930'lar bertaraf edilmiş olmadı, aynı zamanda merkez bankasının bir varlık balonunu patlatmaya çalışırken hisse senetleri piyasasındaki hisselerin yüzde 80'inin elden çıkarılması ve ülkenin on yıllık bir ekonomik durağanlığa sürüklenmesinden ibaret Japon tecrübesinin yaşanması da engellendi. Ama bu strateji karşısında ödenecek bir bedel vardı. Bir varlık fiyatı balonu hisse senedi piyasaları tarihinde daha önce de görüldüğü üzere coşku kadar görevi kötüye kullanma konusunda da mükemmel bir ortam yaratmıştı.

Doksanlar bazı endişeli gözlemcilere esrarengiz bir şekilde, kükreyen yirmili yılların tekrarı gibi geliyordu; hakikaten de hisse senedi piyasasının 1990'lardaki yörüngesi neredeyse 1920'lerdekinin aynısıydı. Bazı yönlerden ise doksanlar aslında 1720'lerin tekrarı gibiydi. John Law'un Mississippi Şirketi'nin on sekizinci yüzyılın başındaki balonda oynadığı rolü, başka bir şirket yirmi yüzyılı bitiren balonda oynuyordu. Bu, yatırımcılarına en arsız hayallerin bile ötesinde bir zenginlik vaat eden bir şirketti. Bu, finansal sistemi tamamıyla baştan yarattığını iddia eden bir şirketti. Ve bu, kusursuz siyasi bağlantılarını alıcılı piyasanın (*bull market*) en üst noktasına çıkmak için sonuna kadar kullanmaktan çekinmeyen bir şirketti. *Fortune* dergisi tarafından altı yıl üstü üste (1996-2001 arası) Amerika'nın En Yenilikçi şirketi seçilen bu şirket Enron'du.

Alan Greenspan Kasım 2001'de ismini Mikhail Gorbaçov, Colin Powell ve Nelson Mandela'nın da yer aldığı onur listesine ekleyen prestijli bir ödül aldı. Ödül Üstün Kamu Hizmetleri için verilen Enron Ödülü'ydü. Greenspan kesinlikle bu onura layıktı. Şubat 1995'ten Haziran 1999'a kadar faiz oranlarını sadece bir kere artırdı. Borsa simsarları Greenspan Put'undan bahsetmeye başladılar çünkü onun FED'de olması hisse senetleri borsasında bir satım opsiyonu (put option: satım

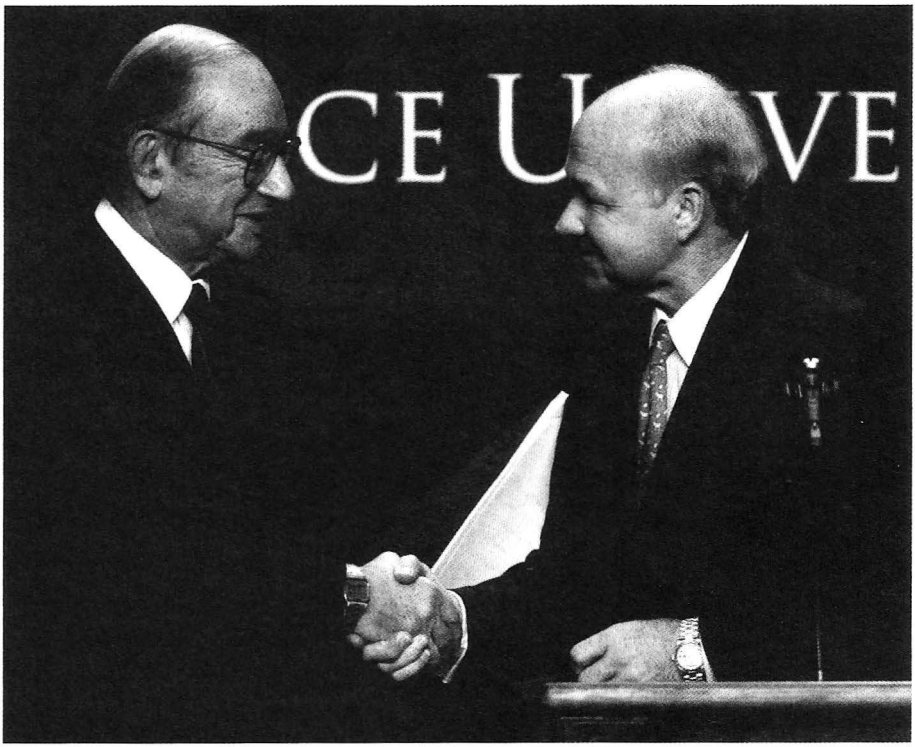
100 a.g.e., s. 167.
101 a.g.e., s. 190-195.
102 a.g.e., s. 200.

opsiyonu, yükümlülük getirmeyen gelecekte bir tarihte iyi bir fiyattan satış yapma opsiyonu) sahibi olmak gibiydi. Amerikan hisse senedi borsası Greenspan'in irrasyonel coşkuyla ilgili yaptığı uyarıyı geç de olsa haklı çıkarır şekilde 2000 yılının Ocak ayının ortalarından beri düşüyordu. 1987'deki gibi tek bir Kara Gün yoktu. FED faiz oranlarını kademeli olarak yüzde 6,5'tan Ağustos 2001'de yüzde 3,5'a indirken, ekonomi yumuşak iniş yapıyor gibiydi; en kötüsü çok kısa bir durgunluktan bahsedilebilirdi. Ve sonra hiçbir uyarı olmaksızın New York'a bir Kara Gün çöktü: Finansal bir çöküş şeklinde değil ama iki uçağın kasıtlı olarak çakılması şeklinde. Savaş ve 1914'teki gibi piyasaların kapanabileceği yönündeki konuşmalar sürerken Greenspan faizleri tekrar düşürdü ve yüzde 3,5'tan yüzde 3'e çekti ve sonra da Haziran 2003'teki tüm zamanların en düşük oranı olan yüzde 1'e gelene kadar indirimlere devam etti. FED'in piyasaya pompaladığı likidite, Manhattan İtfaiyesi'nin 11 Eylül sonrası sıktığı su miktarından daha çoktu. Ama bu, Enron'u kurtarmaya yetmedi. Greenspan ödülünü aldıktan sadece iki hafta sonra, 2 Aralık 2001'de şirket iflas başvurusunda bulundu.

Mississippi balonunu yaratan John Law'la Enron'un başkanı Kenneth Lay arasındaki benzerlikler şaşırtıcıdır. John Law'un felsefe taşı ona 'kâğıttan altın yapma' imkânı veriyordu. Ken Lay'in becerisi ise "gazdan altın yapmak"tı. Law'un planı Fransız devletinin maliyesini kökten değiştirmekti. Lay'in hedefi ise küresel enerji piyasasını değiştirmekti. Sektör senelerdir enerjiyi temin edip –gazı çıkaran ve elektrik üreten– müşteriye satan firmaların hâkimiyetindeydi. Lay'in, McKinsey danışmanı Jeffrey K. Skilling'den aldığı büyük fikir tedarikçilerle tüketiciler arasında aracılık yapacak bir çeşit Enerji Bankası kurmaktı.[103] Law gibi, Missourili fakir bir rahibin oğlu olan Lay de hayata –Omaha, Nebraska'da küçük bir gaz şirketi olan Enron gibi– taşrada başladı. Şirketin adını değiştiren* ve merkezini Houston, Texas'a taşıyan Lay'di. Yine Law gibi Lay'in de yüksek yerlerde arkadaşları vardı. Kendisi de uzun süredir Texaslı enerji sektörünün destekçisi olan Başkan George H. W. Bush 1992'de, sektörü deregüle eden ve devletin uyguladığı fiyat kontrollerini kaldıran yasayı destekledi. Enron'un siyasi partilere yaptığı 6,6 milyon dolarlık desteğin yaklaşık yüzde yetmiş beşi Cumhuriyetçi Parti'ye gitti, Lay ve eşi aynı partiye 2000 seçimleri için 355.000 dolar verdi. Enron'un 1996 yılında verdiği kampanya desteklerinden en çok yararlanan ikinci kişi, California enerji sektörünün deregülasyonunun kuvvetli bir savunucusu olan Senatör Phil Gramm'di.

103 En iyi anlatım için, Bethany McLean ve Peter Elkind, The Smartest Guys in the Room: *The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (New York, 2003).

* Wall Street Journal Yunanca'dan türetilmiş "bağırsaklar" manasında bir kelime olduğunu yazmasaydı şirketin ismi orijinali olan "enteron" olarak kalacaktı.



Alan Greenspan ve Kenneth Lay.

2000 yılının sonlarında, 21.000 kişiyi istihdam eden Enron Amerika'nın dördüncü büyük şirketiydi. Birleşik Devletler'deki gaz işinin dörtte birini kontrol ediyordu. Enerji sektöründe görülen küresel özelleştirme dalgasını yakalayan şirket, dünyanın her tarafında yatırımlar yaptı. Güney Amerika'da Kolombiya, Ekvador, Peru ve Enron'un boru hattıyla kıtanın öbür ucundaki Brezilya'ya bağlanan Bolivya'da faaliyetleri vardı. Enron Arjantin'de, söylentiye göre George W. Bush'un lobi faaliyetleri sonucu Şili'ye uzanan Trans-And doğalgaz boru hattı inşası işini aldı. Tüm bunların yanında Enron, su, ateş ve hava gibi yeryüzünün tüm kadim elementlerini alıp satıyordu. Bir ara internet bant genişliğinin ticaretini bile yapabileceğini açıkladı. *The Sting* filminden fırlamış bir sahne misali, banka analistleri geniş bant ticareti yapıyormuş gibi gözüken çalışanların oturtulduğu sahte seans odalarında gezdirildi. Mississippi Şirketi yeniden sahnedeydi. Ve tıpkı 1719'da olduğu gibi yatırımcılara sunulan getiriler karşı konulmaz görünüyordu. 1997'yi takip eden üç yıl içinde Enron hisseleri 20 doların biraz altından 90 doların üzerine çıkarak neredeyse 5'e katlandı. Hisse opsiyon-

larıyla cömertçe ödüllendirilen Enron yöneticilerinin kazançları daha da muazzamdı. Faaliyetinin son yılında Enron en üst 140 yöneticisine ortalama 5,3 milyon dolar ödedi. Lüks araba satışları fırladı. Houston'ın en seçkin yerlerinden River Oaks'taki emlak fiyatları da. "Bu konuda çok düşündüm" diyordu, 1997'de Enron'un operasyon direktörü olan Skilling, "önemli olan tek şey paradır... Parayla sadakati satın alırsın. Samimilik nakit kadar önemli değildir. Onunla performansı artırırsın."[104] "Enron'da yıllık temel ücretinin birkaç katını alırsın" diye hatırlıyordu Enron'un artık kullanılmayan Houston'daki merkezinin önünde buluştuğum Sherron Watkins. "Eğer yıllık ücretinin bir yüzdesini, yüzde yetmiş beşini bile aldıysan hakkında iyi düşünülmüyor demekti. Aaa, sadece bir kısmını aldın. Yıllık ücretin iki katını, üç katını, dört katını ikramiye olarak almak isterdin."[105] Nisan 1999'daki coşku havasında (beyzbol takımı) Houston Astros bile sahasının adını Enron Park olarak değiştirdi.

Tek sorun, John Law'un Sistemi'nde olduğu gibi, Enron Sistemi'nin de piyasanın manipilasyonuna ve muhasebe kayıtlarında tahrifata dayanan bir nitelikli dolandırıcılık vakası olmasıydı. 2004'te açıklanan bant kayıtlarında Enron simsarları, fiyatları koruyabilmek için El Paso Elektrik Şirketi'nden üretimi durdurmasını isterken duyulabiliyor. Başka bir konuşmada "California'nın zavallı ninelerinden çaldığınız onca para" geçiyor. Tüm bu entrikaların sonucu sadece Enron'un istediği gibi fiyatların yükselmesi olmuyor, tüketicilere elektrik kesintisi olarak yansıyordu. California'da deregülasyon yasasının yürürlüğe girmesini takip eden altı ay içinde en az otuz sekiz planlı elektrik kesintisi yapıldı. (Bir başka kayıtta, California'daki orman yangınlarına ilişkin bir televizyon haberini izleyen simsarlar, elektrik direkleri eğilip, düştükçe "Yan bebeğim, yan!" diye bağırıyorlar.) Bunca piyasa oyununa rağmen, şirketin açıklanan aktif ve kâr rakamları oldukça şişirilmişken, borçları ve zararı, konsolide mali tablolar içinde yer almayan "Özel Amaçlı İşletme (ÖAİ)"lerde (*Special Purpose Entity, SPE*) gizlenmişti. Şirketin yöneticileri zararları, yüksek miktarda kâr gibi gösterebilmek için her üç aylık dönemde daha fazla dumana ve aynaya ihtiyaç duyuyorlardı. Beceri seviyesi tüm aktif ve pasiflerin cari piyasa değeriyle kayıtlara geçirilmesine dayanan muhasebe uygulamaları ve borç menkul kıymetleştirmesi gibi finansal tekniklerin kullanılmasına varmıştı. Ama finanstan sorumlu baş yönetici olan Andrew Fastow bile zararları ilelebet gizleyemezdi, hele ki yerinde bir şekilde Chewco Yatırım gibi isimler verilen ÖAİ'leri kendisiyle birlikte diğer yöne-

104 a.g.e., s. 55.

105 Yazarların bakış açıları için Mimi Swartz ve Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron* (New York, 2003).

ticilerin cebini doldurmakta kullanırken. Özellikle şirketin uluslararası operasyonları 1990'ların ortalarında, Hindistan'ın Maharashtra eyaletindeki büyük bir enerji santrali projesinin iptali sonrası hızla para kaybediyordu. İlk web tabanlı ticaret sitesi EnronOnline'ın iş hacmi yüksekti ama para kazanıyor muydu? Houston'da coşku sönüyordu; içeriden bilgi alanlar endişenin ilk belirtilerini hissettiler. Fastow'un ÖAİ'leri giderek daha meşum isimler alıyorlardı: Raptor I (Yırtıcı Kuş I), Talon (Pençe). O ve diğerleri işler henüz iyi giderken gizlice 924 milyon dolarlık Enron hissesini elden çıkardılar.

Yatırımcılar Enron'un hisse fiyatının yakın zamanda 100 doları bulacağı konusunda temin edildiler. Skilling 4 Ağustos 2001'de beklenmedik şekilde (kişisel nedenlerle) istifasını verince fiyat 40 doların altına düştü. Aynı ay Sherron Watkins, Lay'e Enron'un "bir dizi muhasebe skandalıyla çökeceğinden" korktuğunu belirten bir mektup yazdı. Olan tam da buydu. Enron 16 Ekim'de üçüncü çeyreği için 618 milyon dolarlık zarar ve özkaynaklarında 1,2 milyar dolarlık değer düşüklüğü raporladı. Sekiz gün sonra, Securities and Exchange Commission (SEC, Amerikan Sermaye Piyasaları Kurulu) incelemesi henüz başlamamışken Fastow finanstan sorumlu baş yöneticilik görevini bıraktı. Şirket 8 Kasım'da geride kalan beş yılın kâr rakamlarını değiştirmek zorunda kaldı; fazla raporlanan rakam 567 milyon dolardı. Enron 2 Aralık'ta iflas başvurusunda bulunduğunda, denetlenmiş mali tablolarının şirketin uzun vadeli borçlarını 25 milyar dolar eksik gösterdiği, esas rakamın 13 milyar dolar değil 38 milyar dolar olduğu açıklandı. Endişe tepkiye dönüştü ve arkasından panik baş gösterdi. 2001 sonunda Enron hisselerinin değeri sadece 30 sentti.

Mayıs 2006'da Lay kendisine yöneltilen komplo, yalan beyan, hisse senedi ve banka yolsuzluğu suçlamalarının hepsinden suçlu bulundu. Skilling 27 suçlamanın 18'inden suçlu bulundu. Lay, hapse girmeden evvel Aspen, Colorado'da öldü. Skilling 24 yıl 4 ay hapis cezasına ve Enron emekli sandığına 26 milyon dolar ödemeye mahkûm edildi. Hepsi birlikte on altı kişi Enron'la ilişkili suçlamalarda suçu kabul etti, (şimdiye kadar) beş kişiyse mahkeme tarafından suçlu bulundu. Şirketin denetçisi Arthur Andersen skandal nedeniyle yok oldu. En büyük kaybedenler ise sıradan çalışanlarla, tasarrufları toz olup, Mississippi vakasında kaybolan milyonlarca livre gibi "rüzgârda" kaybolan küçük hisse sahipleriydi.

Neredeyse dört yüzyıl önce keşfedilen sınırlı sorumlu anonim şirket, hisse sahipliğinin alınıp satılabildiği hisse senedi piyasası gibi mucizevi bir kurumdur. Diğer yandan dolandırıcı şirketler gibi irrasyonel piyasalar da finans tarihi boyun-

ca var olmuşlardır. İnsanlar, boğalar hevesli bir şekilde koşuştururken paralarını kaptırmaya daha meyilli olduklarından, bu ikisi kol kola giderler. Sürünün kontrolünden sorumlu olan merkez bankacılar hemen hemen her zaman kritik bir rol üstlenirler. Law'un yaptıklarını Banque Royale olmaksızın yapamayacağı açıktır. Aynı şekilde Federal Reserve'ün 1990'lardaki gevşek para politikası olmaksızın Ken Lay ve Jeff Skilling'in Enron hissesinin fiyatını 90 dolara taşıyamayacağı da açıktır. Büyük Buhran ise aksine, hisse senedi piyasası çökerken uygulanacak aşırı kısıtlayıcı para politikasının tehlikelerine dair bir ders verir. Bazen Büyük Buhran'ın tekrarının engellenmesi, bu yoldaki her türlü eylemi mubah gösterir gibi görünebilir. Fakat ilk anonim şirket olan Hollanda Doğu Hindistan Şirketi'nin (Dutch East India Company) tarihi gösterir ki –Amsterdam Kambiyo Bankası'nca sağladığı gibi– sağlam para sayesinde, hisse senedi piyasası balonlarının oluşması ve patlaması engellenebilir.

Sonunda finansal piyasaların takip ettiği yol bizim istediğimiz kadar pürüzsüz olmayabilir. İnsanın gelecekten beklentisi aşırı iyimserlikten, aşırı kötümserliğe –açgözlülükten korkuya– döndükçe, hisse senedi fiyatları And Dağları'nın zikzaklı tepelerinden farklı olmayan tuhaf bir yoldan gidecektir. Bir yatırımcı olarak ummanız gereken tek şey coşkunun zirvesinden aşağı inmeniz gerektiğinde karşınıza dimdik bir uçurum değil, düzgün bir kayak pisti çıkmasıdır.

Peki gerçek ve metaforik düşüşlerden korunmak için yapılabilecek hiçbir şey yok mu? Dördüncü bölümde göreceğimiz gibi, sigortanın on sekizinci yüzyıldaki mütevazı başlangıcından beri devam eden evrimi bu soruya, her biri finans tarihinin dik uçurumları ve şişman kuyruklarına yönelik bir nevi koruma sağlayan çeşitli yanıtlar yaratmıştır.

4

RİSKİN GERİ DÖNÜŞÜ

En temel finansal dürtü gelecek için tasarruf etmektir, çünkü gelecek öngörülmezdir. Dünya tehlikeli bir yerdir ve hayatta kör talihten nasibini almayan pek azdır. Çoğu zaman sorun, yanlış zamanda, yanlış yerde olmaktır: 2005 Ağustos'unun son haftasında Katrina Kasırgası'nın bir değil iki kere vurduğu Mississippi Delta'sı gibi. Önce saate 225 km hızla esen muazzam bir rüzgâr bölgenin ahşap evlerinin çoğunu beton temellerinden ayırdı. İki saat sonra, 9-10 metreye ulaşan fırtına dalgaları, New Orleans'ı Pontchartrain Gölü'nün ve Mississippi Nehri'nin sularından koruyan setlerden üçünü yıkarak milyonlarca ton suyun şehre dolmasına yol açtı. Yanlış zaman, yanlış mekân. 11 Eylül 2001'de Dünya Ticaret Merkezi. Ya da 2003 yılından beri ABD işgalinde olan Bağdat'ta her hangi bir gün. Ya da –bir gün olacağı kesin olan– San Andreas fay hattı boyunca meydana gelecek bir deprem esnasında San Francisco.

Önceki savunma bakanı Donald Rumsfeld'in Saddam Hüseyin'in devrilmesi sonrası, Irak'ın başkentinde çığrından çıkan yağma çılgınlığı için lakayt bir şekilde yaptığı yorum gibi, olur böyle şeyler. Bazı insanlar böyle şeylerin olma ihtimalinin iklim değişikliği, artan terörizm ya da Amerika'nın dış politikalarındaki hatalar nedeniyle, geçmişe göre daha yüksek olduğunu söylüyor. Soru, gelecekteki riskler ve belirsizliklerle nasıl başa çıkacağımızdır. Talihsizliğe karşı kendini güvenceye almak bireylerin görevi midir? İşler felaket derecesinde kötü gittiğinde dostlarımızın gönüllülüğüne dayalı hayır kurumlarına mı inanmalıyız? Yoksa sel bastığında bizi kurtarması için devlete –diğer bir ifadeyle muhterem vergi mükelleflerinin zorunlu ödemelerine– mi güvenmeliyiz?

Risk yönetiminin tarihi, finansal açıdan güvende –mesela İskoçyalı bir dul kadar güvende– olma arzumuzla, "gelecek"in tek ve bilinebilir olmadığı gerçeği

arasındaki uzun mücadeleden ibarettir. Bizi şaşırtma kapasitelerini yitirmeyecek birden çok, öngörülemez gelecek vardır.

Büyük Zorluk*

Çocukluğumda, izlediğim Western filmlerde, sınır boylarındaki hızlı değişimle birlikte kısa süre yaşanıldıktan sonra terk edilmiş, hayalet kasabalar beni büyülerdi. Amerika'nın ilk gerçek hayalet şehri olabilecek New Orleans'la karşılaşmam Katrina Kasırgası'nın hemen ertesine denk gelir.

"Büyük Kolaylık"la (*Big Easy*) ilgili mutlu ama puslu hatıralarım var. Lise ve üniversite arasındaki ilk gençlik günlerimde, özgürlüğün tadını ilk defa aldığım dönemde Amerika'da yaşım tutmasa da bira içebileceğim tek yerin New Orleans olduğunu ve biranın, Preservation Hall'daki yaşlı caz müzisyenlerin kulağa daha hoş gelmesini sağladığını keşfetmiştim. Bu hatıramdan yirmi beş, büyük fırtınadan ise iki yıl sonra şehir hâlâ eski halinin perişan bir gölgesi gibi. Saint Bernard mahallesi fırtınadan en kötü etkilenen bölgelerden birisi. 26.000 evden sadece beş tanesi sel altında kalmamayı başardı. Büyük çoğunluğu Louisiana'dan olmak üzere 1.836 Amerikalı Katrina sonucu hayatını kaybetti. Sadece Saint Bernard'da ölü sayısı kırk yediydi. İçeride bir ceset bulunup bulunmadığına dair (kurtarma çalışmaları esnasında konulan) işaretleri hâlâ kapıların üzerinde görebilirsiniz. Yaşananlar belki ancak ortaçağ İngiltere'sindeki Kara Ölüm'le mukayese edilebilir.

Haziran 2007'de New Orleans'ı tekrar ziyaret ettiğimde, belediye meclisi üyesi Joey DiFatta ve Saint Bernard belediyesinin diğer çalışanları hâlâ, sel altında kalmış olan eski ofislerinin önündeki treylerlerde çalışıyorlardı. DiFatta fırtına devam ederken, sular yükselmeye devam edip onu çatıya çıkmaya zorlayana kadar masasının başındaydı. Çatıdaki arkadaşlarıyla beraber sevgili mahallelerinin kirli kahverengi suyun altında yok oluşunu çaresizce izlediler. Federal Acil Durum Yönetim Dairesi'nin (Federal Emergency Management Agency - FEMA) beceriksizliğine sinirlenip, kaybolanı yerine koymak için işe koyuldular. O günden beri, sıkı bağlarla örülmüş (çoğu DiFatta'nın kendisi gibi, Kanarya Adaları'ndan Louisiana'ya göç etmiş olanların çocuklarından oluşan) topluluklarını yeniden inşa etmek için durmadan çalışıyorlar. Ama binlerce sığınmacıyı Saint Bernard'a

* New Orleans şehri yirminci yüzyılın başlarında müzisyenlerin kuzeydeki şehirlere göre burada daha rahat iş bulabiliyor olmaları nedeniyle "Big Easy" (Büyük Kolaylık) lakabıyla bilinir. Yazar buna gönderme yaparak bu bölümün adını Big Uneasy koymuş. (ç. n.)

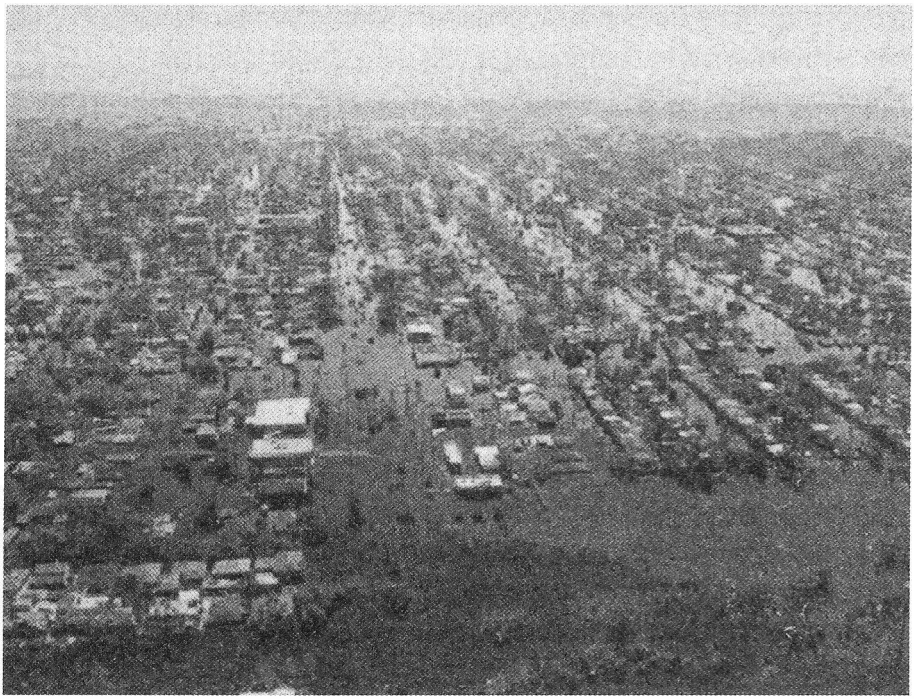
geri dönmeye ikna etmenin kolay olmadığı ortada; iki yıl geçmiş olmasına rağmen mahallenin nüfusu Katrina öncesi dönemin üçte biri civarında. Sorunun büyük kısmı sigortadan kaynaklanıyor. Bugün Saint Bernard ve New Orleans'ın diğer düşük rakımlı bölgelerinde bir evi sigortalatmak neredeyse imkânsız. Ve sigortasız bir ev için ipotekli ev kredisi (*mortgage*) almak mümkün değil.

Şehirdeki evlerin neredeyse dörtte üçü hasar gördüğü için Katrina'dan kurtulanların hemen hemen hepsi felakette mülkünü kaybetmiş insanlardı. Konut ve kaza sigortalarına istinaden yapılan tazminat başvuruları bir milyon yedi yüz elli binden fazlaydı ve tahminen 41 milyar doların üzerindeki sigorta kayıpları Katrina'yı Amerikan tarihinin en maliyetli faciası haline getirdi.[1] Ama Katrina New Orleans'ı sular altında bırakmakla kalmadı. Özel sigorta şirketlerinin rüzgâra karşı, federal hükümetin de su baskınlarına karşı koruma sağlamasına dayanan ve 1965'teki Betsy Kasırgası'ndan sonra uygulamaya konulan sorumluluğu ikiye bölen sigorta sisteminin kusurlarını da ortaya çıkardı. 2005'teki felaket sonrası sigorta firmalarınca görevlendirilen binlerce eksper Mississippi ve Louisiana sahil şeridine yayıldı. Sakinlere göre eksperlerin görevi, dertli poliçe sahiplerine yardım etmektense, mülklerindeki hasarın rüzgâr sonucu değil sel sonucu oluştuğunu iddia ederek ödeme yapmaktan kaçınmaktı.* Sigorta şirketleri bir poliçe sahibini, eski donanma pilotu ve ünlülerin avukatı Richard F. Scruggs'ı, bir zamanlar bilinen ismiyle Haksızlıklar Kralı'nı hesaba katmamışlardı.

"Dickie" Scruggs ilk olarak, asbeste maruz kalan ciğerlerinde ölümcül hasarlar oluşan tersane işçilerini temsil edip, işçiler adına 50 milyon dolarlık bir uzlaşma sağladığı 1980'lerde gazete başlıklarında yer aldı. Bu tutar daha sonra tütün firmalarına ödettiği bedelin yanında ufak kalıyordu: Tütüne bağlı hastalıkların oluşturduğu maliyetler nedeniyle Mississippi ve kırk beş ayrı eyalete ödenmek üzere 200 milyar dolar. *The Insider* filminde ölümsüzleşen bu dava Scruggs'ı zengin etti. Tütün konusundaki grup davasındaki (*class action*) ücre-

1 Rawle O. King, "Hurricane Katrina: Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks", Congressional Research Service Report for Congress, 31 Ocak 2008, Tablo 1.

* Körfez Sahili'ndeki ev sahiplerinin konut sigortalarında rüzgâr, bora, dolu, yağmur, hortum ya da siklonun teminat altına alınan mülkte yol açabileceği doğrudan fiziki kayıp ya da hasarlarda bir yüzde olarak uygulanmak üzere bir Kasırga Muafiyeti klozu bulunur. Bir de satır aralarında, kapsam dışı tutulan konular vardır: "Aşağıda sayılan bir ya da birden fazla olay neticesinde oluşan kayıplar... sigorta kapsamımız dışındadır." Mesela "Rüzgârın yol açıp açmamasından bağımsız olarak suya bağlı hasarlar, yani... sel, yüzey suları, dalga, gelgit suları, tsunami, göl dalgası, bir su kütlesinin taşması ya da sprey şeklinde dağılması..." Dahası "Bu tür hasarlar (a) teminat dışı bırakılan olayın sebebine; (b) oluşan zararın diğer nedenlerine; (c) başka nedenlerin teminat dışı olayla beraber ya da belli bir sıra dahilinde olup olmadığına; (d) olayın aniden ya da aşamalı olarak gerçekleşip gerçekleşmediğine bakılmaksızın sigorta kapsamı dışındadır..." Bu sigorta firmalarının yükümlülüklerinin, poliçe sahibininin kolayca anlayamayacağı bir şekilde kısıtlanmasına imkân tanıyan, poliçelerdeki küçük puntoyla yazılmış kısımlara tipik bir örnektir.



Sigorta sisteminin başarısız olduğu New Orleans'ın Katrina sonrası görünümü.

tinin 1,4 milyar dolar olduğu, yani sahip olduğu hukuk şirketinin davaya harcadığı her saat için 22.500 dolar aldığı söylendi. Bu parayla Oxford, Mississippi'deki ofisine (tabii ki özel jetiyle) kısa bir mesafedeki Pascagoula's Beach Bulvar'ında bir sahil evi aldı. Katrina sonrası o evden geriye kalan sadece beton bir temel ve çok hasarlı olduğu için buldozerle yıkılması gereken bir iki duvardı. Poliçesini aldığı sigorta şirketi (akıllı bir şekilde) hasarını ödediyse de, diğer poliçe sahiplerine yapılan muameleyi duyan Scruggs dehşete düştü. Temsilcileri olmayı önerdikleri arasında önceki dönemlerde Senato'da Cumhuriyetçilerin çoğunluk liderliğini yapmış olan kayınbiraderi Trent Lott ve kongre üyesi arkadaşı Gene Taylor da vardı; her ikisi de Katrina'da evlerini kaybetmişler ve sigorta şirketleri tarafından ciddiye alınmamışlardı.[2] Scruggs, poliçe sahipleri adına açılan bir dizi davada (en başta State Farm ve All State olmak üzere) sigorta şirketlerinin yasal yükümlülüklerini yerine getirmemek için hile yapmaya çalıştığını iddia etti.[3]

2 Joseph B. Treaster, "A Lawyer like a Hurricane: Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers", *New York Times*, 16 Mart 2007.

3 Detaylar için, Richard F. Scruggs, "Hurricane Katrina: Issues and Observations", American Enterprise Institute-Brookings Judicial Symposium, "Insurance and Risk Allocation in America: Economics, Law and Regulation", Georgetown Law Center, 20-22 Eylül 2006.

O ve oluşturduğu "Scruggs Katrina Grubu" Pascagoula ve benzeri yerlerdeki hasarın neredeyse tamamının, sel suları vurmadan saatler önce rüzgâr nedeniyle oluşmuş olduğunu göstermek üzere detaylı meteorolojik araştırmalar yaptılar. Ayrıca çalıştıkları şirketin hasarları rüzgâr yerine sele bağlamak için raporlarda tahrifat yaptığını öne süren iki muhbir sigorta eksperi de Scruggs'a destek verdi. Sigorta şirketlerinin 2005 ve 2006 yıllarında açıkladıkları rekor kârlar Scruggs'ın tazminat konusundaki hevesini iyice kabarttı.* Daha önce evinin bulunduğu boş arazide buluştuğumuzda Scruggs bana: "Bu (kasaba) elli yıldır benim yuvamdı; ailemi burada kurdum; ve bununla gurur duyuyordum. Şimdi bu durumu görünce biraz duygusallaşıyorum" dedi. Buluştuğumuz güne kadar State Farm, Scruggs'ın getirdiği 640 vakada, daha önce talepleri geri çevrilen müşterilerle 80 milyon dolarlık ödeme yapma yönünde uzlaşmaya varmış ve 36.000 talebi daha gözden geçirmeyi kabul etmişti.[4] Sigorta şirketleri geri çekiliyor gibiydi. Scruggs, oğlu ve üç ortağının Katrina'yla ilgili davaların mahkeme masraflarına ilişkin anlaşmazlığa dair bir davada, bir eyalet mahkemesi yargıcına rüşvet vermekle suçlandıkları 2007 yılında, Scruggs'ın sigorta şirketleri karşısındaki mücadelesi çöktü.** Scruggs şimdi beş yıllık bir hapis cezası ile karşı karşıya.[5]

Bu Güney'deki ahlaki umursamazlığa dair yeni bir hikâye, yada hakları yenilenler adına mücadele ederek yaşayanların, hak yemeye başladıklarında silineceklerinin kanıtı olarak algılanabilir. Ama Scruggs'ın iyi adamdan kötü suçluya dönüşmüş olmasından bağımsız olarak, yaşanmakta olan State Farm ve All State'in Meksika Körfezi'nin büyük bir kısmını sigortalanmayacak bölge ilan etmiş olmalarıdır. Neden, doğal afetlerin sık yaşandığı ve felaket sonrasında şirketlerin Dickie Scruggs gibilerle uğraşmak zorunda kaldığı bu gibi yerlerde, risk

4 Detaylar için, http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recovery.shtml, http://katrina.louisiana.gov/index.html ve http://ldi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm adreslerine bakınız.

5 Peter Lattman, "Plintiffs Lawyer Scruggs is Indicted on Bribery Charges", *Wall Street Journal*, 29 Kasım 2007; Ashby Jones ve Paulo Prada, "Richard Scruggs Pleads Guilty", a.g.e., 15 Mart 2008.

* Birleşik Devletler'deki konut ve kaza sigortası şirketlerinin önceki üç yılda, toplam ortalama vergi sonrası kârları 24 milyar dolardan azken, bu rakam 2005 yılında 43 milyar dolar, 2006 yılında 64 milyar dolar olarak gerçekleşti.

** Scruggs'ın ortağı Timothy Balducci Yargıç Lackey'e 40.000 dolar teklif ederken banda alındı. Timothy Lackey'e "Dünyada bundan haberdar olan, senin ve benim dışımdaki tek kişi Dick, biz, yani dediğim gibi dünyada sadece üç kişi bu işten haberdar... ve bunlardan ikisi şu an burada oturuyor, ve diğeri Scruggs... onun ve benim, nasıl söylesem, geçtiğimiz beş altı yılda çok önemli bilgileri sır olarak sakladığımızı biliyorsun" diyordu. 1 Kasım'da Balducci Scruggs'ı arayıp yargıcın kendini olgular ve hukuk karşısında öncelere göre biraz daha zor durumda hissettiğini, başka bir şeyler, mesela ilave bir 10 daha ayarlamasının mümkün olup olmadığını sordu. Scruggs işi halledeceğini söyledi.

güncelleme politikaları karşımıza çıkıyor? Görünen o ki Pascagoula ve Saint Bernard gibi yerlerin sakinlerine sigorta teminatı sunmak özel sektörün hazır olduğu bir şey değil. Ama yasa yapıcıların devlet sigortasını genişleterek daha fazla yükümlülük almaya hazır olup olmadıkları daha da muğlak bir konu. Sigortalanmamış hasarın federal hükümete maliyeti, 109 milyar dolarlık felaket sonrası destek ve 8 milyar dolarlık vergi muafiyetiyle tahmini sigorta zararının neredeyse üç katı.[6] Naomi Klein'a göre bu küçük bir gruba kâr getirirken, facianın gerçek maliyetini vergi ödeyenlere yükleyen, disfonksiyonel "Felaket Kapitalizmi Kompleksi"nin bir semptomu.[7] Böylesine yıkıcı faturalarla karşılaşıldığında, hangi yoldan gitmek doğrudur? Sigorta sistemi başarısız olduğunda geriye kalan tek seçenek tüm doğal felaketleri millileştirmek, devlet için ucu açık bir yükümlülük yaratmak mıdır?

Tabii ki hayat hep tehlikeliydi. Savaşlar, veba salgınları ve açlıklar gibi, kasırgalar da hep vardı. Büyük çaplı, çok insanı etkileyen felaketler olduğu gibi, küçük, kişisel felaketlerden de bahsedilebilir. Her gün, birçok insan –kadın, erkek– hastalanıp yaralanıyor ve çalışamaz hale geliyor. Hepimiz yaşlanıp, ekmeğimizi kazanacak gücü yitiriyoruz. Bahtsız bir kısmımız ise doğuştan kendilene bakamaz oluyor. Ve arkamızda bir ya da daha fazla bakmakla yükümlü olduğumuz kişiyi bırakarak, er ya da geç hepimiz, ölüyoruz. Kilit nokta bu afetlerin çok azının seyrek olaylar oluşudur. Kasırganın meydana gelmesi de hastalık ya da ölümün ortaya çıkması gibi belli bir düzen içinde olur. Birleşik Devletler 1850'lerden bu yana geçen her on yılda 1 ila 10 arası büyük kasırgaya (kasırga tanımı, rüzgâr hızının saatte 175 km'yi aştığı ve sudaki kabarmanın 2,7 metrenin üzerine çıktığı fırtınalar için kullanılır) maruz kalmıştır. İçinde bulunduğumuz on yılın on büyük kasırganın görüldüğü 1940'ların rekorunu kırıp kıramayacağı henüz kesin değildir.[8] Elimizde yüz elli yıllık veri bulunduğu için kasırganın görülme oranı ve ölçeğine dair olasılık hesaplamak mümkündür. Birleşik Devletler Ordusu'nun İstihkâm Sınıfı, Katrina Kasırgası'nı 396'da 1'lik bir fırtına olarak tanımladı, yani Birleşik Devletler'de herhangi bir yılda yüzde 0,25 ihtimalle bu kadar büyük çapta bir kasırga olabilir.[9] Farklı bir yaklaşım kullanan Risk Management Solutions şirketiyse Katrina ölçeğinde bir kasırganın kırk yıl-

6 King, "Hurricane Katrina", s. 4.
7 Naomi Klein, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism* (New York, 2007).
8 http://www.nbc.noaa.gov/pastdec.shtml.
9 John Schwartz, "One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk", *New York Times*, 17 Ağustos 2007.

da bir yaşanabileceğini, kasırga vurmadan sadece haftalar önce açıklamıştı.[10] Bu farklı değerlendirmeler depremler ve savaşlar gibi kasırgaların da riskten ziyade, belirsizliğin alanına girdiğinin anlaşıldığını gösterir.* İnsanların karşı karşıya kaldığı, daha sık karşılaşılan ve bu nedenle de istatistiki modellerin daha kolay kurulabildiği diğer riskler için bu tür olasılıklar daha büyük bir kesinlikle hesaplanabilir. Ortalama bir Amerikalı'nın – her türlü doğal afeti kapsayacak şekilde – doğa olayları sonucu ölme ihtimali 3.288'de 1 olarak hesaplanmıştır. Binadaki bir yangın sonucu ölme riskiyse 1.358'de 1'dir. Bir Amerikalı'nın vurularak ölmesi 314'te 1 olasılığa sahiptir. Ama intihar etme ihtimali daha yüksektir (119'da 1); ölümcül bir trafik kazasında ölmesi daha da yüksek bir ihtimaldir (78'de 1); ve kanserden ölme ihtimali her şeyin üzerindedir (5'te 1).[11]

Modern öncesi tarımsal toplumlarda herkes, yetersiz beslenme, hastalık ya da savaş nedeniyle önemli derecede erken ölüm riski taşıyordu. O günlerde insanların (hastalıklardan) korunmak için kendilerinden sonraki nesillere göre çok daha az imkânı vardı. Daha ziyade kıtlık, veba ya da istila gibi olayları oldurduğuna inandıkları tanrıların ya da Tanrı'nın gönlünü almaya çalışırlardı. İnsan çok yavaş olarak havadaki ölçülebilir düzenin hasat miktarı ve hastalıklar üzerindeki etkilerini kavrar hale geldi. Çok geç bir şekilde, on sekizinci ve on dokuzuncu yüzyıllarda yağmur, hasat ve ölüm oranlarıyla ilgili verileri olasılık hesapları yapmaya imkân verecek şekilde kaydetmeye başladı. Bunları yapmadan önce de tasarrufun hikmetine vâkıftılar; çok yağmur yağabilecek bir gün için köşeye biraz para koymalı. Daha ilkel toplumlar zor günlerde onları idare etmesi için gıda ve diğer erzakı bir köşeye istif ederlerdi. Ve kabile toplumları kaynakları bir araya getirmenin iyi olduğunu zira, miktarsal çokluğun güvenlik sağladığını sezgisel olarak biliyorlardı. Atalarımızın kronik korunmasızlığı dikkate alındığında, en eski sigorta formu kabile mensubunun doğru dürüst bir şekilde gömülmesi için bir köşeye kaynak ayırmasına dayanan defin sandıklarıydı. (Bu tip sandıklar Doğu Afrika'nın en fakir bölgelerindeki tek finansal kurum olmaya devam ediyor.) Ölüme, yaşlılığın etkilerine, hastalığa ya da kazaya karşı, gelecekteki muhtemel bir zorluğa karşı önceden birikim yapmak sigortanın temel prensibidir. İşin püf noktası ne kadar tasarruf yapacağını ve Katrina sonrası New Orleans'ta olanın aksine, çanakta, facia vurduğunda oluşacak maliyetle-

10 Michael Lewis, "In Nature's Casino", *New York Times Magazine*, 26 Ağustos 2007.

11 National Safety Council, "What are the Odds of Dying?", http://www.nsc.org/lrs/statinfo/odds.htm. Kanser istatistikleri için National Canser Institute, "SEER Cancer Statistics Review, 1975-2004", Tablo I-17: http://srab.cancer.gov./devcan/. 2002-2004 dönemi için Birleşik Devletler'de kanserden ölme olasılığı (yüzde 95 güven aralığında) yüzde 21,29'du.

* Bu konudaki önemli ayrımla ilgili detaylı değerlendirme için Sonsöz'e bakınız.

ri karşılayabilecek yeterli para olmasını temin etmek için biriktirilen paranın nasıl kullanılacağını bilmektir. Bunun için becerikli olmaktan daha fazlasına ihtiyaç vardır. Ve bu da sigorta tarihinin kaynağının nereye dayandığına dair önemli bir ipucu verir. Kaynak zeki ve becerikli İskoçya'dan başka neresi olabilir ki?

Korunmak

İskoçların kötümser insanlar olduğu söylenir. Sebep belki hava, o kasvetli yağmurlu günlerdir. Belki sporda hayal kırıklıklarıyla dolu sonu gelmeyen yıllardır. Ya da belki benim ailem gibi aşağı kısımlarda yaşayanların Reform döneminde kabul ettikleri Calvinizm'dir. Her şeye kadir Tanrı'nın mantığa aykırı olmayan bir şekilde hangilerimizin (seçilmişler) cennete, hangilerimizin (sayısı daha yüksek olan günahkârlar) cehenneme gideceğini bilmesinden ibaret olan alınyazısı, dinin pek de hoşa giden bir yanı değildir. Sebep ne olursa olsun İskoç Kilisesi'nin iki papazı bundan iki yüzyılı aşkın bir süre önce, 1744'te ilk sigorta fonunu oluşturdukları için takdiri hak ediyorlar.

O tarihten önce de sigorta şirketlerinin olduğu doğrudur. Ticaret gemilerinin gövdelerinin sigortalanması olan gövdecilik, ticaretin bir kolu olarak doğmuştu. Bazıları ilk sigorta kontratını, teminat ödemelerinin işle ilgili evrakta görülmeye başlandığı on dördüncü yüzyıl İtalya'sına kadar götürür. Ama bu düzenlemelerin en eskileri modern poliçelerden ziyade, (Babil'de olduğu gibi) tüccarlara verilen, felaket durumunda iptal olacak koşullu borçların özelliklerini taşır;[12] *Venedik Taciri*'nde Antonio'nun gemileri dikkat çekici biçimde sigortasızdır ve bu Antonio'yu Shylock'un ölümcül planlarının ağına düşürür. Primlerin sigortalanan tutarın yüzde 15'iyle 20'si arasında değiştiği (bu oran on beşinci yüzyılda yüzde 10'a düşecektir) gerçek sigorta poliçeleri ilk olarak 1350'lerde görülür. Tacir Francesco Datini'nin (1355-1410) arşivindeki tipik bir kontrat, sigorta edenlerin, sigorta edilen mallar varış noktasında güvenli bir şekilde boşaltılana dek "ambalaj ve gümrük hariç olmak üzere Tanrı'dan, denizden, savaşçılardan, yangından, tehlike anında gemiden boşaltım yapmaktan, hükümdarlar, şehir yönetimleri ya da herhangi bir kişi tarafından" alıkoyulmaktan, misillemeden, tutuklamalardan, her türlü kayıp, tehlike, talihsizlik, gecikme ve uğursuzluktan doğabilecek riskleri göz önüne aldıklarını gösterir.[13] Bu tür kontratlar yavaş yavaş

12 Florance Edler de Roover, "Early Examples of Marine Insurance", *Journal of Economic History, 5, 2* (Kasım 1945), s. 172-200.
13 a.g.e., s. 188.

standart hale gelmiş ve bu standart *lex mercatoria*'nın (ortaçağda Avrupa'da kullanılan ticaret hukuku) parçası olduktan sonra yüzyıllarca ayakta kalmıştır. Diğer yandan bu tip sigortaları yapanlar işin uzmanı değillerdir, kendi hesaplarına ticaret yapan başka tüccarlardır.

On yedinci yüzyılın sonlarına doğru, Londra'da bir sigorta piyasası oluşmaya başladı. Zihinlerde tabii ki 1666'da 13.000'den fazla evi yok eden Büyük Yangın vardı.* Yangından on dört yıl sonra Nicholas Barbon ilk sigorta şirketini kurdu. Yaklaşık aynı dönemde Edward Lloyd'un Londra, Tower Street'teki (daha sonra Lombard Street'teki) kahve dükkânında deniz sigortası konusunda uzmanlaşmış bir piyasanın temelleri atılıyordu. 1730 ve 1760 arasında Lloyd'daki bilgi değiş tokuşu daha düzenli hale geldi ve 1774'te Royal Exchange'de, 15 pound katılım bedeli ödeyen yetmiş dokuz daimi üyeyle Lloyd Derneği kuruldu. Daha önceleri görülen tekel konumundaki ticaret şirketlerine göre Lloyd, şirketleşmemiş piyasa katılımcılarının birliğinden oluşan basit bir kurumdu. Yüklenicilerin (poliçenin altına ismini yazan, bu nedenle de Lloyd'un İsimleri diye de bilinen kişilerin) sorumluluğu sınırsızdı. İşin finansal düzenlemesi ise bugün dağıtım modeli (*pay as you go*) olarak bilinen şekilde yapılıyordu, yani o yıl içinde ödenecek tutarı karşılayıp üzerine bir miktar kâr getirecek kadar prim toplanmaya çalışılıyordu. Sigorta işine sınırlı sorumluluğun gelmesi 1710'da yangın sigortası konusunda uzmanlaşan Sun Insurance Office'in ve on yıl sonra (Güney Denizi Balonu iyice şişmişken) hayat ve deniz sigortaları konusunda uzmanlaşan Royal Exchange Assurance Corporation ve London Assurance Corporation'ın kurulmasıyla oldu. Fakat bu üç şirket de dağıtım modeliyle çalışıyordu. London Assurance'ın defterleri toplanan primlerin genelde (her zaman değil) ödemelerden fazla olduğunu, Fransa'yla yapılan savaşta olduğu gibi bazı dönemlerde iki kalemin de aniden yükselebildiğini gösteriyordu. (Bu şaşırtıcı değildi çünkü Londralı sigortacılar 1793'e kadar Fransız tüccarlara teminat satabiliyordu.[14] Barış tesis edildiğinde bu uygulamaya geri dönüldü, o yüzden Birinci Dünya Savaşı'nın arifesinde Alman ticaret filosunun büyük kısmı Lloyd's tarafından sigortalanmış durumdaydı.[15])

Hayat sigortası da ortaçağda vardı. Floransalı tacir Bernardo Cambi'nin muhasebe defterleri Papa'nın (V. Nicholas), Venedik Doçu'nun (Francesco Foscari)

14 A. H. John, "The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century", *Economica*, New Series, 25, 98 (Mayıs 1958), s. 130.

15 Paul A. Papayoanou, "Interdependence, Institutions, and the Balance of Power", *International Security, 20, 4* (Bahar 1996), s. 55.

* Yangın sigortasının tarihi insanın aklının iş işten geçtikten sonra başına geldiğini pek güzel anlatır. 1835'teki New York yangınından sonra Amerikan Devletleri sigorta şirketlerinin yeterli rezervlere sahip olması gerektiği konusunda ısrarcı oldular. 1842'deki Hamburg yangınından sonra büyük felaketlerin risklerini paylaşmak üzere reasürans geliştirildi.

ve Arago Kralı'nın (V. Afonso) hayatlarına dair sigorta kayıtları içerir. Ama bu kayıtlar Cambi'nin at yarışı bahislerinden pek de farklı değildir.[16] Doğrusu –en karmaşık denizcilik sigortaları da dahil– tüm sigorta çeşitleri bir nevi kumardı. Güvence altına alınan riski değerlendirecek yeterli teorik altyapı henüz oluşmamıştı. Entelektüel buluşların gözle görülür şekilde hızlanmasıyla, 1660'ların başında bu teorik altyapı yaratıldı. İşin temelinde altı büyük buluş vardı:

1. *Olasılık.* Fransız matematikçi Blaise Pascal *Ars Cogitandi* kitabında "zarardan duyulan korku sadece zararın büyüklüğüne değil, o zararın meydana gelme olasılığına da orantılı olmalıdır" görüşünü Port-Royal'daki bir keşişe atfeder. Pascal ve arkadaşı Pierre de Fermat yıllardır olasılık problemleriyle uğraşıyorlardı ve bu sigortanın evrimi için kritik bir noktayı teşkil etti.
2. *Yaşam Beklentisi. Ars Cogitandi*'nin yayımlandığı yıl (1662) John Graunt, Londra'nın resmi ölüm istatistiklerine dayanarak belirli bir nedenden ölme olasılığını tahmin etmeye çalıştığı "Ölüm Raporlarına Dayanan ... Doğal ve Siyasi Gözlemler" ("Natural and Political Observations ... Made upon the Bills of Mortality") kitabını yayımladı. Ne yazık ki Graunt'un verileri ölüm yaşı bilgisini içermiyordu ve bu da çıkarılabilecek anlamlı sonuçları sınırlandırıyordu. Graunt'un Royal Society'den arkadaşı Edmund Halley Silesya'daki Breslau kasabasının (bugünkü Polonya'da Wroclaw) Royal Society'ye gönderdiği verileri kullanarak önemli ilerlemeyi yapan kişi oldu. Halley'in kaydedilmiş 1.238 doğum ve 1.174 ölüme dayanan çalışması herhangi bir yılda ölmeme olasılığını veriyordu: "20 yaşındaki bir adamın bir yıl içinde ölme olasılığı 100'de 1'ken, 50 yaşındaki adam için bu 38'te 1'dir..." Bu çalışma aktüeryal matematiğin temel taşlarından biri olacaktı.[17]
3. *Kesinlik.* Jacob Bernoulli 1705 yılında "benzer koşullar altında, bir olayın gelecekte gerçekleşmesi (ya da gerçekleşmemesi), geçmişte gözlemlenen gerçekleşme modelini takip edecektir" görüşünü savundu. Ona ait Büyük Sayılar Kanunu belli bir kesinlik derecesine sahip çıkarımlar yapılabileceğini, mesela bir örneğe dayanarak iki çeşit topla doldurulmuş olan bir kavanozda kaç top olduğunun tahmin edilebileceğini ortaya koyuyordu. Böylece istatistiki önem kavramının ve belli güven aralıklarında yapılan modern olasılık formülasyonlarının (mesela yüzde 95'lik güven aralığında, kavanozdaki beyaz topların sayısının, toplamın yüzde 30'u ile yüzde 40'ı arasında olduğunu söylemek, gerçek oranın yüzde 95 ihtimalle o aralıkta olduğu anlamına gelir) temelleri atılmış oldu.

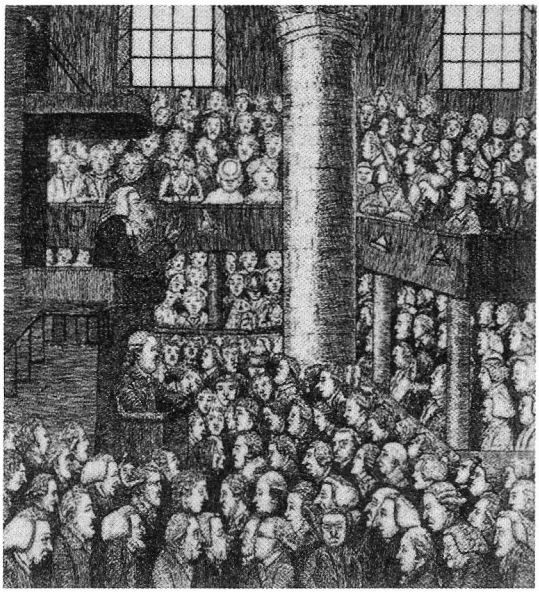
16 Roover, "Early Examples of Marine Insurance", s. 196.
17 M Greenwood, "The First Life Table", *Notes and Records of the Royal Society of London, I, 2* (Ekim 1938), s. 70-72.

4. *Normal Dağılım.* Tekrarlanan bir sürecin sonuçlarının bir eğri boyunca, varyanslarına göre ortalamanın ya da standart sapmanın etrafında dağıtılabileceğini gösteren Abraham de Moivre'ydi. 1733'te şöyle yazıyordu: "Şans düzensizlikler yaratsa da, zaman içinde düzensizliklerin görülme sıklığının, orijinal tasarımın doğal sonucu olan düzenin görülme sıklığına göre kıyaslanmayacak derecede düşük olma ihtimali sonsuz derecede büyüktür." 3. Bölümde gördüğümüz çan eğrisi, sonuçların yüzde 68,2'sinin ortalamanın (artı eksi) bir standart sapma yakınında olduğu normal dağılımı gösterir.
5. *Fayda.* İsviçreli matematikçi Daniel Bernoulli 1738'de "Bir maddedin değeri fiyatına değil sağladığı faydaya dayanmalıdır" savını öne sürdü. "Varlıktaki küçük bir artışın sağlayacağı fayda, daha önce edinilmiş varlığın miktarıyla ters orantılı olacaktır." Yani 100 dolar, ortalama gelir sahibi bir kişi için, hedge fonu yöneticisine göre daha fazla değer taşıyacaktır.
6. *Çıkarım.* Thomas Bayes "İhtimaller Doktrinindeki Bir Sorunu Çözme Yolunda Makale"sinde (ölümünden sonra, 1764'te basılmıştır) kendisine şu problemi sordu: "Bilinmeyen bir olayın kaç kere gerçekleşip, kaç kere başarısız olduğu veriliyor; tek bir deneme yapıldığında olayın gerçekleşme olasılığının belirlenecek iki olasılık derecesi arasında olma ihtimali isteniyor." Probleme getirdiği çözüm şuydu: "Bir olayın olasılığı, gerçekleşme ihtimali hesaplanması gereken olaya ilişkin beklentinin faydasıyla, beklenilen gerçekleşirse ortaya çıkacak olanın ihtimali arasındaki orandır." Bu, beklenen faydanın, bir olayın gerçekleşme olasılığıyla olayın gerçekleşmesi durumunda elde edilecek ödülün çarpılmasıyla bulunmasına dayanan modern formülasyonun öncüsü olan bir tanımdı.[18]

Kısacası modern anlamda sigortanın gerçek ataları tüccarlar değil matematikçilerdi. Fakat teoriyi pratiğe dönüştürmek papazlara düşecekti.

Edinburg'un Eski Şehri'nin eteklerindeki Greyfriars Kirkyard (mezarlık), sahibinin mezarının başından ayrılmayan sadık Skye terrier, Greyfriars Bobby'le ve on dokuzuncu yüzyılın başlarında Edinburg Üniversitesi'ndeki tıp fakültesine inceleme için ceset temin eden –Dirilten Adamlar adıyla bilinen– mezar soyguncularıyla bilinir. Ama Greyfriars'ın finans tarihindeki önemi, papaz Robert Wallace ve arkadaşı Tolbooth papazı Alexander Webster'ın matematik alanındaki çalışmalarından kaynaklanır. Doğru aktüer ve finansal ilkelere dayanan ilk modern sigorta fonunu kurmak tüccar bahisçiliğinin değil, Edingburg'da matematik profesörü olan Colin Maclaurin'le birlikte onların başarısı oldu.

18 Önceki paragrafla ilgili olarak Peter L. Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (New York, 1996) kitabına teşekkür borçluyum.



Sigortanın ruhu: Alexander Webster Edinburg'da vaaz veriyor.

Kendine has bir kokusu olan İskoç başkentinde, o günkü ismiyle Auld Reekie'de yaşayan Wallace ve Webster insanın durumunun ne kadar kırılgan olduğuna dair keskin bir hissiyata sahiptiler. Kendileri epey ileri yaşlara kadar, sırayla 74 ve 75, yaşadılar. Ama Maclaurin, 1745 yılında Jacobite'lerin ayaklanmasından kaçmaya çalışırken atından düşüp donarak sadece 48 yaşında öldü. Papacıların istilası Edinburgluların on sekizinci yüzyılın ortalarında karşılaştıkları tehlikelerden sadece biriydi. Ortalama yaşam süresi, 1800'lere kadar sadece 37 yıl olan İngiltere'dekinden daha iyi değildi. Edinburg'daki durum on sekizinci yüzyılın sonuna doğru ortalama yaşam süresinin 23 olduğu Londra kadar, hatta İskoç başkentinin meşhur hijyen sorunu düşünüldüğünde Londra'dan daha da beter olabilirdi.[19] Wallace ve Webster'a göre erken ölüm karşısında özellikle savunmasız olan bir grup vardı. 1672 tarihli Ann Kanunu'na göre ölen bir papazın eşi ve çocukları, sadece papazın öldüğü yıl, papazın yarım yıllık maaşını alabiliyorlardı. Sonrasında onları aşırı yoksulluk bekliyordu. 1711 yılında Edinburg piskoposu ilave dağıtım modeliyle çalışan ilave bir sistem kurmuştu. Wallace ve Webster bunun yetersiz olduğunu biliyordu.

İskoçyalı papazları, her küçük günahı bekleyen ilahi bir ceza olduğunu bilen, tutumluluk ve sağduyu konularında örnek teşkil edecek kişiler olarak biliriz. Gerçekte ise, Robert Wallace daha önceleri Ranken's Inn olarak bilinen Rankenian Club'taki ayyaş arkadaşlarıyla kırmızı şarap içmeyi seven iyi bir içici ve

19 Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).

bir matematik dehasıydı.* Alexander Webster'in takma adı Bonum Magnum'du; söylendiğine göre "herhangi bir içkinin Doktor Webster'ın dimağını ya da bacaklarını etkilemesi mümkün değildi". Ama iş yaşam beklentisi hesaplamalarına geldiğinde kimsenin daha ayık olduğu söylenemezdi. Webster ve Wallace'ın, on sekizinci yüzyıl İskoç Aydınlanması'nın ve ona öncülük eden Calvinist Reformun birer ürünü olduklarını gösteren planları dahiceydi. Papazların, öldüklerinde arkada kalan dul ve yetimlere bakılması için sadece yıllık bir prim ödemeleri yerine, bu primler kârlı yatırımlarda değerlendirilecek bir fon yaratılmasında kullanılabilir, dul ve yetimlere sadece toplanan primlerle değil, yatırımdan elde edilen getirilerle de ödeme yapılabilirdi. Sistemin oluşturulabilmesi için gelecekte kaç kişinin bu sistemden yararlanacağını ve onlara destek olabilmek için ne kadar paraya ihtiyaç olduğu hakkında doğru öngörülere ihtiyaçları vardı. Günümüzdeki aktüerler Webster ve Wallace'ın hesaplamalarındaki isabete hâlâ hayranlıkla bakarlar.[20] Wallace ilk taslaklardan birinde "Kocasının ölümünden sonra dul kadının alacağı parayı belirleyen yalnızca tecrübe ve iyi hesaplamalar olmadır ama ilk olarak kocasının hayatı boyunca yaptığı [yıllık] ödemenin üç katıyla başlanabilir" diyordu. Wallace daha sonra Webster'la birlikte İskoçya'daki tüm papaz evlerinden topladıkları verilere yöneldi. Görünen o ki "hayatta olan papazların sayısı hep 930 oluyordu":

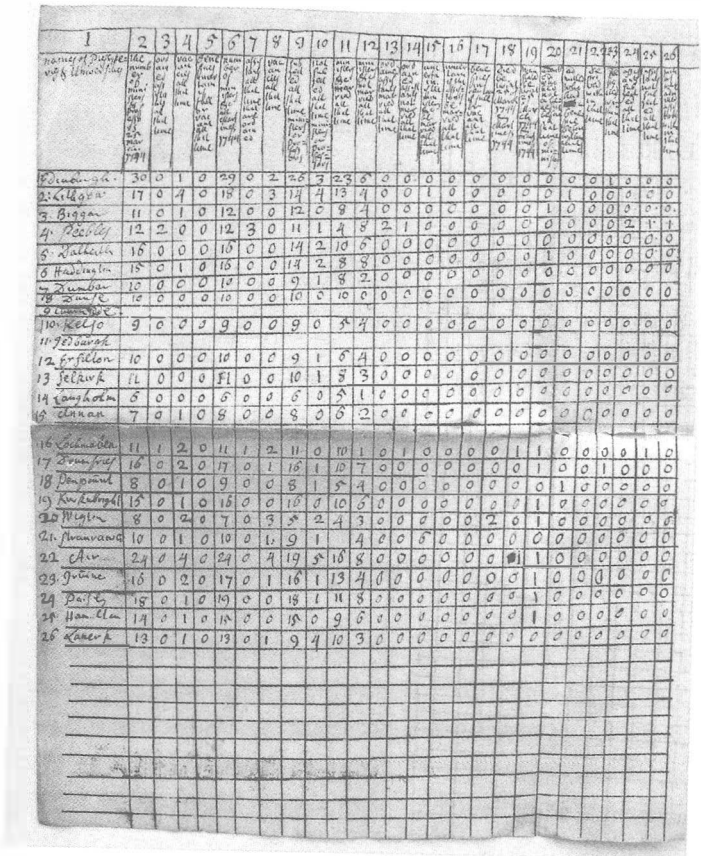
> ... 20 yıl geriye giden verilere bakılınca her yıl 27 papazın öldüğü, 18'inin arkasında dul, 5'inin anneleri olmaksızın yetim bıraktığı, arkasında dul bırakanlardan 2'sinin önceki evliliklerinden olma 16 yaşını geçmemiş çocuklarının da olduğu görülmüştür; tüm dullar toplandığında her yıl ödenek alanlardan 3'ünün öldüğü, evlendiği ya da 16 yaşın altında çocuk olmaktan çıktığı görülmüştür.

Wallace ilk başta aynı anda hayatta olan dulların sayısının en fazla 279 olabileceğini tahmin etmişti; ama hepsi aynı yaşta olmayan dullar için sabit bir ölüm oranı öngörmenin yanlış olduğunu işaret eden Maclaurin, Wallace'ın tahminini düzeltme imkânına sahipti. Doğru ve daha yüksek olan rakama ulaşmak için Halley'in yaşam tablolarına yöneldi.[21]

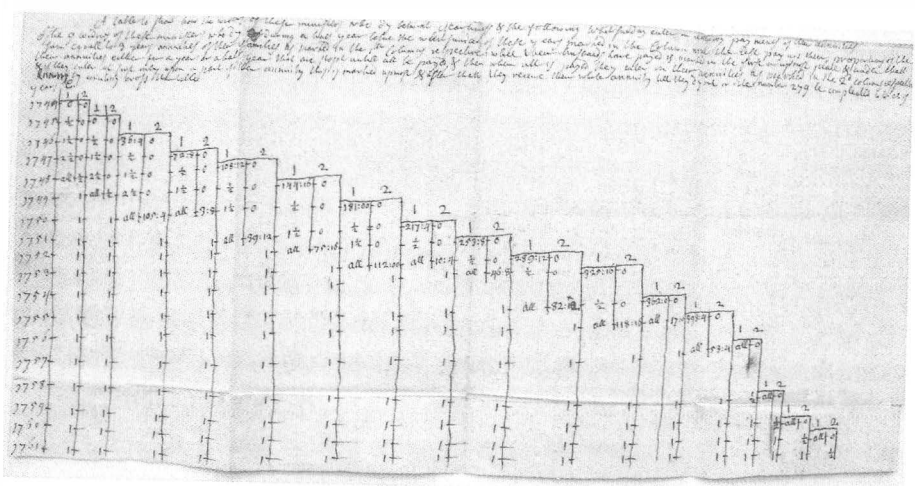
20 Detaylar için Ian Dunlop'un editörlüğünü yaptığı *The Scottish Ministers' Widows' Fund, 1743-1993* (Edinburg, 1992) kitabındaki makalelere bakınız.

21 Önemli dokümanlar İskoç Ulusal Arşivi'ndeki Robert Wallace belgelerinde bulunabilir. CH/9/17/6-13.

* Wallace aynı zamanda "Antik ve Modern Dönemde İnsan Oğlunun Nüfusu Üzerine İnceleme"sini (*Dissertation on the Numbers of Manking in Ancient and Modern Times*) sunduğu Philosophical Society of Edinburg'un da üyesiydi. İsmi geçen çalışması bazı açılardan Thomas Malthus'un Nüfus İlkeleri Hakkında Makale'sine (*Essay on the Principles of Population*) öncülük etmiştir.



Orijinal Scottish Ministers' Widows' Fund için yapılan hesaplamalar (1)



Orijinal Scottish Ministers' Widows' Fund için yapılan hesaplamalar (2)

Hesaplamaların doğruluğunu test edecek olan, zamandı. Planın son şekline göre her papaz 2 pound 12 şilin 6 peniyle, 6 pound 11 şilin 3 peni arasında (4 farklı tutarda primden biri seçilebiliyordu) bir yıllık prim ödeyecekti. Toplanan para kârlı yatırımlarda (ilk başlarda genç papazlara verilen borçlarda) değerlendirilmek üzere bir fon yaratmak için kullanılacak, elde edilen getirilerle yeni dul kalanlara, ödenen primin seviyesine göre 10 ila 25 pound arasında yıllık ödemek ve fonun yönetim masraflarını karşılamak mümkün olacaktı. Diğer bir ifadeyle, İskoçya Kilisesi Papazlarının Dul ve Çocukları için Bakım Fonu (*Fund for a Provision for the Widows and Children of the Ministers of the Church of Scotland*) ortaya çıkacak masrafları ödemek ve mümkün olan en fazla tutarda yıllık ödeme yapabilmek için gerekli meblağ birikinceye kadar alınan ödemeleri ve elde edilen faizleri sermaye olarak biriktiren, maksimum ilkesiyle işleyen ilk sigorta fonuydu. Eğer öngörüler yanlışsa fonda fazla, ya da daha sorunlu bir şekilde yetersiz para toplanabilir. Wallace ve Webster fonun büyüme hızını tahmine yönelik beş denemeden sonra 1748'deki başlangıçta 18.620 pound olan büyüklüğün 1765'te 58.348 pounda ulaşacağını gösteren rakamlar üzerinde mutabık kaldılar. Sadece 1 pound yanıldılar. Fonun 1765'teki serbest sermayesi 58.347 pounddu. Wallace ve Webster hesaplamalarının doğruluğunu görecek kadar yaşadılar.

Alman sigorta eksperi Alfred Manes 1906 yılında sigortayı kısaca şöyle tanımladı:

> Karşılıklılık ilkesine dayanan, olasılığı hesaplanabilir ihtimale dayalı bir olay nedeniyle ihtiyaç duyulan bir fon temin etmek amacıyla kurulan iktisadi kuruluş.[22]

The Scottish Ministers' Widows' Fund bu özellikleri taşıyan ilk fondu ve kuruluşu finans tarihindeki önemli kilometre taşlarından biriydi. Sadece İskoçyalı papazlar için değil, zamansız ölüme karşı hazırlıklı olmak isteyen herkese model teşkil etti. Fon tam anlamıyla faaliyete geçmemişken bile Edinburg, Glasgow ve St. Andrews üniversiteleri fona katılabilmek için başvuruda bulundular. Takip eden yirmi yıl içinde İngilizce konuşan dünyanın her yanında aynı modelle benzer fonlar türedi; bunların arasında Presbyterian Ministers' Fund of Philadelphia (1761), English Equitable Company (1762) ve İskoç esnafların dullarına hizmet veren United Incorporations of St Mary's Chapel da (1768) vardı. 1815'e gelindiğinde sigortanın prensipleri o kadar yaygınlaşmıştı ki, Napoléon'a karşı savaşırken hayatını kaybedenlere uyarlanmıştı. Bir askerin Waterloo'da hayatını

22 G. W. Richmond, "Insurance Tendencies in England", *Annals of the American Academy of Political and Social Science, 161* (Mayıs 1932), s. 183.

kaybetme ihtimali 4'te 1'di. Ama asker sigortalanmıştı, savaş meydanında kalsa bile karısının ve çocuklarının sokaklara düşmeyeceğini bilerek teselli oluyordu. On dokuzuncu yüzyılın ortalarında sigortalanmak, Pazar günü kiliseye gitmek kadar saygınlık kazandıran bir şeydi. Finansal açıdan pek de sağduyulu olmayan romancılar bile sigorta fonlarına katılabiliyordu. Sir Walter Scott[23] 1826'da, ölümü halinde bile alacaklılarının paralarını almalarını garanti eden bir poliçe aldı.* İlk başta birkaç yüz din adamının dullarını desteklemek için kurulan fon, düzenli şekilde büyüyerek bugün Scottish Widows olarak bildiğimiz genel sigorta ve emeklilik fonuna dönüştü. 1999 yılında Lloyds Bankası tarafından alındıktan sonra herhangi bir finansal hizmet sağlayıcıya dönmüş olsa da, Scottish Widows hâlâ Calvinist iktisadın faydalarına örnek teşkil eder. Tabii finansal tarihin en başarılı reklam kampanyalarından birinin hakkı da yenmemelidir.**

1740'larda kimsenin tahmin etmediği şey, prim ödeyenlerin sayısını sürekli artıran sigorta fonları ve onların yakın akrabaları emeklilik fonlarının dünyadaki en büyük yatırımcılara –bugün küresel finans piyasalarını etki altına alan kurumsal yatırımcılara– dönüşecekleriydi. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, sigorta şirketlerinin hisse senedi piyasalarına yatırım yapmalarına izin verildiğinde, hızlı bir şekilde Britanya ekonomisinin büyük lokmalarını yutup, 1950'lerin ortalarında belli başlı Britanyalı firmaların üçte birinin sahipleri haline geldiler.[24] Bugün sadece Scottish Widows 100 milyar poundu yönetiyor. Gelişmiş ülkelerde sigorta primlerinin yurtiçi hasılaya oranı giderek arttı ve Birinci Dünya Savaşı'nda önce yüzde ikiyken günümüzde yüzde ona dayandı.

Robert Wallace'ın 250 yıl önce fark ettiği gibi sigortada ölçek önemlidir çünkü fona ödeme yapan insan sayısı arttıkça, ortalamalar yasası gereği, (lehdarlar açı-

23 A. N. Wilson, *A Life of Walter Scott: The Laird of Abbotsford* (Londra: Pimlico, 2002), s. 169-71.

24 G. Clayton ve W. T. Osborne, "Insurance Companies and the Finance of Industry", *Oxford Economic Papers, New Series, 10, 1* (Şubat 1958), s. 84-97.

* Scott ilk Latin Amerika Borç Krizi'nin tetiklediği finansal krizin bir kurbanıydı. (2. Bölüm'e bakınız.) Belki de gayrimenkule olan düşkünlüğünün kurbanıydı. Abbotsford'daki çok sevdiği kır evini finanse edebilmek için kitaplarını basan matbaaya (James Ballantyne and Co.) ve onunla ilişkili olan yayınevine (John Ballantyne & Co.) gizli ortak olarak yatırım yaptı. Ayrıca kendi kitaplarını yayımlayan Archibald Constable'a da ortaktı. Bu iştiraklerinin getirisinin geleneksel yayın hakkı gelirlerine göre daha yüksek olacağını tahmin ediyordu. Bu işlerini bir sır olarak tuttu çünkü sulh mahkemesindeki kâtiplik ve şeriflik görevleriyle uygun düşmeyeceklerini düşündü. Ballantyne and Constable'ın 1825'te batması Scott'u 117.000'le 130.000 pound arasında bir borçla karşı karşıya bıraktı. Scott Abbotsford'u satmak yerine işleri yazarak yoluna koymayı seçti. Başarılı da oldu ama sağlığını kaybetti ve 1832'de öldü. Eğer daha erken ölmüş olsaydı alacaklıları Scottish Widows poliçesinin lehdarları olacaklardı.

** 1986 tarihli orijinal kampanyada David Bailey aktör Roger Moore'un kızı Deborah'yı inanılmaz cazibeli bir İskoç Dulu (Scottish Widow) olarak fotoğraflamıştır.

CLASS A1

No. 681

Premium ..... L.181 . . —

Entry Money ..... 15 . . —

Stamp ..... 4 . . —

First Payment ..... L.170 . . —

Annual do. Payable on 1st January yearly. } L. 181 . . —

Whereas Sir Walter Scott of Abbotsford, Baronet

ha applied to be admitted Member of the SCOTTISH WIDOWS FUND AND LIFE ASSURANCE SOCIETY, and to become Contributor to the Stock and Funds of the said Society, for the Benefit or Provision underwritten, and has deposited in the office of the said Society a Declaration, dated the Fourth day of December current and signed by him as the basis and condition of his becoming Contributor, setting forth that the age of him the said Sir Walter Scott does not exceed Fifty four years, and that the said Sir Walter Scott is in a good state of health, and not subject to any disease which tends to the shortening of life

and also declaring his accession to the Articles of Constitution of the said Society, which are recorded in the books of Council and Session, the fourth day of October Eighteen hundred and Fourteen years; and also to the bye laws of said Society. AND WHEREAS the said Sir Walter Scott has made payment to the Manager of the said Society of One Hundred and Fifty one Pounds Sterling being his first annual Contribution to the stock and funds of the said Society; together with Fifteen Pounds Sterling for management money

Now these Presents are to Certify, that in consideration of the premises, the said Sir Walter Scott has been duly admitted as Member of the said Society, and that his Heirs, Executors or Successors

shall be entitled to receive out of the stock and funds of the said Society at the end of one months after proof shall have been made to the satisfaction of the Board of Directors of the said Society the sum of Three Thousand Pounds Sterling, but which sum shall not be payable until three months at least after proof of such decease shall have been made to the satisfaction of the Board of Directors of the said Society

or such other sums as shall become due and payable upon the contingency before expressed, agreeably to the laws and regulations of the said Society; BUT ALWAYS with and under this CONDITION AND PROVISION, that the said Sir Walter Scott shall duly pay or cause to be paid at the office of the said Society in Edinburgh, the future yearly contributions of One hundred and fifty one Pounds Sterling, on or before the Fourth day of December in every succeeding year during the Existence or within thirty days thereafter. AND FURTHER PROVIDING AND DECLARING, that in case the said Sir Walter Scott shall, within the time to which this Certificate is limited, depart beyond the limits of Europe, or upon the seas (except in occasionally passing from any part of His Majesty's dominions in Great Britain and Ireland to any other part of His Majesty's said dominions, and also in time of peace, in occasionally passing in King's Ships, Steam Packets, or other decked vessels between British Ports, and such foreign ports as lie between Ostend and Havre-de-Grace, both inclusive), or shall enter into or engage in any military service except in Great Britain, or out of Europe whatsoever, or shall come by his death by suicide, or in case it shall hereafter appear that any untrue averment is contained in the Declaration before recited, as to the age, state of health, or description of the said Sir Walter Scott or in case payment of the said yearly contributions shall not be regularly made as aforesaid, then, and in every such case, this Certificate shall be void, and all claim to any benefit out of, or interest in the funds of the said Society, in virtue of these presents, shall cease and determine, and all monies that may have been paid in consequence thereof, shall belong to the Society, excepting always, in so far as relief is provided or may be lawfully granted by the Directors of the said Society, agreeably to the laws and regulations thereof. AND it is hereby specially PROVIDED AND DECLARED, that no member or members of the said Society shall be liable in individual capacity, incur or be liable to any personal responsibility for the benefit or provision hereby expressed, and it shall only be competent to the person or persons who may become entitled thereto, to make the same effectual against the proper funds of the Society, and the contributions thereof, to the extent of their intromissions, in manner mentioned in Title Sixth of the said Articles of Constitution: and it shall not be competent to the said Society, or the Directors, or their Factors or others authorised by them, to make any call upon the said Sir Walter Scott or any other individual member or members of the said Society, for any sum or sums of money, in addition to the contributions, conditioned to be paid by them respectively, in terms of the certificates, which formed the legal and valid grounds of their connection with the Society, without the consent of each member so called upon first had and obtained. IN WITNESS WHEREOF, these presents are partly printed and partly written upon stamped paper, the writing being filled up by Alexander Spottiswoode to John Mckean Manager of the said Society and are subscribed by two of the Directors, and the Manager of the said Society, at Edinburgh, the Fourteenth day of December one thousand eight hundred and twenty four years, before these witnesses, Hugh McKean Clerk to the said John McKean, and the said Alexander Spottiswoode

Examined, Hugh McKean Witness

Alex Spottiswoode Witness

Director.

Director.

Manager.

SPECIMEN

Sir Walter Scott'un hayat sigortası poliçesi.

sından) her yıl ne kadar ödeme yapılacağını öngörmek daha kolay hale gelir. Hiç kimsenin ölüm tarihi önceden bilinemez ama aktüerler ilk olarak Wallace, Webster ve Maclaurin tarafından uygulanan prensipleri kullanarak büyük insan gruplarının olası yaşam sürelerini şaşırtıcı kesinlikle hesaplayabilirler. Sigortacıların, poliçe sahiplerinin ne kadar yaşayacağı dışında fonlarıyla yaptıkları yatırımların ne kadar gelir getireceğini bilmeleri gerekir. Poliçe sahiplerinin ödediği primlerle ne alsalar iyi olur? London Assurance Corporation'ın baş aktüeri A. H. Bailey gibi muhafazakâr otoritelerin önerdiği gibi görece güvenli olan tahvilleri mi? Yoksa daha riskli ama daha yüksek getirili hisse senetlerini mi? Sigorta gündelik hayatın risklerinin ve belirsizliklerinin, finansın riskleri ve belirsizlikleriyle buluşmasıdır. Aktüer biliminin sigorta şirketlerine poliçe sahipleri karşısında yerleşik bir üstünlük sağladığı kesindir. Modern olasılık teorisinin doğuşundan önce sigortacılar birer kumarbazdı, şimdi ise kumarhane oldular. Dickie Scruggs'ın kudretten kesilmeden önce gösterdiği gibi şans tamamiyle bahisçilerin/poliçe sahiplerinin karşısında olabilir. Ama iktisatçı Kenneth Arrow'un uzun zaman önce belirttiği gibi birçoğumuz, yüzde 100 ihtimalle küçük bir kayıp (yıllık primimiz) ve küçük bir ihtimalle büyük bir kazanç (bir felaket sonrası alınacak sigorta ödemesi) getirecek bir kumarı yüzde 100 ihtimalli küçük bir kazanç (hiç prim ödememek) ve belirsiz ihtimale sahip büyük bir kayıpla (felaket sonrası hiç ödeme alamamak) sonuçlanacak kumara tercih ederiz. Bu yüzden gitarist Keith Richards parmaklarını, şarkıcı Tina Turner da bacaklarını sigortalatmıştır. Ancak sigorta şirketleri bahislerini yatıranlara sistematik olarak ödeme yapamaz ise, İskoç ihtiyatlılığına istinaden uzun süredir sahip oldukları ün, değersizlik ve ahlaksızlığa dair bir üne dönüşür.

Yine ortada bir bilmece vardır. Modern sigortanın mucidi olan Britanyalıların dünyanın en çok sigortalanan insanları olmaları ve Amerikalılara göre yaklaşık yüzde otuz, Almanlara göre ise iki kat daha fazla sigorta harcaması yapıp, GSYİH'nın yüzde 12'sinden daha fazla prim ödemeleri anlaşılabilir.[25] Yine de anlık bir refleks bunun neden böyle olduğunu sorduruyor. Amerika'nın aksine Britanya aşırı hava olaylarını pek seyrek görür; benim yaşamımdaki kasırgaya en yakın hadise Ekim 1987'deki fırtınaydı. Hiçbir Britanya şehri, San Francisco gibi bir fay üstünde değildir. Ve Almanya ile kıyaslandığında, Scottish Widows'un kurulduğu dönemden beri Britanya tarihi, neredeyse mucizevi bir siyasi istikrar sergiler. Öyleyse Britanyalılar neden bu kadar fazla sigorta alırlar?

Yanıt, riske karşı korunmanın diğer bir alternatifi olan refah devletinin yükselişinde ve çöküşündedir.

25 "American Exceptionalism", *Economist*, 10 Ağustos 2006.

Savaştan Refaha

Scottish Widows gibi özel fonlar ne kadar çok olursa olsun, sigortanın ulaşamayacağı, zor günler için birikim yapamayacak kadar fakir ya da umursamaz olan insanlar hep var olacaktır. O insanların işi hep acılı ve zordur: Hayır kurumlarına ya da düşkünler evinin hoşgörüsüz yönetimlerine bağımlı olmak. Londra'daki Northumberland Sokağı'nda yer alan büyük düşkünler evi Marylebone'daki fakir, sakat, aciz, yaşlı ve körlerin sayısı bazı dönemlerde 1.900'a kadar çıkmıştır. Havanın ayaz, işin az ve yemeğin kıymetli olduğu zamanlarda kadın, erkek yoksullar kendilerini hapishane benzeri bir düzene teslim ederler. *Illustrated London News*'un 1867'deki anlatımıyla:

> Bol miktarda sıcak ve soğuk suyla, sabun kullanarak yıkanıyorlar ve akşam yemeği için 170 gram ekmekle yarım litre yulaf lapası alıyorlar; sonra da elbiseleri temizlenmek ve tütsülenmek için toplanıyor, kendilerine verilen, sıcak tutan yün geceliklerle yataklara gönderiliyorlar. İncil okuyucular dualar okuyor ve yatakhanedeki sükûnet bütün gece muhafaza ediliyor... Yatak hindistancevizi lifiyle doldurulmuş bir şilte, pamuk bir yastık ve bir çift battaniyeden oluşuyor. Yazın altıda, kışın ise saat yedide kaldırılıyor ve çalışmaları isteniyor. Kadınlar binaları temizleyip üstüpüleri toplamaya, erkekler de taş kırmaya koyuluyor ama kimse akşam yemeğiyle hemen hemen aynı olan kahvaltıdan sonra dört saatten daha fazla çalıştırılmıyor. Sabah kendilerine ilaçlanmış ve mikroplardan arınmış şekilde geri verilen giysilerini onarmak isteyenlere iğne, iplik ve kumaş parçaları temin ediliyor. Eğer hasta olan varsa düşkünler evinin doktoru hepsiyle ilgileniyor; çıkamayacak kadar hasta olanlarsa revire yatırılıyor.

Yazar haberini, amatör yoksulların yakınacak hiçbir şey bulamayacakları görüşüyle sonlandırıyordu... Bir grup merhametli insan bundan daha fazlasını yapamazdı.[26] Fakat on dokuzuncu yüzyılın sonlarına doğru hayatta kaybedenlerin daha iyisini hak ettiği görüşü ağırlık kazanmaya başladı. Risk sorununa yeni bir yaklaşımın –saha sonra refah devletine evrilecek olan,– tohumları atılmaya başlandı. Devletin oluşturduğu bu sigorta sistemleri tüm vatandaşları doğumdan ölüme güvence altına alarak, ölçek ekonomisini sonuna kadar sömürmek üzere tasarlanmışlardı.

Refah devletinin Britanya'da bulunduğunu zannederiz. Ayrıca refah devletinin sosyalist ya da en azından liberal bir buluş olduğunu da düşünürüz. As-

26 http://workhouses.org.uk/index.html?StMarylebone/ StMarylebone.shtml

Londra'daki bir düşkünlerevinden iki sahne; Üstüpü ayıklamak, gemi yapımında kullanılmak üzere eski kenevir halatların liflerinin çıkarılmasını içeriyordu.

lında sağlık ve emeklilikte zorunlu devlet sigortası ilk olarak Britanya'da değil Almanya'da ortaya çıkmış ve Britanyalılar bu örneği yirmi yıl sonra takip etmiştir. Bu solun bir buluşu da değildir; gerçek tam aksidir. Otto von Bismarck'ın sosyal sigorta yasasının amacı, 1880'de kendisinin de izah ettiği gibi, varlıklı olmayan kitlelerde, aylık alma hakkına sahip olma hissinden doğan muhafazakâr bir ruh hali yaratmaktı. Bismarck'a göre "yaşlandığında aylık alacak bir adamla uğraşmak... böyle bir ihtimali olmayan bir adama göre çok daha kolaydı". Liberal muhaliflerini şaşırtan Bismarck açıkça bunun devlet sosyalizmine dayanan bir fikir olduğunu kabul etti! Çoğunluk varlıklı olmayanlara yardım etmek için sorumluluk almalıydı. Ama Bismarck'ı harekete geçiren fedakârlıktan başka bir şeydi. "Bu fikri kim benimserse, iktidara gelir" diye düşünüyordu.[27] Britanya'nın Bismarckçı örneği takip etmesi, Liberal Maliye Bakanı Lloyd George'un 70 yaşının üzerindekilere devlet aylığı ödenmesine yönelik, bütçe hesabı yapılmış, mütevazı bir plan açıklaması 1908'i buldu. Bunu 1911 yılındaki Ulusal Sağlık Sigortası Yasası izledi. Solcu bir kişi olmasına rağmen Lloyd George, Bismarck'ın oy kullanma haklarının genişlediği bir sistemde bu tip düzenlemelerin oy kazandıracağı görüşünü paylaşıyordu. Zenginlerin sayısı fakirlerinkine göre daha azdı. Lloyd George devlet emeklilik sistemini finanse etmek için doğrudan vergileri artırdığında, 1909 yılındaki bütçesine yakıştırılan "Halkın Bütçesi" yaftası hoşuna gitmişti.

Refah devleti siyaset sahnesinde doğmuşsa da, olgunluğa erişmesi savaşla oldu. Birinci Dünya Savaşı devletin hemen hemen her alandaki faaliyetlerini artırdı. Toplam kapasitesi 7.759.000 gros tondan fazla olan sayısız ticaret gemisini okyanusa gömen Alman denizaltıları karşısında, özel deniz sigortacılarının savaş riskini yüklenemeyecekleri açıktı. Lloyd's standart poliçesi 1898'de değiştirilmiş ve "düşmanca ve askeri saldırıların sonuçları" kapsam dışında bırakılmıştı (bu kloz f.c.s. olarak [free of capture and seizure – el koyma ve gasp hariç] biliniyordu). Ama o istisnayı kaldıracak düzenlemeler de savaş başladığında rafa kaldırıldı.[28] Birleşik Devletler'de devlet müdahele edip,[29] gemiyle yapılan ticaret taşımacılığını millileştirdi ve (tahmin edildiği gibi) sigorta şirketlerinin 1914-1918 arasındaki tüm hasarların savaş nedeniyle olduğunu öne sürmelerine imkân tanıdı.[30] Barış tesis edildikten sonra, 1920'de Britanya'daki siyasetçiler

27 Lothar Gall, *Bismark: The White Revolutionary, vol. II: 1879-1898*, çev. J. A. Underwood (Londra, 1986), s. 129.

28 H. G. Lay, *Marine Insurance: A Text Book of the History of Marine Insurance, including the Functions of Llyod's Register of Shipping* (Londra, 1925), s. 137.

29 Richard Sicotte, "Economic Crisis and Political Response: The Political Economy of the Shipping Act of 1916", *Journal of Economic History, 59, 4* (Aralık 1999), s. 861-884.

30 Anonim, "Allocation of Risk between Marine and War Insurer", *Yale Law Journal, 51, 4* (Şubat 1942); "War Risk in Marine Insurance", *Modern Law Review, 10, 2* (Nisan 1947), s. 211-214.

Erkekler, St. Marylebone Düşkünlerevi'nde yemek yiyiyor. Duvarlara yazılmış olan Tanrının adaleti ve iyiliği içeride olanlar için hemen göze çarpmıyor olabilir.

seferberliğin sona ermesinin emek piyasası üzerindeki etkisini dengelemek amacıyla bir İşsizlik Sigortası Sistemi kurma konusunda acele ettiler.[31] Bu süreç İkinci Dünya Savaşı boyunca ve sonrasında da kendini tekrar etti. İngiliz usulü sosyal sigorta, iktisatçı William Beveridge başkanlığındaki Bakanlıklar Arası Sosyal Sigorta ve Destek Hizmetler Komisyonu'nun 1942 tarihli "sefalet, hastalık, cehalet, pislik ve işsizlikle çeşitli programlarla daha geniş çapta mücadele edilmesini" öneren raporu doğrultusunda köklü bir şekilde genişletildi. Mart 1943'te Churchill bunu, yaptığı radyo konuşmasında: "tüm sınıflar için, tüm ihtiyaçlara yönelik beşikten, mezara zorunlu milli sigorta" olarak özetledi. İşsizliğin hükümet politikalarıyla yok edilmesi "büyüme üzerinde ihtiyaç duyulduğunda harekete geçirilip, istenildiğinde durdurulma yönünde bir etki yaratacak"; "devlet ortaklıklarının ve iktisadi teşebbüslerinin görüldüğü alanlar genişleyecek"; "konut tedariğinde kamu daha fazla ağırlık kazanacak"; "milli eğitimde reform yapılacak ve sağlık ve refah hizmetlerinin kapsamı genişletilecek."[32]

Devlet sigortasına yönelik savunmalar sosyal adaletin ötesine geçti. İlk olarak, devlet sigortası özel sigortaların girmeye korktuğu alanlara girebilirdi. İkincisi herkesi kapsayan ve bazen zorunlu olan üyelik, pahalı reklam ve satış kampanyalarına olan ihtiyacı ortadan kaldırıyordu. Üçüncüsü, konunun önde gelen uzmanlarından birinin 1930'larda dediği gibi "bir araya gelen büyük miktarlar, istatistiki deneyim için daha istikrarlı ortalamalar doğurmalıydı".[33] Diğer bir deyişle devlet sigortası ölçek ekonomisinden faydalanıyordu; öyleyse neden mümkün olduğunca kapsayıcı hale getirilmesindi? Beveridge Raporu'nun hem Britanya'da hem de tüm dünyada coşkuyla karşılanmış olması, refah devletinin neden "Britanya Malı" olarak algılandığını açıklamaya yardımcı oluyor. Fakat dünyanın ilk refah süpergücü, Britanya değil, prensipleri alıp, büyük bir başarıyla daha ileriye götüren Japonya'ydı. Refah devletiyle, savaş devleti arasındaki derin bağları Japon tecrübesinden daha açık gösteren bir örnek yoktur.

Yirminci yüzyılın ilk yarısında Japonya'da yaşanan felaketlerin ardı arkası kesilmiyordu. 1 Eylül 1923'te (Richter ölçeğiyle 7,9) büyük bir deprem Kanto bölgesini vurdu, Yokohama ve Tokyo şehirlerini yıkıma uğrattı. 128.000'den fazla ev tamamıyla çökerken bir o kadarı kısmen çöktü, 900 ev deniz tarafından yutuldu ve yaklaşık 450.000 ev depremden hemen sonra çıkan yangınlarda yandı.[34] Japonlar sigortalıydı; 1879'dan 1914'e kadar sigorta sektörleri sıfırdan,

31 Alfred T. Lauterbach, "Economic Demobilization in Great Britain after the First World War", *Political Science Quarterly, 57, 3* (Eylül 1942), s. 376-393.

32 Correlli Barnett, *The Audit of War* (Londra, 2001), s. 31

33 Richmond, "Insurance Tendencies", s. 185.

34 Charles Davison, "The Japanese Earthquake of 1 September", *Geographical Journal, 65, 1* (Ocak, 1925), s. 42.

ekonominin canlı bir sektörü haline gelmiş, otuzdan fazla şirket denizdeki kayıplar, ölüm, yangın, mecburi görev, nakliye kazası ve hırsızlık dahil on üç farklı dalda sigorta sunar olmuştu. Örnek olarak, depremin olduğu yıl, 1923'te Japonya vatandaşları ortalama poliçe tutarı 1.289 yen (600 dolar) olan 699.634.000 yenlik (328 milyon dolar) yeni hayat sigortası satın almışlardı.[35] Ama depremin yol açtığı kayıp 4,6 milyar dolar civarındaydı. Altı yıl sonra Büyük Buhran bazı kırsal bölgeleri açlığın eşiğine getirdi (o dönemde nüfusun yüzde 70'i tarımla geçiniyordu ve tarımla geçinenlerin yüzde 70'inin de sadece bir buçuk dönüm arazisi vardı.)[36] Ülke 1937'de Çin'i fethetmek üzere pahalı ve son derece anlamsız bir savaşa girdi. Ve sonra 1941'de Japonya dünyanın ekonomik deviyle, Birleşik Devletler'le savaşa girdi ve bunun nihai bedelini Hiroşima ve Nagasaki'de ödedi. Japonya'nın imparatorluk olma yolundaki başarısızlıkla sonuçlanan bahsinde kaybedilen 3 milyon hayat bir yana, 1945 sonunda Japonya'nın tüm sermaye birikimi Amerikan bombardıman uçakları tarafından sıfırlanmıştı. Birleşik Devletler Stratejik Bombardıman Araştırması'na göre altmıştan fazla şehrin imarlı alanlalarının en az yüzde 40'ı yok edilmişti; 2,5 milyon ev yıkılmış, 8,3 milyon insan evsiz kalmıştı.[37] Dokunulmadan kalan tek şehir, imparatorluğun önceki başkenti – *machiya* diye bilinen, geleneksel ahşap evlerin hâlâ görülebildiği ender yerlerden biri olduğu için modern öncesi Japonya'nın değerler sistemini yaşatmaya devam eden Kyoto'ydu. Bu uzun, ince yapıların kayan kapılarına, kâğıt paravanlarına, cilalı kirişleri ve tatamilerine bakıldığında Japon şehirlerinin yangına karşı neden bu kadar hassas olduğu anlaşılabiliyor.

Savaşan birçok devlette olduğu gibi, Japonya'da da alınan ders açıktı: Dünya, özel sigorta piyasasının başa çıkamayacağı kadar tehlikeli bir yerdi. (Birleşik Devletler'de bile federal hükümet War Damage Corporation aracılığıyla savaş hasarı riskinin yüzde 90'ını almış, Birleşik Devletler'in asıl topraklarında hiçbir savaş hasarı olmadığı için bu tarihin en kârlı kamu şirketlerinden biri olmuştu.)[38] Ne kadar istenirse istensin, bir kişiden Amerikan Hava Kuvvetleri'ne karşı sigortalanması beklenemez. Bu nedenle hemen hemen her yerde devlet işin içine girip, riski millileştirmiştir. Japonlar 1949'da genel bir refah sistemi geliştirmek için işe koyulduklarında, Sosyal Güvenlik Danışma Kurulu, İngiliz örneğinden epey fay-

35 Yoshimichi Miura, "Insurance Tendencies in Japan", *Annals of the American Academy of Political and Social Science 161* (Mayıs 1932), s. 215-219.

36 Herbert H. Gowen, "Living Conditions in Japan", *Annals of the American Academy of Political and Social Science 122* (Kasım 1925), s. 163.

37 Kenneth Hewitt, "Place Annihilation: Area Bombing and the Fate of Urban Places", *Annals of the Association of American Geographers, 73* (1983), s. 263.

38 Anonim, "War Damage Insurance", *Yale Law Journal, 51, 7* (Mayıs 1942), s. 1160-1. 8 milyon poliçeden prim toplayan sigorta sınırlı sayıda ödeme yaptığı için 210 milyon dolar kazanç elde etti.

dalandı. Genel refah sisteminin inançlı bir savunucusu olan Bunji Kondo'ya göre *bebariji no nijonhan* yani Japonlar için Beveridge zamanı gelmişti.[39] Ama Japonlar fikri, Beveridge'in niyet ettiğinden de ileriye taşıdılar. Danışma Kurulu'nun raporunda belirttiği gibi amaç hastalık, yaralanma, doğum, engellilik, ölüm, yaşlılık, işsizlik, büyük aile olma ve fakirleşmeye yol açan diğer nedenler karşısında ... devlet ödemeleriyle ... ihtiyacı olanın kamu yardımlarıyla minimum yaşam standartlarına sahip olmasını garanti altına alarak ekonomik güvence sağlayan bir sistem yaratmaktı.[40]

Artık refah devleti insanları modern yaşamda önceden kestirilemeyen tüm olaylara karşı güvence altına alacaktı. Eğer hasta olarak doğmuşlarsa, devlet ödeme yapacaktı. Eğer iş bulamamışlarsa devlet ödeme yapacaktı. Eğer çalışamayacak kadar hastalarsa devlet ödeme yapacaktı. Emekli olduklarında, devlet ödeme yapacaktı. Ve en sonunda öldüklerinde devlet bakmakla yükümlü olduklarına ödeme yapacaktı. Bu, savaş sonrasındaki Amerikan istilasının amaçlarından biri olan "feodal ekonominin yerine refah ekonomisi koyma" hedefiyle örtüşüyordu.[41] Fakat Japonya'nın refah devletinin (savaş sonrası dönemdeki bazı yorumcuların ileri sürdüğü gibi) tamamıyla yabancı bir güç tarafından empoze edildiği söylenemez.[42] Gerçekte Japonlar kendi refah devletlerini kurmuşlardır ve bu işe İkinci Dünya Savaşı'nın bitiminden çok önce başlamışlardır. Esas etmen sosyal özgecilik değil, yirminci yüzyıl ortalarındaki devletin sağlıklı asker ve işçilere duyduğu doymak bilmez açlıktı. Amerikalı siyaset bilimci Harold D. Lasswell'in tespit ettiği gibi Japonya 1930'larda bir asker devleti (*garrison state*) haline geldi.[43] Ama bu asker devleti savaş ve refah devleti vaatlerini taşıyan, askeri fedakârlık karşılığında sosyal güvence sunan bir devletti.

Japonya'da 1930'lardan önce bir çeşit temel sosyal güvenlik mevcuttu: Fabrikada meydana gelen iş kazası sigortası ve (fabrika işçilerine yönelik olarak 1927'de başlatılan) sağlık sigortası. Ama bu endüstriyel işgücünün yüzde kırkından az bir kesimi kapsıyordu.[44] Önemli bir gelişme, Japon Refah Bakanlığı (*Köseishö*) kurulması yönündeki planın 9 Temmuz 1937'de, Çin'le girişilen savaşın

39 Misa Izuhara'nın editörlüğünü yaptığı *Comparing Social Policies: Exploring New Perspectives in Britain and Japan* (Bristol, 2003) içinde Kingo Tamai, "Development of Social Security in Japan", s. 35-48. Ayrıca Gregory J. Kasza, "War and Welfare Policy in Japan", *Journal of Asian Studies, 61, 2* (Mayıs 2002), s. 428.

40 Recommendation of the Counsil of Social Security System (1950).

41 W. Macmahon Ball, "Reflections of Japan", *Pacific Affairs, 21, 1* (Mart 1948), s. 15.

42 Beatrice G. Reubens, "Social Legislation in Japan", *Far Eastern Survey, 18, 23* (16 Kasım 1949), s. 270.

43 Keith L. Nelson, "The Warfare State: History of a Concept", *Pacific Historical Review, 40, 2* (Mayıs 1971), s. 138.

44 Kasza, "War and Welfare Policy", s. 418.

patlak vermesinden sadece iki ay sonra Japon İmparatorluk Hükümeti tarafından onaylanmasıydı.[45] İlk icraat endüstriyel çalışanlar için mevcut olan programı, genel sağlık sigortasıyla desteklemekti. 1938'in sonundan 1944 sonuna kadar sistemin kapsadığı vatandaşların sayısı hemen hemen yüz kat artarak 500.000'den 40 milyonun üstüne çıktı. Amaç açıktı: Sağlıklı bir toplum, İmparator'un silahlı güçlerine sağlıklı askerler temin edecekti. Savaş dönemi sloganı "herkes askerdir" (*kokumin kai hei*), "herkes sigortalı olmalıdır" (*kokumin kai hoken*) olarak uyarlandı. Sistemin herkesi kapsamasını temin etmek için tıpla ilgili meslekler ve ilaç sektörü devlete bağlı hale getirildi.[46] Savaş yıllarında ayrıca denizcilere ve işçilere yönelik, maliyetin yüzde 10'unun devletçe karşılandığı, çalışan ve işverenin herbirinin de çalışanın maaşının yüzde 5,5'u kadar katkı yaptığı, zorunlu emeklilik sigortası uygulaması da getirildi. Büyük ölçekte sosyal konut tedarikiyle ilgili ilk adımlar da bu dönemde atıldı. Dolayısıyla savaş sonrasında Japonya'da görülenler, büyük ölçüde savaş ve refah devletinin uzantılarıydı. Artık "herkesin emeklilik sigortası olmalı"ydı, *kokumin kai nenkin.* Artık zor zamanlarda bile işçileri bordroda tutan babacan yaklaşım yerine, herkesin işsizlik sigortası olmalıydı. Bazı Japonların refahı, milli böbürlenmenin barışçıl bir şekli olarak, milliyetçi bir açıdan algılamasına şaşmamalı. Aslında İngiliz tipi öneriler içeren 1950 raporu hükümet tarafından reddedildi. Ancak 1961'de, Amerikan kontrolünün bitmesinden epey sonra, raporun önerilerinin büyük kısmı uygulanmaya başlandı. 1970'lerin sonunda Japon siyasetçi Nakagawa Yatsuhiro göğsü kabararak Japonya'nın Refah Süperdevleti (*fukushi chodaikoku*) haline geldiğini, çünkü sisteminin Batılı modellere göre farklı ve üstün olduğunu söylüyordu.[47]

Esasında kurumsal olarak Japon sisteminin kendine has bir yönü yoktu. Refah devletlerinin birçoğu genel, beşikten mezara kapsamı hedeflerler. Fakat Japon refah devleti bir etkinlik mucizesi haline gelmiştir. Yaşam süresi ortalamasında ülke dünyada başı çekmektedir. Eğitimde de öndedir. Yetmişlerin ortalarında, nüfusun yüzde 90'ı yüksek okul mezunuyken bu oran İngiltere'de yüzde 32'ydi.[48] Japonya'daki gelir dağılımı, İsveç hariç Batı'daki tüm toplumlara göre daha adildi. Ve Japonya, her Japon'un emekli olduğunda yüklü bir ikramiye ve hak ettiği (sayısı epey fazla olan) istirahat yılları boyunca yüksek bir aylık almasına imkân tanıyan dünyanın en büyük emeklilik fonuna sahipti. Refah süperdevleti aynı zamanda bir tutumluluk mucizesiydi. 1975'te milli gelirin sadece yüzde 9'u sosyal

45 a.g.e., s. 423.
46 a.g.e., s. 424.
47 Nakagawa Yatsuhiro, "Japan, the Welfare Super-Power", *Journal of Japanese Studies, 5, 1* (Kış 1979), s. 5-51.
48 a.g.e., s. 21.

güvenliğe gitti, bu rakam İsveç'te yüzde 31'di.[49] Vergi ve sosyal refahın getirdiği yük İngiltere'dekinin kabaca yarısıydı. Bu temelle yönetilen sistem, gayet iyi işliyordu. Japonya –riski elimine ederek– herkes için sosyal güvenliği tesis etmeyi başarmış ve aynı zamanda ekonomisini hızla büyüterek 1968'de dünyanın ikinci büyük ekonomisi haline gelmişti. Bir yıl öncesinde Herman Kahn Japonya'nın kişi başına düşen gelirinin, 2000 yılında Amerika'nınkini geride bırakacağını öngörmüştü. Nakagawa Yatsuhiro ise, maaş dışı haklar hesaba katılırsa Japon işçisinin hali hazırda Amerikan işçisine göre üç kat daha fazla kazandığını iddia ediyordu.[50] Savaş Japonya'yı en üstün millet haline getiremedi ama refah başarı getiriyordu. Kilit rol oynayan yabancı bir imparatorluk değil ülke içindeki güvenlik ağıydı.[51]

Diğer yandan savaş sonrası refah devletinin tasarımında bir hata, bir açık nokta vardı. Refah devleti 1970'lerde Japonya'da gayet iyi işlemişti. Ama aynı şey Batılı refah devletleri için söylenemezdi. Topografik ve tarihi benzerliklerine (takımadalar, emperyal geçmiş, ayık olduklarında vakur tavırlar) rağmen Japonlar ve İngilizler hayli farklı kültürlere sahipler. Vergilerle, eski usul dağıtım modeli kullanılarak finanse edilen sosyal yardımlar; standart emeklilik yaşı; herkesi kapsayan sağlık sigortası; işsizlik yardımları; çiftçilere yapılan desteklemeler; sıkı şekilde korunan emek piyasası gibi özelliklerle sahip oldukları refah sistemleri benzer görünebilirdi. Ama bu kurumlar iki ülkede farklı şekilde çalışıyordu. Japonya'da eşitlikçilik değer verilen bir siyasi hedefken, sosyal konformizm kültürü kurallara uymayı teşvik ediyordu. İngiliz bireyselciliğiyse, sinsice sistemi kandırmaya meyliyordu. Japonya'da şirketler ve aileler refah sistemini destekleme konusunda önemli bir rol oynamaya devam ettiler. İşverenler ilave menfaatler sundular ve çalışanlarını işten çıkarma konusunda isteksiz davrandılar. 1990'lara kadar 64 yaşını geçmiş Japonların üçte ikisi çocuklarının yanında yaşıyordu.[52] İngiltere'deyse işverenler zor zamanlarda işçi çıkarmaktan imtina etmediler ve insanlar yaşlanan ailelerini Ulusal Sağlık Hizmetleri'nin şefkatli kollarına bırakmayı tercih ettiler. Refah devleti Japonya'yı ekonomik süper güç haline getirmiş olabilirdi ama 1970'lerde İngiltere'de tersine bir etki yaratmışa benziyordu.

İngiliz muhafazakârlara göre ulusal sigorta sistemi olarak başlayan şey zamanla bozulup devletin para dağıtmasına ve ekonomik teşvikleri felaket şekilde tahrip ederek zorla vergi toplamaya dönüştü. 1930'da yurtiçi hasılanın yüzde

49 a.g.e., s. 9.

50 a.g.e., s. 18.

51 Karşılaştırmalı çalışmalar için Gregory J. Kazsa, *One World of Welfare: Japan in Comparative Perspective* (Ithaca, 2006) ve Neil Gilbert & Ailee Moon, "Analysing Welfare Effort: An Appraisal of Comparative Methods", *Journal of Policy Analysis and Management, 7, 2* (Kış 1988), s. 326-40.

52 Kasza, *One World of Welfare*, s. 107.

2,2'si olan sosyal transferler, 1960'da yüzde 10'a, 1970'te yüzde 13'e ve 1980'de neredeyse yüzde 17'ye yükselerek Japonya'daki oranın yaklaşık bir buçuk katına ulaştı.[53] Sağlık, sosyal hizmetler ve sosyal güvenlik alanındaki harcamaların toplam devlet harcamaları içindeki payı, savunmaya ayrılan payın üç katından fazlaydı. Sonuçlar yine de iç karartıcıydı. Birleşik Krallık'taki refah sisteminin yol açtığı yüksek harcamaya, düşük büyüme ve gelişmiş ülkeler ortalamasının önemli derece üstünde bir enflasyon oranı eşlik ediyordu. Diğer önemli bir sorun üretkenlikteki yavaş ilerlemeydi (kişi başına düşen reel GSYİH 1960-1979 arasında İngiltere'de sadece yüzde 2,8 artarken, Japonya'daki artış yüzde 8,1'di),[54] ve bunun önemli bir nedeni İngiliz sendikalarının dediğim dedik pazarlık teknikleriydi ("makineleri durduralım"ın yerini "yavaş git" almıştı). Bu arada yüksek gelirden ve sermaye kazançlarından yüzde 100'ü aşan marjinal vergiler alınması geleneksel tasarruf ve yatırım şekillerine yönelik isteği azalttı. İngiliz refah devleti, kapitalist bir ekonominin onlar olmadan işleyemeyeceği teşvikleri; çaba gösterenler için yüklü miktarda para havucunu; tembellik edenler için de sıkıntı sopasını ortadan kaldırmış gibiydi. Sonuç durağan bir büyüme ve yüksek enflasyon yani ekonomik durgunluktu (*stagnation*). Benzer sorunlar, sağlık, yaşlılara yönelik bakım, gelir güvencesi ve sosyal güvenlik harcamalarının GSYİH'ya oranının 1959-1975 arasında, savunma harcamalarını geçerek yüzde 4'ten yüzde 9'a çıktığı Amerika'yı da etkiliyordu. Amerika'da da üretkenlik çok yavaş artıyordu ve ekonomik durgunluk tetikte bekliyordu. Ne yapılmalıydı?

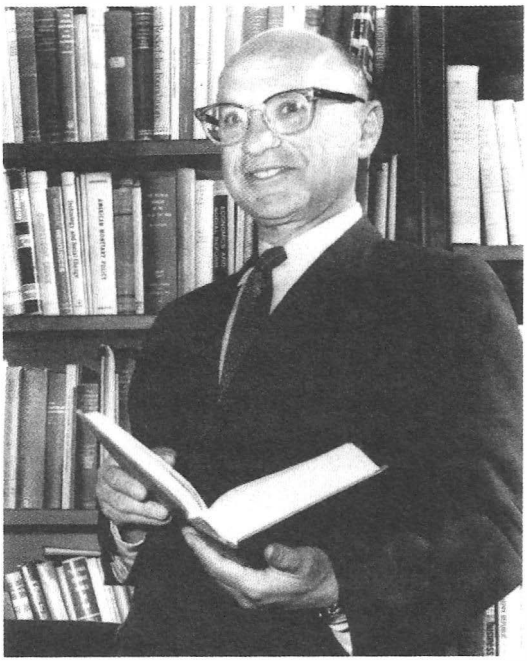
Bir adam ve öğrencileri yanıtı bildiklerini düşünüyorlardı. Sahip oldukları etki sayesinde, Batılı refah devletlerinde, geride kalan yirmi beş yıl içinde en çok konuşulan iktisadi eğilimler yok edilecek, insanlar kurtulduklarını zannettikleri öngörülemez canavarla, riskle tekrar karşılaşmanın şiddetli şokunu yaşayacaklardı.

Büyük Soğuma

Chicago Ünivesitesi'nin dikkat çekmeyen profesörlerinden biri 1976 yılında ekonomi dalında Nobel Ödülü kazandı. Milton Friedman'ın iktisatçı olarak tanınırlığı enflasyonun para arzındaki aşırı artıştan kaynaklandığı yönündeki görüşü tekrar gündeme getirmesine dayanıyordu. Daha önce de gördüğümüz gibi Büyük

53 Peter H. Lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* (Cambridge, 2004), Cilt. I, Tablo I.2.

54 Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State* (Aldershot / Burlington / Singapore / Sydney, 2002), s. 96.



Milton Friedman

Buhran'ın Federal Reserve'ün hatalarından kaynaklandığını ortaya süren, Amerikan para politikası üzerine yazılmış en önemli kitabın yazarlarından biriydi.[55] Ama yetmişlerin ortasına gelindiğinde zihnini kurcalayan soru refah devletinde neyin yanlış gittiğiydi. Friedman Mart 1975'te bu soruyu yanıtlamak üzere Chicago'dan Şili'ye uçtu.

On sekiz ay önce tanklar, Şili'yi komünist bir ülkeye dönüştürmek isteği ekonomik kaos ve parlamentonun askeri darbe çağrısıyla son bulan Marxist Başkan Salvador Allende'yi devirmek üzere başkent Santiago sokaklarında dolaşmıştı. Hava kuvvetlerine ait jetler başkanlık sarayı Moneda Sarayı'nı bombalamış, muhalifler yakındaki Carera Otel'in balkonundan ellerinde şampanyayla kutlama yapmıştı. Sarayın içinde başkan, öykündüğü Fidel Castro'nun hediyesi olan bir AK47'yle ümitsizce kendini savunmaya çalışıyordu. Tanklar üzerine ilerledikçe her şeyin bittiğini anlayan ve köşesine sıkışan Allende kendini vurdu.

Darbe dünya genelinde savaş sonrası refah devletlerinin yaşadığı krizi özetliyor, rakip ekonomik sistemler arasında yapılacak kesin bir tercihi zorluyordu. Düşen üretim ve şahlanan enflasyonla birlikte Şili'nin kapsayıcı sosyal yardım ve emeklilik sistemi iflas etmişti. Allende'ye göre çözüm tam anlamıy-

55 Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, 1963).

la Marxizm, iktisadi hayatın her kademesinin, Sovyet modeli izlenerek millileştirilmesiydi. Generaller ve onları destekleyenler bunun karşısında olduklarını biliyorlardı. Mevcut durum sürdürülemez haldeydi, peki onlar ne istiyordu? Milton Friedman bu noktada sahneye girdi. Ders ve seminerleri arasında yeni başkan General Pinochet'yle kırk beş dakika birlikte oldu ve sonrasında yüzde 900'e fırlayan enflasyonun esas nedeni olarak gördüğü kamu açıklarını azaltmasını tavsiye ettiği, Şili'nin ekonomik durumuna yönelik değerlendirmelerini içeren bir mektup yazdı.[56] Friedman'ın ziyaretinden bir hafta sonra cunta enflasyonun "ne pahasına olursa olsun" durdurulacağını ilan etti. Kamu harcamaları yüzde 27 azaltıldı ve banknot yığınları ateşe verildi. Ama Friedman imtiyaz hakkını aldığı parasal şok terapisinden fazlasını öneriyordu. Chicago'ya döndükten sonra Pinochet'ye yolladığı bir mektupta "enflasyon sorununun kırk yıl önce başgösteren ve Allende rejiminde mantıki –ve müthiş– doruğuna ulaşan sosyalist eğilimlerinden" kaynaklandığını savunuyordu. Friedman'ın daha sonra hatırladığı şekliyle: "Genel yaklaşımım ... mevcut zorluklarının neredeyse tamamen, kırk yıllık kollektivizm, sosyalizm ve refah devleti eğilimlerinin sonucu olduğuydu."[57] Ayrıca Friedman Pinochet'yi temin ediyordu ki "Enflasyonun sona ermesi sermaye piyasalarında halen devletin elinde bulunan şirketlerin ve faaliyetlerin özel sektöre transferini mümkün kılacak hızlı bir büyümeye yol açacaktı."[58]

Amerikan basını tavsiyelerini sunduğu için Friedman'ı kınadı. Ne de olsa gerçekten komünist olan ya da komünist olduğu düşünülen iki binden fazla kişinin öldürülmesinden ve neredeyse 30.000 insanın işkence görmesinden sorumlu bir diktatöre danışmanlık yapıyordu. *New York Times* soruyordu: "... eğer katıksız Chicago iktisat teorisi Şili'de sadece baskıyla uygulanabiliyorsa, teoriyi yazanların bunun sorumluluğunu hissetmesi gerekmez mi?"*

Chicago'nun yeni rejimdeki rolü Milton Friedman'ın yaptığı tek bir ziyaretinin ötesindeydi. 1950'lerden beri Santiago'daki Universidad Catolica'yla yapılan değişim programı gereği birçok genç, zeki Şilili iktisatçı Chicago'da okumuş, bütçenin dengelenmesi, para arzının kısılması ve ticaretin serbestleşmesi gerektiği konularında ikna olmuş bir şekilde Şili'ye dönmüşlerdi.[59] Bunlar Friedman'ın pi-

56 Milton Friedman ve Rose D. Friedman, *Two Lucky People: Memoirs* (Chicago / Londra, 1998), s. 399.

57 a.g.e., s. 400.

58 a.g.e., s. 593.

59 Patricio Silva, "Technocrats and Politics in Chile: From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks", *Journal of Latin American Studies, 23, 2* (Mayıs, 1991), s. 385-410.

* Friedman 1988'de, enflasyonla ilgili olarak aynı öneriyi Çin hükümetine de sunduğunu ama Şili'deki askeri cuntaya göre geçmişte ve o dönemde daha baskıcı olmasına rağmen, kötü (cani) bir hükümete tavsiyede bulunduğu için protesto yağmuruyla karşılaşmadığını söylüyordu.

yadeleri, bilinen isimleriyle Chicago Çocukları'ydı (*Chicago Boys*): Pinochet'nin maliye bakanı, daha sonra ekonomiden sorumlu süper bakan olacak Jorge Cauas, onun maliye bakanlığındaki halefi Sergio de Castro, çalışma bakanı ve sonrasında merkez bankası başkanı Miguel Kast ve Chicago'da okuyup, devlette görev alan en az sekiz kişi daha. Allende devrilmeden önce bile metnin uzunluğu nedeniyle *El Ladrillo (Tuğla)* olarak anılan detaylı bir reform programı hazırlamışlardı. En radikal önlemler ise Chicago'ya değil Harvard'a kabul edilmiş bir Catholic University öğrencisinden gelecekti. Düşünceleri, refah devletine yönelik o dönemdeki en adamakıllı meydan okumaydı. Thatcher ve Reagen sonradan geldi. Refah devletinin ters tepmesi Şili'de başladı.

Pinochet iktidarı ele geçirdiğinde 24 yaşında olan José Piñera'ya Harvard'dan Şili'ye dönmesi için yapılan davet acılı bir ikilemi doğurdu. Pinochet rejiminin doğasıyla ilgili hiçbir görüşü yoktu. Fakat New England'a vardığından beri kafasında şekillenen düşünceleri hayata geçirmek için de bir fırsat olduğuna inanıyordu. Ona göre önemli olan sadece enflasyonu düşürmek değildi. Kuzey Amerika'daki başarılı kapitalist demokrasi tecrübesinin merkezinde yer alan mülkiyet hakkı ve siyaset hakkı arasındaki bağı kuvvetlendirmek de gerekliydi. Piñera'ya göre bunu yapmak için dağılım modeliyle finanse edilen devlet yardımlarını ve hizmetlerini radikal bir şekilde sonlandırarak refah devletini alaşağı etmekten daha kesin bir yol yoktu. Onun bakış açısıyla:

> Geniş kapsamlı bir sigorta sistemi olarak başlayan şey bugünün katkılarının, yarınki ihtiyaçlar için bir fonda biriktirilmesi yerine bugünkü yardımlar için kullanılması nedeniyle basit bir vergi sistemine dönmüştür. Bu "dağılım modeli" yaklaşımı tutumluluk ilkesinin yerine hak sahibi olmayı koymuştur... [Ama bu yaklaşım] insan davranışlarına dair yanlış bir algıya dayanır. Katkı ve fayda diğer bir deyişle çaba ve mükâfat arasındaki bağı, birey seviyesinde yok eder. Bu büyük ölçekte olsun ya da uzun zamana yayılsın, nihai sonuç felakettir.[60]

Önce çalışma bakanı, sonra madencilik bakanı olan Piñera 1979-1981 arasında işçilere isterlerse devletin emeklilik sisteminden çıkmalarına imkân veren, Şili için tamamen yeni bir emeklilik sistemi yarattı. Maaşlarından yapılacak kesinti yerine işçiler, aynı tutarı (maaşlarının yüzde 10'u) birbiriyle rekabet eden ve *Administradora de Fondos de Pensiones (AFP)* denilen özel şirketlerin yönetece-

60 Bill Jamieson, "25 Years On, Chile Has a Pensions Message for Britain", *Sunday Business*, 14 Aralık 2006.

ği ayrı bir Bireysel Emeklilik Hesabına yatıracaklardı.[61] Katılımcı emeklilik yaşı geldiğinde parasını çekecek ve yıllık ödeme yapan bir yatırım alacak ya da çalışmaya ve hesaba katkı yapmaya devam edecekti. Sistem emeklilik aylığı dışında sakatlık ve hayat sigortası primlerini de içeriyordu. Amaç Şilili işçiye bir kenara konan paranın onun sermayesi olduğu hissini vermekti. Piñera'ya sosyal güvenlik mevzuatının hazırlanmasında yardım ettikten sonra sağlık hizmetlerinde reform yapmaya koyulan Hernán Büchi'nin ifadesiyle "Sosyal programlar kişilerin çaba sarfetmeleri ve zaman içinde kendi kaderlerinden sorumlu hale gelmeleri yönünde teşvikler içermelidir. Sosyal parazitliği teşvik eden sosyal sistemlerden daha acınası bir şey yoktur."[62]

Piñera kumar oynadı. İşçilere seçme hakkı verdi: Eski, dağıtım modeli sistemine bağlı kalın ya da yeni Bireysel Emeklilik Hesaplarına katılın. Düzenli olarak televizyona çıkıp, "Kimse büyükannenizin (eski sistemden gelen) parasını kesmeyecek" diyerek insanları kandırdı. İşçilerin bireysel olarak seçim yapmalarını değil, ülkedeki işçi sendikalarının üyeleri için AFP seçimi yapmasını içeren bir öneriyi alaycı bir şekilde geri çevirip pozisyonunu korudu. En sonunda 4 Kasım 1980'de reform onaylandı ve Piñera'nın sinsi önerisiyle sonraki yıl işçi bayramı olan 1 Mayıs'ta yürürlüğe girdi.[63] Halkın tepkisi heyecan vericiydi. 1990'da işçilerin yüzde 70'i özel sisteme geçmişti.[64] Hepsinin katkı paylarını ve yatırım kazançlarını gösteren pırıl pırıl hesap cüzdanları vardı. 2006 sonunda yaklaşık 7,7 milyon Şililinin Bireysel Emeklilik Hesabı vardı; bunlardan 2,7 milyonu işçilerin devlet sağlık sisteminden çıkarak özel hizmet sağlayıcıları seçebildiği, ISAPRE adı verilen sistem dahilinde özel sağlık sigortası sahibiydi. Kulağa öyle gelmeyebilir ama bu –Pinochet yönetiminde yapılan Chicago etkisindeki diğer reformlarla birlikte– Marxist Allende 1973'te yapmak istedikleri kadar büyük bir devrimi gösteriyordu. Dahası reform, enflasyon canavarı öldürülmüşken, hatalı bir değerlendirmeyle Şili parasının 1979'da dolara bağlanmasının yol açtığı büyük bir ekonomik istikrarsızlık döneminde devreye alınmak zorunda kalmıştı. Amerika'daki faiz oranları kısa bir süre yükselmiş, deflasyonist baskı Şili'yi durgunluğa sürüklemiş ve Chicago-Harvard trenini raydan çıkmanın eşiğine getirmişti. Ekonomi 1982'de, Friedman'ın "şok tedavi"sini (*shock treatment*) eleştiren sol kanadı haklı çıkarır şekilde yüzde 13 daraldı. Kriz ancak 1985 sonuna

61 Rossana Castiglioni, "The Politics of Retrenchment: The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990", *Latin American Politics and Society, 43, 4* (Kış 2001), s. 39.
62 a.g.e., s. 55.
63 José Piñera, "Empowering Workers: The Privatization of Social Security in Chile", *Cato Journal, 15, 2-3* (Sonbahar / Kış 1995/96), s. 155-166.
64 Castiglioni, "Politics of Retrenchment", s. 40.

doğru sona ermiş kabul edilebildi. 1990 yılında reformun başarılı olduğu kesindi; toplam kamu harcamalarındaki (GSYİH'nın yüzde 34'ünden yüzde 22'sine) düşüşün yarısı refah sisteminde yapılan reformun sonucuydu.

Değmiş miydi? Chicago ve Harvardlı çocukların büyük bir ahlaki kumar oynayıp katil, işkenceci bir askeri diktatörle aynı yatağa girmesine değmiş miydi? Yanıt bu ekonomik reformların Şili'de sürdürelebilir bir demokrasiye geçilmesine imkân sağladığı görüşüne katılıp katılmadığınıza bağlıdır. 1980'de, darbeden yedi yıl sonra Pinochet, demokrasiye dönüş için on yıllık bir geçiş süreci içeren yeni bir anayasaya razı oldu. 1990'da liderliğiyle ilgili bir referandumu kaybedince, başkanlıktan indi (ama sekiz yıl daha ordunun başında kalmaya devam etti). Demokrasi tekrar tesis edilmişti ve demokrasinin yaşamasını garanti altına alacak ekonomik mucize ilerlemekteydi. Emeklilik reformu, her biri kendi emeklilik ödeneğine sahip mülk sahibi yeni bir sınıf yaratmakla kalmadı. Şili ekonomisine kuvvetli bir aşı da yaparak tasarruf oranını önemli ölçüde artırdı (1989'daki oran yüzde 30'du ve bu Latin Amerika'nın en yüksek oranıydı). Başlarda AFP'lerin toplanan yeni emeklilik fonlarının sadece yüzde 6'sını (daha sonra yüzde 12'sini) Şili dışında değerlendirmesine izin veren bir sınırlama vardı.[65] Bununla Şili'nin yeni tasarruf kaynağının ülkenin kendi ekonomik kalkınmasına yönlendirilmesi mümkün oldu. Ocak 2008'de Santiago'yu ziyaret ettim ve Banco de Chile'deki brokerların Şilili işçilerin emeklilik katkı paylarını kendi borsalarında yatırıma dönüştürdüklerini gördüm. Sonuçlar etkileyiciydi. Bireysel Emeklilik Hesaplarının yıllık getirisi yüzde 10'dan fazlaydı ve bu 1987'den bu yana 18 kat değer kazanmış olan Şili borsasının yükselen performansını gösteriyordu.

Sistemin rahatsız edici yanları da var kuşkusuz. Zaman zaman yönetim ve finansman maliyetlerinin çok yüksek olduğu söyleniyor.[66] Tam zamanlı bir işi olmayanlar olduğu için, herkes sisteme katılmıyor. Serbest çalışanlar Bireysel Emeklilik Hesaplarına katılmak zorunda değil, geçici işlerde çalışanlar da katkı payı ödemiyor. Bu da Pinochet döneminde direnişin merkezi olan ve günümüzde de duvarlarında Che Guevara'nın sprey boyayla yapılmış resimlerinin görülebildiği La Victoria'da yaşayanların büyük kısmı dahil nüfusun önemli bir kısmını emeklilik kapsamı dışında bırakıyor. Diğer taraftan devlet, en az yirmi yıl çalışmış olmaları kaydıyla, birikimleri en düşük emekli aylığını satın almaya bile

65 Robert E. Kennedy ve Teresita Ramos, "Chile: The Latin American Tiger?", Harvard Business School Case 9-798-092 (21 Mart 1999), s. 6.

66 Laurance J. Kotlikoff, "Pension Reform as the Triumph of Form over Substance", *Economists' Voice* (Ocak 2008), s. 1-5.

yetmeyenlere destek olup, emekli aylığına sahip olmaları için ihtiyaç duydukları ilave tutarı karşılıyor. Ayrıca durumu bu seviyede bile olmayanlar için Temel Dayanışma programı bulunuyor.[67] Her şeyden öte, Chicago Çocukları'nın reformlarından sonra Şili ekonomisinin performansındaki gelişmeyi görmemek çok zor. Friedman'ın ziyaretinden önceki on beş yıl boyunca ortalama büyüme yüzde 0,17'ydi. Sonrasındaki on beş yılda ise yüzde 3,28, neredeyse yirmi kat daha fazla. Yoksulluk oranı Latin Amerika'da ortalama yüzde 40'ken, Şili'de ciddi biçimde gerileyerek yüzde 15'e geldi.[68] Andların parlayan şehri Santiago'nun bugün kıtanın en müreffeh ve çekici şehri olduğu söylenebilir.

Şili'nin başarılı olduğuna bir gösterge de ülkedeki emeklilik reformlarının kıtada, hatta dünyada taklit ediliyor olmasıdır. Bolivya, El Salvador ve Meksika harfi harfine Şili planını uyguladılar. Peru ve Kolombiya devlet sistemine ek olarak özel emeklilik programlarını devreye soktular.[69] Kazakistan da Şili örneğini takip etti. İngiliz milletvekilleri bile Westminster'dan Piñera'nın kapısına gidip geldiler. Şili reformlarının serbest piyasa ekonomisinin kalbi olan Birleşik Devletler'de denenmiş olanlardan bile çok daha radikal olması ironiktir. Ama kimse istemese de, refah devleti reformu Kuzey Amerika'ya da geliyor.

Katrina Kasırgası New Orleans'ı vurduğunda, Amerikan sisteminin birçok insanın göz ardı etmek için elinden geleni yaptığı bazı gerçeklerini ortaya çıkardı. Evet, Amerika'da bir refah devleti vardı. Hayır, refah devleti çalışmıyordu. Reagan ve Clinton yönetimleri işsizlik yardımlarını ve yardımların alınabileceği süreyi azaltan ve radikal gözüken refah reformları yaptılar. Ama yapılacak hiçbir reform, sistemi Amerika'nın yaşlanmakta olan nüfusunun ve özel sağlık hizmetlerinin hızla artan maliyetinin etkisinden koruyamazdı.

Birleşik Devletler'in kendine has bir refah sistemi vardır. Sosyal Güvenlik (*Social Security*) tüm emeklilere düşük bir emeklilik maaşı verirken, Tıbbi Bakım (*Medicare*) tüm yaşlıların ve engellilerin sağlık giderlerini karşılar. Gelir desteği ve diğer sağlık harcamaları federal refah programlarının maliyetini GSYİH'nın yüzde 11'i seviyesine çıkarır. Bununla birlikte Amerika'da sağlık hizmetleri neredeyse tamamen özel sektör tarafından karşılanır. İyi hizmet sunanlar gelişmişliğin en üst düzeyindedirler ama hizmetleri ucuz olmaktan çok çok uzaktır. Ve eğer emekli olmadan tedavi görmek isterseniz, bu tür poliçeler sadece düzenli

67 Armando Barrientos, "Pension Reform and Pension Coverage in Chile: Lessons for Other Countries", *Bulletin of Latin American Research, 15, 3* (1996), s. 312.

68 "Destitute No More", *Economist*, 16 Ağustos 2007.

69 Barrientos, "Pension Reform", s. 309. Ayrıca Raul Madrid, "The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America", *Latin American Research Review, 37, 2* (2002), s. 159-82.

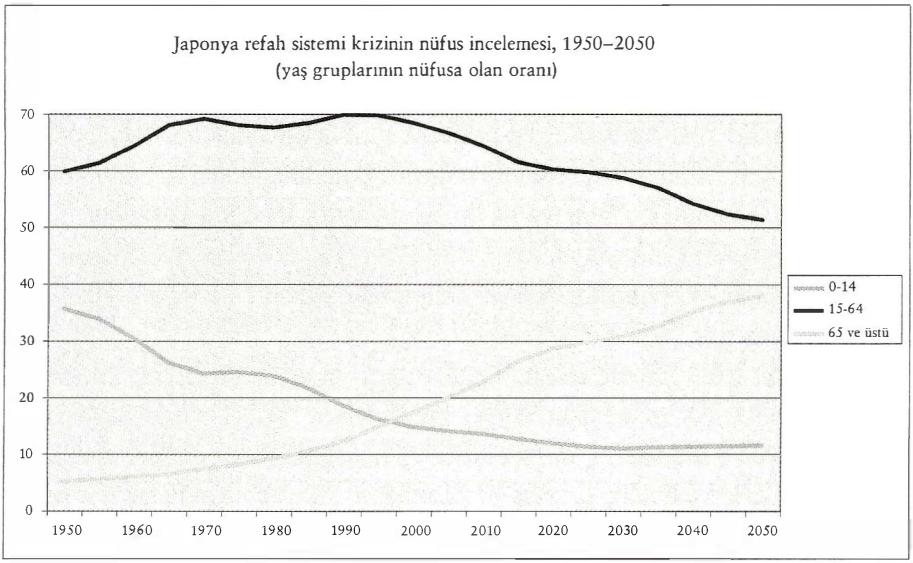
şekilde ve kayıtlı olarak çalışanlara sunulduğu için tahminen 47 milyon Amerikalının sahip olmadığı özel sağlık sigortası almanız gerekir. Sonuç kapsayıcı olmayan, Avrupalı sistemlere göre daha az yeniden dağılımcı fakat hayli pahalı bir refah sistemidir. 1993'ten beri Sosyal Güvenlik, Milli Güvenlik'ten daha maliyetli olmuştur. GSYİH'nın yüzde 5,9'una ulaşan eğitim alanındaki kamu harcamalarının düzeyi İngiltere, Almanya ya da Japonya'ya göre daha yüksektir. Kamu sağlık harcamaları Britanya'yla aynı, GSYİH'nın yüzde 7'si seviyesindedir ama özel sağlık hizmetleri harcamaları (Britanya'daki yüzde 1,1'e karşın yüzde 8,5 ile) hayli yüksektir.[70]

Böyle bir refah sistemi talepte bulunanların sayısındaki ani bir artışla baş edebilme konusunda yetersizdir. Ama Amerikalıların, İkinci Dünya Savaşı sonrasının "Bebek Patlaması" (*"Baby Boomer"*) kuşağına dahil olanlar emekli oldukça karşı karşıya kaldığı tam da bu durumdur.[71] Birleşmiş Milletler'e göre Birleşik Devletler'de erkekler için ortalama yaşam süresi 2050 yılına kadar 75'ten 80'e çıkacak. Önümüzdeki kırk yıl içinde 65 yaş üstündekilerin Amerikan nüfusu içindeki payı yüzde 12'den yüzde 21'e yükselecek. Ne yazık ki, yakın bir süre içinde emekli olacakların büyük kısmının çalışma sonrası dönemleri için yeterli birikimi yok. 2006 yılında yapılan Emeklilik Araştırmasına göre on Amerikalı çalışandan altısı emeklilik için birikim yapıyor ve sadece dördü ne kadar tasarruf yapması gerektiğini hesaplamış. Sıradan bir çalışan 65 yaşına kadar çalışmayı planlıyor. Ama çoğu 62 yaşında emekli oluyor; on Amerikalıdan dördü planladığından daha önce çalışma hayatından ayrılmak durumunda kalıyor.[72] Bu tip hesap hatalarının, maliyet şu ya da bu şekilde vergi mükelleflerinin sırtına bindiği için, federal bütçe üzerinde önemli bir etkisi oluyor. Bugün ortalama bir emeklinin Sosyal Güvenlik, Tıbbi Bakım ve Tıbbi Yardım sistemlerinden aldığı hizmetlerin toplamı 21.000 doları buluyor. Bu rakamı mevcut 36 milyon yaşlıyla çarpın federal vergi gelirlerinin neden büyük oranda bu programlar tarafından harcandığını bulacaksınız. Sadece emeklilerin sayısı arttığı için değil, Tıbbi Bakım hizmetlerinin maliyetleri enflasyonun iki katı hızla artarak kontrolden çıktığı için bu oran daha da artacak. 2003 yılında Tıbbı Bakım'ın reçeteli ilaçları da kapsar

70 Tüm veriler Dünya Bankası'nın Dünya Gelişmişlik Göstergeleri içinde en yeni veriler olan 2004 yılına aittir.

71 Laurence J. Kotlikoff ve Scott Burns'e teşekkür borçluyum, *The Coming Generational Storm: What You Need to Know about America's Economic Future* (Cambridge, 2005). Ayrıca Peter G. Peterson, *Running on Empty: How the Democratic and Republican Parties Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It* (New York, 2005).

72 Ruth Helman, Craig Copeland ve Jack VanDerhai, "Will More of Us Be Working Forever? The 2006 Retirement Confidence Survey", Employee Benefit Research Institute Issue Brief, 292 (Nisan 2006).



hale getirilmesi işleri daha da kötüleştirdi. Tıbbi Bakım mütevellisi Thomas R. Saving'in yaptığı tahmine göre 2019 yılında, tek başına Tıbbi Bakım harcamaları federal gelir vergilerinin yüzde 24'ünü yutacak. Mevcut rakamlar federal hükümetin resmi verilerin ortaya koyduğundan çok daha fazla karşılıksız yükümlülüğü olduğuna işaret ediyor. Devlet Denetleme Kurumu'nun (*Government Accountability Office*) son tahminlerine göre gelecek dönemlerde karşılığı olmayan Sosyal Güvenlik ve Tıbbi Bakım harcamalarının getirdiği örtülü yük 34 trilyon dolar.[73] Bu açıklanan federal borcun neredeyse dört katı.

Yaşlanan nüfusun ekonomi üzerinde Birleşik Devletler'e nazaran daha ciddi etkilerinin olduğu sadece bir ülke var. O ülke Japonya. Japon refah süperdevleti 1970'lerde o kadar başarılı oldu ki, Japonya'daki ortalama yaşam süresi dünyadaki en uzun süre haline geldi. Ama bu, düşen doğum oranlarıyla birleşince, nüfusun yüzde 21'nin 65 yaş üzerinde olduğu dünyanın en yaşlı toplumunu yarattı. Nakamae Uluslararası Ekonomik Araştırması'na göre 2044'te yaşlı nüfusla, çalışan nüfus oranı birbirine eşit olacak.[74] Sonuç olarak Japonlar, uzun ömürlü toplumla (*chôju shakai*) başa çıkmak üzere tasarlanmamış olan refah sistemlerindeki köklü yapısal sorunlarla mücadele etmek zorunda.[75] Emeklilik yaşını

73 Gene L. Dodaro, Acting Comptroller General of the United States, "Working to Improve Accountability in an Evolving Environment", 2008 yılında Maryland Association of CPAs' Government and Non-for-profit Konferansı'ndaki konuşması (18 Nisan 2008).

74 James Brooke, "A Tough Sell": Japanese Social Security", *New York Times*, 6 Mayıs 2004.

75 Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan* (Aldershot / Brookfield / Hong Kong / Singapore / Sydney, 1997), s. 185. Ayrıca Kasza, *One World of Welfare*, s. 179-182.

yükselmiş olmasına rağmen, hükümet henüz devlet emeklilik sisteminin sorunlarını çözemedi. (Serbest çalışanların, öğrencilerin ve seçkin siyasetçilerin büyük kısmının sosyal güvenlik katkı paylarını yatırmaması işlerin çözümünü pek de kolaylaştırmıyor.) Devletin sağlık sigortası şirketleri 1990'ların başından beri açık veriyor.[76] Japonya'nın refah sistemine ayırdığı bütçe vergi gelirlerinin yüzde yetmiş beşi. Ülkenin borcuysa bir katrilyon yen, yani GSYİH'nın yüzde 170'i.[77] Diğer yandan özel sektör kurumları daha iyi durumda değil. Hayat sigortası şirketleri 1990'da hisse senedi piyasasında yaşanan çöküşten beri toparlanmaya çalışıyor; 1997'yle 2000 arasında üç büyük şirket battı. Emeklilik fonları aynı darboğazdan geçiyor. Gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmının aynı yöne gitmesi 1980'lerin eski pop şarkısı "turning Japanese"e (Japonlaşmak) ayrı bir anlam yüklüyor. Dünyanın en büyük emeklilik fonlarının (Japon devlet fonu, Hollanda devlet fonu ve California Kamu Çalışanları fonu) varlıkları 2004-2007 arasında yüzde 60 artarak 10 trilyon dolara ulaştı.[78] Ama sonunda yükümlülükleri o kadar büyüyecek ki, belki bu inanılmaz tutar bile yeterli olmayacak.

Ömrün uzaması bireyler için iyi ama refah devletiyle, onu ıslah etmek için seçmenleri ikna etmesi gereken siyasetçiler için kötü haberdir. Daha kötü olan ise nüfusu yaşlanan dünyanın kendisinin daha tehlikeli hale gelme ihtimalidir.[79]

(Finansal Açıdan) Korunan ve Korunmayan

Kitle imha silahlarının peşinde olan El Kaide gibi uluslararası terör örgütleri saldırılarını daha sık ve/veya öldürücü hale getirirse ne olur? Bu ihtimalden korkmak için iyi nedenlerimiz olduğunu söylenebilir. 2001 saldırılarının yarattığı görece sınırlı etki ortadayken, El Kaide kararlı bir şekilde, nükleer bir 11 Eylül gerçekleştirmek istiyor.[80] Örgütün sözcüsü bunu reddetmiyor; aksine 2 milyonu çocuk olmak üzere 4 milyon Amerikalıyı öldürüp, bunun iki katını yerinden edip, yüz binlercesini sakat bırakma istekleriyle açıkça böbürleniyor.[81] Bunlar boş laf denilerek göz ardı edilemez. Harvard Üniversitesi Belfer Center'dan Graham Allison "Eğer Birleşik Devletler yönetimi ve diğer ülke hükümetleri bugün yap-

76 Alex Kerr, *Dogs and Demons: The Fall of Modern Japan* (Londra, 2001), s. 261-266.
77 Gavan McCormack, *Client State: Japan in the American Embrace* (Londra, 2007), s. 45-69.
78 Lisa Haines, "World's Largest Pension Funds Top $10 Trillion", *Financial News*, 5 Eylül 2007.
79 "Living Dangerously", *Economist*, 22 Ocak 2004.
80 Philip Bobbitt, *Terror and Consent: The Wars for the Twenty-first Century* (New York, 2008), özellikle s. 98-179.
81 Suleiman abu Gheith, a.g.e. Alıntı, s. 119.

tıklarını yapmaya devam ederlerse, 2014 yılında büyük şehirlerden birinde, bir nükleer terörist saldırı olma ihtimali, olmama ihtimalinden daha yüksektir" diyor. Hidrojen bombasını tasarlayanlardan Richard Garwin'e göre "Amerika ya da Avrupa'daki şehirlerde herhangi bir yıl içinde nükleer patlama olma ihtimali halihazırda yüzde yirmi". Allison'ın meslektaşı Matthew Bunn'ın yaptığı diğer bir tahmine göre on yıllık bir dönemde nükleer saldırı olma ihtimali yüzde 29.[82] 12,5 kilotonluk küçük bir nükleer düzenek bile, ortalama bir Amerikan şehrinde patlatıldığında 80.000 kişiyi öldürebilir; 1 megatonluk bir hidrojen bombası ise 1,9 milyon kişiyi yok edebilir. Şarbon sporlarının kullanıldığı başarılı bir biyolojik saldırı da bu derecede öldürücü olabilir.[83]

Küresel ısınma doğal felaketlerin meydana gelme sıklığını artırırsa ne olacak? Bu konuda da huzursuz olmaya yetecek kadar sebep var. İklim Değişikliğiyle İlgili Hükümetlerarası Panel'de (*Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC*) yer alan bilim insanlarına göre "birçok yerdeki yoğun yağış olaylarının sıklığı" insanın yol açtığı küresel ısınmanın bir sonucu. Ayrıca Kuzey Atlantik'teki şiddetli tropik siklonlarda 1970'lerden bu yana artış olduğunu ortaya koyan gözlemler var. Deniz seviyelerinde IPCC'nin öngördüğü yükselme kaçınılmaz olarak Katrina gibi fırtınaların yarattığı sel hasarını da artıracak.[84] Amerika'nın Atlantik kıyısındaki kasırga oluşumlarının arttığı görüşüne (Al Gore'un *An Inconvenient Truth* filminde de öne sürüldüğü gibi) bütün bilim insanları katılmıyor. Ama (kasırgaya karşı) hassas olan eyaletlerdeki konut inşasındaki artış göz önüne alındığında, durumun böyle olmadığını düşünmek hata olacaktır. Refah sistemlerinin getirdiği yükümlülüklerin yüküyle sendelemekte olan yönetimler için felaketlerin sıklığında ya da ölçeğinde meydana gelecek artışlar finansal açıdan ölümcül olacaktır. 11 Eylül'ün yol açtığı sigorta (ve reasürans) maliyetleri, Katrina'nın neden olduğu sigorta maliyetlerine benzer şekilde 30-58 milyar aralığındaydı.[85] Her iki durumda da federal hükümet devreye girip, özel sigorta şirketlerine taahhütlerini yerine getirmeleri konusunda destek olup, 11 Eylül sonrasında acil durum federal terörizm sigortası oluşturup, Katrina ertesinde Meksika Körfezi'ndeki acil yardım ve yeniden inşa faaliyetlerinin yükünün çok büyük kısmını yüklenmek zorunda kaldı. Diğer bir ifadeyle, dünya sa-

82 Graham Allison, "Time to Bury a Dangerous Legacy, Part I", *Yale Global*, 14 Mart 2008. Aynı yazarın *Nuclear Terrorism: The Ultimate Preventable Catastrophe* (Cambridge, MA, 2004).

83 Peter Kotana, Michael D. Intriligator ve John P. Sullivan'ın editörlüğünü yaptığı *Countering Terrorism and WMD: Creating a Global Counter-terrorism Network* (New York, 2006) içinde Michael D. Intriligator ve Abdullah Toukan, "Terrorism and Weapons of Mass Destruction", tablo 4.1A.

84 IPCC, *Climate Change 2007: Synthesis Report* (Valencia 2007).

85 Robert Looney, "Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks", *Center for Contemporary Conflict Strategic Insight* (5 Ağustos 2002).

vaşlarında olduğu gibi, refah devleti, özel sigorta şirketleri sorunlarla başa çıkamadığında devreye giriyor. Pratikte, ülkenin görece daha güvenli yerlerinde yaşayan vergi mükellefleri, kasırgadan etkilenmeye açık yerlerde yaşamayı seçenleri maddi olarak desteklemiş oluyor. Bu tür dengesizlikleri dengelemenin bir yolu mega-felaketleri kapsayacak bir federal reasürans programı yaratmak olabilir. Sigorta şirketleri, büyük felaketlerin maliyetini vergi mükelleflerine yüklemek yerine, kasırga bölgesine yakın olanlardan farklı prim tahsil edip, devlet aracılığıyla reasürans yaptırma yoluna giderek başka Katrina'ların riskini bertaraf edebilir.[86] Ama yapılabilecek başka bir şey daha var.

*

Sigorta ve refah devleti, gelecekte ortaya çıkabilecek şoklara karşı korunmanın tek yolu değil. Bunu akıllıca yapmanın yolu mali açıdan korunmak. Bugün herkes Kenneth Griffin'in Chicago merkezli Citadel'i benzeri hedge fonları biliyor. Dünyanın en büyük yirmi hedge fonundan biri olan Citadel Investment Group'un kurucusu Griffin bugün 16 milyar dolarlık varlığı yönetiyor. Bu varlıkların birçoğu Griffin'in Enron gibi batan firmalardan yok pahasına aldığı sıkıntılı (*distressed*) varlıklardan oluşuyor. Ken Griffin'in riski sevdiğini söylemeye gerek yok. Belirsizlikle yaşıyor, belirsizlik soluyor. Harvard'taki yatakhanesinde konvertibl tahviller alıp satmaya başladığı günden beri "şişman kuyrukları" takip etti. Citadel'in ana offshore fonunun 1998'den bu yana ortalama yıllık getirisi yüzde 21 oldu.[87] 2007'de, diğer finansal kurumlar kredi krizinde milyarlar kaybederken, o şahsen, milyar doların üzerinde kazanç elde etti. North Michigan Avenue'daki çatı katını süsleyen tablolar arasında 80 milyon dolar ödediği Jasper John'un *False Start*'ıyla, 60 milyon dolara mal olan bir Cézanne yer alıyor. Griffin evlenirken düğünü (aynı ismi taşıyan Illinois kasabasında değil, Fransız şatosu) Versailles'da oldu.[88] Şurası açık ki risklerle dolu bir dünyada vadeli finansal korunma (hedging) kârlı bir iş. Peki bu iş tam olarak nedir ve nereden çıkmıştır?

Vadeli finansal korunmanın kökü tarıma dayanır. Ürün eken çiftçi için hiçbir şey o ürünün hasadı takiben pazara götürüldüğünde satılacağı fiyattan daha önemli değildir. Fiyat beklediğinin altında ya da üstünde olabilir. Bir tüccarın, daha tohumlar tarlaya atılırken, ürün pazara geldiğinde belli bir fiyatta alım ta-

86 Robert E. Litan, "Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes", *Brookings Issues in Economic Policy, 4* (Mart 2006).
87 William Hutchings, "Citadel Builds a Diverse Business", *Financial News*, 3 Ekim 2007.
88 Marcia Vickers, "A Hedge Fund Superstar", *Fortune*, 3 Nisan 2007.

ahhüdü vermesini sağlayan bir vadeli sözleşmeyle (*future*) çiftçi kendini koruyabilir. Eğer teslimat tarihinde, piyasadaki fiyat beklenenin altındaysa çiftçi korunmuş olur; çiftçiye vadeli kontratı satan tüccar tabii ki fiyatın, kendisine kâr getirecek şekilde yüksek olmasını ister. Amerika'nın düzlükleri, sürülüp, ekilmeye başlanıp, kanallar ve demiryollarıyla kuzeydoğunun endüstrileşmiş şehirlerine bağlandığında, ülkenin tahıl ambarı haline geldiler. Ama arz ve talep, dolayısıyla fiyat çılgınca dalgalanıyordu. Ocak 1858'le Mayıs 1867 arasında, biraz da iç savaş nedeniyle buğdayın kilesi* 55 sentten 2,88 dolara fırladı, Mart 1870'de de 77 sente geriledi. Çiftçiler için bilinen en eski korunma yolu olan vadeli sözleşmeler alıcı ve satıcı arasında yapılan basit karşılıklı anlaşmalardı. Gerçek bir vadeli sözleşmeyse vadeli işlem borsası tarafından çıkarılan, dolayısıyla alınıp satılabilen standart bir enstrümandır. Teslimli vadeli sözleşmenin (*to arrive futures contract*) gelişmesi, ödemeyi zorunlu kılan düzenlemeler ve etkin bir takas merkezinin tesisiyle beraber ilk gerçek vadeli işlemler borsası doğmuş oldu. Doğumyeri Windy City, Chicago'ydu. 1874'te kalıcı bir vadeli işlemler borsasının –bugünkü Chicago Emtia Borsası'nın (Chicago Mercantile Exchange) atası Chicago Mahsul Piyasası'nın (Chicago Produce Market)– kurulması Birleşik Devletler'de emtia piyasaları için "vadeli finansal korunma" merkezi yarattı.[89]

Vadeli finansal korunma fiyat riskini tamamen yok eder ve riski üstlenmek üzere bir spekülatöre ihtiyaç duyar. Uygulamada ise vadeli finansal korunma işlemi yapanların çoğu gelecekteki fiyat hareketlerinden kâr elde etmek için spekülatif faaliyetler içine girer. Bir nebze bu yüzden –kamuoyu vadeli işlemler borsasını kumarhane gibi gördüğü için– 1970'lere kadar döviz ya da faiz oranları, 1982'ye kadar da hisse senedi piyasaları üzerine vadeli sözleşmeler yapmak mümkün olmadı.

Griffin Citadel'de matematikçileri, fizikçileri, mühendisleri, yatırım analistlerini ve gelişmiş teknolojiyi bir araya getirdi. Yaptıklarının bir kısmı roket biliminin finanstaki karşılığı sayılabilir. Ama temeldeki prensipler basittir. Hepsi dayanak varlıkların değerinden yola çıktığı için vadeli sözleşmeler "türev" enstrümanlardır. Vadeli sözleşmelerle ilişkili olan ama içerik olarak farklılıklar taşıyan diğer bir finansal sözleşme türü de opsiyonlardır. Esasen, alım opsiyonu (*call option*) alan kişinin satıcıdan (*writer*) belli bir malı ya da finansal varlığı belli bir tarihte (*expiration date*) belli bir fiyattan (kullanım fiyatı, *strike price*) alma

89 Joseph Santos, "A History of Futures Trading in the United States", South Dakota University MS.

* Kile: (*ing. bushel*) 8 galona, yani yaklaşık 36,4 dm^3'e denk gelen bir hacim ölçüsü. Aynı zamanda hububat birimi olarak da kullanılır. Buna göre Amerika'da bir kilenin farklı tahıllar cinsinden yaklaşık kg değerleri şöyledir: yulaf 14.5 kg, arpa 21,8 kg, %15,5 neme sahip mısır 25,4 kg, %13,5 neme sahip buğday 27,2 kg. (ç. n.)

hakkı (yükümlülüğü değil) vardır. Alım opsiyonu alan bir kişinin gelecekte, dayanak olan malın ya da enstrümanın fiyatının artacağını beklediği açıktır. Fiyat anlaşılan kullanım fiyatını geçtiğinde opsiyon, dolayısıyla onu alan zeki kişi kârdadır. Satış opsiyonu (put option) tam tersidir. Üçüncü bir türev enstrüman da, iki tarafın, mesela faiz oranlarının gelecekte izleyecekleri yön üzerine girdikleri bahis olan takas sözleşmesidir (*swap*). Faiz oranı takası (*interest rate swap*), halihazırda faiz alan iki tarafın bunları takas etmesine dayanır, bu şekilde değişken faiz alan biri, faiz oranlarının düşmesi durumunda sabit faize dönebilir. Kredi temerrüt takası sözleşmesiyse (*credit default swap*) bir şirketin tahvillerini ödeyememesi durumuna karşı korunma sağlar. Belki de en şaşırtıcı olan türev enstrüman sigorta şirketlerinin ve diğer şirketlerin aşırı sıcak ya da soğuk havanın veya doğal afetlerin etkilerini dengelemek için, kuyruk riski (*tail risk*) denen riski Fermat Capital gibi hedge fonlara satmasına imkân veren doğal afet tahvilleri benzeri, havaya bağlı türevlerdir (*weather derivatives*). Aslında afet tahvili alan taraf bir anlamda sigorta satıyordur; tahvilde tarif edilen afet gerçekleşirse alıcı belirlenen tutarı ödeyecek ya da anaparasından feragat edecektir. Bunun karşılığında satıcı, çekici oranda bir faiz öder. 2006 yılında havaya bağlı türev enstrümanların nominal değeri 45 milyar dolar civarındaydı.

Bir zamanlar bu tip türev araçların çoğu Chicago Emtia Borsası gibi borsaların çıkarıp sattığı standart enstrümanlardı. Şimdiyse bunların çoğu, hizmetleri için çekici komisyon oranları talep eden bankalar tarafından sipariş üzerine hazırlanıp, tezgâh üstü (*over the counter – OTC*) satılıyor. Uluslararası Takas Bankası (Bank for International Settlements) verilerine göre –iki taraf arasında anlık olarak düzenlenen– piyasa değeri 14,5 trilyon doların biraz üzerinde olan tezgâh üstü türev enstrümanların tutarı 2007 yılında çarpıcı bir şekilde 596 trilyon dolara ulaştı.* Warren Buffet gibi geleneksel yatırımcılar türev enstrümanları (her ne kadar kendisi de kullanmış olsa da) finansal kitle imha silahı olarak tanımlıyorlarsa da, 2007 yılında Chicago'daki görüş dünyanın beklenmeyene karşı hiç bu kadar iyi korunmadığı yolundaydı. Bu görüş hedge fonların ortalama yüzde 21, Citadel'in fonunun ise yüzde 55 değer yitirdiği bir sonraki yıl ciddi şekilde sarsıldı.

Finansal devrim dünyayı ikiye bölmüştür; finansal olarak korunanlar (ya da korunabilenler) ve korunmayanlar (ya da korunamayanlar). Korunmak için paraya ihtiyacınız vardır. Henge fonları genelde altı ya da yedi basamaklı bir ya-

* Yani tüm türevlerin ödendiği durumda, henüz tahsil edilmemiş kavramsal tutar (türev araç sözleşmelerinde vade sonunda yapılacak ödemeye esas alınan değer, ç. n.), sözleşmelerin piyasa değerinin kabaca kırk bir katı olacaktır.

tırım yapmanızı ve paranızdan yüzde iki (Citadel bunun dört katını alır) yönetim komisyonu, kârınızdan da yüzde yirmi pay ister. Yani büyük şirketlerin çoğu fazi oranlarındaki beklenmedik yükselmelere, döviz kurlarına ya da emtia fiyatlarına karşı, vadeli finansal korunma alabilir. İsterlerse, afet tahvili satarak gelecekteki kasırgalara ya da terörist saldırılara karşı da korunmaları mümkündür. Buna karşılık birçok sıradan vatandaşın korunmaya gücü yetmez, yetse de nasıl korunacağını bilmez. Biz aşağıdaki fanilerin hayatın tatsız sürprizlerine karşı korunmak için görece olarak daha bulanık ve çoğu zaman pahalı sigorta poliçelerine ya da refah devletinin bizi kurtaracağına güvenmemiz gerekir.

Üçüncü ve çok daha basit bir yol daha vardır: Eskiden olduğu gibi kara günler için birikim yapmak. Ya da gelecekteki değer kazanımı sayesinde badirelere karşı zula oluşturmaya imkân sağlayacak bir varlık almak için borçlanmak. Son zamanlarda birçok ailede, öngörülemeyen gelecek için hazırlık yapmak, eve ekmek getirenler emekli olana kadar değer kazanmaya devam edeceği düşünülen bir eve (çoğu zaman kaldıraçla, yani borç alarak) yatırım yapma şeklini aldı. Emeklilik fonu yetersiz olursa, kafanıza takmayın. Sağlık sigortasız kalırsanız, paniklemeyin. Eviniz, tatlı yuvanız var ya...

Sigorta poliçesi ya da emeklilik planı olarak kullanılıyor olsa da bu stratejinin önemli bir gediği bulunuyor. Bütün yatırım, tek yönlü, tamamıyla korunmasız olarak, tek bir piyasaya, gayrimenkul piyasasına yapılıyor. Ne yazık ki, bir sonraki bölümde göreceğimiz gibi tuğla ve harca yapılan yatırım, hiç de evin kendisi kadar güvenli olmuyor. Ve bunu tecrübeyle öğrenmek için New Orleans'da yaşamanız gerekmiyor.

5

EV GİBİSİ YOK

Emlak, İngilizce konuşulan ülkelerdeki en favori iktisadi meşgaledir. Finansal yaşamın başka hiçbir yüzü insanların hayal dünyasını bu kadar meşgul edemez. Akşam yemeklerinde, ondan daha fazla konuşulan bir yatırım kararı yoktur. Gayri menkul piyasası eşsizdir. Ekonomik açıdan ne kadar cahil olursa olsun, her yetişkinin bu piyasanın geleceğiyle ilgili bir fikri vardır. Çocuklara, kendi paralarını kazanmalarına bile daha çok varken, nasıl mülk sahibi olabilecekleri öğretilir.* Öğretmek için de bir emlak oyunu oynanır.

Bugün Monopoly olarak bildiğimiz oyun ilk olarak 1903'te, radikal iktisatçı Henry George'un müridi olan Amerikalı Elizabeth ("Lizzie") Phillips tarafından akıl edilmiştir. Phillips, sadece arsa değerleri üzerinden vergi alınan bir dünyaya dair ütopyacı düşler kuruyordu. Oyunun asıl amacı küçük bir mal sahibi grubunun, kiracılardan topladığı kiralarla kâr elde etmesinin sosyal sistemde yarattığı adaletsizliği göstermekti. Başlangıçta Mal Sahiplerinin Oyunu (The Landlord's Game) olarak bilinen bu prototip Monopoly'nin tanıdık gelebilecek yönleri vardı –devam eden karelerden oluşan dizilim, hapse gir köşesi– ama kitlelere sunulamayacak kadar karışıktı ve öğretici bir tavra sahipti. Oyunu ilk uyarlayanlar, prototipi derslerinde kullanacakları şekilde değiştirmiş olan bir iki acayip öğretim görevlisini, Wharton'dan Scott Nearing ve Columbia'dan Guy Tugwell'i işe dahil ettiler. Arkadaşlarının New Jersey'nin sahil beldesi Atlantic City'nin sokakları üzerine kurulmuş bir versiyonunu gösterdikleri oyunun ticari potansiyelini fark eden, Charles Darrow isimli, işsiz bir tesisat mühendisiydi. Darrow oyunu,

* Bu şekilde çocukta gerçekleştirilemeyebilecek bir beklenti yaratılmış olur. İngiltere'de 1975-2006 arası dönemde ev fiyatlarının 15 kat artması, ailesinden maddi destek alamayan gençler (henüz ev sahibi olmayanlar) için ev sahibi olmayı ulaşılmaz bir hale getirmiştir.

her karenin üzerinde parlak renkli bir şerit yer alacak ve oyuncuların bu karelerin üzerine elle yontulmuş küçük evler, oteller dikebileceği şekilde yeniden tasarladı. Darrow'un eli çabuktu (bir oyun setini sekiz saatte hazırlayabiliyordu) ama aynı zamanda Philadelphia'daki John Wanamaker mağazasını ve oyuncak perakendecisi F. A. O. Schawartz'ı 1934 Noel sezonu için oyununu almaya ikna edecek satıcı azmine de sahipti. Kısa zamanda tek başına yapamayacağı kadar fazla satar hale geldi. 1935'te (daha önce Mal Sahiplerinin Oyunu'nu beğenmemiş olan) kutu oyunu firması Parker Brothers, Darrow'un işini satın aldı.[1]

Büyük Buhran dönemi, ileride ev sahibi olacaklara yönelik bir oyuna dönüşen Monopoly'nin piyasaya sunulması için pek de uygun değilmiş gibi görünebilir. Ama belki de o sahte paralar oyunu çekici kılıyordu. Parker Brothers 1935'teki duyurularında şöyle diyordu:

> Oyunun adından da anlaşıldığı gibi oyuncular emlak, demiryolu ve kamu hizmetleriyle uğraşıp, bir mülk üzerinde tekel (monopol) konumu tesis ederek diğer oyunculardan kira almaya çalışırlar. İşin içine verilen paranın kullanılacağı ipotekli krediler, vergiler gibi tanıdık sorunlarla, yardımlaşma sandığı, opsiyonlar, kiralamalar, faiz geliri, yatırımlık gayri menkul, oteller, evler, elektrik santralleri benzeri işlemler girince heyecan da yükseliyor.[2]

Oyun olağanüstü bir başarı yakaladı. 1935 sonuna kadar iki yüz elli bin oyun satılmıştı. Takip eden dört yıl içinde (Waddington'un benim ilk oynadığım Londra versiyonunu yarattığı) Britanya, Fransa –her ne kadar faşist yönetimler oyunun kapitalist karakteri karşısında ikircikli olsalar da– Almanya, İtalya ve Avusturya versiyonları ortaya çıktı.[3] İkinci Dünya Savaşı esnasında gizli servis –detaylı haritalar ve paradan oluşan– kaçış setlerini Kızıl Haç'ın dağıttığı Monopoly kutularının içine koyup Alman kamplarındaki İngiliz savaş esirlerine ulaştırıyordu.[4] İşsiz Amerikalılar ve tutsak Britanyalılar Monopoly'yi aynı nedenden seviyorlardı. Gerçek hayatta işler çıkmaza girmiş olabilir ama Monopoly oynarken koskoca bir caddeyi satın almayı hayal edebiliriz. Oyunun bize söylediği, esas mucidinin niyetinin aksine, gayri menkul sahibi olmanın akıllıca olduğudur. Ne kadar fazla gayri menkulün olursa, o kadar daha çok para kazanırsın. Özellikle İngilizce konuşulan ülkelerde, hiçbir yatırımın tuğla ve harcın yerini tutamayacağı herkesin kabul ettiği bir gerçek haline gelmiştir.

1 Philip E. Orbanes, *Monopoly: The World's Most Famous Game – And How It Got That Way* (New York, 2006), s. 10-71.
2 a.g.e., s. 50.
3 a.g.e., s. 86.
4 a.g.e., s. 90.

"Ev gibisi yok" deyişi dünyanın dört bir yanındaki insanların neden ev sahibi olmaya çabaladıklarını anlatmaya yeterli. Ama bu deyiş finans dünyasında başka bir anlam daha taşıyor: Emlak sahibi olanlara borç para vermek kadar güvenli bir şey yoktur. Neden? Çünkü eğer borçlarını ödemezlerse, mülklerine sahip olabilirsiniz. Onlar kaçabilir ama evleri kaçamaz. Almanların dediği gibi, arsa ve binalar taşınmaz varlıklardır. Bu yüzden Birleşik Devletler'de yeni bir iş kurmak için alınacak kredi için yegâne önemli kaynağın girişimcinin evinin üzerine konan ipotek olması şaşırtıcı değildir. Finansal kurumların emlak satın almak isteyenlere borç verme konusunda daha az çekingen olmaları da normaldir. Amerika'daki ipotekli kredilerin toplamı 1959'dan bu yana yetmiş beş kat artmıştır. 2006 yılı sonunda ipotekli kredi ödemesi yapanların toplam borcu Birleşik Devletler GSYİH'sının yüzde 99'una ulaşmıştır, bu oran elli sene önce yüzde 38'di. Borçlanmadaki bu hızlı artış, 2005 yılında elli yıllık zirvesine ulaşan mesken yatırımlarındaki patlamanın finansmanına destek olmuştur. Bir süre için yeni ev arzı, ivme kazanan taleple başa çıkamıyor görünüyordu. Birleşik Devletler'de GSYİH'nın 2005 yılının ilk yarısında kaydettiği büyümenin yarısı konut sektörüyle ilişkiliydi.

İngilizce konuşulan ülkelerdeki emlak tutkusu siyasi bir deneyin de temellerini attı: Nüfusun yüzde 65'iyle yüzde 83'ü aralığında bir çoğunluğunun kendi evinde yaşadığı, dünyanın ilk mülkiyete dayalı demokrasiler ortaya çıktı.* Yani seçmenlerin büyük kısmı aynı zamanda mülk sahibi oldu. Bazıları bunun tüm dünyanın uygulaması gereken bir model olduğunu söylüyor. Hakikaten de konut fiyatlarının fırladığı Anglodünya'yla (Avustralya, Kanada, İrlanda, Birleşik Krallık, Birleşik Devletler) birlikte Çin, Fransa, Hindistan, İtalya, Rusya, Güney Kore ve İspanya hızla bu yöne gidiyor. OECD üyesi on sekiz ülkenin sekizindeki konut fiyatları enflasyonu 2006 yılında yüzde 10'un üzerindeydi. Aslında Birleşik Devletler 2000-2007 arası bir konut balonu yaşamadı; Hollanda ve Norveç'teki fiyatlar daha hızlı arttı.[5]

Peki emlak gerçekten ev gibi güvenli midir? Yoksa gayri menkul oyunu iskambilden ev yapmaya mı benzer?

5 Robert J. Shiller, "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", Federal Reserve Bank of Kansas City'nin Jackson Hole Konferansı'nda sunulan çalışma (Ağustos 2007).

* İrlanda % 83'le kendi evine sahip olma konusunda başı çekerken onu Avustralya (%69), İngiltere (%69), Kanada(%67) ve Birleşik Devletler (%65) takip ediyor. Japonya'da oran yüzde 60'ken, Fransa'da % 54, Almanya'da ise % 43. Fakat bu oranların 2000 yılına ait olduğu belirtmek gerekir. O günden bugüne Amerika'daki oran % 68'e çıktı. Ülkeler içinde bölgesel farklılıklar da söz konusu: Ortabatılılar ve Güneyliler'in ev sahibi olma oranı (%72) Batı ve Kuzeydoğu'da yaşayanlara göre daha yüksek, çünkü o bölgelerde ev fiyatları daha makul. Batı Virginialıların % 78'i ev sahibiyken, New Yorkluların sadece % 46'sının kendi evi var.

Mülk Sahibi Aristokrasi

Britanya ve Birleşik Devletler'de ev sahibi olmak sadece Glasgow'un East End ya da Detroit'in East Side gibi yoksul semtlerinde bir istisnadır. Tarihin büyük bir kısmında bu aristokrat seçkinlere has bir ayrıcalıktı. Mülkler, saygınlık ifade eden unvanlar ve siyasi imtiyazlarla birlikte babadan oğula geçerdi. Geriye kalan herkes arazi sahibine kira ödeyen kiracılardı. Seçimlerde oy vermek bile mülk sahibi olmanın sağladığı bir haktı. İngiltere kırsalında 1832'ye kadar, on beşinci yüzyılda çıkarılmış yasalar gereği, sadece yıllık getirisi en az 40 şiling olan arsaya sahip olan erkekler yaşadıkları bölgede oy kullanabilirlerdi. Bu da İngiltere ve Galler'de en fazla 435.000 kişiye denk geliyordu – bunların büyük kısmı da karmaşık bir himaye sistemi içinde, yaşadıkları bölgedeki en büyük arazi sahibine bağlıydılar. 1800'lerin başında Avam Kamarası'nda İngiltere ve Galler'i temsil eden 514 meclis üyesinden 370'i, yaklaşık 180 arazi sahibi tarafından seçilmişlerdi. Meclis üyelerinin beşte birinden çoğu asilzadeydi.

Bir açıdan o günden bu güne Britanya'da değişen pek bir şey olmadı. İki yüz kırk milyon dönüm arazinin yüz altmış milyon dönümü sadece 189.000 aileye ait.[6] 7 milyar pound varlığı olan Westminster Dükü Birleşik Krallık'ın üçüncü zengin adamı, Kont Cadogan (2,6 milyar pound) ve Barones Howard de Walden de (1,6 milyar pound) en zengin ilk elli listesindeler. Fark aristokrasinin siyasi sistemi tekeline almaması. Başbakanlık yapan son aristokrat 1964'te (kendi ifadesiyle 14. Mr. Wilson tarafından yenilgiye uğratılarak) görevden ayrılan Home Dükü Alec Douglas Home'du. Lordlar Kamarası reformu sayesinde kalıtsal soyluluk nihayet Britanya parlamenter sisteminin dışına atılıyor.

Aristokrasinin siyasi bir güç olmaktan çıkması birçok açıdan incelenebilir. İşin özünde ise finans vardır. 1830'lara kadar talih elit zümrenin, arazilerinden elde ettikleri yıllık gelir 60.000 poundun üzerinde olan otuz civarında ailenin yüzüne güldü. Nüfus baskısı ve savaş dönemi enflasyonu buğdayın fiyatını ikiye katlayınca, Napoléon Savaşları sırasında arazi fiyatları fırladı. Sonrasında endüstrileşmeyle talih kuşu kömür yataklarına ya da şehirlerde emlâka sahip olanların başına konarken, aristokrasinin siyasi sistem üzerindeki hakimiyeti kamu kaynaklarından düzenli bir gelir gelmesini garanti altına aldı. Kodamanlar, bunun yeterli olmadığı durumlarda sonuna kadar borçlanabiliyor olmalarının avantajını kullandı. Bazıları sulama kanallarıyla arazilerini geliştirdi ya da açık arazileri çitle çevirdi. Bazılarıysa gösteriş hevesiyle yapılan tüketime da-

6 http://canongate.net/WhoOwnsBritain/DoTheMathsOnLandOwnership.

yanan yaşam tarzlarını finanse etmek için borçlandı. Mesela on dokuzuncu yüzyılda Devonshire Dükü'nün borçları öyle bir seviyeye yükselmişti ki, yıllık gelirinin yüzde 40'la 55'i arasında değişen bir tutarı faiz olarak ödemek zorundaydı. Avukatlarından biri "tek ihtiyacınız olan kendinize hâkim olmak" diyordu.[7]

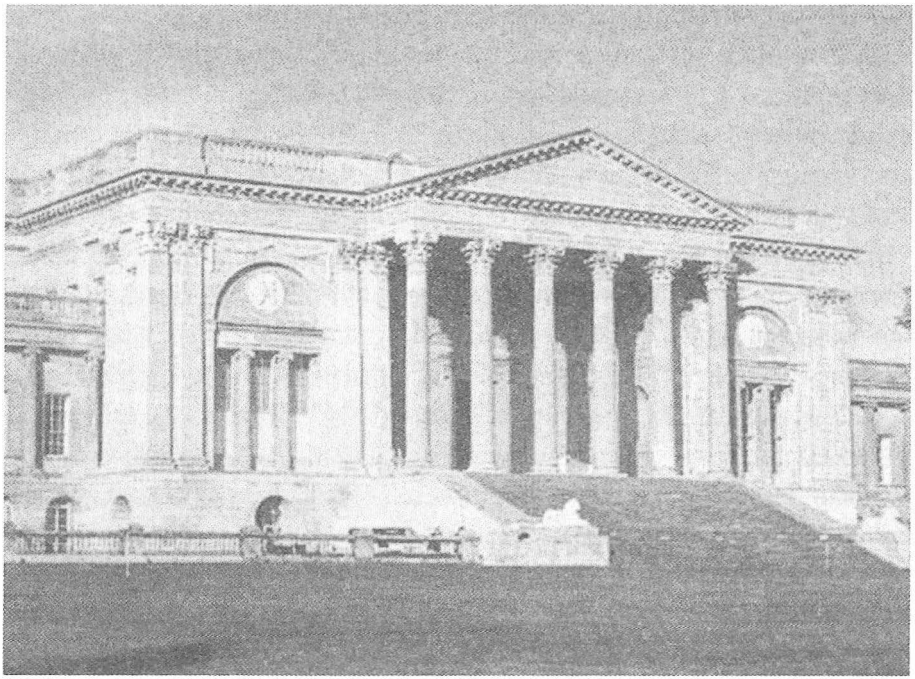
Sorun şu ki mülk, sahibi siz olsanız da size borç veren için bir teminattır. Trollope'nin yazdığı Barset'in Son Günlüğü'nde (Last Chronicle of Barset) Bayan Demolines'in dediği gibi "arazi, kaçamaz".* On dokuzuncu yüzyıl yatırımcılarının büyük kısmının –yerel acentelerin, özel bankaların ve sigorta şirketlerinin– risksiz yatırımlar olarak görülen ipotekli kredilere yönelmesinin sebebi buydu. Borç alanların mülklerini borç verenlere kaybetmeye karşı tek güvenceleriyse gelirleriydi. Victoria Dönemi Britanya'sında o büyük arazi sahiplerinin gelirleri bir anda düşüvermişti. 1840'ların sonlarından itibaren düşen nakliye maliyetleri ve gümrük vergilerinin indirilmesi –1846'da iptal edilen Mısır Kanunu buna örnek olarak verilebilir– arazi sahiplerinin ekonomik konumunu zedeledi. Tahıl fiyatları 1847'de kile başına 3 dolarken 1894'te 50 sente düşünce, tarım arazilerinin geliri de düştü. Kırsal arazinin getiri oranı 1845'teki yüzde 3,65 seviyesinden 1885'te yüzde 2,51'e geriledi.[8] *The Economist* dergisinin yazdığı gibi: "Şimdiye kadar hiçbir kıymete bu kadar içten bir inançla güvenilmemişti ve ne yazık ki son zamanlarda bu güveni en fazla boşa çıkaranın İngiltere toprağı olduğu görüldü." İrlanda'da arazisi olanlar için sorun, yaşanan siyasi karışıklık nedeniyle katmerlenmişti. Bu ekonomik gerileme ve çöküş, Buckinghamshire'da Stowe House'u yaptıran ailenin kaderiyle örneklenebilir.

Stowe House'da inkâr edilmesi mümkün olmayan bir ihtişam vardır. Geniş sütun dizileri, Vanbrugh'un yaptığı etkileyici galeri ve "Capability" Brown'ın eseri enfes bahçeleriyle on sekizinci yüzyıl aristokrat mimarisinin yaşayan en iyi örneklerindendir. Fakat bugün Stowe'da eksik olan bir şey –ya da birçok şey– var. Elips şeklindeki Mermer Salon'un her bir nişinde romanesk bir heykel vardı. Devlet Odası'ndaki George dönemi şömineler ucuz ve küçük Victoria dönemi şömineleriyle değiştirildi. Bir zamanlar en zarif mobilyalarla dolu olan odalar şimdi boş. Neden? Çünkü ev bir zamanlar, ilk modern gayri menkul krizinin en seç-

7 David Cannadine, *Aspects of Aristocracy: Grandeur and Decline in Modern Britain* (New Haven, 1994), s. 170.

8 Bu istatistikler için Gregory Clark'a teşekkür ederim.

* "Hayat hep belirsizdir, Bayan Demolines."
"Beni sınıyorsunuz, biliyorum. Ama siz de şehir parasının şansa bağlı olduğunu düşünmüyor musunuz? Gelmesi ve gitmesi o kadar hızlı ki."
"Bana kalırsa her paranın gidişi aynı" dedi Johnny.
"Arazi ya da fonlardan gelen değil. Annem son şilingine kadar, yılda yüzde dört getiren birinci sınıf bir arazi ipoteğine yatırım yaptı. İnsan kendini çok güvende hissediyor! Arazi kaçamaz."



Stowe House: İliklerine kadar ipoteklenmiş aristokratik görkem.

kin kurbanlarından Cobham Vikontu ve 2. Buckingham Dükü Richard Plantagenet Temple-Nugent-Brydges-Chandos-Grenville'e aitti.

Stowe, siyasi hamilik ve stratejik evlilikler sayesinde 125 yıllık bir süre içinde kendilerini baronluktan dükalığa yükselten Buckingham Dükü ve ecdadının sahip olduğu emlak imparatorluğunun sadece bir kısmıydı.[9] Dük, İngiltere, İrlanda ve Jamaika'da toplam 268.000 dönüm araziye sahipti. Bu varlık abartılı yaşam biçimini karşılamak için yeterli görünüyordu. Parayı sanki modası geçecekmiş gibi; metreslerine, gayri meşru çocuklarına, kayınpederinin vasilerini dava etmeye, bir soyluluk payesi olan Order of the Garter'ı almaya, Büyük Reform Yasası'na ve Mısır Kanunu'nun kaldırılmasına karşı çıkmaya – toprağın temsilcisi ve kudretli bir dük olarak baş edebileceği her şeye harcıyordu. "Hangi yönetim getirirse getirsin tarımsal çıkarları zedeleyecek tüm düzenlemelere direnmekle" övünüyordu. Hakikaten de Mısır Kanunu'nun iptalini destelemek yerine Sir Robert Peel'in hükümetindeki Lord Privy Seal (kralın şahsi mühründen sorumlu olan görevli) koltuğundan istifa etmeyi tercih etmişti.[10] 1845'te –yani yüz-

9 Frederick B. Heath, "The Grenvilles, in the Nineteenth Century: The Emergence of Commercial Affiliations", *Huntington Library Quarterly, 25, 1* (Kasım, 1961), s. 29.

10 Heath, "Grenvilles", s. 32.

yıl ortasında tahıl fiyatlarında görülecek olan ani düşüşten önce bile– borçları baş edemeyeceği noktaya yaklaşmıştı. 72.000 pound olan gelirine karşılık yılda 109.140 pound harcıyordu ve biriken borçları 1.027.282 poundu bulmuştu.[11] Gelirinin büyük kısmı (bazı borçları için yüzde 15'e çıkan) faiz ödemelerine ve belki de borç verenlerin paralarını geri almak için tek umutları olan hayat sigortası primlerini ödemeye gidiyordu.[12] Ama son bir çılgınlık daha yapacaktı.

Dük, Kraliçe Victoria ve Prens Albert'ın 1845 Ocak ayında gerçekleşen ve çok rağbet gören ziyareti öncesinde Stowe House'u baştan sona yeniledi. Bütün ev en yeni ve lüks mobilyalarla döşendi. Kraliyet banyosunda kaplan postu bile vardı. Kraliçe "Benim iki sarayımda bile bu kadar şaşaa yok" diye söylenmişti. Tüm bunlar yetmiyormuş gibi Dük, Kraliçe ve yanındakiler malikâneye girerken karşılama atışı yapması için (masrafları kendi ödeyerek) tüm Gönüllü Süvari Alayı'nı getirtmişti. Dört yüz atlı (dükün topraklarında yaşayan) kiracı, giyinmiş kuşanmış birkaç yüz işçi, üç nefesliler orkestrası ve Londra'dan o gün için getirilmiş olan özel polis birliği karşılama için hazırdı.[13] Bu hazırlıklar dükalığın finansal durumunu iyice zora soktu. Ailenin iflas etmesini engellemek için Buckingham'ın oğlu Chandos Marki'sine, erişkin olur olmaz mülklerin kontrolünü babasının elinden alması tavsiye edildi. Sıkıntılı yasal mücadelelerden sonra Marki üstünlük sağladı.[14] Ağustos 1848'de Dük'ün korktuğu oldu ve Stowe House'un içinde ne var ne yoksa mezata çıkarıldı. Atalarından kalma evi tabak, şarap, porselen, sanat eseri ve nadide kitaplara teklif vermek isteyen fırsatçılara açılmıştı, dışardan bakanlar için Dük (*The Economist*'in alay ettiği gibi) "iflas etmiş bir tabak çanakçıydı."[15] Satıştan elde edilen toplam gelir 75.000 pounddu. Hiçbir şey, aristokrasinin çöküşünü bundan daha iyi anlatamazdı.

Uzun süredir acı çeken, çokça aldatılan ve tüm gardırobuna Londra'daki şeriflik memurları tarafından el konulan İskoç eşi tarafından boşanan Dük, Stowe House'u boşaltıp, kiralık yerlerde yaşamaya zorlandı. Günlerini Londra'daki kulübünde, the Carlton'da güvenilmez günceler yazarak ve uslanmaz bir şekilde başkalarının karılarını ve aktrisleri kovalayarak geçirdi. Bir zamanlar istediği kadar borçlanmaya alıştığından "oğlunun kendisine, rütbesindeki bir memurun maaşına denk, masraflarını ödemeye ancak yetecek bir parayı, zar zor verdiğinden" yakınıyordu;[16]

11 a.g.e., s. 35.
12 David Spring ve Eileen Spring, "The Fall of the Grenvilles", *Huntington Library Quarterly, 19, 2* (Şubat 1956), s. 166.
13 a.g.e., s. 35.
14 Detaylar için Spring ve Spring, "Fall of Greenvilles", s. 169-174.
15 a.g.e., s. 185.
16 Heath, "Grenvilles", s. 39.

Üç nesil aristokrasi

Sol üst: 1. Buckingham Dükü, Richard Grenville.

Sağ üst: 2. Buckingham Dükü, Richard Grenville.

Sol alt: 3. Buckingham Dükü, Richard Grenville.

> Sıkıntılı bir dönemde babasını bakımsız, terk edilmiş ve eziyet görmüş bir halde dışarı attı... Ele geçirdiği mal ve mülkünü, onur ve adalete ilişkin tüm ilkeleri çiğneyerek babasını zarar ve ziyana uğratacak şekilde kullandı... ve babasının utanç içinde alçalmasına seyirci kaldı.[17]

The Carlton'da kendini dinleyen herkese "Zehirlendim, soyuldum" diye yakınıyordu.[18] Dük 1861'de öldüğünde, Paddington tren istasyonundaki Great Western Otel'inde kalıyordu ve masraflarını oğlu karşılıyordu. Eli daha sıkı olan oğlu o dönem Londra ve Kuzeybatı Demiryolu Şirketi'nin yönetim kurulundaydı.[19] Modern dünyada dekarlarca arazi sahibi olmak değil, düzenli bir iş sahibi olmak daha önemliydi.

Buckingham Dükü'nün düşüşü yeni ve demokratik bir çağın habercisiydi. 1832, 1867 ve 1884'te seçim kanunlarında yapılan reformlar aristokrasinin Britanya siyaseti üzerindeki tahakkümünü ortadan kaldırdı. On dokuzuncu yüzyılın sonunda oy kullanma hakkına sahip olma konusunda 10 pound kira veriyor olmakla, 10 pound kira alıyor olmak arasında bir fark yoktu. Seçmen sayısı yetişkin erkeklerin yüzde 40'ına, 5,5 milyona ulaştı. 1918'de son ekonomik yeterlilik kuralı da nihayet kaldırıldı ve 1928'den sonra tüm erişkinler, kadın, erkek oy kullanabilir duruma geldi. Ama herkesin oy kullanması, herkesin mülk sahibi olması anlamına gelmiyordu. Tersine, 1938'e kadar Birleşik Krallık'taki ev stokunun sadece üçte birinde ev sahipleri oturuyordu. Mülkiyete dayanan ilk gerçek demokrasi Atlantik'in öbür yakasında, bilinen en derin finansal krizin içinden doğacaktı.

Mülkiyete* Dayalı Demokrasi

İngiliz deyimine göre İngiliz'in evi, onun kalesidir. Amerikalılar da –bütün evler birbirine benzese de– (*Oz Büyücüsü*'nde Doroty'nin dediği gibi) insanın kendi evi gibisi olmadığını bilirler. Anglo-Amerikan ev sahibi aile modelinin kökü devlet politikalarına olduğu kadar kültüre de uzanır. Elitlerin mülk sahipliğine dayanan eski sınıf sistemi ne kadar Britanyalıysa, mülkiyete dayanan demokrasi de o kadar Amerikalıdır.

17 Spring ve Spring, "Fall of Greenvilles", s. 183.
18 Heath, "Grenvilles", s. 40.
19 a.g.e., s. 46.
* Buradaki mülkiyet, ev sahibi olmayı ifade etmektedir. (ç. n.)

1930'lara kadar Amerika'daki hanelerin sadece yüzde kırkı kendi evinin sahibiydi. Çiftçi değilseniz, ipotekli kredi almanız kural değil, istisna sayılırdı. 1920'lerde kendi evini satın almak için borçlananların büyük kısmı, özellikle de eve ekmek getirenin işini ve gelirini kaybeden milyonlara dahil olduğu aileler Büyük Buhran'la birlikte kendilerini büyük bir sıkıntı içinde buldular. İpotekli krediler genelde üç ya da beş yıllık kısa vadelere sahipti ve amortismana tabi değildi. Diğer bir deyişle insanlar borcun faizini ödüyor ama anaparasını vade sonuna kadar ödeyemiyordu, bu da vade sonunda balon bir ödeme yapmalarını gerektiriyordu. 1920'lerde ipotekli kredi oranlarıyla birinci sınıf kurumsal tahvillerin getirileri arasındaki yüzde ikiye (200 baz puan) çıkan fark (*spread*), yirmi yıl öncesinde yüzde yarım (50 baz puan) civarındaydı. İpotekli borçlanma faizleri bölgeler arasında da farklılık gösteriyordu.[20] Ekonomi dibe gitmeye başladığında endişeye kapılan borç verenler, kredileri yenilemeyi reddetti. 1932 ve 1933'te yarım milyondan fazla ipotekli ev haczedildi. 1933 ortalarında her gün binden fazla ipotekli eve el konuluyordu. Ev fiyatları yüzde yirminin üzerinde düştü.[21] İnşaat sektörü çöktü ve (yirminci yüzyıldaki tüm durgunluklarda olduğu gibi) Birleşik Devletler ekonomisinin, büyüme motoru olarak konut yatırımlarına ne kadar ihtiyaç duyduğu ortaya çıktı.[22] Buhran'ın etkisi en ağır olarak, arazi fiyatlarının 1920'lerdeki zirvenin neredeyse yarısına düştüğü kırsal alanda hissedilse de şehirlerin durumu da pek iyi değildi. Tek gelirleri işsizlik ödeneği olan kiracılar da zorlanıyordu. Örneğin Detroit'te, otomotiv endüstrisi 1929 yılında istihdam ettiğinin yarısı kadar işçiyi, o da yarı maaşla çalıştırıyordu. Buhran'ın etkilerini bugün tahayyül edebilmek zor; yaygın işsizliğin doğurduğu rezil sefalet, aşevlerinin biçareliği, olmayan iş fırsatlarının peşinde umutsuzca oradan oraya koşmak. 1932'ye kadar Buhran'ın mülksüzleştirdiklerinin başına gelmedik kalmamıştı.

7 Mart 1932'de Ford Motor Company'nin işten çıkardığı beş bin işçi Detroit merkezinde bir yürüyüş yapıp yardım talep etti. Silahsız kalabalık, şirketin Dearborn'daki River Rouge fabrikasının 4 numaralı kapısına vardığında itiş kakış başladı. Bir anda fabrikanın kapısı açıldı ve silahlı polisler ve güvenlik görevlileri dışarı koşup kalabalığın üzerine ateş etti. 5 işçi öldü. Günler sonra cenazelerinde 60.000 kişi "Enternasyonal"i söyledi. Komünist Parti gazetesi şirketin kurucusu Henry'nin oğlu Edsel Ford'u bir katliama izin vermekle suç-

20 Ben Bernanke, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City'nin Jackson Hole Konferansı'nda yaptığı konuşması (31 Ağustos 2007).

21 Louis Hyman, "Debtor Nation: How Consumer Credit Built Postwar America", yayımlanmamış doktora tezi (Harvard University, 2007), 1. bölüm.

22 Edward E Leamer, "Housing and the Business Cycle", Federal Reserve Bank of Kansas City'nin Jackson Hole Konferansı'nda sunulan çalışma (Ağustos 2007).

ladı: "Sen, sanatın hamisi, Protestan Kilisesi'nin mensubu, Rouge fabrikasındaki köprüde durup işçilerin öldürüldüğünü gördün. Elini kaldırıp, dur demedin." Devrimci ortamın tansiyonunu düşürmek için yapılabilecek bir şey var mıydı?

Tuhaf bir uzlaşma göstergesi olarak Edsel Ford, Detroit Institute of Art tarafından davet edilen Meksikalı sanatçı Diego Rivera'dan Detroit ekonomisini, sınıf mücadelesinin değil, dayanışmanın yeri olarak olarak gösteren bir duvar resmi yapmasını istedi. İşin yapılması için seçilen enstitüye ait Garden Court, Rivera'nın o kadar hoşuna gitti ki kendisinden istendiği gibi iki panel yapmak yerine yirmi yedi panel yapmayı önerdi. Rivera'nın taslak çizimlerinden etkilenen Ford tüm serinin, 25.000 dolar civarındaki masrafını finanse etmeyi kabul etti. Rivera, River Rouge fabrikasındaki çatışmanın üzerinden sadece iki ay geçmişken, Mayıs 1932'de çalışmaya başladı ve Mart 1933'te projeyi tamamladı. Ford'un da iyi bildiği gibi Rivera (Meksika'daki Komünist Parti'den atılmış, alışılmışın dışında bir Troçkist de olsa) bir komünistti.[23] İdealindeki dünya özel mülkiyetin olmadığı, üretim araçlarının ortak mülkiyete tabi olduğu bir yerdi. Rivera'ya göre Ford'un River Rouge fabrikası bunun tam tersiydi: İşçilerin çalıştığı, mülk sahiplerinin işçilerin emekleriyle ortaya çıkan ödülü alıp durduğu ve seyrettiği bir kapitalist toplum. Rivera, çelik üretiminde ihtiyaç duyulan maddeleri insanlaştırarak, Detroit'in çarpıcı bir özelliği olan ırka dayalı bölünmüşlüğü de irdelemek istiyordu. Kendisi, alegoriyi şöyle anlatıyordu:

> Sarı ırk kumu temsil ediyor, çünkü sayısı en çok olan o. Ve bu ülkeye ilk olarak gelmiş olan kızıl ırk, o demir madenine, çelik için gerekli olan ilk maddeye benziyor. Siyah ırk kömür gibi çünkü içten gelen bir estetik duygusuna, kadim oymacılığından, içindeki ritim ve müziğinden gelen gerçek bir his ve güzellik ateşine sahip. Yani sahip olduğu estetik duygu ateşe benzer ve onun emeğiyle kömürdeki karbon çeliğe sertlik verir. Beyaz ırk kireç gibidir, sadece beyaz olduğu için değil, kireç çelik yapımında düzenleyici öğe olduğu için. Tüm diğer bileşenleri birbirine bağlar, o yüzden beyaz ırkı dünyanın düzenleyicisi olarak görürsünüz.

1933'te duvar resimleri ziyarete açıldığında şehrin önde gelenleri dehşete düştüler. Marygrove College'ın başındaki Dr. George H. Derry'nin ifadesiyle:

> Senyör Rivera kapitalist işvereni Edsel Ford'a acımasız bir oyun oynamıştır.

23 Saronne Rubyan-Ling, "The Detroit Murals of Diego Rivera", *History Today*, 46, 4 (Nisan 1996), s. 34-38.

Üst: Detroit'teki açlık yürüyüşü, Mart 1932.

Alt: Polis açlık yürüyüşüne katılanlara göz yaşartıcı gaz sıkıyor.

"Ford ve Murphy'nin Polis Terörüne Son", beş göstericinin ölümünü takip eden protestolar.

> Rivera'yla Detroit'i yorumlaması için anlaşılmıştı ama o Bay Ford'a ve müzeye bir komünist manifesto yutturmaya çalışıyor. Salona girdiğinizde gözünüze ilk çarpan, o ana paneldeki komünist motif tek başına bütün düzeni anlatıp, açığa kavuşturuyor. Kendilerinin panelin sağ tarafındaki baştan çıkarıcı ve seksi Asyalı kardeşine hayranlıkla bakan sert, kaslı ve cinsiyetsiz bir yüzle tasvir edildiklerini fark ettiklerinde Detroit'in kadınlarının gururu mu okşanmış olacak?[24]

Şehir meclisinin üyelerinden biri duvarların beyaza boyanmasını bile yetersiz görüyordu zira bir gün boya temizlenebilirdi. Ona göre Detroit ruhunu alay konusu eden resimler kazınmalıydı. Rivera'nın bir sonraki işinin, John D. Rockefeller Jr. için New York'taki Rockefeller Center'ın duvarlarına yaptığı resimlerin, sanatçının Lenin'in portresini, "Emperyalist Savaşa Son!", "Emekçiler Birleşin!" ve en çarpıcısı "Özgür Para!" gibi komünist sloganları kullanma konusunda ısrar etmesi üzerine, başına gelen de neredeyse buydu. Bu sloganlar Wall Street'te yürüyüş yapan göstericilerin olmalıydı. Skandalın içinde kalan Rockefeller duvar resimlerinin imha edilmesi talimatını verdi.

Sanatın gücü muhteşem bir şeydir. Ama Buhran'ın ikiye böldüğü toplumu

24 Donald Lochbiler, "Battle of the Garden Court", *Detroit News*, 15 Temmuz 1997.

birleştirmek için sanattan daha kuvvetli bir şeye ihtiyaç olduğu açıktır. Diğer ülkelerin büyük kısmı aşırı totaliterliğe kaydı. Ama Birleşik Devletler'deki çözüm Yeni Düzen'di (*New Deal*). Franklin D. Roosevelt'in ilk döneminde federal hükümetlere bağlı ajanslarda ve perişan durumdaki Birleşik Devletler ekonomisine güven aşılama amacı taşıyan teşviklerde patlama yaşandı. Yeni Düzen'le ortaya çıkan bir sürü kurum içinde bu yeni düzenin en önemli bileşenlerinden birinin ev sahibi olmaya getirdiği yeni yaklaşım olduğu gözden kaçabilir. Amerikalıların kendi evlerinin sahibi olma imkânını ciddi şekilde yükselten Roosevelt yönetimi, mülkiyete dayalı demokrasi fikrinin öncülüğünü yaptı. Bu fikir kızıl devrim için mükemmel bir panzehirdi.

Yeni Düzen bir açıdan, piyasanın başarısız olduğu noktada devletin devreye girmesine yönelik bir çabaydı. Bazı Yeni Düzenciler birçok Avrupa ülkesinde olduğu gibi sosyal konut tedarikinin artırılmasını savundular. Hakikaten de Kamu İşleri İdaresi (*Public Works Administration*) bütçesinin yüzde on beşini düşük maliyetli ev yapımına ve gecekondu bölgelerinin temizlenmesine ayırdı. Ama ondan daha önemlisi Roosevelt yönetiminin batmakta olan ipotekli kredi piyasasına uzattığı cankurtaran halatıydı. Yeni kurulan Ev Sahiplerinin Kredi Şirketi (*Home Owners' Loan Corporation*) devreye girdi ve on beş yıla kadar, uzun vadeli ipotekli kredileri finanse etmeye başladı. 1932'de Britanya'daki, mevduat toplayıp, ev alacaklara kredi veren inşaat birliklerine benzeyen, "Tasarruf ve Kredi" (*Savings and Loans* ya da *thrifts*) adıyla bilinen ve yerel bazda ipotekli kredi sağlayan kooperatifleri teşvik etmek ve gözetlemek üzere Federal Ev Kredisi Banka Kurulu (*Federal Home Loan Bank Board*) oluşturulmuştu. Roosevelt, üç senedir devam eden banka iflaslarının travmasını yaşayan mevduat sahiplerini temin etmek üzere federal mevduat sigortasını devreye soktu. Buna göre ipotekli krediye para yatırmak, eve para yatırmaktan bile daha güvenli olacaktı çünkü borç alanlar borçlarını ödeyemediğinde, devlet tasarruf sahibini tazmin edecekti.[25] Teorik olarak hiçbir Tasarruf ve Kredi birliği, Frank Capra'nın 1946 tarihli klasik filmi *It's a Wonderful Life*'da (Jimmy Steward'ın oynadığı) George Bailey'nin ayakta tutmaya çalıştığı aile işletmesi Bailey Building & Loan'un yaşadığı gibi bir mudi akını yaşamayacaktı. Babası "Biliyorsun George, küçük ölçüde de olsa yaptığımız işin önemli olduğunu düşünüyorum. Temel bir dürtüyü tatmin etmek. İnsanın soyunda kendi çatısına, duvarlarına ve ocağına sahip olma isteği var ve biz bu kırık dökük ofiste insanın istediklerine sahip olmasına yardımcı oluyoruz" der. George mesajı almıştır. Babası öldükten sonra kenar mahal-

25 Hyman, "Debtor Nation", 2. bölüm.

It's a Wonderful Life: Frank Capra'nın Jimmy Stewart'ın sempatik ipotekli kredi vereni canlandırdığı, yerel Tasarruf ve Kredi birliklerinin faziletlerini işleyen filmi.

lenin rezil ev sahibi Potter'a duygusal bir şekilde şöyle der:

> [Babam] bir kere bile kendini düşünmedi... Ama epey bir insanın senin kenar mahallenden kurtulmasına yardımcı oldu, Bay Potter. Bunun nesi yanlış ki? Bu onları daha iyi vatandaşlar yapmaz mı? Bu onları daha iyi müşteriler yapmaz mı?.. Dedin ki... eli yüzü düzgün bir evi düşünmeye başlamadan, bekleyip para biriktirmeleri gerekir. Beklemek! Ne için bekleyecekler? Çocukları büyüyüp onları terk edinceye kadar mı beklesinler? Yaşlanıp, düşkün hale gelene kadar mı... Çalışan bir adamın beş bin dolar biriktirmesi ne kadar zaman alıyor biliyor musun? Şunu unutma Bay Potter, ayaktakımı dediklerin... bu toplumda en fazla çalışıp, en fazla ödeme yapan, en fazla yaşayıp en fazla ölenlerdir. Birkaç düzgün oda ve bir banyoya sahip olarak çalışmalarını, ödemelerini, yaşamalarını ve ölmelerini istemek çok mu?

Ev sahibi olmanın erdemine ilişkin bu kesin olumlama yeniydi. Ev satın almak isteyen Amerikalılara yönelik esas değişimi getiren ise Federal Konut İdaresi'ydi (*Federal Housing Administration, FHA*). İpotekli kredi verenlere federal hükümetin garantisini taşıyan sigorta temin eden FHA büyük miktarlı (satın alma bedelinin yüzde 80'ine ulaşan), uzun vadeli (yirmi yıl), anapara eksiltmeli ve dü-

şük faizli ipotekli kredileri artırmayı hedefledi. Bu şekilde ipotekli kredi piyasasını canlandırmakla kalmadı, onu yeniden yarattı. FHA, uzun vadeli ipotekli krediyi standartlaştırarak ve resmi denetim ve değerleme için ulusal bir sistem yaratarak ulusal bir ikincil piyasanın da temelini attı. Federal Ulusal İpotekli Kredi Birliği'nin (*Federal National Mortgage Association*, bilinen adıyla *Fannie Mae*) tahvil çıkarıp, topladığı parayla artık coğrafi olarak (ofislerinden en fazla seksen kilometre uzaktakilere borç verebiliyorlardı) ve mevduat sahiplerine sundukları faiz oranlarını belirme konusunda sınırlanmış olan yerel Tasarruf ve Kredi birliklerinin ellerindeki ipotekli kredileri almaya yetkili kılınmasıyla bu ikincil piyasa 1938'de hayata geçmiş oldu. Bu değişiklikler ipotekli kredilerin ortalama aylık geri ödeme miktarlarını düşürdüğü için, FHA birçok Amerikalı için ev sahibi olmayı daha olası hale getirdi. İç gıcıklayıcı bir tekdüzeliğe sahip modern Amerikan banliyölerinin bu şekilde doğduğunu söylesek abartmış olmayız.

1930'lar ve sonrasında Amerikan devleti, borç verenleri ve borç alanları bir araya gelme konusunda yüreklendirmek amacıyla ipotekli krediler piyasasının etkin sigortacısı rolünü oynuyordu. İkinci Dünya Savaşı sonrası mülkiyeti –ve ipotekli kredi borcunu– fırlatan ve yüzde 40 olan ev sahibi olma oranını 1960 itibariyle yüzde 60'a çıkaran buydu. Fakat bir sorun vardı. Amerikan toplumundaki herkesin mülkiyet şenliğine katılma hakkı yoktu.

1941 yılında bir emlak müteahhidi Detroit'in "8 Mile" bölgesinin tam karşısına iki metrelik bir duvar ördü. FHA'dan alacağı teşvikli krediler için o duvarı örmesi gerekiyordu. Duvarın sadece beyazların yaşadığı tarafı için kredi veriliyordu. Ağırlıklı olarak siyahların yaşadığı bölgelerde federal kredilendirme yoktu çünkü, Afroamerikalılar kredi alamaz olarak sınıflandırılıyordu.[26] Bu, görünüşte kredi derecesine, pratikteyse renge göre şehri ikiye bölen bir sistemin parçasıydı. Yani ayrımcılık tesadüfi bir olay değil, doğrudan devlet politikasının bir sonucuydu. Federal Ev Kredisi Banka Kurulu'nun haritalarında siyahların yoğun olduğu bölgeler – Lower East Side ve West Side'daki kolonilerle "8 Mile" kırmızıya boyanıp, D harfi ile işaretlenmişti. A, B ya da C ile işaretlenen yerler genelde beyazdı. Bu ayrım bazı bölgelerin tümüne eksi kredi notu verilmesinin neden kırmızıyla çizmek (*red-lining*) olarak anıldığını açıklıyor.[27] Sonuçta D bölgesindekiler ipotekli kredi almak istediklerinde A, B ve C bölgerindekilere göre hayli yüksek faiz ödüyorlardı. 1950'lerde ipotekli kredi kullanan beş siyahtan biri yüz-

26 Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit* (Princeton, 1996), s. 64.
27 a.g.e., s. 38-43.

de 8'in de üzerinde faiz öderken, neredeyse hiçbir beyaz yüzde 7'den fazla faiz ödemiyordu.[28] Yurttaş Hakları mücadelesinin gizli finansal boyutu işte buydu.

Detroit, Barret Strong'un duruma uygun parçası "Money, That's What I Want" ile 1960'ta ilk hitini çıkaran Motown Plak Şirketi'nin sahibi Berry Gordy gibi, başarılı siyah müteşebbislerin şehriydi. Marvin Gaye gibi bir kısım Motown yıldızı da Detroit'te yaşıyordu. Yine de 1960'lar boyunca siyah mahallelerin kredi riskinin yüksek olduğu önyargısı hüküm sürmeye devam etti. 23 Temmuz 1967'de Detroit'in 1. Caddesi'nde çıkan ayaklanmanın ardında bu tip ekonomik ayrımcılıklar yatıyordu. Polisin lisanssız bir bara yaptığı baskını takip eden beş günlük cehennemde kırk üç kişi öldü, 467 kişi yaralandı, 7.200 kişi tutuklanırken –siyahların, kendilerine ikinci sınıf vatandaş muamelesi yapan mülkiyete dayalı demokrasiyi reddettiklerinin kuvvetli bir simgesi olarak– 3.000'in üzerinde bina yağmalandı ya da yakıldı.[29] Bugün bile ayaklanmanın ardından boş kalan parseller görülebilir. Yetkililerin bir başkaldırı olarak nitelediği olayları bastırmak için tank ve makineli tüfekleriyle ordu birliklerinin devreye girmesi gerekti.

1930'larda olduğu gibi şiddet siyasette bir karşılık buldu. 1960'ların Sivil Haklar yasalarının arifesinde, ev sahibi olma imkânına erişimi genişletecek yeni adımlar atıldı. 1968'de Fannie Mae ikiye bölündü: Gaziler gibi fakir borçlanıcılara hizmet veren Devlet Ulusal İpotekli Kredi Birliği (*Government National Moortgage Association* ya da bilinen adıyla *Ginnie Mae*) ve ana sözleşmesi yenilenip devlet tarafından desteklenen özel kurum (*government sponsored enterprise, GSE*) olarak faaliyet göstermeye başlayan ve artık devlet garantili olanların yanında diğer ipotekli kredileri de alabilecek olan Fannie Mae. İki yıl sonra, ikincil piyasada rekabet yaratmak için Federal Ev Kredisi İpotekli Kredi Şirketi (*Federal Home Loan Mortgage Corporation* ya da *Freddie Mac*) kuruldu. Hedef yine ikinci el ipotekli kredi piyasasını genişletmek ve teoride faiz oranlarını düşürmekti. Irka dayalı kredi ayrımcılığı bir gecede sona ermedi ama federal bir suç haline geldi.[30] 1977'deki Community Reinvestment Act'le Amerikan bankaları fakir azınlık mensuplarına borç verme konusunda yasal zorunlulukla karşı karşıya kaldı. Konut piyasası Mamas and the Papas grubunun finansal versiyonunun –Fannie, Ginnie ve Freddie– himayesinde olan Birleşik Devletler'de mülkiyete dayalı demokrasi için uygun siyasi rüzgâr yakalanmıştı. Tasarruf ve Kredi birliklerini yönetenler artık hayatlarını 3-6-3 kuralına göre yaşıyorlardı: Mev-

28 Hyman, "Debtor Nation", 5. bölüm.

29 Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, s. 259.

30 Detroit'te yakın dönemde yaşanan bir vaka için, Ben Lefebvre, "Justice Dept. Accuses Detroit Bank of Bias in Lending", *New York Times*, 20 Mayıs 2004.

duata yüzde 3 ver, yüzde 6'yla borç kullandır ve öğleden sonra saat 3'te golf sahasında ol.

Ev sahibi olma oranındaki ilerleme Atlantik'in öbür yakasındaki ülkelere göre daha yavaş oldu. Dünya Savaşı sonrasında Muhafazakâr ve İşçi Partili politikacıların paylaştığı ortak görüş devletin çalışan sınıflar için konut temin etmesi ya da en azından bu konuda mali destek sağlaması yönündeydi. Harold Macmillan İşçi Partisi'nin önüne geçebilmek için yılda 300.000 (daha sonra 400.000) yeni ev yapımını hedef koymuştu. 1959'la 1964 arasında Britanya'da inşa edilen üç yeni evden biri yerel idareler tarafından yapılmıştı. Takip eden altı yıllık İşçi Partisi iktidarı döneminde bu oran yüzde elliye çıktı. Britanya'daki bir şehri çirkinleştiren, sevimsiz ve sosyal olarak fonksiyonel olmayan yüksek apartman bloklarının ya da toplu konutların sorumluluğu her iki partiye de yüklenebilir. Sağla solun tek farkı Muhafazakârlar özel ev sahipliğini özendirmek için kiralık konut piyasasındaki kontrolü kaldırmak isterken, İşçi Partisi'nin kira denetimini tekrar uygulamaya koymak ve mevcut kiracılarını tehdit ile çıkarıp yerlerine rayiç bedelle Antiller'den gelen göçmenleri yerleştiren Peter Rachman'ın adını verdiği Rachmanizmi (ev sahiplerinin kiracıları sömürmeleri) engellemek istemesiydi.[31] 1971'e kadar Britanyalıların ev sahibi olma oranı yarıdan azdı.

Sosyal konutların hiçbir zaman çok önemli olmadığı Birleşik Devletler'de ipotekli kredilerin faiz ödemeleri, federal gelir vergisi yasasının kabul edildiği 1913'ten beri vergi hesabından indirilebiliyordu.[32] Bu vergi muafiyetinin mantığının sorgulandığı bir dönemde Ronald Reagan'ın dediği gibi, ipotekli kredilerin faizlerine tanınan muafiyet Amerikan rüyasının parçasıydı.* Margaret Thatcher'ın liderliğindeki radikal Muhafazakâr hükümetin, koşulları sağlayan ipotekli kredilerin ilk 30.000 poundu için Kaynakta İpotekli Kredi Faiz Desteği (*Mortgage Interest Relief At Source – MIRAS*) programını uygulamaya koyduğu 1983 yılına kadar bu destekler Britanya'da çok daha küçük bir rol oynuyordu. Maliye Bakanı Nigel Lawson aynı mülk için kredi kullanan birden fazla mükellefin istifadesinin önüne geçmek için indirime bir limit getirmek istediğinde "ipotekli kredi faiz desteğinin her zerresini muhafaza etmek için tutkulu bir kararlılığa sahip Margaret

31 Glen O'Hara, *From Dreams to Disillusionment: Economic and Social Planning in 1960's Britain* (Basingstoke, 2007), 5. bölüm.

32 Bernanke, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy". Ayrıca Roger Loewenstein, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?", *New York Times Magazine*, 5 Mart 2006.

* Bugün yaklaşık 37 milyon Amerikalı (tek başına ya da çift olarak) 1.000.000 dolara kadar olan ipotekli kredileri için vergi indiriminden faydalanıyorlar ve bunun Birleşik Devletler Hazinesi'ne yıllık maliyeti 76 milyar doları buluyor.

[Thatcher]'ın duvarına tosladı".[33] MIRAS Thatcher'ın ev sahipliğine özendirmek için kullandığı tek yol değildi. Belediyelerin yaptırdığı evleri bir buçuk milyon istekli, çalışan sınıf mensubu aileye indirimli fiyattan satarak daha çok sayıda Britanyalının kendi evine sahip olmasını sağladı. Sonuç olarak 1981'de yüzde 54 olan ev sahipliği oranı on yıl içinde yüzde 67'ye sıçradı. İçinde sahibinin oturduğu evlerin sayısı 1980'de 11 milyonken, bu rakam bugün 17 milyonu geçti.[34]

1980'lere kadar borçlanma ve ev alma konusunda devletin sağladığı teşvikler sıradan haneler için epey önem taşıyordu. Hatta 1960'ların sonuyla 1970'lerde enflasyon oranlarının faiz oranlarının üzerine çıkması, borçları ve ödedikleri faiz reel anlamda düşen borçluların işine yaramıştı. Yetmişlerin ortalarında Amerika'da enflasyon beklentisi yüzde 12'yken, ipotekli kredi verenler yüzde 9 ya da daha düşük oranla otuz yıl sabit faizli kredi veriyordu.[35] Borç verenler bir süre için insanlara kendi paralarını borçlanmaları için para ödemiş oldular. Bu arada tüketici fiyatlarının sadece yüzde 2,5 arttığı 1963-1979 döneminde ev fiyatları üçe katlandı. Ama iyi başlayan hikâyenin sonu kötü oldu. Ev sahibi olanların demokrasisine olan inançlarını beyan eden hükümetler aynı zamanda fiyat istikrarına ya da en azından düşük enflasyona inanıyorlardı. Bunun yolu da yüksek faiz oranlarından geçiyordu. İstenmese de ortaya çıkan sonuç, emlak piyasasında yaşanmış en çarpıcı yükseliş ve düşüşlerden biriydi.

Tasarruf ve Kredi Birliklerinden Eşikaltına

Dallas Texas'tan yola çıkıp 30 numaralı eyaletlerarası otoyolu takip ederseniz iki kilometrede bir yarım kalmış bir eve ya da binaya rastlarsınız. Gördükleriniz Amerikan tarihinin en büyük finansal skandallarından birinin, ev sahibi olmanın güvenli bir yatırım olduğu düşüncesini alay konusu haline getiren bir düzenbazlığın izleridir. Okuyacaklarınız gayri menkulden ziyade sürreel menkule ilişkin bir hikâyedir.

Tasarruf ve Kredi (T&K) birlikleri –Britanya'daki inşaat birliklerinin Amerikan versiyonları– Amerika'daki mülkiyete dayalı demokrasinin temelini oluşturuyordu. Tasarruf sahiplerinin ortaklaşa sahip olduğu bu birlikler devlet düzen-

33 Nigel Lawson, *The View from No.11 : Memoirs of a Tory Radical* (Londra, 1992), s. 821.

34 *Living in Britain: General Household Survey 2002* (Londra, 2003), s. 30. http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=821.

35 Ned Eichler, "Homebuilding in the 1980s: Crisis of Transition?", *Annals of American Academy of Political and Social Science, 465* (Ocak 1983), s. 37.

lemeleriyle hem korunuyor hem de sınırlandırılıyorlardı.[36] 40.000 dolara kadar olan mevduatlar, toplam mevduatın on binde 8,3'ü kadar prim karşılığında devlet tarafından sigortalanıyordu. Diğer taraftan bu birlikler sadece kendi ofislerinden en fazla seksen kilometre mesafedeki ev almak isteyenlere kredi verebiliyorlardı. 1966 sonrasındaysa, Q Düzenlemesiyle mevduata verdikleri faiz bankaların verdiği faizden sadece çeyrek puan yüksek olabilecek şekilde yüzde 5,5'le sınırlandı. Bu miskin sektör 1970'lerin sonunda ilk olarak –1979'da yüzde 13,3'e ulaşan– iki haneli enflasyonla, sonrasında da ücret-fiyat sarmalını kırmak isteyen FED'in yeni başkanı Paul Volcker'ın parasal genişlemeyi yavaşlatmasıyla artan faiz oranlarıyla sarsıldı. Bu ikili darbe öldürücüydü. T&K'ler bir yandan sabit faizli uzun vadeli ipotekli kredilerden zarar ederken, diğer yandan mevduatlarını yüksek faiz veren para piyasası fonlarına kaybediyorlardı. Hem Carter hem de Reagan yönetimlerinin Washington'dan verdiği tepki sektörü vergi muafiyetleri ve serbestleştirmeyle* kurtarmaya çalışmak yönündeydi, zira piyasa güçlerinin sorunu çözebileceği düşünülüyordu.[37] Yeni düzenlemeler yasalaştığında Başkan Reagan: "Sonunda turnayı gözünden vurduk" diyordu.[38] Bazı insanların turnayı gözünden vurduğu kesindi.

Bir taraftan T&K'ler artık sadece uzun vadeli ipotekli kredilere değil istedikleri alana yatırım yapabileceklerdi. Ticari gayri menkul, hisse senetleri, çürük tahviller; herşey mubahtı. Kredi kartı bile çıkarabileceklerdi. Öte yandan artık mudilerine istedikleri faiz oranını verebileceklerdi. Ayrıca tüm mudiler 40.000 dolardan 100.000 dolara çıkarılan tavana kadar tamamen sigorta altında olacaklardı. Ve eğer sıradan mevduatlar yeterli olmazsa, T&K'ler 100.000 dolarlık dev mevduat paketleri satan aracılardan mevduat kabul edebileceklerdi.[39] Tasarruf ve Kredi birliklerini yöneten insanların artık kaybetme riski yoktu – iktisatçıların tabiriyle aklaki açıdan tehlikeli bir durum doğmuştu.[40] Sonrasında olanlar ilk olarak California Tasarruf ve Kredi Departmanı komiseri William Crawford'un

36 Maureen O'Hara, "Property Rights and The Financial Firm", *Journal of Law and Economics, 24* (Ekim 1981), s. 317-332.

37 Eichler, "Homebuilding", s. 40. Ayrıca Henry N Pontell ve Kitty Calavita, "White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal", *Annals of the American Academy of Political and Social Science, 525* (Ocak 1993), s. 31-45, Marcia Millon Cornett ve Hassan Tehranian, "An Examination of the Impact of the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans", *Journal of Finance, 45, 1* (Mart 1990), s. 95-111.

38 Henry N. Pontell ve Kitty Calavita, "The Savings of Loan Industry", *Crime and Justice, 18* (1993), s. 211.

39 a.g.e., s. 208.

40 F. Stevens Redburn, "The Deeper Structure of Savings and Loan Disaster", *Political Science and Politics, 24, 3* (Eylül 1991), s. 439.

* Bu konularda çıkarılmış önemli yasal düzenlemeler 1980 tarihli Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act ve 1982 tarihli Garn – St Germain Depository Institutions Act'ti.

ileri sürdüğü müthiş finansal öğretinin sahneye konuluşuydu: "Bir banka soymanın en iyi yolu, bir bankaya sahip olmaktır."[41] Bazı T&K'ler mudilerinin parasıyla şüpheli projelere girdiler. Serbestleştirme T&K'leri kanun denetimi dışında bıraktığı için, çoğu resmen bu paraları çaldı. Bu tür işlemlerin en yaygın olduğu yer Texas'tı.

Southfork stili çiftliklerinde eğlenmedikleri zamanlarda, Dallaslı emlak kovboyları işlerini Wise Circle Grill'de halletmekten hoşlanırlardı.[42] Düzenli olarak toplandıkları pazar kahvaltısının müdavimleri arasında, başında olduğu Vernon T&K'sine denetçiler tarafından "vermin" ("haşerat") adı takılmış olan Don Dixon[43], Sunbelt'ten ("Gunbelt") Ed McBirney ve müteahhitlere "siz toprağı getirin, ben de parayı" diyen State Savings and Loan'ın sahibi ve başkanı Tyrell Barker[44] bulunuyordu. Hem toprak hem de para getirenlerden biri mafya fonlarını aklamak için T&K'leri kullanan Teamster Union'ın New York'lu simsarı Mario Renda'ydı. Nakte ihtiyacı olduğunda *New York Times*'a aşağıdaki ilanı vermekten kaçınmamıştı:

KİRALIK PARA: YEREL BANKANIZA PARA YATIRIP
BORÇLANMA KONUSUNDAKİ SORUNLARINIZI ÇÖZÜYORUZ.
FİNANSMANDA YENİ TURNİKE YAKLAŞIMI[45]

İstediğiniz, bir emlak imparatorluğu sahibi olmaksa, söylemeniz yeterli. Empire Savings and Loan, bir grup Dallas'lı emlak geliştirici için havadan ya da Texas'ın düz toprağından bir servet elde etmek için harika bir fırsat sundu. Sürreelizm, Empire'ın başındaki Spencer H. Blain Jr'ın Garland kasabasının belediye başkanı James Toyler ve başkalarının parasını kullanma konusunda uzmanlığa sahip, liseden terk, havalı bir emlak geliştiricisi olan Danny Faulkner'le bir araya gelmesiyle başladı. Para, Empire'ın yüksek faizler ödediği aracılı mevduatlardan geliyordu. Dallas'ın otuz kilometre doğusundaki bir yapay göl olan Ray Hubbard yakınındaki Faulkner's Point daha sonra Faulkner Circle, Faulkner Creek, Faulkner Oaks ve Faulkner Fountains'ı da içerecek olan emlak imparatorluğunun ilk kalesiydi. Faulkner'ın gözde numarası fıstık yetiştirmek için bir parça arazi alıp, sonra bunu Empire Savings and Loans'dan borçlanan yatırımcıla-

41 Pontell ve Calavita, "White-Collar Crime", s. 37.
42 Allen Pusey, "Fast Money and Fraud", *New York Times*, 23 Nisan 1989.
43 K. Calavita, R. Tillman ve H. N. Pontell, "The Savings and Loan Debacle, Financial Crime and the State", *Annual Review of Sociology, 23* (1997), s. 23.
44 Pontell ve Calavita, "Savings and Loans Industry", s. 215.
45 Calavita, Tillman ve Pontell, "Savings and Loan Debacle", s. 24.

Gayri menkul şişirme kralı: Helikopteriyle Danny Faulkner.

ra şişirilmiş fiyattan satmaya dayanan "şişirme"ydi. Bir seferinde bir parseli 3 milyon dolara almış, birkaç gün içinde de 47 milyon dolara satmıştı. Danny Faulkner okuma yazma bilmediğini iddia ediyordu ama rakamları okumayı bildiği kesindi.

1984'te Dallas'taki gelişmeler kontrolden çıktı. 30 numaralı otoban boyunca kilometrelerce ilerleyen site inşaatları vardı. Şehir, sakinlerinin tabiriyle –içleri boş olduğu için– öteki tarafı görünen ofis binalarıyla dolmuştu. Federal sigorta güvencesi altında olan mevduatlarla finanse edilen inşaat faaliyetleri durmadan ilerliyordu ve para emlak geliştiricilerin cebine gidiyordu. Kâğıt üzerinde de olsa Empire'ın aktifleri iki yıl içinde 12 milyon dolardan 257 milyon dolara çıktı. Ocak 1984'te 309 milyona ulaşmışlardı. Birçok yatırımcının yapılan evleri yakından görme şansı bile olmadı; Faulkner onları helikopteriyle inşaat alanlarının üzerinden uçuruyor, yere inmiyordu. Herkes kazanıyordu: Learjet'iyle Faulkner, Rolls-Royce'uyla Toler, 4.000 dolarlık Rolex'iyle Blain – emlak reklamlarında oynayan sporcuları ve yerel yöneticileri belirtmeye gerek yok. Erkekler için

altın bilezikler, eşleri içinse kürk ceketler...[46] İşin içindekilerden birinin itiraf ettiği gibi: "Herşey Danny'nin isteklerini tatmin etmeye yönelik bir para makinesi gibiydi. Danny yeni bir jet istediğinde, yeni bir arazi anlaşması yapardık. Danny yeni bir çiftlik almak istediğinde bir tane daha yapardık. Danny, her şeyi Danny için yönetir, en ince ayrıntılarla bile ilgilenirdi."[47] Tasarrufla hırsızlık arasındaki çizginin epey kalın olması beklenir. Faulkner & Co. o çizgiyi saç teli inceliğine indirmişti. Sorun şu ki, 30 numaralı otoyol boyunca yapılan sitelere olan talep hiçbir zaman Faulkner, Blain ve ahbap çavuşlarının inşa ettikleri kadar çok olmayacaktı. 1980'lerin başında emlakçiler arasında bir şaka yapılıyordu: "Zührevi hastalıkla, konut sitesi arasında ne fark vardır? Zührevi hastalıktan kurtulabilirsin." Ayrıca (dışarıdakilerden) kısa vadeli borçlanıp, (içeridekilere) uzun vadeli kredi verdikleri için birçok Tasarruf ve Kredi birliğinin varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki uyumsuzluk felaket boyutlarına gelmişti. Düzenleyiciler gecikmiş bir şekilde 1984'te harekete geçtiklerinde bu gerçekler göz ardı edilemez hale gelmişti. 14 Mart'ta o zaman Federal Ev Kredisi Banka Kurulu'nun başkanı olan Edwin J. Gray, Empire'ın kapatılması talimatını verdi. T&K mevduatlarını sigortalamakla yükümlü Federal Tasarruf ve Kredi Birlikleri Sigorta Şirketi'ne (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC*) çıkan fatura 300 milyon dolardı. Ama bu sadece başlangıçtı. Diğer şirketler inceleme altına alındıklarında, yasa yapıcılar, özellikle de kampanyaları için T&K'lerden cömert bağışlar toplayanlar duraksadılar.* Onlar bekledikçe daha fazla para yandı. 1986'da FSLIC'nin kendisi iflas etti.

1991'de, ilkinde jürinin karar yeter çoğunluğuna ulaşamadığı davaların ikincisinde Faulkner, Blain ve Toler nitelikli dolandırıcık yapmak ve Empire'la diğer T&K'lerden sahte arazi anlaşmalarıyla 165 milyon dolar çalmakla suçlu bulundu. Her biri yirmi yıl hapis cezasına ve milyonlarca dolar tazminat ödemeye mahkun edildiler. Müfettişlerden biri Empire'ın, gördüğü "en acımasız ve sahtekâr arazi yatırımı tertiplerinden biri" olduğunu söylüyordu.[48] Aslında bu Tasarruf ve Kredi krizinin geneli için de söylenebilir. Edwin Grey bu kriz için "bu

46 Allen Pusey ve Christi Harlan, "Bankers Shared in Profits from I-30 Deals", *Dallas Morning News*, 29 Ocak 1986.

47 Allen Pusey ve Christi Harlan, "I-30 Real Estate Deals: A 'Virtual Money Machine' ", *Dallas Morning News*, 26 Ocak 1986.

48 Pusey, "Fast Money and Fraud".

* En bildik hikâye Irvine'in, California'daki Lincoln Savings and Loan'ın başındaki Charles Keating'in Federal Ev Kredisi Banka Kurulu tarafından baskı gördüğü dönemde, aralarında John McCain'in de bulunduğu senatörler tarafından desteklenmesidir. McCain Keating'ten maddi destek aldığını kabul etmiş ama Senato Etik Komitesi yaptığı incelemede, uygunsuz bir davranış bulunmadığını belirtmiş, McCain aklanmıştı.

ulusun bankacılık tarihinin etkisi en yaygın olan, tedbirsizlik ve sahtekârlıkla dolu dönemi" diyordu. Toplamda beş yüz T&K battı ya da kapanmak zorunda kaldı; neredeyse aynı sayıda T&K de Kongre'nin enkazı toparlamak üzere kurduğu Resolution Trust Corporation'ın altında birleşti. Resmi bir tahmine göre iflas eden kurumlardan neredeyse yarısında içeridekilerin başını çektiği sahtekârlık ya da potansiyel suç vakaları yaşanmıştı. Mayıs 1991'e kadar 764 kişi çeşitli suçlardan yargılandı, 550'si suçlu bulundu ve 326'sı hapse gönderildi. 8 milyon tutarında ceza kesildi.[49] Tasarruf ve Kredi krizinin 1986-1995 arasındaki toplam maliyeti 153 milyar doları buldu (GSYİH'nın yaklaşık yüzde 3'ü). Bunun 124 milyar doları vergi mükelleflerinin cebinden çıktığı için kriz Buhran'dan sonraki en pahalı finansal kriz haline geldi.[50] Çöküşün arkeolojik kalıntıları Texas'ın her yerinde görülebilir: Çalıntı para ve ucuz malzemeyle yapılmış, bir kısmı yıkılmış ya da yanmış, harabeye dönmüş binalar. Yirmi dört yıl sonra bile Texas'tan geçen eyaletlerarası otoyolun büyük kısmı hâlâ çorak arazi olarak duruyor.

Tasarruf ve Kredi krizi Amerikalı vergi mükellefleri için iyi düşünülmemiş bir serbestleştirmenin sonuçlarına ilişkin pahalı bir dersti. Ama T&K'ler baş aşağı giderken bile çok farklı bir grup Amerikalıya tonlarca dolar vaat ediyordu. New York'lu yatırım bankası Salomon Brothers'da tahvil alıp satanlar için Yeni Düzen'in getirdiği ipotekli kredi sisteminin çöküşü kriz değil harika bir fırsattı. Kâra aç olan Salomon'daki bu ağzı bozuklar, kendilerine verdikleri adla "koca taşaklılar" ("*big swinging dicks*") 1980'lerin başında dönen faiz oranlarından faydalanmanın yolunu buldular. Çaresiz durumda kalan Tasarruf ve Kredi birlikleri batmamak için ellerindeki ipotekli kredileri satmaya başlayınca Salomon'un baş ipotekli kredi taciri (*trader*) Lewis Ranieri devreye girdi. Lou'nun kredileri diplerde bir fiyattan aldığını söylemeye gerek yok. Göbeği, ucuz gömlekleri ve Brooklyn şakalarıyla (Salomon'daki çalışma hayatına muhaberat odasında başlayan) Ranieri, Brooks Brothers takımları ve askılarıyla dolaşan cins yatırım bankacıların antitezi olarak yeni Wall Street'i temsil ediyordu. Anafikir binlerce ipotekli krediyi gruplayıp, buna dayanan ve devlet ya da özel sektör tahvillerine alternatif oluşturabilecek yeni ve çekici yeni bir menkul kıymet yaratmak, kısacası ipotekli kredileri tahvile dönüştürmekti. İpotekli krediler bir araya getirildikten sonra, kredilere istinaden yapılması beklenen ödemeler vadelerine ve kredi risk-

49 Pontell ve Calavita, "White-Collar Crime", s. 43. Ayrıca Kitty Calavita ve Henry N. Pontell, "The State and White-Collar Crime: Saving the Savings and Loans", *Law Society Review*, 28, 2 (1994), s. 297-324.

50 Başlarda kayıpların daha yüksek olacağından korkuluyordu. General Accounting Office 1990 yılında zararın 500 milyar dolara ulaşacağı tahmininde bulundu. Maliyetin bir trilyon doların üzerine çıkacağını tahmin edenler de vardı: Pontell ve Calavita, "Savings and Loan Industry", s. 203.

lerine göre şeritler (*strips*) halinde alt gruplara ayrılabilirdi. İpotekli krediye dayanan ve maddi teminatlı ipotekli kredi yükümlülükleri olarak adlandırılan ilk menkul kıymet 1983 Haziran'ında çıkarıldı.[51] Amerikan finans piyasasında yeni bir gün doğuyordu.

Tahvil piyasasının üstündeki tozu silkeleyip, anonim işlemlerin kişisel ilişkilerin ötesinde anlam taşıyacağı yeni bir dönemi müjdeleyen, Wall Street'i temelden dönüştüren bir buluş olan bu sürece menkul kıymetleştirme (*securitization*) deniyordu. Bir kere daha kriz döneminin yükünü çekmek devlete düşüyordu. İpotekli kredilerin büyük çoğunluğu hâlâ, devlet destekli Fannie, Freddie ya da Ginnie'nin örtülü garantisi altında olduğundan bu ipotekli kredileri teminat olarak kullanan tahviller sanki devlet tahviliymiş gibi sunulabilir, bu şekilde de "yatırım yapılır" (*"investment grade"*) olarak derecelendirilebilirlerdi. 1980'le 2007 arasında, devlet destekli kurumların garantisindeki ipotekli kredilere dayanan menkul kıymetlerin tutarı 200 milyon dolardan, 4 trilyon dolara çıktı. Özel tahvil sigortacılarının ortaya çıkmasıyla Salomon gibi firmalar devlet destekli kurumların teminatına uygun olmayan kredileri de menkul kıymetleştirdiler. 2007 itibariyle özel sermaye fonları 2 trilyon dolarlık ipotekli konut kredisini menkul kıymetleştirebiliyordu.[52] 1980'de ipotekli konut kredisi piyasasının sadece yüzde 10'u menkul kıymetleştirilmişken, bu oran 2007'de yüzde 56'ya çıkmıştı.*

1980'ler Wall Street'inin şenlik ateşinde yanan sadece insanın kibiri değildi. *It's a Wonderful Life*'da resmedilen iş modelinin son izleri de yok olmuştu. Bir zamanlar ipotekli kredi verenle alanlar arasında anlamlı sosyal bağlar kurulurdu. Jimmy Steward hem mudileri hem de kredi kullananları tanırdı. Menkul kıymetleştirilmiş piyasada ise, tam aksine bağırsanız bile (sanki uzaydaymışsınız gibi) kimse sesinizi duymaz çünkü ödediğiniz faiz neticede sizin varlığınızdan bile haberi olmayan birine gider. Bu işlemin sıradan ev sahipleri üzerindeki etkilerinin tam olarak anlaşılabilmesi için yirmi yıl geçmesi gerekecektir.

İngilizce konuşulan ülkelerde yaşayan bizler gayri menkulün tek sonuçlu bir yatırım olduğunu düşünürüz. Zengin olmak için emlak piyasasında oynamak gerekir. Hatta başka bir şeye yatırım yapmak için enayi olmak gerekir. 1987 yılı-

51 Canlı bir tasvir için Michael Lewis, *Liar's Poker* (Londra, 1989), s. 78-124.

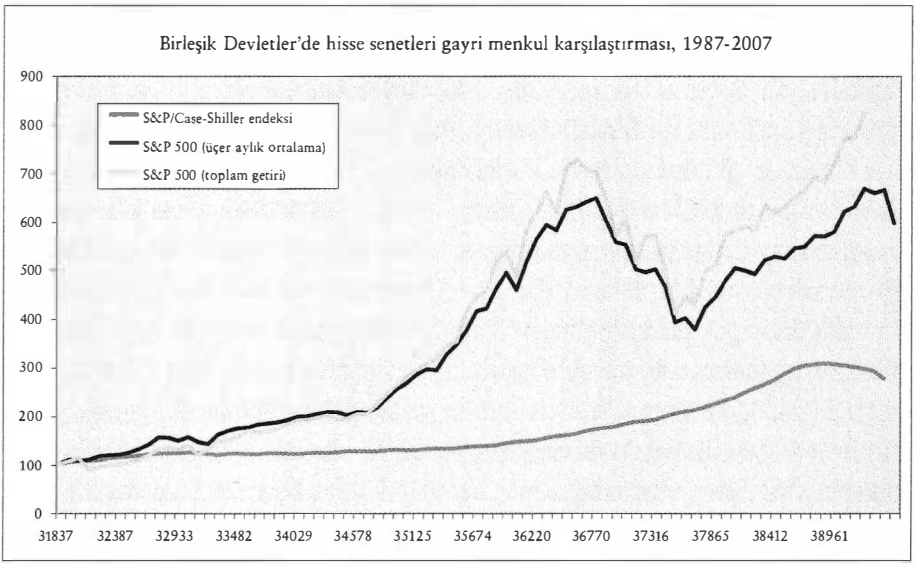
52 Bernanke, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy".

* 2006 sonu itibariyle devlet destekli kurumlar, ipotekli kredilerinin bakiyelerinin yüzde 30'una sahipti. Ticari bankalar yüzde 22; ipotekli konut kredisine dayanan menkul kıymetler, maddi teminatlı borç yükümlülükleri ve diğer varlığa dayalı menkul kıymetler yüzde 14; tasarruf kurumları yüzde 13; merkezi ve yerel yönetimler yüzde 8 ve hayat sigortası şirketleri yüzde 6 paya sahipken geri kalan kısım bireylerin elindeydi.

nın ilk çeyreğinde Birleşik Devletler emlak piyasasına 100.000 yatırdığınızı varsayın. Office of Federal Housing Enterprise Oversight ve Case-Shiller endekslerinden hangisini kullanırsanız kullanın 2007'nin ilk çeyreğinde paranızı kabaca üçe katlayıp, 275.000-299.000 dolara çıkarmış olacaktınız. Eğer paranızı Standart & Poors 500 endeksine yatırmış ve temettülerinizi de yine hisse senetleri borsasına yönlendirmiş olsaydınız 772.000 dolar yani tuğla ve harcın getirdiğinin iki katından fazlasını elde edecektiniz. Birleşik Krallık'taki fark da buna benzer. 1987'de gayri menkule 100.000 pound yatırmış olsaydınız, Nationwide ev fiyatları endeksine göre yirmi yıl içinde paranızı dörde katlamış olacaktınız. Ama eğer FTSE All Share endeksine yatırım yapsaydınız yedi kat daha zengin hale gelecektiniz. Tabii ki evle hisse senedi piyasası endeksi arasında önemli bir fark vardır: Hisse senedi piyasası endeksinin içinde yaşayamazsınız. (Diğer yandan emlak vergisi evler için ödenir, finansal varlıklar için değil.) Adil bir karşılaştırma yapmak için kendi evinize sahip olduğunuzda tasarruf edeceğiniz kira miktarını (ya da iki eviniz varsa, diğerinden alacağınız kirayı) hesaba katmak gerekir. Basit yol kirayı ve temettüleri mukayese dışında tutmaktır. Bu durumda aradaki fark azalır. 1987'den sonraki yirmi yıl içinde S&P 500 endeksi, temettüler hariç tutulduğunda 5 katına çıkmıştır, yani yine gayri menkulden hayli fazladır. Gayri menkule kira geliri eklenir, hisse portföyüne de temettüler dahil edilirse aradaki fark yine azalacaktır ama ortadan kalkmayacaktır, çünkü bu dönem içindeki ortalama kira getirisi yıllık yüzde 5'ten, emlak piyasasının patladığı dönemlerde yüzde 3,5'a gerilemiştir (diğer bir ifadeyle 100.000 dolarlık bir emlak aylık ortalama 416 dolar kira getirecektir).[53] Britanya'daki durumda sermaye kazançları Amerika'ya göre daha azken, temettüler yatırımcılar için daha büyük bir gelir kaynağıydı. Diğer yandan yeni konut inşası üzerindeki ("yeşil kuşak" bölgelerini koruyan yasalar gibi) kısıtlamalar kiraları yükseltti. Dolayısıyla kiraları ve temettüleri hariç tutmak hisselerin emlak karşısındaki avantajını yok etmek olur. Sadece sermaye kazancı düşünüldüğünde tuğla ve harç 4,5 kat değerlenerek sadece 3,3 kat değerlenen hisselerden daha iyi performans göstermiş olacaktır. Sadece konu 1979'a kadar geri götürülürse İngiliz hisseleri, İngiliz tuğlalarını alt edebilir.*

53 Hesaplamalarla ilgili yardımları nedeniyle Joseph Barillari'ye minnettarım. Morris A. Davisa, Andreas Lehnert ve Robert F. Martin, "The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housng", Çalışma belgesi (Aralık 2007).

* Görünen o ki karımla Birleşik Krallık gayri menkul piyasasına büyük oranda borçlanmayla finanse edilen bir yatırım yapmanın (karımın favori finansal stratejisi) ne akılsız olacağına dair girıştiğimiz uzun soluklu tartışmada, kampusta kiralık bir evde oturup, İngiliz hisse senedi piyasasına yatırım yapmayı savunan ben kaybeden taraf oluyorum. Aslında en uygun strateji, içinde gayri menkul ve uluslararası hisselerin bulunduğu ve makul ölçüde borçla finanse edilen çeşitlendirilmiş portföye sahip olmaktır.



Konut yatırımlarını diğer sermaye varlıklarıyla kıyaslarken aklımızda tutmamız gereken üç farklı husus daha vardır. İlki amortismandır. Hisseler eskimez ya da çatılarının onarılması gerekmez, ama evlerin gerekir. İkincisi likiditedir. Varlık olarak bakıldığında evlerin nakde çevrilmesi hisselere oranla çok daha maliyetlidir. Üçüncüsü ise fiyat oynaklığıdır. İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana konut piyasaları hisse senedi piyasalarına göre çok daha az oynak olmuştur (bunun tek sebebi gayri menkul piyasasındaki işlem maliyetlerinin yüksek olması da değildir). Ama konut fiyatlarının devamlı bir çıkış eğrisinden hiç sapmayacağı da söylenemez. Örneğin 1989'la 1995 arasında, Britanya'da ortalama ev fiyatları yüzde 18, hatta enflasyon göre düzeltilmiş reel rakamlarla yüzde 37 düştü. Londra'daki gerçek düşüş yüzde 47'ye yakındı.[54] Japonya gayri menkul fiyatları 1990'la 2000 yılları arasında yüzde 60 geriledi. Ve tabii ki bu kitabı yazdığım dönemde Birleşik Devletler'deki gayri menkul fiyatları çok uzun süreden sonra ilk defa düşüyordu. Hem de ne düşme. Case-Shiller "bileşik 20" endeksine göre Şubat 2008 itibariyle yirmi büyük Amerikan şehrindeki ev fiyatları Temmuz 2006'daki zirve seviyesinin yüzde 15 altındaydı. O ay itibariyle yıllık düşüş, 1930'ların başlarından beri görülmemiş bir şekilde yüzde 13'e ulaşmıştı. Phoenix, San Diego, Los Angeles ve Miami gibi bazı şehirlerdeki düşüş yüzde yirmi, hatta yirmi beşe varıyordu. Mayıs 2008'e gelindiğinde uzmanların büyük kısmı fiyatların daha da düşeceğini tahmin ediyordu.

54 Shiller, "Recent Trends in House Prices".

Ekonomisi sıkıntılı olan Detroit'te ev fiyatları daha önce, Aralık 2005'te düşmeye başlamıştı ve benim şehri ziyaret ettiğim 2007 yılının Temmuz ayına kadar yüzde onun üzerinde düşüş kaydedilmişti. Detroit'e gitmemin nedeni orada yaşananların, Birleşik Devletler'in, belki de İngilizce konuşulan ülkelerin tümünde görüleceklerin habercisi olduğunu hissetmemdi. On yıllık bir süre zarfında Detroit'teki ev fiyatları –şehrin mesken stoku New Orleans'tan sonra Amerika'nın en kötüsü olmasına rağmen– (ortalama ev fiyatının yüzde 180 arttığı) ulusal balon kadar olmasa da, şehrin kronik sıkıntı yaşayan ekonomisi düşünüldüğünde pek de izah edilemeyecek şekilde yüzde 50 arttı. Fark ettim ki, durumun açıklaması konut oyununun kurallarındaki temel değişiklikte yatıyor ve bu değişiklikler Detroit'te, orta sınıfın yaşadığı büyük bahçeli, garajlı, müstakil evlerle çevrili, hareketli ve nezih bir cadde olan West Outer Drive'da gözlemlenebiliyor. Bir zamanlar Motown'un en iyilerine ev sahipliği yapan yol, şimdi "ülke içindeki ülke"nin sıradan bir sokağı haline gelmişti. Bunun sorumlusu da Birleşik Devletler'in içinde büyüyen bir ekonomi,[55] bilinen adıyla Eşikaltı'ydı.

Yerel brokerlar eşikaltı ipotekli kredilerle fakir ya da kredi geçmişi iyi olmayan aileleri ve mahalleleri hedefler. Azman ipotekli kredilerin Fannie Mae onayı (bir nevi örtülü devlet garantisi) almak için çok büyük olmaları gibi eşikaltı ipotekli krediler de çok risklidir. Diğer yandan borç verenler için bu kredileri kârlı hale getiren de riskli olmalarıdır. Bunlar Yeni Düzen'le ortaya çıkmış, otuz yıl vadeli, sabit faizli o eski krediler değildir. Aksine büyük kısmı değişken faizli ipotekli kredidir (*adjustable rate mortgages, ARMs*) – yani faiz oranı kısa vadeli borçlanma oranlarına göre değişiklik gösterebilir. Birçoğu amortismansız kredidir, kredilendirilen miktarın ipoteklenen gayri menkulün yüzde yüzü olduğu durumlarda bile anapara geri ödemesi yapılmaz, sadece faiz ödemesi yapılır. Ve birçoğunda başlangıçta faizlerin yapay bir şekilde düşük tutulmasıyla kredinin geriye kalan dönem için maliyetinin artmasına yol açan akıl çelici bir dönem vardır. Tüm bu sayılanlar borçlananın borç ödeme maliyetinde bir anda bir azalma yaratmak için tasarlanmıştır. Ama eşikaltı kontratlarındaki satır araları borç verenler için büyük kazançlarla doludur. Detroit'teki eşikaltı kredilerden dikkat çekici bir tanesinin ilk iki yıldaki faiz oranı yüzde 9,75'tir. Fakat ikinci yılın sonunda bankalararası kısa vadeli borçlanma oranının (London interbank offered rate, LIBOR) üzerine yüzde 9,125'lik marj eklenecektir. Eşikaltı krizi çıkmadan önce bile bu oranın yüzde 5'ler civarında olduğu düşünüldüğünde, üçüncü yıl ve sonrasının faiz oranında keskin bir yükseliş olduğu görülmektedir.

55 Carmen M. Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", Taslak Çalışma Belgesi (14 Ocak 2008).

Eşikaltı krediler Detroit'e çığ gibi düşmüştü. Şehir radyo, televizyon ve posta yoluyla reklam bombardımanına tutulurken, acente ve brokerlardan oluşan bir ordu birbirinden çekici teklifleri tanıtıyordu. Eşikaltı borç verenler, Detroit'in yirmi iki posta kodu bölgesine sadece 2006 yılında bir milyar dolardan fazla para akıttı. West Outer Drive'daki 5100 no'lu bloku da kapsayan 48235 numaralı posta kodu bölgesinde 2002-2006 yılları arasında toplam kredilerin yarısı kadar eşikaltı kredi kullanıldı. 5100 no'lu bloktaki yirmi altı hanenin yedisi eşikaltı kredi aldı.[56] Dikkat çekici nokta bu kredilerin çok azının ilk defa ev alanlara veriliyor olmasıydı. Borçlananlar genelde evlerini bir nakit makinesi gibi kullanıp, bir nevi yeniden finansman anlaşmasıyla ellerindeki varlığı nakde çeviriyorlardı. Çoğu, gelen parayı kredi kartı borçlarını ödemek, tadilat yapmak ya da dayanıklı ev aletleri almak için kullandı.* Başka yerlerdeyse düşen uzun vadeli faiz oranları ve her zamankinden daha çekici hale gelen ipotekli krediler yeni alıcıları konut piyasasına çekiyordu. On yıl önce Amerikan hanelerinin yüzde 64'ü ev sahibiyken, bu oran 2005'te yüzde 69'a yükseldi. Bu artışın yarısı eşikaltı kredilendirme patlamasıyla ilişkilendirilebilir. Önemli bir husus, azınlıklara mensup olanların eşikaltı kredi kullananların içinde (genel nüfus içindeki paylarıyla) orantısız yükseklikte bir yer tutmasıydı. Detroit'te arabayla dolaşırken "eşikaltı"nın, ırkçı çağrışımlar yaptığı gerekçesiyle kullanılması tercih edilmeyen "siyah" kelimesi yerine kullanılan finansal bir karşılık olduğunu düşünmeye başladım. Bu pek de boş bir düşünce değildi. Massachusetts Affordable Housing Alliance'ın bir çalışmasına göre 2005 yılında Boston metropolitan bölgesinde tek ailenin oturabileceği evler için kredi başvurusunda bulunan siyahlar ve latinoların yüzde 55'ine eşikaltı ipotekli kredi verilirken, bu oran beyazlar için sadece yüzde 13 olmuş. Washington Mutual'dan kredi kullanan siyah ve latinoların yüzde 75'i eşikaltı olarak sınıflandırılırken, kredi kullanan beyazlar arasında eşikaltı kabul edilenler yüzde 13'te kaldı.[57] Konut ve Şehirsel Gelişim Dairesi'ne (*Department of Housing and Urban Development, HUD*) göre azınlıklara mensup haneler arasındaki ev sahipliği 2002-2007 döneminde 3,1 milyon arttı.

İşte bu, mülkiyete dayalı demokrasinin (ev sahibi olanların demokrasisinin) doruğuydu. Yeni ipotekli kredi piyasası bir zamanlar kredi değerlendirme kuruluşları ve örtülü bir ırkçılık tarafından belli başlı finansal imkânlardan mahrum

56 Mark Whitehouse, "Debt Bomb: Inside the "Subprime" mortgage Debacle", *Wall Street Journal*, 30 Mayıs 2007, s. A1.

57 Kimberly Blanton, "A "Smoking Gun" on Race, Subprime Loans", *Boston Globe*, 16 Mart 2007.

* Birleşik Devletler'deki tüketiciler 1997-2006 arasında evlerini teminat göstererek yaklaşık 9 trilyon dolar nakit çektiler. 2006 yılının ilk çeyreğine gelindiğinde ev teminatlı nakit çekimleri kişi başına düşen harcanabilir gelirin yüzde 10'unu oluşturuyordu.

bırakılmış yüz binlerce insan için ev sahibi olma konusundaki Amerikan rüyasını gerçeğe dönüştürüyordu.

Eleştiriler en sonunda Merkez Bankası başkanlığının son yıllarında ipotekli kredilerin işleyişini iyi düzenleyemediği savıyla Alan Greenspan'e yönelecekti. 2004 yılında yaptığı ve ipotekli kredilerde değişken faiz uygulanmasını istediği (daha sonra bu talebini geri çekmiş olsa da) meşhur konuşmaya rağmen ev sahipliğinin yaygınlaşmasının esas savunucusu Greenspan değildir. Önceki yıllarda yapılmış olan aşırılıkların faturasını parasal politikaya yüklemek de doğru değildir.

Başkan George W. Bush Ekim 2002'de "Amerika'daki herkesin kendi evine sahip olmasını istiyoruz" demişti. 2010 sonuna kadar azınlıklara mensup 5,5 milyon hanenin daha ev sahibi olması için kredi verenlere çağrıda bulunan Bush, düşük gelir gruplarına ilk ev alımlarında destek sağlayacak bir kanunu, American Dream Downpayment Act'i 2003 yılında imzaladı. Yönetim kredi verenleri, ilk defa ev alacak olanların dokümanlarını tamamlamaları konusunda baskı uygulanmaması yönünde yüreklendirdi. HUD da Fannie Mae ve Freddie Mac'e eşikaltı piyasasını desteklemeleri konusunda bastırmaya başladı. Bush'un Aralık 2003'te dediği gibi: "Daha fazla insanın kendi evine sahip olması ulusal çıkarımız gereğidir."[58] Aynı fikirde olmayanlar vardı. Aslında Kongre'deki demokratlar da ev sahipliğinin yaygınlaştırılması konusunda en az Bush kadar hevesliydiler. Aynı şey liberal görüşlü akademisyenler için de geçerliydi. Harvard'da Alphonse Fletcher University Professor olan ve W. E. B. Du Bois Institute for African and African – American Research'ün direktörlüğünü yapan Henry Louis ("Skip") Gates Kasım 2007'de *New York Times*'ta yayımlanan yazısında, Oprah Winfrey ve Whoopi Goldberg de dahil, incelediği yirmi başarılı Afrikalı Amerikalıdan on beşinin –en azından bir taraftan– 1920'lerde gayri menkul edinmeyi başarmış eski kölelerin mahdumları olduğunu yazıyordu. Aylar önce patlamaya başlamış emlak balonuna aldırmayan Gates, siyahların fakirlik ve uyumsuzluk sorunlarına şaşırtıcı bir çözüm öneriyordu - "bir zamanlar mülk olan insanlara mülk vermek":

> Belki de işe yarar bir program çneren tek kişi Margaret Thatcher'dı. 1980'lerde kamuya ait sosyal konutlarda kiracı olarak yaşayan 1,5 milyon Britanyalıyı ev sahibi yaptı. Bu Thatcher'ın yaptığı en liberal şeydi ve belki de yenilikçiler ondan örnek almalılar... Siyahi yoksulluğa yönellik cesur ve yaratıcı bir yaklaşım... kiracıları ev sahibine döndürmenin yollarını aramaktır... Siyahi fakirler için gerçek ilerleme, Amerikan toplumunda mülkiyet payları olduğunda mümkün olacaktır. Mülk

58 "U.S. Housing Bust Fuels Blame Game", *Wall Street Journal*, 19 Mart 2008. Ayrıca David Wessel, "Housing Bust Offers Insights", *Wall Street Journal*, 10 Nisan 2008.

> sahibi olanlar geleceklerine ve toplumlarına dair de bir sahip olma hissi taşırlar. Okurlar, tasarruf ederler, çalışırlar, çabalarlar ve oy kullanırlar. Kiracılık kültürüne kısılıp kalan insanlar bunları yapmaz...[59]

Memphis'in Frayser bölgesinde bir siyahi toplum lideri olan Beanie Self'e göre Gates'in savında önemli bir zafiyet vardı: "Amerikan rüyası, ev sahibi olmaktır ama –rüya harika olsa da– beni düşündüren şey buna hazır olmamamızdır. Birçokları, gayri menkul sektörünün, ekspertiz sektörünün ve ipotekli kredi sektörünün insanları satın almaya güçleri yetmeyecek evlere sokmak için bastırmakta olduğunu bilmiyor."[60]

Bir iş modeli olarak bakıldığında eşikaltı kredilendirme – faiz oranları düşük seyredip, insanlar işlerini koruduğu ve gayri menkul fiyatları artmaya devam ettiği sürece iyi çalıştı. Tabii bu koşulların sürekli olacağına güvenmek, hele de Detroit gibi bir şehirde mümkün değildir. Ama bu eşikaltı kredi verenleri huzursuz etmiyordu. Sadece ana akım ipotekli kredi verenlerin 1980'lerde açtıkları yolda ilerlediler. Kendi paralarını riske etmek yerine, orijinal kontrat üzerinden yüklü komisyonlar aldıktan sonra bunları toplu halde Wall Street bankalarına sattılar. Bankalar da bu kredileri yüksek getirili ipotekli konut kredisine dayanan menkul kıymetlere (*residential mortgage-backed securities, RMBS*) dönüştürüp dünyanın farklı yerlerindeki, on binde küsur da olsa daha fazla sermaye getirisinin peşinde olan yatırımcılara sattılar. Maddi teminatlı borç yükümlülükleri (*collateralized debt obligations, CDOs*) olarak yeniden paketlenen bu eşikaltı menkul kıymetler, güvenilmez borçlulara verilen riskli kredilerden, AAA dereceli yatırım sınıfı menkul kıymetlere dönüşüyordu. İhtiyaç duyulan tek şey hâkim durumdaki iki derecelendirme kuruluşunun, Moody's ya da Standart and Poor'un, bu tür menkul kıymetlerin, en azından en üst kademedekilerin temerrüde düşme riskinin olmadığını teyit etmesiydi. Daha aşağılardaki "teminatsız finans kaynaklı" (*"mezzanine"*) ve "sermaye" (*"equity"*) kademeleri daha riskliydi ama daha yüksek faiz getiriyorlardı.

Bu finansal simyanın kilit noktası Detroit'te ipotekli krediyi kullananlarla, o kredinin faizini alanların birbirlerinden binlerce kilometre uzak olmasıdır. Risk, Amerikan kamu emeklilik fonlarından, Avustralya'daki genel sağlık sistemine ve hatta kutbun öte yanındaki belediye meclislerine kadar, dünyanın her yerine yayılmıştır. Örnek olarak Norveç'in Rana, Hemnes, Hattjelldal ve Narvik kasabala-

59 Henry Louis Gates Jr., "Forty Acres and a Gap in Wealth", *New York Times*, 18 Kasım 2007.
60 Andy Meek, "Frayser Foreclosures Revealed", *Daily News*, 21 Eylül 2006.

rı mükelleflerden topladıları 120 milyon dolarlık vergiyi teminatlandırılmış Amerikan eşikaltı ipotekli kredileri olan CDO'lara yatırdılar. O dönemde, yapılandırılmış ürünleri satanlar, menkul kıymetleştirmenin, riski onunla en iyi baş edebilecek olana yönlendirme imkânı verdiği savıyla övünüyorlardı. Riskin aslında onu en az anlayanlara yönlendirildiği ise sonradan ortaya çıktı. Eşikaltı kredilerin güvenilmezliğini en iyi bilenler –borçlananları tanıyıp, ekonomik durumlarını bilenler– en az risk alanlardı. NINJA (*No Income No Job or Assets* – geliri, işi ya da herhangi bir varlığı olmayan kişi) kategorisindeki birine yüzde 100'e varan kredilendirme yapabilir, bunu da aynı gün içinde CDO'lar aracılığıyla büyük bankalardan birine satabilirlerdi. Risk, göz açıp kapayıncaya kadar fiyortlara kadar gidebiliyordu.

Detroit'te eşikaltı ipotekli kredilerin artışı, gerilemekte olan otomotiv sanayiinin 20.000 kişinin işini kaybetmesine yol açan yeni bir kriziyle çakıştı. Detroit'teki kriz Federal Reserve'ün kısa dönemli faiz oranlarını yüzde 1'den yüzde 5,25'e çıkarmasıyla sıkılaşan para politikasının kaçınılmaz bir sonucu olan Amerika genelindeki yavaşlamanın öncüsüydü. Faizlerdeki artış ipotekli kredilerin ortalama faizlerinde makul fakat yine de önemli bir artışa neden oldu ve faizler yaklaşık dörtte bir oranında artarak yüzde 5,34'ten yüzde 6,66'ya yükseldi. Kredi koşullarındaki zararsız gözüken bu artışın eşikaltı piyasasındaki etkileri yıkıcıydı. İki yıllık akıl çelici dönem bitip de krediler yeni ve daha yüksek faiz oranlarıyla çalışmaya başladığında yüzlerce Detroit hanesi ipotekli kredi taksitlerini ödeyememeye başladı. Daha 2007 Mart'ının başlarında 48235 no'lu posta kodu bölgesindeki üç eşikaltı ipotekli krediden birinde ödeme altmış günden fazla gecikmiş ve haczin eşiğine gelinmişti. Sonuç olarak emlak balonu patladı ve 1990'ların başından beri ev fiyatları ilk defa düşmeye başladı. Ev fiyatları düştükçe, ev sahiplerinin özvarlıkları iyice eksiye dönüyordu. (Tıpkı 1990'ların ilk yıllarından beri Britanya'daki ev sahiplerinin başına geldiği gibi.) Bu açıdan bakıldığında West Outer Drive'da yaşananlar, sonuçları Batı dünyasındaki finansal sisteminin temellerini sarsacak olan Amerikan emlak piyasasındaki geniş çaplı bir krizin habercisiydi.

Detroit'ten sonra geldiğim Memphis'te, sıcak bir Cuma öğleden sonrasında, elliden fazla evin Memphis adalet sarayının merdivenlerinde satıldığını gördüm. Evlerin hepsininde satılma nedeni ipotekli kredi verenlerin, faiz ödemelerini yapa-

* Amerikan hukuk sisteminin önemli bir özelliği, ipotekli kredilerin hepsinde olmasa da birçok eyalette rücu etmeyen borç kabul edilmesidir. Yani temerrüt halinde borç veren sadece teminat olan mülkün bedelini tahsil edebilir, borçlananın diğer varlıklarına (araba ya da bankadaki para) ya da gelecekteki gelirlerine el konulmasını isteyemez. Bazı iktisatçılara göre bu özellik borç alanları borçlarını ödememeye teşvik etmektedir.

mayan ev sahiplerinin mallarına haciz koydurmalarıydı.* Memphis Amerika'nın iflas başkenti (1. Bölüm'de gördüğümüz gibi) olmakla kalmıyordu. 2007 yazında aynı zamanda haciz başkenti haline gelmişti. Bana anlatılana göre beş yıl içinde şehirdeki her dört evden birine haciz uyarısı gelmişti. Ve sebep bir kere daha eşikaltı ipotekli kredilerdi. Eşikaltı finansman şirketleri sadece 2006 yılında Memphis'teki on dört posta kodu bölgesine 460 milyon dolar borç vermişlerdi. Benim gördüğüm, haciz yağmurunun sadece başlangıcıydı. Center for Responsible Lending, Mart 2007'de hacizlerin 2,4 milyona ulaşabileceğini tahmin etti.[61] Bu eksik bir tahmin bile olabilir. Kitabı yazdığım 2008 Mayıs'ında 1,8 milyon ipotekli kredi temerrüde düşmüştü ve 9 milyon Amerikan hanesinin, ya da on (tek ailenin yaşadığı) evden birinin sakinlerinin özvarlıkları eksiye dönmüştü. Değişken faizli ipotekli kredilerin yüzde 11'i zaten hacizle sonuçlanmıştı. Crédit Suisse'ye göre bütün ipotekli krediler hesaba katıldığında önümüzdeki beş yıl içinde 6,5 milyon haciz söz konusu olabilir. Bu da Amerikan hanelerinin yüzde 8,4'ünün ya da ipotekli kredi kullananların yüzde 12,7'sinin evlerinden olmasına yol açabilir.[62] Eşikaltı ipotekli kredi piyasasında işlerin bozulmaya başladığı 2007 yazından bu yana, bazı hedge fonlarının batmasına yol açan ve bankalarla diğer finansal şirketlere yüzlerce milyar dolara mal olan şok dalgaları dünyanın tüm finansal piyasalarını dolaşıyor. Esas sorun, 2006 yılında yarım trilyon dolarlık satışı yapılan ve ortalama yarısı eşikaltı riski taşıyan CDO'larda yatıyordu. Bu CDO'ların büyük kısmının eşikaltı kredilerdeki temerrüt oranına ilişkin hatalı tahminler nedeniyle yüksek fiyattan işlem gördüğü ortaya çıktı. AAA dereceli menkul kıymetler bile temerrüde düşerken, en riskli CDO'ları alma konusunda uzmanlaşmış olan hedge fonları ilk etkilenler oldu. HSBC'nin Amerika'daki ipotekli kredilerden yüklü miktarda zarar ettiğini açıkladığı 2007 Şubat'ından beri soruna ilişkin işaretler alınıyor olsa da birçok analist eşikaltı krizinin başlangıcı olarak, Merrill Lynch'in diğer bir yatırım bankası olan Bear Stearns'a* ait iki hedge fondan, eşikaltı kredilerle teminatlandırılmış varlıklar nedeniyle yüksek risk taşıdıklarını düşünerek, önceden vermiş olduğu kredilere karşılık ilave teminat istediği aynı yılın Haziran ayını kabul ederler. Derecelendirme kuruluşları bir sonraki aydan itibaren RMBS CDO'ların (*residential mortgage-backed security collateralized debt obligations*'ın kısaltılmış hali, bu isim bile ürünlerin ne kadar karmaşık bir yapıya sahip olduklarını gösteriyor) notlarını düşürme-

61 http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031.

62 Credit Suisse, "Foreclosure Trends – A sobering Reality", *Fixed Income Research* (23 Nisan 2008).

* Bu fonlardan biri adeta adıyla büyüyordu: Yüksek Dereceye Sahip Yapılandırılmış Kredi Stratejileri Geliştirilmiş Kaldıraç Fonu (*High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*).

ye başladı. Onlar notları düşürünce, bu menkul kıymetlere sahip olan değişik finansal kurumlar kendilerini yüklü zararlarla başbaşa kalmış buldular. Sistemde yüklü miktarda kaldıraç (borç) kullanılmış olması sorunun büyümesine yol açtı. Özellikler hedge fonlar, getirilerini artırabilmek için esas aracıları olan bankalardan yüklü miktarda borç kullanmışlardı. Bu arada bankalar kendi risklerini gizlemek için eşikaltılarla ilişkili varlıklarını kanal (*conduit*) ve yapılandırılmış yatırım araçları (*structured investment vehicles, SIVs*) isimlerini verdikleri ve finansmanını kısa vadeli finansman bonosu çıkararak ya da bankalararası gecelik borçlanma piyasasından sağlayan bilanço dışı şirketlerde tutuyorlardı. Muhatap riskine (finansal bir işlemde karşı tarafın batması riski) ilişkin endişeler arttıkça, kredi piyasaları tıkandı. Bazı yorumcuların yaklaşık bir yıldır hakkında uyarı yaptıkları likidite krizi, American Home Mortgage'ın iflas başvuru ve yaptığı, BNP Paribas'ın üç hedge fonunun faaliyetlerini durdurduğu ve Countrywide Financial'ın 11 milyar dolarlık kredi hattının tümünü kullanmak zorunda kaldığı Ağustos 2007'de patladı. Detroit ve Memphis gibi şehirlerdeki düşük gelirli hanelerin ipotekli kredilerini ödeyemez duruma gelmelerinin bu denli büyük bir finansal tahribat yaratacağını kimse beklemiyordu: Bir banka (Northern Rock) millileştirildi; bir başkası (Bear Stearns) FED'in himayesindeki bir işlemle düşük fiyatla bir rakibe satıldı; sayısız hedge fon kapandı; bankalar en az 318 milyar dolarlık değer düşüklüğü yazdı; toplam zarar bir trilyon doları geçti. Eşikaltı kelebeği kanatlarını çırpmış ve küresel bir kasırgayı tetiklemişti.*

Krizin ironik yönlerinden biri, en sonunda mülkiyete dayalı demokrasinin anası Fannie Mae'ye öldürücü darbeyi indirecek olmasıydı.[63] Hükümet politikasının bir sonucu Fannie Mae ve küçük kardeşleri Freddi ve Ginnie'nin ellerindeki ipotekli kredi oranlarını artırırken, bir zamanlar sistemin kilit unsuru olan devlet garantilerinin önemini azaltmak olmuştu. 1955-2006 arasında çiftlikler için verilenler hariç, devletin yüklenici olduğu ipotekli kredilerin oranı yüzde 35'ten yüzde 5'e düştü. Fakat aynı dönemde devlet tarafından desteklenen kurumların elindeki ipotekli kredilerin oranı yüzde 4'ten, 2003'teki zirve noktası düşünüldüğünde, yüzde 43'e kadar yükseldi.[64] The Office of Housing Enterprise Oversight sermaye/varlık rasyosuyla ilgili düzenlemelerini gevşeterek Fannie ve Freddie'yi daha fazla RMBS (eşikaltı teminatlı menkul kıymetler de buna dahil) almaları konusunda yüreklendirdi. Ama bu iki kurumun toplam sermayesi –teminat al-

63 Prabha Natarajan, "Fannie, Freddie could Hurt U.S. Credit", *Wall Street Journal*, 15 Nisan 2008.
64 *Economic Report of the President 2007,* tablo B-77 ve B-76: http://www.gpoaccess.gov/eop/.

* Uluslararası Para Fonu durumu "Büyük Buhran'dan bu yana en büyük finansal şok" olarak nitelediğinde, karşı çıkan çok az kişi oldu.

tına aldıkları 2,8 trilyon dolarlık RMBS'i düşünmesek bile– bilançolarındaki 1,7 trilyon dolara ulaşan aktiflerin sadece yüzde 5'ine denk gelecek şekilde 84 milyar dolardı.[65] Bu kurumlar zora düştüğünde devlet desteğinin devlet mülkiyetine döneceğini ve federal bütçe üzerinde önemli bir yük oluşacağını öngörmek mantıksızlık olmasa gerek.*

Demek ki ev, eşsiz güvenlikte bir yatırım aracı değilmiş. Ev fiyatları çıkabileceği gibi, düşebilir de. Ve gördüğümüz gibi evlerin likiditesi düşüktür – yani finansal olarak zora düştüğünüzde evinizi hızlı şekilde satmanız kolay değildir. Ev fiyatları kolay kolay düşmez çünkü satıcılar sıkıntılı bir dönemde fiyat kırmayı istemez, o nedenle de fiyat düşse eve taşınacak olanlar "Satılık" levhasına bakmakla yetinir. Bunun sonucunda ev sahibi olmak emeğin dolaşımını kısıtlayan, dolayısıyla ekonomik toparlanmayı yavaşlatan bir hal alır. Bunlar tüm kiracıları ev sahibine dönüştürmeyi amaçlayan mülkiyete dayalı demokrasinin dezavantajlı yönleri. Yanıt bekleyen soru ise yüksek riskler barındıran bu modeli dünyanın başka yerlerine ihraç etmenin bizim işimiz olup olmadığı.

Ev Kadınları Kadar Güvenli

Buenos Aires'in güney eteklerinde yer alan ve sürekli büyeyen bir varoş olan Quilmes, Arjantin sermayesinin merkezinin seçkin bulvarlarından binlerce kilometre uzakta gibi görünüyor. Peki orada yaşayanlar hakikaten göründükleri kadar fakirler mi? Perulu iktisatçı Hernando de Soto'ya göre Quilmes gibi varoşlar, yıkık dökük görünümlerine karşılık trilyonlarca dolarlık fark edilmemiş zenginliği temsil ediyorlar. De Soto'nun hesabına göre dünyada yoksulların elindeki gayri menkulün tutarı 9,3 trilyon dolara ulaşıyor. Bu, dünyanın en büyük yirmi ekonomisindeki halka açık şirketlerin piyasa değerine yakın, 1970'le 2000 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yapılan yabancı yardımların toplamından da neredeyse doksan kat daha bütük bir tutar. Sorun şu ki Quilmes'te ve dünya üzerindeki sayısız varoşta yaşayanların evleri üzerinde kanuni mülkiyet hakları bulunmuyor. Ve bir çeşit kanuni mülkiyet olmayınca, mülkler kredi için teminat olarak kullanılamıyor. De Soto bunun ekonomik büyümeyi kısıtladığını söylüyor zira eğer borçlanamazsanız, bir iş kurmak için gerekli sermayeyi yaratamazsınız. Potansiyel girişimciler engelleniyor. Kapitalist enerji boğuluyor.[66]

65 George Magnus, "Managing Minsky", UBS araştırma belgesi, 27 Mart 2008.
66 Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (Londra, 2001).

Sorunun büyük bir kısmı Güney Amerika'da yasal mülkiyet hakkını almanın bürokratik olarak çok zor olması. Dünya Bankası verilerine göre bugün Arjantin'de bir mülkün kayıt işlemlerini tamamlamak otuz gün sürüyor, daha önceleri bu süre daha da uzundu. Bazı ülkelerde –Bangladeş ve Haiti en kötüleri– işlemleri bitirmek neredeyse üç yüz gün alıyor. De Soto ve onunla beraber çalışan araştırma görevlilerinin Peru'da devlet arazisi üzerine inşaat yapmak için yasal belge temin etmeleri altı yıl on bir ay sürdü ve bu süre içinde elli iki farklı devlet dairesiyle muhatap olmak zorunda kaldılar. Kısa süre öncesine kadar Filipinler'de bir evin kanuni mülkiyetini almak için devlet ya da özel sektöre ait elli üç ofisin işin içinde olduğu ve on üç ile yirmi beş yıl arasında tamamlanabilen 168 adımlık bir süreçten geçmek gerekiyordu. İngilizce konuşulan ülkelerde bu işler genelde iki gün sürerken, çok ender olarak üç haftayı aşıyor. De Soto'ya göre kanuni mülkiyet hakkını garantiye almanın önündeki bürokratik engeller, fakirlerin mülklerini "ölü sermaye"ye çeviriyor... And Dağları'nın tepesindeki bir gölde dokunulmadan duran ve potansiyel bir enerji kaynağı olan su gibi". De Soto bu sermayeye hayat vermenin Peru gibi ülkelerin müreffeh bir gelecek temin etmesinin kilidi olduğunu savunuyor. Bir evin değerinin piyasa tarafından belirlenebilmesi ancak mülkiyet hakkı sisteminin iyi çalışmasıyla mümkündür. Ev kolayca alınıp satılabiliyor mu; yasal açıdan krediye teminatı olabiliyor mu; sahibi yaptığı başka işlemler nedeniyle sorumlu tutulabiliyor mu? Yoksulları yasal mülkiyet hakkından mahrum bırakmak onları devletin elinin ulaşamayacağı kayıtdışı alanda faaliyet göstermeye de itecektir. Bu iki açıdan hasar yaratır. Etkili bir vergilendirmeyi engeller. Ve devletin halk nezdindeki meşruiyetini azaltır. Diğer bir ifadeyle yoksul ülkeler, başarılı bir ekonominin gizli mimarı olan mülkiyet hakları garanti altına alınmadığı için fakirdir. "Mülkiyet hukuku sihirli değnek değildir, ama eksik olan halkadır... Mülkiyet hukuku olmaksızın diğer alanlarda sürdürülebilir bir reform yapmak mümkün değildir." Yoksul ülkeler demokrasinin tesisi konusunda da başarılı olamazlar çünkü menfaat sahibi seçmenlerden yoksunlardır. "Mülkiyet hakları nihayetinde demokrasiyi getirecektir" diyor de Soto, "çünkü piyasa odaklı bir mülkiyet sistemini demokratik bir sistem olmadan ayakta tutamazsınız. Yatırımcıların kendilerini güvende hissedeceği yegâne ortam budur."[67]

1992'de 3 kişinin öldüğü bir bombalı saldırıyla ona suikast düzenlemeye çalışan Maoist terör örgütü Sandero Luminoso gibileri için, de Soto bir hain.[68] Bazı eleştirmenler onu şimdi gözden düşmüş olan eski Peru Başkanı Alber-

* Bunları yazmamı takip eden olaylar, bu varsayımı doğruladı.

67 Aynı yazar, "Interview: Land and Freedom", *New Scientist*, 27 Nisan 2002.

68 Aynı yazar, *The Other Path* (New York, 1989).

to Fujimori'nin arkasındaki Rasputin olmakla eleştirdi. Diğerlerine göre, de Soto'nun mülkiyete dayalı demokrasiyi küreselleştirmeye çalışması onu bir kahraman haline getirdi. Eski başkan Bill Clinton ona "belki de yaşayan en büyük iktisatçı" derken, Rus muadili Vladimir Putin, Soto'nun başarılarını "olağanüstü" diye tanımladı. 2004 yılında Amerikan özgürlükçü düşünce kuruluşu Cato Enstitüsü, iki yılda bir verdiği Milton Friedman Ödülü'nü "özgürlüğün ruhunu ve uygulamasını gösteren" çalışması nedeniyle, de Soto'ya verdi. De Soto ve başında olduğu Özgürlük ve Demokrasi Enstitüsü Mısır, El Salvador, Gana, Haiti, Honduras, Kazakistan, Meksika, Filipinler ve Tanzanya hükümetlerine danışmanlık yaptı. Kritik soru de Soto'nun teorisinin pratikte işe yarayıp yaramadığı.

Quilmes, de Soto'nun gerçekten "kapitalizmin gizemini" çözüp çözmediğini anlamak için doğal bir deney alanı sunuyor. 1981'de Quilmes'te 1.800 ailelik bir grup boş bir araziyi işgal edip o zaman Arjantin'i yöneten askeri cuntaya baş kaldırdı. Demokrasin tesis edilmesinden sonra il yönetimi, işgalcilere yasal mülkiyet devri yapabilmek için araziyi esas sahiplerinden alarak istimlak etti. Fakat on üç arazi sahibinden sekizi teklif edilen bedeli kabul ederken diğerleri (sonuncusu 1998'de sonuçlanan) hukuki bir savaş verdiler. Sonuçta Quilmes'teki işgalcilerin bir kısmı kira gibi belli bir tutar ödeyerek on yıl içinde tapu senetlerini alarak mülk sahibi olurken, bir kısmı işgalci olarak kaldı. Bugün kendi evinde oturanların evlerini özenli parmaklıklarına ve badanalarına bakarak diğerlerinden ayırt edebilirsiniz. Mülkiyetinin kime ait olduğu tartışmalı olan evlerse, aksine yıkık dökük baraka gibiler. "Skip" Gates de dahil herkesin bildiği gibi ev sahipleri evlerine kiracılardan daha iyi bakarlar.

Ev sahibi olmanın Quilmes'teki insanların yaklaşımlarını değiştirdiğine şüphe yok. Son zamanlarda yapılan bir çalışmaya göre mülkiyet haklarına kavuşanlar, hâlâ işgalci konumunda olanlara kıyasla daha bireysel ve materyalist bir tutum sergilemeye başladı. Mesela "Sizce para mutluluk getirir mi?" sorusuna evet yanıtı veren tapu sahiplerinin oranı işgalci olup da evet diyenlere göre yüzde 34 daha fazla.[69] Diğer yandan teorinin zayıf bir noktası olduğu ortaya çıktı, çünkü ev sahibi olmak Quilmes'tekilerin borç almalarını çok da kolaylaştırmadı. Tapu sahibi olanların sadece yüzde 4'ü ipotekli kredi almayı başarabildi.[70] De Soto'nun memleketi Peru'da da mülkiyet tek başına ölü sermayeyi canlandırmaya yetmiyor. Evet, devletin 1988'de de Soto'nun tavsiyelerini

69 Rafael Di Tella, Sebastian Galiani ve Ernesto Schargrodsky, "The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters", *Quarterly Journal of Economics, 122, 1* (Şubat 2007), s. 209-241.

70 "The Mystery of Capital Deepens", *The Economist*, 26 Ağustos 2006.

kabul etmesiyle mülkiyet hakkını onaylatıp, bir mülkü kayıt altına almak için gerekli süre önemli ölçüde kısaldı (bir aya indi) ve bu işin maliyeti de çok daha keskin bir şekilde yüzde 99 azaldı. 1996'da Kayıtdışı Mülklerin Kayıtaltına Alınması Komisyonu'nun kurulmasıyla sarf edilen çabalar sayesinde dört yıl içinde şehirlerdeki 1,2 milyon bina daha kayıt altına alınıp sisteme dahil edildi. Ama de Soto'nun vaat ettiği ekonomik gelişme hayal kırıklığı yaratacak kadar yavaş oluyor. 1998-1999 yıllarında tapuya kavuşan Lima'daki 200.000 haneden 2002 yılına kadar herhangi bir tür kredi alabilenlerin oranı sadece yüzde yirmi beşti. De Soto metodunun denendiği diğer ülkelerde, özellikle Kamboçya'da, şehirlerdeki işgalcilere tapu verilmesi hayasız emlak geliştiricilerinin yoksulların mallarını almaları ya da onları (artık yasal statüye kavuşmuş mahallelerinden bir şekilde) söküp atmalarıyla sonuçlandı.[71]

Hatırlayalım: Mülk sahibi olmak size bir güvence sağlamaz; mülk sadece size kredi veren için bir güvencedir. Esas güvence, Buckingham Dükü'nün 1840'larda, Detroit'teki ev sahiplerinin ise bugünlerde keşfettiği gibi düzenli gelir sahibi olmaktır. Bu yüzden de gelişmekte olan ülkelerdeki girişimcilerin evlerini ipotek ettirerek sermaye yaratmaları gerekli olmayabilir. Aslında ev sahibi olmak, zenginliğin anahtarı olmayabilir.

Betty Flores'le yağmurlu bir Pazartesi sabahında, Bolivya'nın başkenti La Paz'ın yakınındaki (ya da üstündeki diyelim) El Alto kasabasındaki bir sokak pazarında karşılaştım. Mikrofinans kuruluşu Pro Mujer'in El Alto'daki ofisine gidiyordum ama yüksek irtifa nedeniyle çabuk yorulduğum için yolda bir kahve molası vermeyi önerdim. Oradaydı; yoğun ve sert Bolivya kahvesini demleyip, çanak ve bardaklarla pazarda alışveriş yapanlara ve tezgâh açanlara satıyordu. Canlılığı ve neşesi beni bir anda çarptı. Bolivya'daki yerli kadınların çoğunun aksine yabancı biriyle konuşma konusunda çekincesiz görünüyordu. Meğerse o da Pro Mujer'in müşterilerinden biriymiş ve kahve tezgâhını büyütmek için –araba tamircisi olan kocasının bir türlü yapamadığı bir şeydi bu– kredi kullanmış. Kredi işe yaramıştı; Betty'nin sürekli hareket edişinden bile anlaşılıyordu bu. Peki tezgâhını daha da büyütmeyi düşünüyor muydu? Evet. İşi, kızlarını okula gönderebilmesine yardımcı oluyordu.

Betty Flores klasik anlamda düşük kredi riskine sahip biri olarak sınıflandırılmayacaktır. Az miktarda bir birikimi vardır ve ev sahibi değildir. Ama yine de Pro Mujer gibi kurumlar, kadınların girişimci enerjisini ortaya çıkarmak için

71 John Gravois, "The De Soto Delusion", *Slate*, 29 Ocak 2005: http://state.msn.com/id/2112792/.

ortaya konulan devrim niteliğindeki çabaların bir parçası olarak ona ve dünyanın yoksul ülkelerinde onun durumunda olan binlerce kadına kredi veriyor. Bolivya gibi ülkelerde mikrofinans hareketlerinin keşfettiği şey kredi için teminat olabilecek bir evleri olsun ya da olmasın kadınlarınn erkeklere göre daha az kredi riski taşıdığıdır. Bu keşif kadınların alışveriş konusunda hovarda oldukları yönündeki genel kanıya ters düşer. Hatta 1970'lere kadar devam eden ve yüzlerce yıla uzanan kadınların erkeklere göre daha fazla kredi riski taşıdığına dair önyargıyla da çelişir. Örnek vermek gerekirse Birleşik Devletler'de, bir kadın, kendi işini yapıyor olsa bile, eğer kocası çalışmıyorsa kredi alamazdı. Kimsesiz ve boşanmış kadınların hali çok daha kötüydü. Ben büyürken bile kredi, erkeklerle özdeşleştirilirdi. Mikrofinans ise kredi alabilirliğin kadınlara has bir özellik olduğunu öne sürüyor.

Mikrofinans hareketinin kurucusu, Nobel ödülü sahibi Muhammed Yunus kadınlara küçük miktarlı krediler vermenin potansiyelini, ülkesi Bangladeş'te kırsal yoksulluk üzerine çalışmalar yaparken fark etti. Jobra köyünde 1983 yılında kurulan ve mütekabiliyet esasına dayanan Grameen (Köy) Bankası'yla hiçbir teminatı olmayan neredeyse hepsi kadın yaklaşık yedi buçuk milyon kişiye kredi verdi. Aslında tüm krediler, resmen olmasa da kredinin geri ödenme sorumluluğunu paylaşan beşer kişilik gruplar (*koota*) tarafından kullanılıyor ve bu gruplar haftada bir toplanıyor. Kurulduğu günden bu yana Grameen Bankası 3 milyar doların üzerinde kredi verdi. Başlangıçta yardım kurumlarından gelen parayla finanse edilen krediler artık toplanan mevduatla (Ocak 2007 itibariyle yaklaşık 650 milyar dolar) finanse edilebiliyor ve banka kendi kendine yetmenin ötesinde kâr elde ediyor.[72] Lynne Patterson ve Carmen Velasco tarafında 1990'da kurulun Pro Mujer, Grameen Bankası'nın Güney Amerika'daki taklitleri içinde en başarılı olanı.* Krediler üç ay için alınabilecek 200 dolardan başlıyor. Kadınların çoğu krediyi çiftliklerine hayvan almak ya da Betty gibi, tortilladan Tupperware'e herhangi bir şeyi sattıkları kendi mikro işlerini finanse etmek için alıyor.

Betty'nin kahve tezgâhından kalkmayı başardığımda El Alto'daki tüm Pro Mujer ofisleri arı kovanına dönmüştü bile. Neredeyse tümü geleneksel kıyafetleri (hepsinin kafasında havalı bir şekilde tutturulmuş melon şapka) içindeki onlarca Bolivyalı kadını düzenli kredi ödemelerini yapmak için sıraya girmiş şekilde görüp de etkilenmemek mümkün değil. Kadınlar tecrübelerini anlattıkça o meş-

72 Elde edilen kârın tümü, acil durumlarda kullanılmak üzere Rehabilitasyon Fonu'na aktarılıyor ve bunun karşılığında da kurumlar vergisi muafiyeti elde ediliyor.

* Bill ve Melinda Gates Pro Mujer'den o kadar etkilendiler ki vakıfları aracılığıyla organizasyona 3,1 milyon dolar yardım yapıyorlar.

hur "Ev gibisi yok" sözünü "Ev kadını gibisi yok" şeklinde değiştirmenin zamanı geldi mi diye düşündüm. Bolivya'da gördüklerim, Nairobi'nin gecekondu mahallelerinden, Hindistan, Uttar Pradesh'teki köylere kadar yoksul ülkelerin birçoğunda görülebilir. Sadece gelişmekte olan ülkelerde de değil. Mikrofinans gelişmiş ülkelerin yoksul köşelerinde de –1. bölümde gördüğümüz tefecilere karşı panzehir olarak, kredi birlikleri adı altında kurulan borçlanma ofislerinin bir ağ haline geldiği Glasgow'daki Castlemilk gibi yerlerde– işe yarıyor. Castlemilk'te de kredi alanlar oradaki kadınlar. El Alto'da ve Castlemilk'te, erkeklerin kredi faizlerini ödemektense içmeyi ve bahis oynamayı tercih ettiklerine dair duyduklarım birbirinin aynı. Bana, tekrar ve tekrar söylenen, kadınların parayı idare etme konusunda kocalarından daha iyi oldukları.

Mikrofinansın dünyadaki yoksulluk sorunu için ilahi bir çözüm olduğunu düşünmek, Hernando de Soto'nun mülkiyet hakkı reçetesine bel bağlamak kadar yanlış olur. Dünya nüfusunun kabaca yüzde kırkı finansal sistemin dışında, kredi kullanmayı bırakın bu insanların banka hesapları bile yok. Ama Yusuf'un ifadesiyle bu insanlara, teminatlı ya da teminatsız kredi vermeniz, tek başına yoksulluğu müzeye kaldırmaya yetmez. Bazı insanların mikrofinans işine yoksulluğu sona erdirmek için değil para kazanmak için girdiğini de unutmayalım.[73] Bazı mikrofinans şirketlerinin tefecilerden beter şekilde yıllık yüzde 80, hatta 125 gibi fahiş faiz oranları uyguladıklarını duymak şoke edici olabilir. Ama bahaneleri hazır; bu kadar çok sayıdaki ufak miktarlı krediyi yönetmenin maliyeti yüksek oluyor.

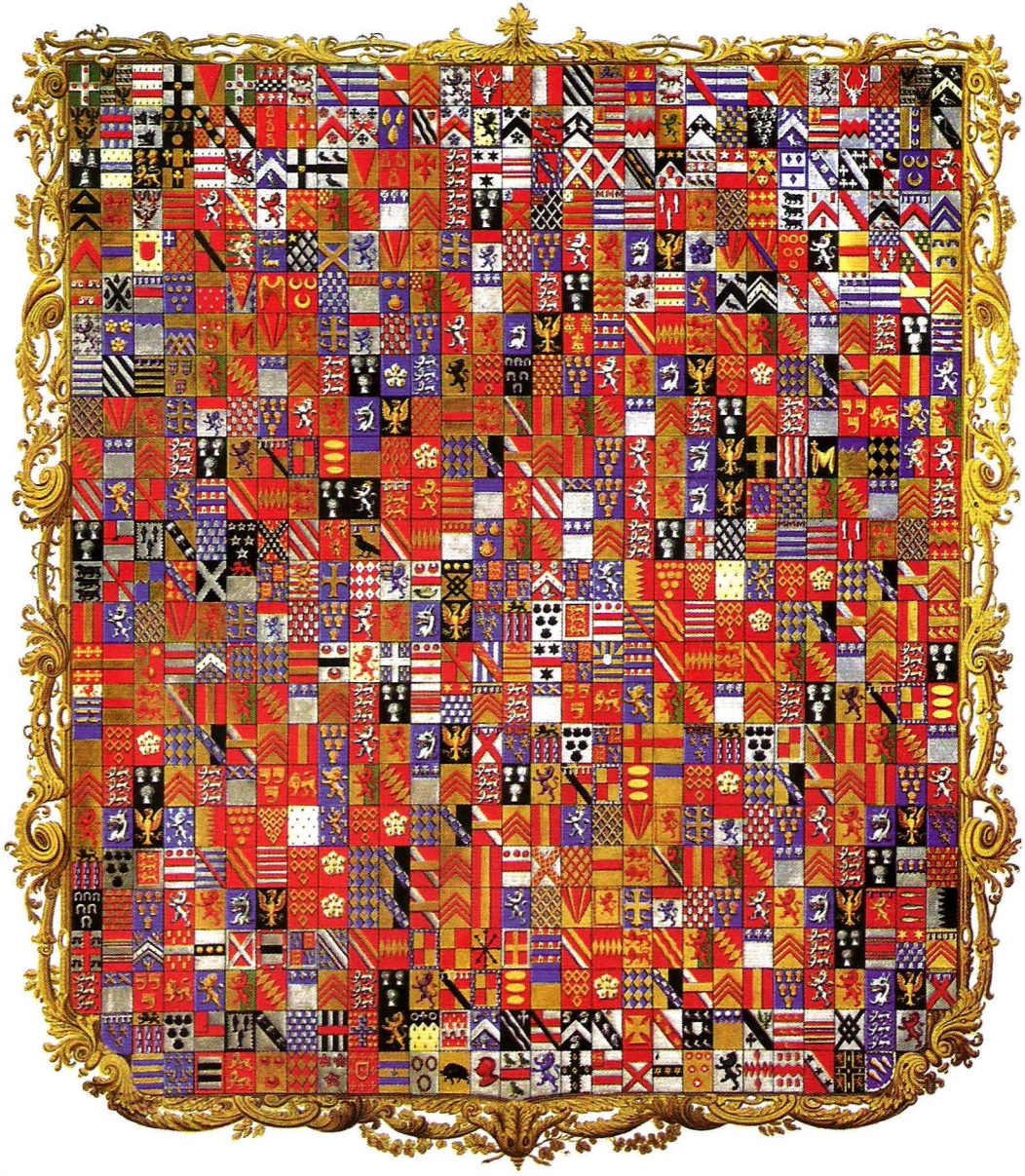
Glasgow, benim gibi İskoçyalı olan Adam Smith'in ufuk açıcı metni *Ulusların Zenginliği*'ni yazdığı 1776'dan beri çok yol katetti. Detroit gibi o da endüstri çağının ilerleme döneminde gelişti. Finans çağından ise pek faydalanamadı. Glosgow'dakiler, Kuzey ve Güney Amerika'dakilerle ve Güney Asya'daki insanlarla aynı dersleri alıyor. Finansal cehalet her yerde görülüyor olabilirdi ama nasıl oluyorsa hepimiz ekonominin bir alanında, emlak piyasasında uzmandık. Gayri menkule yapılan yatırımın kazandıracağından emindik. Ama öyle olmadı. (2007'nin son çeyreğinde Glasgow'daki ev fiyatları yüzde 2,1 düştü. Tek teselli Edinburg'taki düşüşün yüzde 5,8 olmasıydı.) Dünyanın bütün şehirlerinde ev fiyatları yapım maliyetleri ve kira getirileriyle desteklenemeyecek şekilde fırladı. İktisatçı Robert Shiller'in dediği gibi "ev almanın harika bir yatırım olduğuna dair bir genel kabul" vardı ve bu kabul John Law'un döneminden beri genelde hisse senetleri piyasasını etkileyen geri besleme mekanizması sayesinde kla-

73 Connie Bruck, "Millions for Millions", *New Yorker*, 30 Ekim 2006, s. 62-73.

1923 Tokyo – Yokohama depremi, yirminci yüzyılın ortalarında
Japon sigorta sektörünün sırtına binen felaketlerden biri.

(üst) "Haksızlıklar Kralı" ve sigortacıların cezalandırıcısı Richard "Dickie" Scruggs Katrina Kasırgası sonrası Pascagoula'daki sahil evinin yıkıntıları arasında.

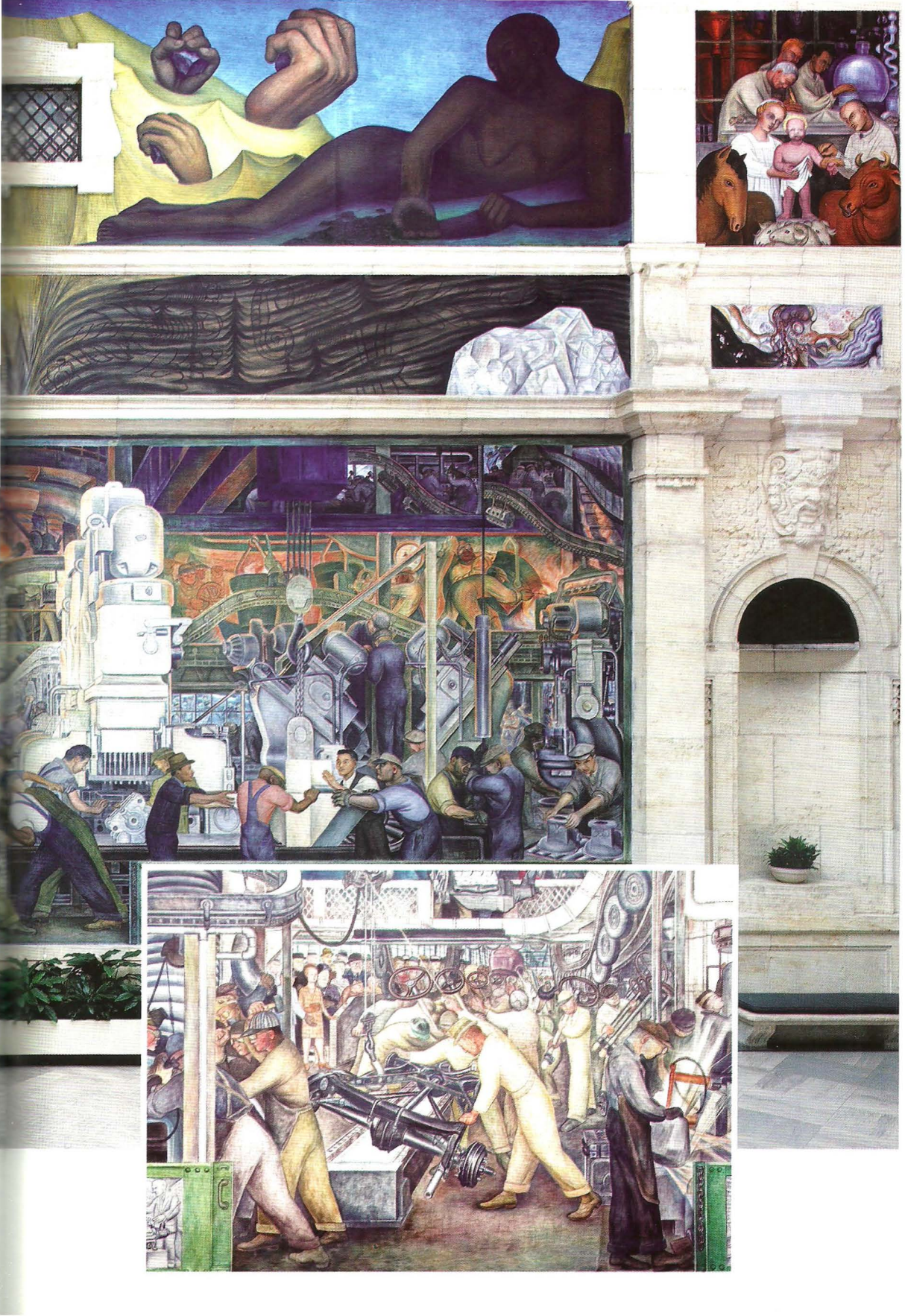
(sol) Chicago merkezli hedge fonu Citadel'in kurucusu ve CEO'su Ken Griffin: Risk yönetiminin büyük üstadı.



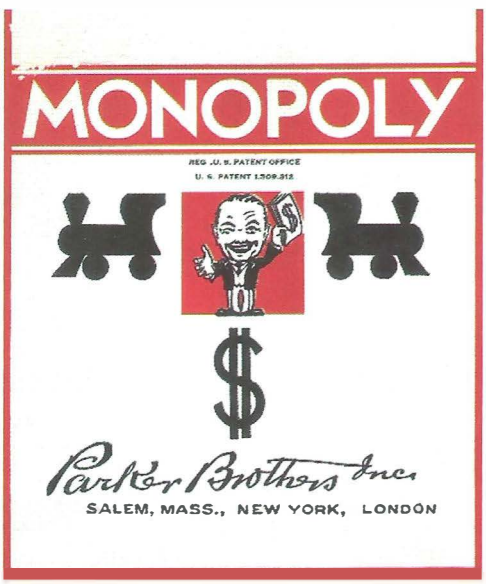
II. Buckingham Dükü zamanında aileye ait 719 armayı gösteren Grenville tablosu.
Aileye ait tüm bu şan, şöhret Dük'ün malikânesini, aldığı aşırı borca karşı koruyamayacaktır.

(üst) Motor Şehri'ne Marksist bir bakış: Diego Rivera'nın Garden Court resimleri, kuzey duvar.

(sağ) Diego Rivera'nın Garden Court resimleri, güney duvar detayı.



Charles Darrow'a ait orijinal Monopoly (Atlantic City) oyunundan detay.



Gayri menkulün iki yüzü:
Orijinal Bay Monopoly ve Hapse Git.

Eskiden Chongking...

... Çin'in ekonomik yükselişi sonrası Chongking.

sik bir spekülatif balon yarattı. Kısacası tuğla ve harca, ve onların getireceği sermaye kazancına yönelik irrasyonel bir coşku söz konusuydu.[74]

Değindiğimiz gibi bu algı bir ölçüde siyasi bir temele dayanıyordu. Ev sahibi olmayı özendirmek kapitalizm için bir siyasi taban oluşturmaya yardımcı olabilir ama insanları ev konusunda bahis oynamaya zorlayarak sermaye piyasasının tahrif edilmesine de yol açar. Finans teorisyenleri "ev tercihi"ne (*home bias*) karşı uyarıda bulunurken, yatırımcıların paralarını kendi ülkelerinde üretilen varlıklara yatırma eğilimini kastederler. Ama esas ev tercihi yatırımcıların neredeyse tüm varlıklarını evlerine yatırmalarıdır. Sıradan bir Amerikan hanesinin portföyünün üçte ikisini ev yatırımları oluşturur, bu oran diğer ülkelerde daha da yüksektir.[75] Buckinghamshire'dan Bolivya'ya finansal güvencenin anahtarı gerektiği gibi çeşitlendirilmiş bir varlık portföyü olmalıdır.[76] Bunu yapabilmek için de gelecekteki kazançlarımıza istinaden borçlanmamız tavsiye edilir. Tabii risksiz emlak piyasasının dışında kalıp, kaldıraçlı bir yatırım uğruna her şeyimizi riske atma tuzağına da düşmememiz gerekir. Borçlanma maliyetiyle yatırımın getirisi ve borçlar-gelir arasında sürdürülebilir bir fark olmalıdır.

Bu kuralların sadece hane halkları için geçerli olmadığını söylemeye gerek yok. Bu kurallar ulusal ekonomiler için de geçerlidir. Cevap bekleyen son soru dünyanın en büyük ekonomisinin nasıl olup da –küreselleşme dediğimiz sürecin sayesinde– bu kuralları bu kadar göz ardı edebildiğidir. Kısacası eşikaltı süper gücü olmak için ne bedel ödendiğidir.

74 Shiller, "Recent Trends in House Prices".

75 Edward L. Glaeser ve Joseph Gyourko, "Housing Dynamics", NBER Çalışma Belgesi 12787 (gözden geçirilmiş sürüm, 31 Mart 2007).

76 Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (Princeton, 2003).

6

İMPARATORLUKTAN ÇİMERİKA'YA*

Daha on yıl önce, 1997-1998'deki Asya Krizi esnasında, bundan sonraki finansal krizlerin dünya ekonomisinin çevre kesiminde –ya da daha önce az gelişmiş ülkeler denen Doğu Asya ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan piyasalarda– olacağı konuşuluyordu. Fakat yeni yüzyılda küresel ekonomiye yönelik en büyük tehdit çevreden değil merkezden geldi. Silikon Vadisi'nin dot.com <http://dot.com> balonunun Ağustos 2000'de zirve yapmasıyla, iki yıl sonra Amerikan borsası neredeyse yüzde elli değer kaybetti. Standart & Poor's 500'e yatırım yapanların kayıplarını telafi etmesi Mayıs 2007'yi buldu. Daha önce değindiğimiz gibi bu kriz de, milyonlarca hanenin kullandıkları milyarlarca dolarlık eşikaltı ipotekli kredinin faizlerini ödeyemeyeceklerini fark ettikleri Amerika Birleşik Devletleri'nde başladı. Bir zamanlar bunun gibi Amerika kaynaklı krizler küresel finansal sistemin geri kalan kısmını buhrana olmasa da durgunluğa sürüklerdi. Fakat 2008'in sonuna kadar Asya ABD'deki kredi daralmasından çok az etkilenmişti. Hatta Goldman Sachs'ın Küresel Araştırmalar departmanının başındaki Jim O'Neill gibi bazı araştırmacılara göre Çin'in başını çektiği dünyanın "öteki" ülkeleri kendilerini Amerikan ekonomisinden bağımsızlaştırıyorlardı.

Eğer O'Neill haklıysa, küresel finansal güç dengesindeki en büyük değişimlerden birini yaşıyoruz; dünya ekonomisinin finansal temposunun İngilizce konuşanlar, önce Britanya, sonra Amerika tarafından belirlendiği yüzyıldan uzun süren bir dönemin sonundayız. Çin ekonomisi geçtiğimiz otuz yıl boyunca olağanüstü bir büyüme yakalamayı başardı ve kişi başına düşen GSYİH'sını yıllık

* Yazarın kendi yarattığı bu kelime (çimerika, *chimerica*) Çin ve Amerika Birleşik Devletleri arasındaki simbiyotik ilişkiyi tarif etmek için kullanılırken aynı zamanda Yunan mitolojisindeki tanrıça Chimera'ya da gönderme yapar. (ç. n.)

ortalama yüzde 8,4 artırdı. Son zamanlarda tempo daha da yoğunlaştı. O'Neill ve ekibi BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin; Büyük Hızla Endüstrileşen Ülkeler; *Big Rapidly Industrializing Countries*) için GSYİH projeksiyonları hesaplamaya ilk başladıklarında, Çin'in 2040 civarında Birleşik Devletler'i geçebileceğini öngörmüşlerdi.[1] Son tahminleri bu tarihi 2027'ye çekti.[2] Goldman Sachs ekonomistleri Çin'in karşı karşıya olduğu zorlukları, komünist rejimin acımasız tek çocuk politikasının yarattığı zaman ayarlı nüfus bombasını ve Doğu Asya'nın aşırı hızlı sanayi devriminin çevre üzerindeki etkilerini göz ardı etmiyorlar.[3] Çin'deki, 2007'de hisse senedi fiyatlarının fırlamasına, 2008'de gıda fiyatlarının çıkmasına neden olan enflasyonist baskının da farkındalar. Yine de genel değerlendirme şaşırtıcı derecede olumlu. Bu da gösteriyor ki tarih, gözlerimizin önünde yön değiştirdi. Üç ya da dört yüzyıl önce Batı ve Doğu'da kişi başına düşen gelir arasında pek bir fark yoktu. Kuzey Amerika'daki ortalama bir yerleşimcinin yaşam standardı, Çin'de tarımla uğraşan bir köylüden çok daha iyi değildi. Doğrusu Ming döneminde Çin medeniyeti Massachusetts'in ilk dönemleriyle kıyaslandığında birçok açıdan daha gelişmişti. Boston, asırlarca dünyanın en büyük şehri olan Pekin'in, Kristof Kolomb'un Santa Maria'sı da Amiral Zheng He'nin on beşinci yüzyıl başındaki kumandanlık gemisinin yanında minicik kalırlardı. Yangtze Deltası'nda da Thames Deltası'ndaki gibi üretkenliği artıracak teknolojik buluşlar yapılıyordu.[4] Fakat 1700-1950 arasında Doğu ve Batı'daki yaşam standartları arasında büyük bir farklılık oluştu. Çin o dönemde kişi başı düşen gelirde mutlak düşüşlerden mustaripken, Kuzey Batı –özellikle de Britanya ve onun kolonyal uzantıları– büyük ölçüde sanayi devrimi sayesinde, kesintisiz bir büyüme yaşadı. 1820'de Birleşik Devletler'deki kişi başına düşen gelir kabaca Çin'dekinin iki katıydı; 1870'de beş katına, 1913'te on katına ve 1950'de neredeyse yirmi iki katına çıktı. 1820-1950 arasında kişi başına düşen GSYİH Birleşik Devletler'de yıllık ortalama yüzde 1,57 artarken, Çin'de yüz-

1 Dominic Wilson ve Roopa Purushothaman, "Dreaming with BRICs: The Path to 2050", *Goldman Sachs Global Economics Paper, 99* (1 Ekim 2003), Ayrıca Jim O'Neill, "Building Better Global Economic BRICs", *Goldman Sachs Global Economics Paper, 66* (30 Kasım 2001); Jim O'Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman ve Anna Stupnytska, "How Solid are the BRICs?", *Goldman Sachs Economics Paper, 134* (1 Aralık 2005).

2 Dominic Wilson ve Anna Stupnytska, "The N-11: More than an Acronym", *Goldman Sachs Economics Paper*, 153 (28 Mart 2007).

3 Goldman Sachs Economics Group, *BRICs and Beyond* (Londra, 2007), s. 45-72, 103-108.

4 Bu sav Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence: China, Europe and the Making of the Modern World Economy* (Princeton / Oxford, 2000) kitabında yer almaktadır. Çin'in 1700'lerdeki konumuyla ilgili daha şüpheci bir yaklaşım için Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perpective* (Paris, 2001).

de 0,24 azaldı.[5] 1973'te ortalama bir Çinlinin geliri, en iyi ihtimalle, ortalama bir Amerikalının yirmide biri kadardı. Hesaplama piyasadaki kurlar kullanılarak dolar üzerinden yapıldığında fark daha da büyüyordu. 2006 gibi yakın bir döneme kadar bu şekilde yapılan hesaplamalara göre Amerika'daki kişi başına düşen gelir Çin'dekinin 22,9 katıydı.

1700'lerle 1970'ler arası Çin'de yanlış giden neydi? Bir görüşe göre Çin Kuzey Batı'nın on sekizinci yüzyıldaki şahlanışı için vazgeçilmez olan ve tamamıyla şansa dayalı iki makro ekonomik gelişmenin dışında kaldı. İlki, Amerika kıtalarının fethi, özellikle de Karayip adalarının şeker kamışı yetiştirilen sömürgelere dönüştürülmesiydi; "hayalet dönümler" denilen yeni tarım alanları sayesinde Avrupa tarım sistemi üzerindeki üretim baskısı hafifledi ve Çin'dekine benzer bir verim azalması sorununun önüne geçildi. İkincisi de sanayileşme için uygun sayılabilecek alanların kömür madenlerine olan yakınlığıydı. Ucuz kaloriyle birlikte emperyal genişleme ucuz odun, yün ve pamuk temini gibi diğer ekonomik faydaları da getirdi. Aynı zamanda, daha sonra endüstriyel makineler için çıkış noktası teşkil edecek, askeri teknolojilerin –saatler, silahlar, mercekler ve denizcilik aletleri– gelişmesine de imkân sağladı.[6] Tabii ki Doğu ve Batı arasındaki bu büyük farkın nedenleriyle ilgili yapılabilecek birçok açıklama daha vardır: Topografik farklılıklar, doğal kaynaklar, kültür, bilim ve teknolojiye yaklaşım, hatta insanın evrimi.[7] Yine de Çin'in sorununun kaynaklarla ilgili olduğu kadar finansal da olduğu kayda değer bir hipotezdir. Evvela imparatorluğun üniter karakteri Rönesans Avrupası'nda ve sonrasında birçok finansal yeniliğin doğmasını tetikleyen parasal yarışa engel olmuştur. Diğer yandan imparatorluğun açıklarını para basarak kapatabilmesi Avrupa'dakilere benzer sermaye piyasalarının doğmasına imkân tanımamıştır.[8] Çin'in sikke konusunda da bir sıkıntısı yoktu çünkü Batı'yla ticaretinde sahip olduğu fazla nedeniyle Çin'de sikke bulmak Avrupa'ya göre daha kolaydı. Kısacası Orta Krallık'ı finansman bonosu, tahvil ve hisse senedini geliştirmeye itecek çok az neden vardı. Modern finansal kurumlar Çin'e on dokuzuncu yüzyılda, Batı emperyalizminin bir parça-

5 Maddison, *World Economy*, tablo B-21'deki kişi başına düşen yurt içi hasıla tahminleri kullanılarak hesaplanmıştır.

6 Pomeranz, *Great Divergence*.

7 Konuyla ilgili son dönemde yayımlanmış önemli çalışmalardan birkaçı: Eric Jones, *The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia* (Cambridge, 1981); David S. Landes, *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some are So Rich and Some So Poor* (New York, 1998); Joel Mokyr, *The Gifts of Athena: Historical Origins of the Knowledge Economy* (Princeton, 2002); Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).

8 William N. Goetzmann, "Fibonacci and the Financial Revolution", NBER Çalışma Belgesi 10352 (Mart 2004).

sı olarak geldiler ve yabancı etkisine karşı verilen vatanperver tepkiler karşısında korunmasız kaldılar.[9]

Uluslararası emtia, imalat, emek ve sermaye piyasalarının hızlı entegrasyonu anlamındaki küreselleşme yeni bir olgu değildir. Ticaretin dünya hasılasına oranı 1914'ten önceki otuz yıllık süreç içinde de, geçtiğimiz otuz yıl içindeki kadar yüksekti.[10] Sınırların bu kadar kontrol edilmediği bir dünyada, uluslararası göçün dünya nüfusuna oranı tabii ki daha yüksekti; 1910 yılında Birleşik Devletler nüfusunun yüzde 14'ü Amerika dışında doğmuş olanlardan oluşuyordu, bu oran 2003'te yüzde 12'nin altına düştü.[11] Brüt rakamlarla uluslararası sermayenin küresel GSYİH'ya oranı 1990'larda yüzyıl öncesine göre daha fazla olsa da, net olarak bakıldığında yurtdışı yatırımlar –özellikle zengin ülkelerin yoksul ülkelere yaptıkları– önceki dönemlerde çok daha fazlaydı.[12] Yüzyıl önce Avrupa ve Kuzey Amerika'daki girişimci işadamları Asya'da çekici fırsatlar olduğunu görüyorlardı. On dokuzuncu yüzyılın ortasında, sanayi devriminin kilit öneme sahip teknolojileri herhangi bir yere transfer edilebiliyordu. Deniz altına döşenen kablolar sayesinde iletişimdeki gecikmeler önemli oranda azalmıştı. Sermaye hayli boldu ve göreceğimiz gibi Britanyalı yatırımcılar paralarını uzak ülkelerde riske etmeye dünden razıydılar. Makineler düşük maliyetliydi, enerji düşük maliyetliydi ve iş gücü öylesine boldu ki Çin ve Hindistan'da tekstil üretimi yapmak çok kârlı bir iş olmalıydı.[13] Fakat bir milyar poundu aşan Batı kaynaklı yatırıma rağmen, Victoria dönemi küreselleşmesi Asya'da amacına ulaşamayıp geride bugün hâlâ kolonyal sömürü olarak hatırlanan tatsız bir miras bıraktı. Hatta yüzyılın ortasında küreselleşme karşıtlığı o kadar derindi ki Asya'nın en kalabalık iki ülkesi, 1950'yle 1970 arasında küresel piyasayla olan ilişkilerinin neredeyse tümünü kesti.

Ayrıca küreselleşmenin önceki çağı mutlu bir şekilde sona ermedi. Aksine, yüzyıldan kısa bir süre önce 1914 yazında hafif bir sızlanmayla değil, kulakları

9 William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov ve Ning Zhu, "China and the World Financial Markets, 1870-1930: Modern Lessons from Historical Globalization", *Economic History Review*.

10 Nicholas Crafts, "Globalisation and Growth in the Twentieth Century", Uluslararası Para Fonu Çalışma Belgesi, 00/44 (Mart 2000). Ayrıca Richard E. Baldwin ve Philippe Martin, "Two Waves of Globalisation: Superficial Similarities, Fundamental Difference", NBER Çalışma Belgesi 6904 (Ocak 1999).

11 Michael D. Bordo, Alan M. Taylor ve Jeffrey G. Williamson'un editörlüğünü yaptığı *Globalisation in Historical Perspective* (Chicago, 2003) içinde Barry R. Chiswick ve Timorth J. Hatton, "International Migration and the Integration of Labor Markets", s. 65-120.

12 Michael D. Bordo, Alan M. Taylor ve Jeffrey G. Williamson'un editörlüğünü yaptığı *Globalisation in Historical Perspective* (Chicago, 2003) içinde Maurice Obstfeld ve Alan M. Taylor, "Globalisation and and Capital Markets", s. 173.

13 Clark, *Farewell*, 13 ve 14. bölümler.

sağır eden bir bomba ve küreselleşen ekonomiden en çok faydalananların dünyanın gördüğü en yıkıcı savaşa tutuşmasıyla sona erdi. Uluslararası sermayenin 1914 öncesi dönemde Asya'da kendini idame ettiren bir büyüme yaratamamasının nedenlerini bildiğimizi düşünüyoruz. Ama acaba küresel ekonomik bütünleşme ile Birinci Dünya Savaşı'nın patlak vermesi arasında da bir bağlantı olabilir mi? Son zamanlarda Birinci Dünya Savaşı'nın, 1914'ten önceki on yılda gümrük vergilerinin artırılması ve göçmenlere yönelik kısıtlamaların yoğunlaştırılması gibi –tarımsal ürünlerin fiyatlarının düşmesi, fazla işgücünün Yeni dünyaya göç etmesi nedenleriyle konumları sarsılmış olan Avrupa'daki toprak sahibi seçkinleri memnun eden– uygulamalarla ilk sinyallerini veren, küreselleşme karşıtı bir tepki olarak görülmesi gerektiği ileri sürülüyor.[14] Bugünün cesur, yeni ve tahminen post-Amerikan dünyasını[15] neşe içinde kucaklamadan önce, öngürülmeyen benzer tepkilerin, küreselleşmenin ayağının altındaki jeopolitik halıyı çekemeyeceğinden emin olmalıyız.

Küreselleşme ve Kanlı Savaş

Acil durumların gelişmekte olan ülkelere has olduğu söylenirdi. Uzaktaki ülkelere yatırım yapmak sizi zengin edebilirdi ama işler sarpa sardığında, finansal çöküşe giden yol kısa ve hızlıydı. 2. bölümde gördüğümüz gibi ilk Latin Amerika borç krizi ta 1820'de yaşanmıştı. Baring'in 1890'da iflas etmesine yol açan yine Arjantin'deki bir yükselen piyasalar kriziydi. 105 yıl sonra bitirici darbeyi vuracak olan da Singapur'daki sahtekâr bir vadeli işlemler taciri, Nick Leeson'du. 1980'lerde Latin Amerika'da, 1990'larda ise Asya'daki krizlerin öngörülemez olduklarını söylemek zordur. Finans tarihi incelendiğinde bugün yükselen piyasalar olarak adlandırdıklarımızı aslında yeniden yükselen piyasalar olarak isimlerdirmemizin daha doğru olacağı söylenebilir.* Bugün yeniden yükselen piyasaların zirvesinde Çin var. Jim Rogers gibi Çin'e düşkün olan yatırımcılara göre Çin'de kazanılabilecek paranın haddi hesabı yok.[16] Fakat bu, yabancı yatırımcıların dünyanın en kalabalık nüfusundan kazanılabilecek büyük paraların haya-

14 David M. Roew, "The Tragedy of Liberlism: How Globalization Caused the First World War", *Security Studies, 14, 3* (İlkbahar 2005), s. 1-41.

15 Örnek olarak Fareed Zakaria, *The Post-American World* (New York, 2008) ve Parag Khanna, *The Second World: Empires and Influence in the New Global Order* (Londra, 2008).

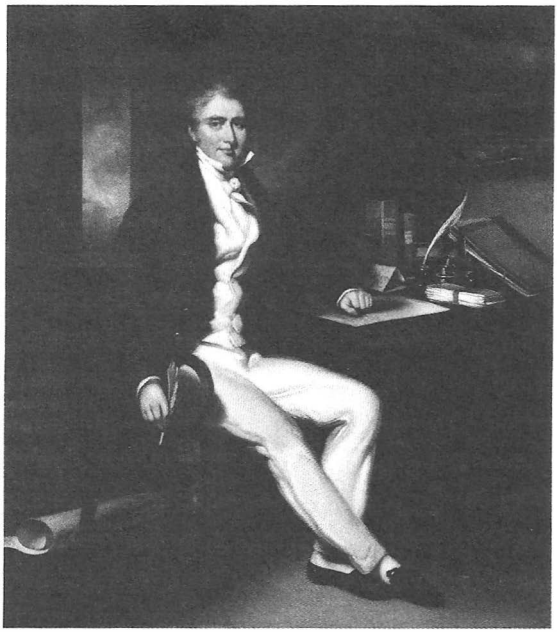
16 Kim Rogers, *A Bull in China: Investing Profitably in the World's Greatest Market* (New York, 2007).

* "Yükselen piyasalar" ifadesi ilk olarak 1980'lerde, Dünya Bankası ekonomisti Antoine van Agtmael tarafından kullanılmıştır.

liyle Çin hisselerine yaptıkları ilk yatırım değil. Hatırlamakta fayda var; son seferinde Hong Kong'un meşhur terzilerinin bile bir ayda dikemeyecekleri kadar çok gömlek kaybetmişlerdi. Denizaşırı yatırımların o gün olduğu gibi bugün de sorunu Londra ya da New York'taki yatırımcılar için okyanusun öte yanındaki yabancı bir hükümetin ya da bir yöneticinin ne yaptığını bilmelerinin zor olmasıdır. Öte yandan çok yakın zamana kadar birçok Batılı olmayan ülkenin güvenilmez yasal sistemleri ve farklı muhasebe kuralları oluyordu. Yatırımcının, borcunu ödemeyen ticari ortağına karşı dünyanın öte yanından yapabileceği çok da bir şey yoktu. Küreselleşmenin ilk döneminde bu sorunun çözümü zalimce ama basit ve etkiliydi: Avrupa kanunlarını uygulamak.

William Jardine ve Lames Matheson korsanlık yapan İskoçyalılardı ve 1832'de Çin'in güneyindeki liman kenti (o zaman Kanton olarak bilinen) Guangzhou'da bir ticaret firması kurmuşlardı. En iyi giden işlerinden biri Hindistan'dan, oradaki hükümet tarafından üretilmiş afyon ithal etmekti. Jardine bir dönem East India Company'de gemi doktoru olarak çalışmıştı ama Çin'e getirdiği afyonun tıpla bir alakası yoktu. Afyon ticareti, afyon bağımlılığının toplumsal maliyetinin çok yüksek olması nedeniyle yaklaşık yüzyıl önce, 1729'da İmparator Yongzheng tarafından yasaklanmıştı. Lin Zexu isimli imparatorluk görevlisi, İmparator Daoguang'tan aldığı ticareti kökünden kazıma talimatıyla 10 Mart 1839'da Kanton'a geldi ve Britanyalı tüccarlar taleplerini kabul edinceye kadar afyon depolarını ablukaya aldı. Toplam değeri iki milyon pounda ulaşan 20.000 sandık afyona el konuldu. Afyon diğer maddelerle karıştırılıp kullanılamaz hale getirildikten sonra denize döküldü.[17] Çinliler Britanya tabiiyetinde olup da Çin topraklarında bulunanların Çin yasalarına uymaları gerektiğinde ısrar ettiler. Bu Jardine'in hiç hoşuna gitmedi. Çinlilerce "demir kafalı yaşlı sıçan" olarak bilinen Jardine kriz esnasında Avrupa'daydı ve Britanya hükümetine lobi yapmak için hızla Londra'ya gitti. Jardine üç toplantı sonunda Dışişleri Bakanı Viscount Palmerston'ı bir güç gösterisinin gerektiği ve Çinlilerin savaş gemilerinin güçsüz olması nedeniyle yeterli miktarda Britanya kuvveti seferber edilirse kolay bir zafer kazanacağı konusunda ikna etmişti. Palmerston 20 Şubat 1840'ta gerekli talimatı verdi. Haziran 1840'ta donanma hazırlıklarını tamamlamıştı. King Hanedanlığı tarihin en büyük narko-devletinin: Britanya İmparatorluğu'nun gücünü anlayacaktı.

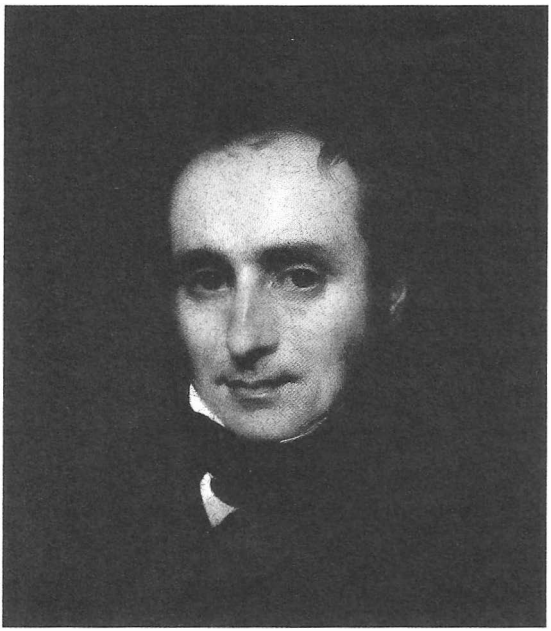
17 Robert Blake, Jardine Matheson: Traders of the Far East (Londra 1999). Ayrıca Alain Le Pichon, *China Trade and Empire: Jardine, Matheson & Co. and the Origins of British Rule in Hong Kong, 1827-1843* (Oxford / New York, 2006).



"Demir Kafalı Yaşlı Sıçan": Jardine, Matheson'un kurucularından William Jardine.

Tam da Jardine'in tahmin ettiği üzere, Çin yetkilileri Britanya donanmasının gücüyle baş edecek durumda değildi. Guangzhou ablukaya alındı, Chusan (Zhoushan) Adası zaptedildi. On ay boyunca denizde kaldıktan sonra donanma kuvvetleri İnci Nehri'nin ağzında bulunan ve Guangzhou ile Hong Kong arasındaki su yolunu koruyan kaleleri ele geçirdi. Ocak 1841'de imzalanan (ama sonra imparatorun reddettiği) Chuenpi Sözleşmesi gereği Hong Kong Britanya mülkiyetine girdi. Bir sene sonra, ikinci bir tek taraflı savaşı takiben imzalanan Nanking Antlaşması'yla Hong Kong'un kopuşu kesinleşti ve antlaşmada adı geçen beş limanda; Kanton, Amoy (Xiamen), Foochow (Fuzhou), Ningbo ve Shanghai'da afyon ticareti serbest bırakıldı. Dış ülkelerde dokunulmazlık ilkesi gereği bu şehirlerde faaliyet gösterecek Britanyalılar Çin kanunları karşısında dokunulmazlığa sahip olacaklardı.

Birinci Afyon Savaşı Çin için bir bozulma döneminin başlangıcı oldu. Uyuşturucu bağımlılığı patladı. Hıristiyan misyonerler geleneksel Konfüçyüs inanç sisteminin altını oydu. Ve İsa'nın küçük kardeşi olduğunu iddia eden bir imparatorun başında olduğu, itibarını yitirmiş hanedanlığa karşı başlayan köylü isyanı, Taiping Ayaklanması'nda 20 ile 40 milyon arası insan hayatını kaybetti. Ama Hong Kong'ta hızla arazi toplayan ve kısa süre sonra şirketlerinin merkez ofisini adanın East Point bölgesine taşıyan Jardine ve Matheson için Victoria dönemi küreselleşmesinin altın çağı başlamıştı. Bir şirket gözcüsünün Bombay, Kalküta ve Londra'dan gelen yelkenlileri haber vermek üzere sürekli nöbet tuttu-



Jardine'in afyon işindeki ortağı, James Matheson.

ğu Jardine'in Gözetleme Noktası adadaki en yüksek yerlerden biriydi. Hong Kong bir ticaret merkezi olarak geliştikçe, afyon şirketin tek işi olmaktan çıktı. 1900'lerin başında Jardine ve Matheson'un kendi bira fabrikaları, pamuk dokuma atölyeleri, sigorta şirketleri, vapur işletmeleri ve hatta 1907-1911 arasında inşa edilen Kawloon-Kanton hattı dahil olmak üzere demiryolları vardı.

Bu dönemde Londra'da bir yatırımcı için sayısız yurtdışı yatırım fırsatı vardı. Bunu en iyi anlatacak olan, Rothschild ortaklarının portföylerinde bulunan ve eşi benzeri görülmemiş bir çeşitliliğe sahip milyonlarca pound tutarındaki senetleri içeren N. M. Rothschild & Sons defterleridir. Tek bir sayfada Şili, Mısır, Almanya, Macaristan, İtalya, Japonya, Norveç, İspanya ve Türkiye tarafından çıkarılmış tahvillerle, aralarında dördü Arjantin'den, ikisi Kanada'dan ve biri Çin'den[18] olmak üzere on bir demiryolu firmasının çıkardığı menkul kıymetlerin yer aldığı yirmiden fazla kalem görülebilir. Uluslararası çeşitlendirme sadece finansla ilgilenen az sayıdaki seçkinin tekelinde de değildir. Britanyalı yatırımcılar Henry Lowenfeld'in, yatırımın barındırdığı spekülatif riski en aza indirmek için sermayenin coğrafi dağılımına dayanan sağlam bir averaj sistemi uygulanmasını tavsiye eden Yatırım: Bir Müsbet Bilim (*Investment: An Exact Science*) adlı kitabını alabilirlerdi.[19] Keynes'in Barışın İktisadi Sonuçları (*Economic Conse-*

18 Rothschild Arşivleri Londra, RFamFD/13A/I; 13B/I; 13C/I; 13D/I; 13D2; 13/E.
19 Henry Lowenfeld, Investment: *An Exact Science* (Londra, 1909), s. 61.

quences of the Peace) kitabının çok bilinen bir paragrafında değindiği gibi orta halli bir Londralının varlığını dünyanın herhangi bir yerindeki doğal kaynaklara ya da yeni kurulan şirketlere yatırıp, gelecekteki kazançlarında zahmetsiz bir şekilde pay sahibi olması işten bile değildi.[20]

O dönemde dünyada yaklaşık kırk hisse senedi borsası vardı, bunların yedisi Britanya finans basını tarafından düzenli olarak takip ediliyordu. Londra Borsası'nda elli yedi hükümet (bağımsız ya da sömürge) tarafından çıkarılmış tahviller işlem görüyordu. Paranın Londra'dan dünyanın geri kalanına dağılışını izlemek ilk finansal küreselleşme döneminin çapı konusunda fikir verecektir. Britanya'nın yaptığı yatırımların yüzde 45'i Birleşik Devletler, Kanada, Avustralya ve Yeni Zelanda'ya, yüzde 20'si Latin Amerika'ya, yüzde 16'sı Asya'ya, yüzde 13'ü Afrika'ya ve geri kalanı da Avrupa'ya gidiyordu.[21] 1865-1914 arasında halka arz yoluyla toplanan toplam Britanya sermayesi incelendiğinde sermayenin büyük kısmının denizaşırı ülkelere gittiğini, üçte birin altındaki bir tutarın Birleşik Krallık'taki yatırımlara yöneldiğini görürsünüz.[22] 1913 yılında dünyadaki menkul kıymetlerin toplamı 158 milyar dolar civarındaydı ve bunun 45 milyar doları (yüzde 28) uluslararası piyasalarda alınıp satılıyordu. Londra Borsası'nda 1913 yılında işlem gören menkul kıymetlerin neredeyse yarısı (yüzde 48) yabancı tahvillerdi.[23] Aynı yıl yurtdışı yatırımlar GSYİH'nın yüzde 150'sine ulaşmıştı ve cari denge fazlası –Britanya'daki tasarruf furyasına bir işaret olacak şekilde– GSYİH'nın yüzde dokuzuna çıkmıştı. Önemli bir husus 1914 öncesinde yoksul ülkelere giden sermayenin bugüne göre daha çok olmasıydı. 1913'te dünyadaki yabancı sermaye yatırımlarının yüzde 25'i Birleşik Devletler'deki kişi başına düşen GSYİH'nın yüzde yirmisi ve altında kişi başı gelire sahip ülkelere yapılırken, 1997'de bu oran sadece yüzde 5'ti.[24]

Britanyalı yatırımcılar sermaye kıtlığı olan bölgelerde daha fazla getiri elde etmek mümkün olduğu için yurtdışı yatırımları çekici bulmuş olabilir.[25] Ya da altın standardının yaygınlaşması ve yabancı hükümetlerin daha fazla mali sorum-

20 John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of Peace* (Londra, 1919), 1. bölüm.

21 Maddison, *World Economy*, tablo 2-26a.

22 Lance E. Davis ve R. A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire: The political Economy of British Imperialism, 1860-1912* (Cambridge, 1988), s. 46.

23 Ranald Michie, "Reversal or Change? The Global Securities Market in the 20th Century", *New Global Studies*.

24 Obstfeld ve Taylor, "Globalisation"; Niall Ferguson ve Moritz Schularick, "The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalisation, 1880-1913", *Journal of Economic History, 66, 2* (Haziran 2006). Ayrıca Michael A Clemens ve Jeffrey Williamson, "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913", *Economic Journal, 114, 2* (2004), s. 304-337.

25 Eksiksi bir çalışma olarak Michael Edelstein, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism: The United kingdom, 1850-1914*, (New York, 1982).

luluk almaya başlamasıyla yüreklenmiş olabilirler. Fakat Britanya'nın bir emperyalist güç olarak yükselişinin, 1914 öncesi görülen büyük miktardaki denizaşırı yatırımlar olmadan da gerçekleşebileceğini söylemek zor. Britanya'nın denizaşırı yatırımlarının yüzde kırkıyla ellisi arasında bir miktar Britanya kontrolündeki sömürgelere gidiyordu. Önemli bir kısım da Britanya'nın önemli bir derecede nüfuz sahibi olduğu Arjantin ve Brezilya gibi ülkelere akıyordu. Yatırımların büyük kısmı, sadece devlet tahvillerini değil aynı zamanda demiryollarının, liman tesislerinin ve madenlerin finansmanı için çıkarılan tahvilleri de kapsayacak şekilde Londra'nın siyasi etkisini artıracak işlere yapılıyordu. Sömürgelerdeki menkul kıymetlerin çekici bir yönü bazılarının sahip olduğu teminatlardı.[26] 1899 tarihli Sömürgeler Borçlar Kanunu (*The Colonial Loans Act*) ve 1900'de çıkarılan Sömürgeler Menkul Kıymetler Kanunu (*The Colonial Stock Act*) sömürgelerde çıkarılmış olan tahvilleri Britanya devlet tahvili, consul'la aynı güvenilirlikte kabul edip, tasarruf sahipleri adına hareket eden mütevellilerce yönetilen ve sadece belli yatırım araçlarına yatırım yapmalarına izin verilen Güvenilir Tasarruf Bankalarının (Trustee Savings Banks) yatırım yapabileceği kalemler arasına aldı.[27] Ama sömürge menkul kıymetlerinin esas cazibesi görünür değil örtülüydü.

Victoria döneminde Britanya sömürgelerine, yatırımcılara daha çekici görünmelerini sağlayacak bir dizi kurum ve uygulamayı dayattı. Bunlar Gladstone'ın sağlam para, dengeli bütçe ve serbest ticaret üçlemesine ek olarak hukukun üstünlüğü (özellikle Britanya usulü mülkiyet hakları) ve on dokuzuncu yüzyıl sonları liberal emperyalizminin umumi menfaat adına yaptığı en önemli işlerden biri olan, görece yozlaşmamış yönetim anlayışıydı. Borçlanmak isteyen sömürgelere uygulanabilecek yaptırımlar, bağımsız devletlere göre tabii ki daha çoktu. Bu nedenle de Keynes'in de daha sonra dikkat çektiği gibi, "bir milyona yakın siyah, birkaç bin de beyaz nüfusa sahip, Afrika'nın ortasındaki Güney Rodezya gibi yerler Britanya Savaş Kredisi'nden çok farklı koşullara sahip olmayan bir teminatsız borçlanma gerçekleştirebilirken, yatırımcılar (Britanya Devleti'nin garantisinde olmayan) Nijerya hisselerini Londra ya da Kuzeydoğu Demiryolları borçlanma senetlerine tercih edebiliyorlardı".[28] Britanya yönetiminin dayatılması (1882'de Mısır'da olduğu gibi) pratikte paranın ödenmemesi riskini ortadan kal-

26 Roderick Floud ve Donald McCloskey'in editörlüğünü yaptığı *The Economic History of Britain Since 1700, vol. II* (2. Baskı, Cambridge, 1994) içinde Michael Edelstein, "Imperialism: Cost and Benefit", s. 173-216.

27 Roderick Floud ve Donald Moggridge'in editörlüğünü yaptığı *The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XIX* (Londra, 1981) içinde John Maynard Keynes, "Foreign Investment and National Advantage", s. 275-284.

28 Aynı yazar, "Advice to Trustee Investors", a.g.e., s. 202-206.

dırıyordu, yatırımcıların aldığı tek risk Britanya yönetiminin ne kadar süreceğiydi. 1914 öncesinde, İrlanda ve Hindistan gibi sömürgelerde milliyetçi hareketler büyümekte olsa da siyasi bağımsızlık sömürge halkların çoğu için uzak bir hedefti. Beyazların çoğunlukta olduğu belli başlı sömürgelerde bile sınırlı bir siyasi otonomi söz konusuydu. Ve hiçbir sömürge bağımsızlık konusunda Hong Kong kadar kandırılmadı.

1865-1914 arasında Britanyalı yatırımcılar Çin menkul kıymetlerine 74 milyon pound yatırdılar. Bu tutar toplam 4 milyar pounda ulaşan yurtdışı yatırımlar içinde küçük bir oran teşkil etse de yoksul Çin için önemli bir meblağı ifade ediyordu.[29] 1854 sonrası dönemde Britanya'nın Hong Kong'u kraliyete katmakla kalmayıp, Çin'in İmparatorluk Liman Gümrük İdaresi sistemini kontrol altında tutarak, toplanan vergilerin bir kısmını Britanya'nın sahip olduğu Çin tahvillerinin faizlerinin ödenmesini temin etmek üzere kenara koyması yatırımcılara güven veriyordu. Anlaşmada yer alan liman şehirlerinde Union Jack'in (Birleşik Krallık bayrağı) dalgalandığı, taipan'ların (Çin'de iş yapan yabancı) cin toniklerini içtikleri Avrupalı mahallelerinde bile tehlikeler vardı. Britanyalıların Hong Kong'u ne kadar sıkı kontrol ederlerse etsinler, Çin'in ilk olarak 1894-1895'te Japonya'yla girdiği savaş sonra 1900'deki Boxer İsyanı ve nihayet King Hanedanlığı'nın sonunu getiren –ve Çinlilerin ekonomilerindeki yabancı hâkimiyetine duydukları nefretle ateşlenen– 1911 devrimi nedeniyle karışmasını engellemek için yapabilecekleri hiçbir şey yoktu. Tüm bu siyasi çalkantılar yatırımcıları en acıtan yerlerinden, cüzdanlarından vurdu. Daha sonraki krizlerde de –1941'deki Japon işgali ya da 1997'de Çin'e devredilmesi– olduğu gibi Hong Kong'taki yatırımcılar sahip oldukları Çin tahvillerinin ve hisselerinin değerlerinde ciddi düşüşlere şahit oldular.[30] Erken dönem küreselleşmesinin savaşlar ve devrimler karşısındaki savunmasızlığı sadece Çin'e özgü değildi, dünya finansal sisteminin tamamı için geçerliydi.

1914 öncesindeki otuz yıl yatırımcılar için kelimenin tam anlamıyla altın yıllardı. Yabancı piyasalarla iletişim çok gelişmişti: 1911'de bir telgrafın New York'tan Londra'ya ulaşması sadece otuz saniye alıyordu ve gönderi maliyeti 1866'ya göre yüzde 99,5 ucuzlamıştı. Avrupa'daki tüm merkez bankaları 1908'de altın standardına geçmişlerdi; yani eğer madeni para rezervlerinde bir azalma olursa fa-

29 Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865-1914* (Londra, 1999) kitabındaki veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

30 Shanghai Hisse Senetleri Borsası'na ilişkin 1870-1940 dönemine ait endeks bilgileri için http://icf.som.yale.edu/sse/.

izleri artırarak (ya da müdahale ederek) altın hedeflemesi yapmaları gerekiyordu. Bu da kurlarda büyük dalgalanmaların önüne geçerek yatırımcıların hayatını kolaylaştırıyordu.[31] 1870'ler ve 1880'lerdeki deflasyon 1890'larda yerini düşük bir enflasyona bırakıp reel borç yükünü hafifletince dünya çapında, devletlerin mali durumlarında da iyileşme kaydedildi. Yüksek büyüme vergi gelirlerini artırdı.[32] Bununla birlikte uzun vadeli faizler düşük kaldı. Britanya consol'unun getirisi 1897-1914 arası yüzde bir arttı ama bu tüm zamanların en düşük noktası olan yüzde 2,25'in üzerine gelen bir yükselişti. 1870'lerde ve 1890'larda yaşanan temerrütlere rağmen, bugün yükselen piyasalar primi dediğimiz oran iyice daraldı. Müsriflikleriyle bilinen Yunanistan ve Nikaragua dışında, 1913'te Londra'da işlem gören hiçbir –bağımsız ya da sömürge– yabancı devlet tahvilinin getirisi consol'un getirisinden yüzde iki fazla değildi, hatta birçoğunun getirisi daha bile düşüktü. Bu da –mesela 1880 yılında– yabancı tahvillerden oluşan bir portföy satın alan herkesin yüksek bir sermaye kazancı elde ettiği anlamına geliyordu.[33] Londra'da işlem gören yabancı borcun yarısını oluşturan diğer büyük güçlere ait tahvillerinin getirileri ve oynaklıkları da 1880'den sonra durmadan düştü. Demek ki siyasi risk primleri de düşüyordu. 1880 öncesinde Avusturya, Fransa, Almanya ve Rusya'nın çıkarmış olduğu tahviller siyasi gelişmelerle birlikte şiddetli biçimde dalgalanırdı; fakat 1914 öncesinde Fas ve Balkanlar gibi bölgelerle ilgili çeşitli diplomatik krizler Londra tahvil piyasası üzerinde önemli bir sarsıntı yaratmadı. 1895-1900 arasındaki Kaffir (altın madeni) balonunu takiben düz bir seyir izleyen Birleşik Krallık hisse senetleri piyasasında getirilerdeki oynaklık azalıyordu. Bu trendleri, kısmen altın üretimindeki artış, daha önemlisiyse ticari bankaların bilançolarını rezervleri oranında büyütmeleri ve tasarruf bankalarının orta ve alt gelir gruplarının mevduatlarını çekmedeki başarısıyla örneklenebilecek finansal buluşlar nedeniyle ortaya çıkan likiditedeki uzun vadeli artışla ilişkilendirmek mümkündür.[34]

Tüm bu olumlu ekonomik trendler iyimserliği artırdı. Çarlık Rusya'sındaki Ivan Bloch'tan Birleşik Devletler'deki Andrew Carnegie'ye tüm işadamları büyük bir savaşın kapitalist sistem için felaket olacağının farkındaydı. Bloch 1898'de yayımladığı altı ciltlik Geleceğin Savaşı *(The War of the Future)* adlı eserinde silah-

31 Michael Bordo ve Hugh Rockoff, "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'", *Journal of Economic History, 56, 2* (Haziran 1996), s. 389-428.

32 Marc Flandreau ve Frédéric Zumer, *The Making of Global Finance, 1880-1913* (Paris, 2004).

33 Ferguson ve Schularick, "Empire Effect", s. 282-312.

34 Konunun daha kapsamlı ele alındığı bir yazı olarak Niall Ferguson, "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War", *Economic History Review, 59, 1* (Şubat 2006), s. 70-112.

ların yıkıcılığını artıran teknolojik gelişmeler nedeniyle savaş yapmanın bir geleceğinin olmadığını savunuyordu. Savaşı büyük boyuta taşımak milletlerin sonunu getirecekti.[35] Carnegie'nin Uluslararası Barış Vakfı'nı kurduğu 1910'da, sol eğilimli Britanyalı gazeteci Norman Angell, büyük güçler arasında bir savaşın, borçlanmaya dayalı finansmanın doğurduğu karşılıklı bağımlılık nedeniyle ekonomik açıdan imkânsız olduğunu savladığı Büyük Yanılsama (*The Great Illusion*) kitabını yayımladı.[36] 1914 ilkbaharında, (Carnegie'nin vakfı tarafından) görevlendirilen uluslararası komite 1912-1913 Balkan Savaşları esnasında yaşanan zulümlerle ilgili raporunu yayımladı. Diğer üyelerle birlikte, halklar arasındaki sonuna kadar giden savaşla yüzleşmiş olan komisyon başkanı raporunu sunarken Balkanlar'daki küçük devletlerin aksine Avrupalı büyük güçlerin "savaştan en zararlı çıkacak olanın en zengin olanlar olduğunu keşfettiğini ve tüm ülkelerin her şeyden çok barış istediğini" belirtti. Komisyonun Britanlı üyelerinden, Bağımsız İşçi Partisi'nin sadık bir destekçisi ve silah sanayii karşıtı olan (*The War of Steel and Gold*'un yazarı) Henry Noel Brailsford görüşlerini şöyle ifade ediyordu.

> Avrupa'da fetihler çağı sona erdi. Balkanlar, Avusturya ve Rusya imparatorluklarının sınır boyları hariç milli sınırların nihai olarak çizildiği siyasi bir kesinliktir. Benim görüşüme göre büyük altı güç arasında başka savaş olmayacaktır.[37]

20 Haziran 1914'te Avusturya tahtının varisi Arşedük Franz Ferdinand'ın Gavrilo Princip tarafından Bosna'nın başkenti Saraybosna'da öldürülmesine finansal piyasalar ilk başta tepki vermedi. Ekonomi basını 22 Temmuz'a kadar Balkan krizinin daha büyük ve ekonomiye tehdit oluşturacak büyüklüğe evrilebileceğine dair bir endişe taşımıyordu. Fakat yatırımcılar tüm Avrupa'yı kapsayan bir savaşın çıkma ihtimalini sezdiklerinde, dünya ekonomisindeki likidite, tıpası çekilmiş bir küvetin boşalması misali çekildi. Krizin ilk belirtisi Avusturya'nın Sırbistan'a (diğer hususların yanı sıra Avusturyalı görevlilerin suikasttaki sorumluluğuna ilişkin kanıt bulmak üzere Sırbistan'a girmelerine izin verilmesi için) verdiği ültimatom arifesinde navlun sigortası primlerindeki sıçramaydı. Tahvil ve hisse senetlerinin fiyatları sağduyulu yatırımcıların nakde dönerek pozisyonlarının likiditesini artırmak istemesiyle düştü. Avrupalı yatırımcılar önce Rus sonra da Amerikan hisselerini sattılar. Sınır ötesi yatırım yapanların paralarını ülkeleri-

35 Jean de [Ivan] Bloch, *Is War Now Impossible?*, çev. R. C. long (Londra, 1899), s. xvii.

36 Norman Angell, *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage* (Londra, 1910), s. 31.

37 James J. Sheehan, *Where Have All the Soldiers Gone?* (New York: Houghton Mifflin Co., 2007), s. 56'da yapılan alıntı.

ne getirmek istemeleriyle döviz kurları çıldırdı: Sterlinle frank fırlarken, rubleyle dolar çakıldı.[38] 30 Temmuz itibariyle panik tüm finansal piyasaları sarmıştı.[39] Londra'da sıkıntıyı ilk hissedenler borsada krediyle hisse alımı yapan aracı kurumlardı. Satış emirleri yağdıkça ellerindeki hisselerin değeri borçlarının altına düştü ve birçoğu (özellikle Derenberg & Co) iflas etti. Diğer zorlananlar, çoğu Avrupa'daki muhataplarından yüklü miktarda alacakları olan fakat ödeme alamayan Londra'daki kambiyo senedi acenteleriydi. Onların yaşadığı zorluk kabul kurumlarını (*acceptance house*, seçkin tüccar bankaları) etkileyecekti çünkü eğer bir yabancı borcunu ödemezse, senedi kabul edenler onlar olduğu için sorumluluk onlara da yansıyacaktı. Eğer kabul kurumları batarsa, bono acenteleri, hatta her gün iskonto piyasasına milyonlarca kredi veren büyük ticari bankalar da onlarla birlikte batacaktı. Ticari bankaların kredileri geri çağırmaları, bugünkü ismiyle kredi daralmasını derinleştirdi.[40] Herkes varlıklarını satıp, likiditesini artırmak istediği için hisse senedi fiyatları düştü ve acentelerle hisselerini teminat gösterip kredi alanları riske soktu. Yerli müşteriler bir bankacılık krizinden korkmaya başladı. Banknotlarını altınla değiştirmek isteyenler Bank of England'da sıraya girdi.[41] Londra'nın dünyanın finans merkezi olma rolünü bir süreliğine askıya alması, krizin Avrupa'dan dünyanın geri kalan kısmına yayılmasına yardımcı oldu.

1914 krizinin belki de en göze çarpan yönü dünyanın belli başlı borsalarının beş aya kadar uzanan süreler için kapanmasıydı. Viyana piyasası (27 Temmuz) ilk kapanandı. 30 Temmuz'da tüm Avrupa borsaları kapılarını kapamıştı. Ertesi gün Londra ve New York onları takip etti. 18 Kasım'da takas işlemleri için bir günlüğüne açılan Londra Borsası 4 Ocak 1915'e kadar kapalı kaldı. Kurulduğu 1773'ten beri böyle bir şey olmamıştı.[42] New York Borsası (sadece nakit parayla tahvil alımı gibi) sınırlı işlemler için 28 Kasım'da yeniden açıldı fakat her türlü işlemin yapılabilir olması 1 Nisan 1915'e kadar mümkün olmadı.[43] Krizde kapanan sadece hisse senedi borsaları değildi. Birleşik Devletler'deki emtia borsalarının çoğu ve Avrupa'daki kambiyo borsaları da işlemlerini durdurdu. London

38 O. M. W. Sprague, "The Crisis of 1914 in the United States", *American Economic Review, 5, 3* (1915), s. 505.

39 Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* (Londra / New York, 1988), s. 1-34.

40 John Maynard Keynes, "War and the Financial System", *Economic Journal, 24, 95* (1914), s. 460 – 486.

41 E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-1925* (Londra, 1952), s. 3-11.

42 a.g.e., s. 27. Ayrıca Forrest Capie ve Geoffrey E. Wood'un editörlüğünü yaptığı *Financial Crisis and the World Banking System* (Londra, 1986) içinde Teresa Seabourne, "The Summer of 1914", s. 78, 88.

43 Sprague, "Crisis of 1914", s. 532.

Royal Exchange 17 Eylül'e kadar kapalı kaldı.[44] Büyük ihtimalle piyasalar kapalı kalmasaydı, fiyat düşüşleri daha kötü olmasa da 1929'daki kadar şiddetli olacaktı. Bugüne kadar ki hiçbir devlet destekli terör eylemi Gavrilo Princip'inki kadar büyük finansal sonuçlar doğurmamıştır.

Altın standardının her yerde uygulanıyor olması bir zamanlar yatırımcılar için güven veren bir unsur olarak görülürdü. Fakat 1914 krizinde altın standardı likidite krizini daha da alevlendirdi. Bazı merkez bankaları (özellikle de Bank of England) yabancıların paralarını yurt dışına çıkarmalarını ve dolayısıyla altın rezervlerini azaltmalarını önlemeye yönelik nafile bir çaba olarak krizin ilk safhalarında iskonto oranlarını yükselttiler. Savaş öncesi dönemde, var olan altın rezervlerinin acil bir durumda yeterli olup olmayacağı ateşli bir şekilde tartışılmıştı; finans dünyasının gelecekte sıkıntılı günler yaşanabileceğini düşünmüş olduğuna tek işaret bu tartışmalardır denebilir.[45] Aslında altın standardı bugün Asya ve Ortadoğu'da uygulanan dolar kuru sabitlemelerinden daha bağlayıcı değildi; savaşın getirdiği ortamda birçok ülke, ilk olarak da Rusya kendi para birimlerinin altına dönüşümünü durdurdular. Britanya ve Birleşik Devletler'de resmi çevrilebilirlik korundu, fakat gerekli görülseydi durdurulabilirdi. (Bank of England'a, çıkardığı banknot miktarı ve rezervleri arasında sabit bir oran olması zorunluluğu getiren 1844 tarihli Bankacılık Yasası karşısında muafiyet verilmişti, ama bu daha düşük miktarda rezerv tutularak idare edilebilecek sikke ödemelerinin durdurulması anlamına gelmiyordu.) İki ülkede de kriz acil durum paralarının basılmasına yol açtı: Britanya'da 1 poundluk ve 10 şilinlik hazine bonoları, Birleşik Devletler'de bankaların 1908 tarihli Aldrich-Vreeland yasasınca basabilecekleri acil durum paraları.[46] Yetkililer likidite krizine o gün de, bugün olduğu gibi para basarak tepki verdiler.

Gerekli görülen önlemler bunlarla sınırlı değildi. Londra'da 3 Ağustos Pazartesi'ye denk gelen banka tatili 6 Ağustos Perşembe'ye kadar uzatıldı. Kambiyo senetlerine bağlı ödemeler kraliyet duyurusuyla bir ay ertelendi. Maaş, vergi, emekli aylığı ve benzerleri hariç vadesi gelen ödemelere yönelik bir aylık moratoryum ilan edilmesi hükme bağlandı. (Bu moratoryumlar daha sonra sırasıyla 19 Ekim'e ve 4 Kasım'a uzatıldı.) 13 Ağustos'ta Hazine Bakanı, Bank of England'ın 4 Ağustos'tan (savaş ilan edildiği tarih) önce onaylanmış senetlerin hepsini, sahibine rücu etmeden iskonto etmesini isteyip, bu işlem nedeniy-

44 Morgan, *Studies*, s. 19.
45 Seabourne, "Sunımer of 1914", s. 80.
46 William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2007).

le banka namına doğacak her türlü zararı hazinenin tazmin edeceği garantisini verdi. Bu şekilde hükümet iskonto acentelerini kurtardı; senetler iskonto edilmek üzere Banka'ya akınca parasal tabanda büyük çaplı bir genişleme oldu. Destek 5 Eylül'de kabul kurumlarını da kapsayacak şekilde genişletildi.[47] Düzenlemeler ülkeden ülkeye değişiklik gösterse de daha önce görülmemiş ölçekteki acil önlemler genelde birbirine benziyordu: Piyasaların geçici bir süre için kapatılması; borç ertelemesi; hükümetlerce acil durum parası basılması; en hassas kurumların kurtarılması. Yetkililer bu hususların tümünde tek başına bir finansal krizin yaşandığı durumlarda gitmedikleri kadar ileri gitmeye hazırlardı. Daha önceki dünya savaşlarında (bir yüzyılı aşkın bir süre önce ihtilalci Fransa'ya, sonra Napoléon Fransa'sına karşı) olduğu gibi 1914 savaşı da özel bir acil durum olarak kabul ediliyordu ve barış zamanında hayal bile edilemeyecek, (Muhafazakâr bir asilzadenin ifadesiyle) "Bankacıları her türlü sorumluluktan ... muaf kılmak"[48] gibi uygulamaları haklı kılıyordu.

Hisse senedi borsasının kapatılması ve yetkililerin likidite sağlamak için müdahalede bulunması, sonuçları felaket olacak bir şekilde varlıkların yok pahasına satılmasının önüne geçti. Londra borsası işlemlerin durdurulduğu yıl zaten yüzde 7 düşmüştü ve bu henüz savaş fiilen başlamadan olmuştu. Borsanın kapalı olduğu dönemde sokakta gerçekleşen işlemlerden elde edilen parça parça veriler yatırımcıların, yetkililerin çabalarına rağmen nasıl bir zarar beklemeleri gerektiğine dair fikir veriyordu. 1914 sonuna gelindiğinde Rus tahvilleri yüzde 8,8, Britanya consol'u yüzde 9,3, Fransız rentes'ı yüzde 13,2 ve Avusturya tahvilleri yüzde 23 değer kaybetmişti.[49] Barings'ten Patrick Shaw-Stewart'ın dediği gibi yaşanan durum "Finans var olduğundan bu yana Londra'nın karşılaştığı en kötü şeydi".[50] Fakat bu henüz başlangıçtı. Savaşın kısa süreceğine dair (askeri çevrelerden ziyade finans çevrelerinde bulunan) yanılsamanın aksine daha dört yıl kan dökülecek ve ondan uzun bir süre mali kayıplar sürecekti. Consol ya da Birleşik Krallık Savaş Borcu gibi güvenli kabul edilen menkul kıymetlere yatırım yapacak kadar akılsız ya da vatanperver olanlar 1920'ye geldiklerinde enflasyon düzeltmesi sonrası yüzde 46'ya varan kayıplarla karşılaşacaklardı. Hisse senetlerinin getirisi bile negatifti (eksi yüzde 27).[51] Fransa'daki enflasyon ve

47 Morgan, *Studies*, s. 12-23.

48 David Kynaston, *The City of London, vol. III: Illusions of Gold, 1914-1945* (Londra, 1999), s. 5.

49 1914 Ağustos ve Aralık ayları arasında *The Times*'da yer alan fiyatlar kullanılarak hesaplanmıştır.

50 Kynaston, *City of London*, s. 5.

51 Detaylar için Niall Ferguson, "Earning from History: Financial Markets and the Approach of World Wars", *Brookings Papers in Economic Activity*.

Almanya'daki hiperenflasyon ellerinde yüklü miktarda frank ya da mark bulundurma düşüncesizliği gösterenleri çok daha acı cezalandırdı. 1923'e kadar herhangi bir Alman menkul kıymetine yatırım yapmış olanlar her şeyi kaybettilerse de daha sonra oluşturulan yeniden değerleme mevzuatı sayesinde anaparalarının bir kısmını alabildiler. Avusturya, Macar, Osmanlı ya da Rus tahviline sahip olanlar da –bu tahviller altın cinsinden olsalar da– Habsburg, Osmanlı ve Romanov imparatorlukları savaşın baskısıyla dağıldıkları için ciddi zarara uğradılar. Bolşevik rejimin Şubat 1918'de ödemesini yapmadığı Rus tahvillerindeki kayıplar en ani ve ağır olandı. Bu olay olduğunda 1906'da çıkarılmış yüzde 5'lik Rus tahvili nominal değerinin yüzde 45'inde işlem görüyordu. Yabancı alacaklılarla bir anlaşmaya varma ümidi, tahvillerin nominal değerin yüzde 20'sinde işlem gördüğü 1920 sonuna kadar devam etti. 1930'lara gelindiğinde tahviller tamamıyla değersizdi.[52]

Almanya'nın savaş tazminatları gibi pek de umut vaat etmeyen amaçlar için sürekli kredi temin eden bankacıların çabalarına rağmen iki savaş arasındaki dönemde sermayenin eskiden olduğu gibi serbestçe dolaşabildiği bir sistem kurmak mümkün olmadı. Döviz krizleri, temerrütler, savaş tazminatlarıyla ilgili anlaşmazlıklar, savaş borçları ve sonrasında Büyük Buhran, uluslararası ticarettense ulusal zenginliklerini korumak isteyen, giderek artan sayıda ülkenin döviz ve sermaye hareketlerini kontrol altına almalarına, korumacı gümrük vergilerini ve başka ticari sınırlamaları devreye sokmalarına yol açtı. Mesela 10 Ekim 1921'de Çin hükümeti iflas ilanında bulundu ve Çin'in dış borcunun neredeyse tümünün ödenemeyeceğini açıkladı. Bu Shanghai'den Santiago'ya, Moskova'dan Mexico City'ye tüm dünyada tekrarlanan bir hikâyeydi. 1930'ların sonuna doğru siyasi özgürlüklerini koruyanlar dahil birçok ülke ticaret, göçmenlik ve yatırımlar konusunda kısıtlamalar uyguluyordu. Bazıları neredeyse tamamıyla, küreselleşmeyi reddeden toplumun ideali olan "ekonomik açıdan kendine yeterlilik" (otarşik) durumuna geldi. Bilinçli ya da bilinçsiz olarak tüm hükümetler, ilk olarak 1914-1918 arası uygulamaya konulan ekonomik kısıtlamaları barış zamanında da uygulamaya devam ettiler.

*

Birinci Dünya Savaşı'nın sebebi savaş patlar patlamaz açığa çıktı. Bolşevik lider Lenin, o dönemde savaşın emperyalist rekabetin kaçınılmaz bir sonucu olduğu-

52 Lyndon Moore ve Jakub Kaluzny, "Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One", *Explorations in Economic History, 42* (2005), s. 237-258.

nu gördü. Amerikalı liberaller o dönemdeki gizli diplomasinin ve Avrupa'daki ittifaklar arası çekişmenin çatışmaların esas nedeni olduğunu fark etti. Britanyalılar ve Fransızlar doğal olarak Almanları suçladı; Almanlar da Britanyalı ve Fransızları. Tarihçiler doksan yıldan uzun bir süredir bu savları inceleyip, tekrar tekrar kurguluyorlar. Bazıları savaşın nedenini 1890'ların donanma rekabetine bağladı; diğerleri 1907 sonrası Balkanlar'daki gelişmelere. Bugün baktığımızda bu kadar çeşitli nedene bağlayabildiğimiz bu Kanlı Savaş'ı, o dönemdekiler nasıl oldu da başlayana kadar öngöremediler? Muhtemel yanıtlardan biri likidite bolluğu ve zamanın bir şekilde akıp gitmesinden dolayı gözlerinin bulanmış olmasıydı. Dünya, küresel bütünleşme ve finansal buluşlar sayesinde yatırımcılara hayli güvenli görünüyordu. Dahası Avrupa'daki –Fransa ve Almanya arasında yaşanan– son savaşın üzerinden kırk dört yıl geçmişti, zaten o savaş epey kısa sürmüştü. Jeopolitik olarak da dünya gayet güvenliydi. *Daily Mail* okuyan herkes Avrupa'daki silahlanma yarışının ve emperyalist rekabetin büyük bir savaşa yol açacağını görebilirdi; hatta farazi Anglo-Alman savaşları üzerine kurulmuş bir popüler edebiyat ortaya çıkmıştı. Fakat finansal piyasalardaki ışığın rengi yıkımın arifesine dek, kırmızı değil, yeşildi.

Yaşananlardan günümüz için bir ders çıkarmak mümkün olabilir. İlk finansal küreselleşme çağının başarılı olması için bir nesil gerekmişti. Ama yıkılması için bir iki gün yeterli oldu. Ağustos 1914'te patlayan silahların yol açtığı hasarı tamir etmek için en az iki nesil geçmesi gerekecekti.

Ekonomik Tetikçiler

1930'lardan 1960'lara kadar uluslararası finans ve küreselleşme düşüncesi uykudaydı – bazıları bu düşüncenin öldüğünü bile düşündüler.[53] Amerikalı iktisatçı Arthur Bloomfield 1946'da şöyle yazıyordu:

> Birçok ülkede sadece önümüzdeki kısa dönem için değil, uzun vadede de sermaye hareketlerine, özellikle de sıcak paraya yönelik doğrudan kontrol tedbirlerine ihtiyaç duyulacağı akademik çevrelerde ve bankacılık camiasında saygı duyulan bir öğreti haline geldi. Bu öğretisel yön değiştirme, bahsettiğimiz hareketlerin iki savaş arasındaki dönemde sergilediği tahrip edici tutumlarla ortaya çıkan farkında-

53 Michael D. Bordo, Claudia Goldin ve Eugene N. White'ın editörlüğünü yaptığı *The Defining Moment: The Greata Depression and the American Economy in the Twentieth Century* (Chicago, 1998) içinde Maurice Obstfeld ve Alan M. Taylor, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run", s. 353-402.

lığın sonucudur.[54]

Geleceğin muzaffer Müttefikleri 1944 Temmuz'unda New Hampshire'daki White Mountains'ın eteklerinde yer alan Bretton Woods'ta, savaş sonrası dönemin finansal mimarisini oluşturmak için bir araya geldi. Bu yeni düzende ticaret kademeli olarak serbestleştirilecek ama sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar devam edecekti. Döviz kurları altın standardında olduğu gibi sabit olacak fakat artık çapa olarak altın değil, uluslararası rezerv para birimi olan dolar kullanılacaktı. (Dolar, Birleşik Devletler'de Fort Knox'da muhafaza edilen altınlarla değiştirilebilirliğini kuramsal olarak muhafaza edecekti.) Bretton Woods sisteminin baş mimarlarından olan Keynes'e göre "sermaye hareketlerinin kontrolü savaş sonrası sistemin kalıcı unsurlarından biri olacaktı".[55] Devletler paralarının çevriminde zorluk yaşayacaklarını öngörürlerse, yurtdışına çıkacak turistlerin yanlarına alacakları paraya bile sınırlama getirebilirlerdi. Sermayenin sınır ötesi hareket etmesi gerektiğinde, harap haldeki Batı Avrupa'nın 1948-1952 arasında ayağa kalkmasına yardımcı olan Marshall Yardımı* gibi devletten devlete aktarılacaktı.[56] "Özgür dünya"nın başkenti Washington D.C.'de yeni düzeni korumakla görevli iki kardeş kurum kurulacaktı: Uluslararası Para Fonu (*International Monetary Fund, IMF*) ve Uluslarası Kalkınma Birliği (*International Development Association, IDA*) ile birleştikten sonra Dünya Bankası (*World Bank*) adıyla bilinen Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (*International Bank for Reconstruction and Development, IBRD*). Dünya Bankası Başkanı Robert Zoellick'in ifadesiyle "IMF döviz kurlarını kontrol edecekti. Dünya Bankası da savaşta yıkıma uğramış ülkelerin yeniden inşasına destek olacaktı. Ticaret serbestleşecek ama sermayenin serbest dolaşımı engellenecekti." Devletler takip eden yirmi beş yıl boyunca üç politikadan ikisini seçme durumunda olacaklardı:

1. Sınır ötesi sermaye hareketlerinin tamamen serbest olması
2. Kurun sabitlenmesi
3. Ulusal hedefler doğrultusunda bağımsız bir parasal politika izlenmesi[57]

54 Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge, MA / Londra, 2007), s. 45.

55 a.g.e., s. 46.

56 Greg Behrman, *The Most Noble Adventure: The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe* (New York, 2007)

57 Obstfeld ve Taylor, "Globalisation and Capital Markets", s. 129.

* Marshall Planı kapsamında dağıtılan tutarın Birleşik Devletler'in GSYİH'na oranı General George Marshall'ın ufuk açıcı konuşmasını yaptığı yıl için kabaca yüzde 5,4, Yurtdışı Yardımlar Yasası'nın geçtiği Nisan 1948'de başlayıp son ödemenin yapıldığı Haziran 1952'ye kadar programın tüm süresi hesaba katılırsa yüzde 1,1'di. Eğer 2003'le 2007 arasında bir Marshall Planı olsaydı, maliyeti 550 milyar dolar olurdu. Kıyaslamak gerekirse 2001-2006 arasından Bush yöneti-

Batılı ülkeler Bretton Woods doğrultusuna iki ve üç numaralı politikaları seçtiler. Eğilim sermaye hareketleri üzerindeki kontrolün zaman geçtikçe gevşetilmesinden değil sıkılaştırılmasından yanaydı. Birleşik Devletler'de 1963'te çıkarılan ve Amerikalıları yurtdışında yatırım yapmaktan caydırmak amacıyla tasarlanmış Faiz Eşitleme Yasası (*Interest Equalization Act*) buna iyi bir örnekti.

Fakat Bretton Woods sisteminin sürdürülemez bir yönü vardı. Üçüncü Dünya olarak adlandırılan ülkelerde Marshall Planı'nın yerini almak üzere devletten devlete yapılan yardımlar büyük hayal kırıklığı yaratmıştı. Zaman içinde, özellikle Afrika'ya yapılanlarda yardımlar bazen alıcı tarafın lehine olmayacak şekilde siyasi ve askeri koşullara bağlanmaya başlanmıştı. Durum bu olmasa bile Amerikalı iktisatçı Walt Rostow'un* tasarladığı tarzdaki sermaye aktarımları birçok Afrika, Asya ve Latin Amerika ülkesinin dertlerine çözüm olmayacaktı. Yardımın büyük kısmı yoksul ülkelere dağıtılıyordu ama dağıtılan miktarın çoğu ya çalınıyor ya da boşa harcanıyordu.[58] Bretton Woods Batı Avrupa'nın toparlanmasını hızlandırarak zenginliğin artması noktasında başarılı olmuştu ama aşırı "ev tercihi"nin riskli olacağını düşünen yatırımcıları rahatsız etmişti. Ve ülkeler para politikasına tam istihdam hedefinden daha az öncelik verdiklerinden 2 ve 3 numaralı politika tercihleri arasında bile çelişkiler yaşanıyordu. 1960'larda Birleşik Devletler'in kamu sektörü açığı bugünün standartlarıyla önemsizdi ama Fransa'nın, ortaçağdaki monarşilerin sahip oldukları para basma tekelini paranın değerini düşürerek kötüye kullanmaları gibi Amerika'nın da dolar basmak suretiyle yabancı alacaklılarından senyoraj topladığını iddia ederek Washington'u suçlamasına yetecek büyüklükteydi. Nixon yönetiminin 1971 yılında (doların altına çevrilebilirliğini ortadan kaldırıp) altın standardıyla son bağını da koparması Bretton Woods için son darbeydi.[59] 1973'te Arap-İsrail savaşının ve Arapların uyguladığı petrol ambargosunun yarattığı fiyat şoklarıyla mücadele edebilmek için birçok merkez bankası borçlanmayı kolaylaştırma yoluna gitti ve General de Gaulle'ün danışmanı Jacques Rueff'in korktuğu enflasyon krizi başlamış oldu.[60]

minin, ortalama olarak GSYİH'nın yüzde 0,2'sine denk gelecek şekilde yaptığı ekonomik yardımların toplamı 150 milyar dolardan azdı.

58 William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (Cambridge, M.A., 2002).

59 Michael Bordo ve Barry Eichengreen'in editörlüğünü yaptığı *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (Chicago / Londra, 1993) içinde Michael Bordo, "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview", s. 3-98.

60 Christopher S. Chivvis, "Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods", *Journal of Contemporary History, 41, 4* (2006), s. 701-720.

* İktisadi Gelişmenin Merhaleleri: Komünist Olmayan Bir Manifesto (*The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*) kitabının yazarı Rostow 1960'ların Demokrat Partili

Tekrar dalgalanmaya başlayan döviz kurları ve Eurobond piyasası gibi gelişmekte olan offshore piyasalarıyla 1970'ler devletler dışındaki sermaye hareketlerinin canlanmasına tanıklık etti. Batılı bankalar petrol ihraç eden ülkelerin hızla büyüyen ticaret fazlalarını döndürme konusunda heyecanlıydılar. Bankacıların Ortadoğu'nun petrodolarlarını kredi olarak dağıtmak için seçtikleri yer eski gözdelerdendi. 1975'le 1982 arasında Latin Amerika'nın dış borcu 75 milyar dolardan 315 milyar dolara çıkarak dörde katlandı. (Doğu Avrupa ülkeleri de, komünist blokun yaklaşan çöküşünü haber verircesine, sermaye piyasalarına girmişlerdi.) Sonra, Ağustos 1982'de Meksika artık dış borcunu ödeyemeyeceğini ilan etti. Bütün kıta iflasın eşiğine gidip geldi. Yatırımcıların yabancı bir ülke hatalı davrandığında kendi devletlerinden savaş gemisi göndermesini beklediği günler artık geride kalmıştı. Bundan sonra finansal polislik görevini Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası yürütecekti. Bu kurumların yeni parolaları "koşuluyla"ydı: Reform yoksa para da yoktu. Tercih ettikleri yöntem yapısal uyum programlarının uygulanmasını istemekti. Borçlu ülkelerden yerine getirmeleri istenen ve yüz yıl önce olsa Britanyalı emperyalistlerin yüreğine su serpecek olan on ekonomik talepten oluşan liste Washington Mutakabatı olarak anılır olmuştu.* İlk yapılması istenen, açıkları ortadan kaldırmak ya da azaltmak için mali disiplinin sağlanmasıydı. Vergi oranları düşürülmeli ve vergi tabanı genişletilmeliydi. Faizler ve kurlar piyasa tarafından belirlenmeli, ticaret ve sermaye hareketleri serbestleştirilmeliydi. Bretton Woods'un yasakladığı sıcak para tekrar ısınıvermişti.

Bazı muhaliflere göre Dünya Bankası ve IMF'nin eski Amerikan emperyalizminin araçlarından bir farkları yoktu. IMF ve Dünya Bankası'nın vereceği kredilerin Amerikan şirketlerinden, Amerikan malları –çoğu zaman da acımasız diktatörlerin ya da yolsuzluğa batmış oligarşilerin iktidarını temin eden silah– alınmasında kullanılacağı iddia ediliyordu. Yapısal uyumun maliyetine katlanacak olanlarsa o ülkelerde yaşayan halklardı. Üçüncü Dünya'da bu düsturun dışına çıkan liderlerin başı kısa sürede derde giriyordu. Bunlar 1990'lı yıllarda, uluslararası toplantılara yönelik düzenlenen protestolardaki popüler savlar ha-

(ABD) yönetimlerine ekonomik ve sosyal konularda danışmanlık yapmıştır. Lyndon Johnson'ın Ulusal Güvenlik konusunda danışmanlığını yapan Rostow ABD'nin Vietnam Savaşı'na girmesi konusunda etkili olmuştur.

* John Williamson'un 1989'daki orjinal formülasyonuyla on madde kısaca şöyleydi: 1. Mali disiplini sağla; 2. Vergi reformu yap; 3. Faiz oranlarını serbest bırak; 4. Sağlık ve eğitim alanındaki harcamaları arttır; 5. Mülkiyet haklarını güvence altına al; 6. Devletin hâkimiyetindeki sektörlerde özelleştirmeye git; 7. Piyasaların üzerindeki denetimi azalt/kaldır; 8. Rekabetçi bir kur politikasına geç; 9. Ticaretin önündeki engelleri kaldır; 10. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının önündeki engelleri kaldır.

line geldi. Bu savlar, iyi beslenmiş Batılı gençler tarafından pankartlara yazılıp, marşlar halinde söylendiğinde kolayca göz ardı edilebilir. Ama benzer görüşler, Bretton Woods kurumlarında daha önceden çalışmış olanlarca dillendirildiğinde daha fazla dikkat çekiyor.

John Perkins, Boston merkezli Chas. T. Main. Inc.'da baş ekonomist olduğu dönemde işinin IMF ve Dünya Bankası tarafından Ekvador ve Panama gibi ülkelere verilen kredilerin Amerikan şirketlerince sağlanan mallara harcanmasını sağlamak olduğunu söylüyor. Perkins'in ifadesiyle, "Benim gibi ekonomik tetikçiler... Amerikan imparatorluğunu kurmak için... mümkün olan en fazla kaynağın bu ülkeye, şirketlerimiz ve yönetimlerimize akmasını sağlayacak durumları yaratmak için eğitilmişlerdi.":

> Tarihteki diğer imparatorluklardan farklı olarak bu imparatorluk ekonomik güdümlemeyle, dolandırıcılıkla, yolsuzlukla, insanları hayat tarzımızla baştan çıkarmak suretiyle, ekonomik tetikçilerle kuruldu... Esas işim... diğer ülkelere kredi, büyük ihtimalle geri ödeyemeyecekleri kadar büyük miktarda kredi vermekti... Biz bu krediyi veririz, paranın büyük kısmı Birleşik Devletler'e geri döner, ülke borç ve yüklü bir faizle baş başa kalır, ve aslında bizim hizmetçimiz, kölemiz haline gelir. Bu bir imparatorluktur. Başka bir şey değil. Büyük bir imparatorluk.[61]

Perkins Bir Ekonomik Tetikçinin İtirafları *(The Confessions of an Economic Hitmen)* adlı kitabında, Latin Amerikalı iki liderin, Ekvador'da Jaime Roldós Aguilera ve Panama'da Omar Torrijos'un 1981'de suikast sonucu öldürülmelerinin, küresel bir imparatorluk kurmak isteyen ve şirket, hükümet ve banka yöneticilerinden oluşan birliğe karşı çıkmaları olduğunu söylüyor.[62] Kuşkusuz bu hikâyenin biraz tuhaf görünen yönleri var. Bir kere Birleşik Devletler Ekvador ve Panama'ya çok fazla borç vermiş değildi. 1970'lerde iki ülkeye verdiği tutar sırayla 96 milyon ve 197 milyon dolardı ve bu tutarların toplamı ABD'nin toplam hibe ve kredilerinin sadece yüzde 0,4'üne denk geliyordu. Ekvador ve Panama ABD açısından büyük müşteriler de değildi. 1990 yılında iki ülkeye yapılan ihracatın ABD'nin toplam ihracatına oranı sırayla yüzde 0,17 ve yüzde 0,22'ydi. Bu rakamlar öldürmeye değecekmiş gibi görünmüyor. Bob Zoellick'e göre "IMF ve Dünya Bankası, Amerikan iş dünyasına büyük fırsatlar sunan ülkelere değil, krizdeki ülkelere borç veriyor."

61 Amy Goodman ile röportaj: http://www.democracynow.org/article.pl?sid=04/11/09/1526251.

62 John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man* (New York, 2004), s. xi. Kitap Türkiye'de *Bir Ekonomik Tetikçinin İtirafları* adıyla April Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç. n.)

Ekvador'dan Jaime Roldós Aguilera.

Panama'dan Omar Torrijos: Ekonomik tetikçilerin kurbanları.

Bununla beraber neo-emperyalizm suçlamaları ortadan kalkmıyor. 1997-2000 arasında Dünya Bankası'nın baş ekonomisti olan Nobel ödüllü Joseph Stiglitz'e göre IMF 1980'lerde "piyasanın üstünlüğünü ideolojik olarak desteklemekle kalmadı, üstlendiği rolü emperyalist bir açıdan oynadı." Yine Stiglitz'e göre "IMF'nin uygulamaya zorladığı birçok politika, özellikle de sermaye piyasasının zamanından önce serbestleştirilmesi küresel istikrarsızlığa katkı sağladı... Sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi sonrası sıkça görülen şekilde, sıcak paranın ülkeye giriş çıkışı düzensizliğe yol açtığı için... (insanların çalışabileceği) iş imkânları sistematik olarak yok edildi... Az da olsa büyüme gösteren ülkelerde de kazançlı çıkanlar zenginler, özellikle de çok zenginler oldu."[63] Stiglitz IMF'yi (ve Wall Street'i) hedef alırken 1980'lerde sermayenin serbest dolaşımını savunanların sadece bu kurumlar olmadığını atlıyor. Aslında liberalizasyon yolunu en başta Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (*Organization for Economic Cooperation and Development, OECD*) açmış, (Fransız sosyalistler Jacques Delors ve Michel Camdessus'un görüşlerini değiştirmeleriyle birlikte) Avrupa Komisyonu ve Avrupa Konseyi bu yolu takip etmişti. Esasen Washington Mutabakatı'ndan önce (daha evvelden sermaye piyasalarının serbestleşmesine yönelik varılan Bonn Mutakabatı'nın üzerinde inşa edilen) bir Paris Mutabakatı vardı.[64] Londra'da Margaret Thatcher hükümeti, ABD'nin bir baskısı olmadan sermaye hesabının liberalizasyonunu gerçekleştirdi. Hatta Reagan yönetimi Thatcher'ı takip etti.

Stiglitz'in IMF'yle ilgili en büyük şikâyeti, IMF'nin 1997 Asya krizi esnasında zorda olan ülkelere 97 milyar dolar kredi verirken krizin daha da derinleşmesine yol açan Washington Mutakabatı koşullarını (yüksek faiz, düşük bütçe açığı vb.) öne sürmesidir. Bu görüş iktisatçı, köşe yazarı Paul Krugman tarafından da kısmen paylaşılmaktadır.[65] 1997-1998 krizinin ne kadar derin olduğuna ilişkin bir tereddüt yok. Endonezya, Malezya, Güney Kore ve Tayland gibi ülkelerde 1998'de şiddetli bir durgunluk yaşandı. Diğer yandan ne Stiglitz ne de Krugman'ın "Kurlar dalgalanıp, bütçe açıkları artmaya devam ederken Doğu Asya krizi klasik Keynesçi bir yaklaşımla nasıl daha iyi yönetilebilirdi?" sorusuna verdikleri tatmin edici bir yanıt yok. Asya krizini takiben IMF'nin baş ekonomis-

63 Joseph E. Stiglitz, *Globalisation and Its Discontents* (New York, 2002), s. 12, 14, 15, 17. Kitap Türkiye'de *Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı* adıyla Plan B Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç. n.)

64 Abdelal, Capital Rules, s. 50, 57-75.

65 Paul Krugman, *The Return of Depression Economics* (Londra, 1999) Kitap Türkiye'de "*Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*" adıyla Literatür Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç. n.)

ti olan Kenneth Rogoff, Stiglitz'e yazdığı açık mektupta kullandığı alaycı üsluplа şöyle diyordu:

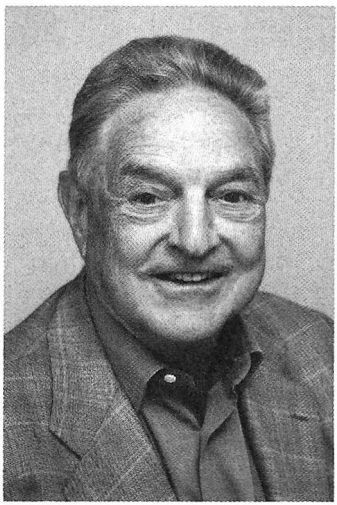
> Devletler genelde borçlarına müşteri bulmakta zorlandıklarında ya da paralarının değeri düştüğünde mali yardım için IMF'ye gelirler. Stiglitzci yaklaşım... mali açığı artırmak yani daha fazla borçlanıp, daha fazla para basmaya dayanır. Galiba zordaki bir devlet daha fazla para basarsa, vatandaşlarının bir anda o paranın daha değerli olduğunu düşüneceklerine inanıyorsunuz. Hatta yatırımcılar bir devletin tahvillerini almak istemiyorlarsa, tahvil arzını artırmanın tahvillerin kapışılmasını sağlayacağına inanıyorsunuz. Biz IMF'dekiler –bırakalım IMF'yi, dünyadakiler diyelim– öyle olmadığını söyleyebilecek tecrübeye sahibiz. Biz faniler, mali sıkıntı yaşayan bir ülkenin para basarak kurtulmaya çalışmasının enflasyonun yükselmesine, çoğu zaman kontrolden çıkmasına yol açtığını gördük... Sizin gama bölgenizde iktisat kuralları farklı olabilir ama burada iflasın eşiğinde olan bir devlet bütçe açıklarını ne zaman kapatacağına dair plan ortaya koyamadığında işlerin iyileşmek yerine kötüleştiğini biliyoruz.[66]

Malezya'nın 1997'de sermaye hareketlerine sınırlı bir süre için kısıtlama getirmesinin kriz esnasındaki ekonomik performans açısından bir fark yaratıp yaratmadığını da bilmiyoruz. Krugman en azından krizin esas sorumlularının kısa vadeli dolar borç alıp, (çoğu zaman siyasi hamilerine) kendi para birimlerinden uzun vadeli krediler veren Doğu Asyalı finans kuruluşları olduğunu kabul ediyor. Fakat Buhran ekonomisinin geri döndüğüne dair görüşü biraz abartılı. Doğu Asya'da hiçbir zaman Buhran yaşanmadı. (Belki bir ölçüde Japonya'da, ama onun da görevini kötüye kullanan IMF'nin kurbanı olduğu söylenemez.) 1998 şokunu atlattıktan sonra, etkilenen ekonomilerin hepsi tekrar, önce yavaş, sonra da hızlı şekilde büyümeye başladılar. Hatta büyüme o kadar hızlıydı ki, 2004 yılında bazı yorumcular Bretton Woods'un iki kardeşinin uluslararası kredi kurumu rolü üstlenip üstlenmemesi gerektiğini tartışmaya başladılar.[67]

Aslında 1980'ler amaçlarına ulaşmak için şiddete başvurmaya ihtiyaç duymadıklarından, daha rahatsız edici olan yeni tip ekonomik tetikçilerin yükselişine şahitlik etti. Bu yeni nesil için vuruş yapmak başarılı tek bir spekülasyon ile bir milyar dolar kazanmak anlamına geliyordu. Soğuk Savaş sona ererken bu adamların Amerika'nın emperyalist hedefleri peşinden koşma gibi bir dertleri yoktu; aksine siyasi eğilimleri muhafazakârdan ziyade liberaldi. IMF ya da Dün-

66 "The Fund Bites Back", *The Economist*, 4 Temmuz 2002.

67 Kenneth Rogoff, "The Sisters at 60", *The Economist*, 22 Temmuz 2004; "Not Even a Cat to Rescue", *The Economist*, 20 Nisan 2006.



George Soros: Hedge fonların *capo dei capi*'si ve dönüşümselliğin piri.

ya Bankası gibi kamu kurumlarında çalışmıyorlardı. Tersine hisseleri borsada işlem görmeyen, özel şirketleri vardı. Yaptıkları iş, 4. Bölüm'de risk yönetimindeki alternatif bir metot olarak ele alınan hedge fonları yönetmekti. Hedge fonlarının, Çin'e benzer şekilde, hatta ondan daha hızlı şekilde yükselişleri İkinci Dünya Savaşı'ndan beri küresel ekonominin gördüğü en büyük değişimdi. Pek fazla düzenlemeye tabi olmayan ve kolay hareket edebilen sermaye havuzları* olarak nitelenebilecek hedge fonlar Büyük Buhran'dan Bretton Woods döneminin sonuna kadar devam eden dondurma döneminin ardından sıcak paranın sahneye dönüşünü simgeliyordu. Yeni ekonomik tetikçilerin *capo dei capi*'si (patronların patronu) George Soros'tur. Bu yüzden de Malezya Başbakanı Mahathir bin Mohamad'ın Ağustos 1997'de ringiti vuran kriz nedeniyle kendi dışında birilerini suçlamak istediğinde IMF'ye değil de Soros'a "geri zekâlı" demesi tesadüf değildir.

Macaristan'da doğmuş bir Yahudi olan George Soros, Londra'da eğitim aldıktan sonra 1956'da göçmen olarak Birleşik Devletler'e gitti. Bir zamanlar Biscmark'ın parasını yöneten Berlin'deki özel bankayı kuranların soyundan gelenlerin kurduğu Arnold & S. Bleichroeder'de analistlik ve araştırma departmanının yöneticiliğini yaptığı dönemde adını duyurdu.[68] Orta Avrupalı –fonunu fizikçi Wer-

68 Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire* (Harmondsworth, 1987).

* Terimin ilk olarak 1966'da, Alfred Winslow Jones'un 1949'da kurduğu (ABD hisse senetleri borsasında uzun ve kısa pozisyonlar alan) uzun-kısa fonunu tarif etmek için kullanılmasından bu yana hedge fonların büyük kısmı limited şirket olarak faaliyet göstermektedir. Böyle olduğu için de 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası (Secuties Act) ve 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Yasası (Investment Company Act) tarafından yatırım fonları ve yatırım bankalarına kaldıraçlı işlemler ve açığa satış konularında getirilen kısıtlamalardan muaflardır.

ner Heisenberg'in Belirsizlik İlkesi'ne atfen Quantum Fonu olarak adlandıran– bir entelektüelden bekleyebileceğimiz gibi Soros kendini tetikçiden ziyade filozof olarak görmektedir. 1987 tarihli kitabı Finansın Simyası (*The Alchemy of Finance*) entelektüel gelişiminde filozof Karl Popper'ın ne denli etkili olduğunu görebileceğimiz, ekonominin temel varsayımları üzerine bir eleştiriyle başlar.[69] Soros'un favori teorisi dönüşümselliğe (*reflexivity*) göre fiyatların milyonlarca yatırımcının çoğu zaman irrasyonel olan cahilliklerinin ve önyargılarının yansıması olduğu finansal piyasaların tamamıyla verimli kabul edilmesi mümkün değildir. "Piyasa oyuncuları önyargılı olmakla kalmayıp, önyargılarıyla olayların akışını etkileyebilirler. Bu, piyasaların gelecekteki olayları doğru olarak ön görmesi olarak algılanabilir ama aslında olan, bugünkü beklentilerin gelecekteki olaylarla örtüşmesi değil, gelecekteki olayların bugünkü beklentiler tarafından şekillendirilmesidir."[70] Soros'un dönüşümsellik olarak adlandırdığı –yatırımcıların önyargılarının piyasadaki sonuçları etkilediği, önyargıların bu sonuçlardan etkilendiği ve piyasayı etkilediği– bu geri besleme etkisidir. Son kitabında kaleme aldığı gibi:

> ... piyasalar iktisat teorisinin doğru kabul ettiği denge noktasına hiçbir zaman gelmezler. Algı ve gerçeklik arasında, önce kendini pekiştiren, en sonunda da balonlara ya da kendi kendini yok eden ani çıkış-inişlere yol açan, iki yönlü, dönüşümsel bir ilişki vardır. Her balon karşılıklı dönüşümsel ilişki içinde olan bir eğilim ve bir yanlış kanıdan oluşur.[71]

Özünde piyasa riskine karşı hissenin fiyatı aşağı düştüğünde kâr edecek şekilde kısa pozisyon* alıp korunmayı hedefleyen hedge fonlar Soros'un dönüşümsel piyasalar konusundaki görüşlerinden faydalanması için mükemmel araçlara dönüştüler. Soros'un uzun pozisyonlardan –gelecekte fiyatının artacağı beklentisiyle varlık almak– nasıl para kazanılacağını da bildiğini vurgulamak gerekir. 1969'da emlak konusunda uzun pozisyona sahipti. Üç yıl sonra banka hisselerine girmişti. 1971'de Japonya'da "uzun"du, 1972'de petrolde. Bir yıl sonra, bu yatırımlar meyvelerini vermeye başladığında İsraillilerin Yom Kippur Savaşı'nda Amerikalıların temin ettiği teçhizatın kalitesinden yakınmasından yola çıkarak

69 George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (New York, 1987), s. 27-30.
70 Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* (New York, 1996), s. 48.
71 George Soros, *the New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), s. x. Kitap Türkiye'de *Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma* adıyla İnkılap Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç.n.)

* ABD Sermaye Piyasaları kurumuna göre kısa pozisyon (açığa satış) satıcının hissenin sahibi olmadığı satış ya da satıcının ödünç aldığı hissenin teslimatını gerçekleştirdiği satıştır.

Amerika'da savunma sanayiine yüklü miktarda yatırım yapılacağı sonucunu çıkardı. Ve savunma sanayii firmalarının hisselerine yatırım yaptı.[72] Tüm bu beklentilerinde, öngörülerinde haklı çıktı. Ama Soros'un en büyük başarıları kazananlar değil, kaybedenlerle ilgiliydi. Mesela 1985'te, hem Beşler Grubu'nun Plaza Anlaşması'nı takiben düşen dolar, hem de faks teknolojisi nedeniyle işi sarsılan telgraf şirketi Western Union.[73] Fonunun yüzde 122 büyüdüğü o yıl Soros için *annus mirabilis*'ti (harika yıl). Soros'un en başarılı olduğu kısa pozisyon, Britanya finansal tarihindeki en önemli bahislerden biriydi.

16 Eylül 1992 Çarşamba günü meydana gelen olaylara ilişkin bir menfaatim olduğunu itiraf etmeliyim. Cambridge'te ders vermeye başladığım ve bir gazetede başyazarlık yaptığım o günlerde iş restleşmeye varırsa Soros gibi spekülatörlerin Bank of England'ı alt edebileceğini düşünüyordum. Hesap basitti: Her gün döviz piyasasında dönen bir trilyon karşısında, bankanın mütevazı rezervleri. Soros Almanyaların birleşmesinin yükselen maliyetinin faizleri yukarı çekeceğini, dolayısıyla Alman markının değerleneceğini düşündü. Böyle bir gelişme Muhafazakâr hükümetin –Britanya'nın Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'na (European Exchange Rate Mechanis, ERM) katıldığı 1990 yılında oluşturulan– Alman markını takip etme politikasını sürdürülemez hale getirecekti. Faizler arttıkça, Britanya ekonomisi dibe çökecek, hükümetin er ya da geç ERM'den çekilip, poundda devalüasyona gitmesi gerekecekti. Soros poundun değer kaybedeceğinden o kadar emindi ki, fonunun tüm sermayesinin üzerinde bir rakam olan on milyar doları riske ederek bir dizi işlemle, Birleşik Krallık'ta pound cinsinden borçlanıp, 16 Eylül öncesi fiyatla (yaklaşık 2,95 Alman markı) Alman markına yatırdı.[74] Ben de poundun düşeceğinden aynı derecede emindim ama tüm riske edebileceğim itibarımdı. Tüm bunlar olurken yazmakta olduğum gazetenin City* editörü benimle aynı fikirde değildi. O akşam, başyazar olarak editörle yaptığım sabah toplantısında biraz sindirilmiş olarak, İngiliz Ulusal Operası'na, Verdi'nin *Kaderin Gücü*'nü dinlemeye gittim. Çok isabetli bir seçimmiş. Aralardan birinde Britanya'nın ERM'den çekildiği haberi geldi. Hepimiz sevinçten bağırdık – benden fazla bağıran yoktu (belki bir tek George Soros). Sterlin –neredeyse yüzde 20'ye varacak şekilde– birden düşüp, Soros aldığı kredileri yeni ve daha düşük kurla geri ödeyip aradaki farkı cebe indirince, fonu bir milyar doların üzerinde kâr elde etti. Bu işlemden elde ettiği, o yılki kârının sadece yüzde 40'ıydı.[75]

72 Slater, *Soros*, s. 78.
73 a.g.e., s. 105, 107.
74 a.g.e., s. 172.
75 a.g.e., s. 177, 182, 188.

* The City: New York'taki Wall Street gibi, Londra'da finans kurumlarının bulunduğu merkez. (ç. n.)

Kaderin gücü: Maliye Bakanı Norman Lamont 16 Eylül 1992'de sterlinin Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'ndan çekildiğini açıklıyor.

Quantum Fonu'nun başarısı hayranlık vericiydi. Eğer biri ikinci fonunu (Double Eagle) kurduğu 1969 yılında Soros'a 100.000 dolar yatırmış olsaydı ve tüm temettülerini de fonda değerlendirseydi 1994 yılında 130 milyon dolara sahip olurdu. Bu yıllık ortalama yüzde 35'lik bir getiriye denk geliyordu.[76] Yeni ekonomik tetikçileri eskilerinden ayıran iki temel fark vardır: İlki herhangi bir ülkeye bağlı olmamanın getirdiği duygusuzluk ve çıkarcılık – dolar ya da poundda hiçbir sorun olmadan kısa pozisyon alınabilir; ikincisi yeni tetikçilerin oynadığı paranın inanılmaz büyüklüğüdür. Soros bir seferinde ortağı Stanley Druckenmiller'a "Ne büyüklükte bir pozisyonun var?" diye sorar. Druckenmiller "Bir milyar dolar" diye yanıtlar. Soros alaycı bir şekilde "Sen ona pozisyon mu diyorsun?" karşılığını verir.[77] Soros'a göre eğer bir bahis, 1992'de pounda karşı girdiği bahis kadar iyiyse mümkün olduğunca kaldıraç kullanılarak bahse girilmelidir. Sahip olduğu hedge fonu yatırım bankalarından kredi kullanarak, fonun kendi sermayesinin çok ötesinde kısa ya da uzun spekülatif pozisyonlar alma konusunda öncülük etmiştir.

Fakat hedge fonların güçlerinin de bir sınırı var. Soros ve Soros gibiler bir

76 a.g.e., s. 10.
77 a.g.e., s. 159.

yerde piyasaların tüm hükümetlerden ve merkez bankalarından daha kudretli olduğunu kanıtladılar. Ama bu hedge fonların her zaman piyasaya hükmedebileceği anlamına gelmiyordu. Soros başarısını "elektronik sürü"nün yönüyle ilgili dürtüsüne borçluydu. Fakat (genelde sırt ağrısı şeklinde sinyal veren) onun dürtüleri bile bazen yanlış olabilirdi. Onun da kabul ettiği gibi dönüşümsellik özel bir durumdu; yılın her haftası piyasalara hükmetmesi beklenemezdi. Peki ya dürtülerin yerine matematik konulabilse? Ya iki haneli getiri sağlayan ve yanılması imkânsız bir formül yazsanız? Dünyanın öbür yakasında –aslına finansal galaksinin öbür yakasında– bu formül bulunmuşa benziyordu.

Kısa Vadeli, Yanlış Sermaye Yönetimi

Başka bir gezegen – bencil ve irrasyonel insanların neden olduğu karmaşık ihtilafların olmağı bir gezegen hayal edin. Tüm yaşayanların rasyonel alimler olduğu; tüm bilgiyi bir anda özümseyip kârlarını en üst noktaya çıkarmak için kullandıkları; alım satımın hiç bitmediği; piyasaların sürekli, sorunsuz ve likit olduğu bir yer. Bu gezegendeki finansal piyasalar rastgele değişim (*random walk*) içinde olacaklardır, yani her gün fiyatlar bir önceki günle ilişkisiz olacak ama var olan tüm bilgilerin etkilerini yansıtacaklardır. Gezegenin hisse senetleri borsasındaki getiriler çoğu yıllar, ortalamanın etrafında kümelenmiş, üçte ikisi ortalamadan bir standart sapma mesafede, çan eğrisi boyunca dağılacaktır (bakınız 3. Bölüm). Böyle bir dünyada ortalamanın altı standart sapma uzağındaki bir el boşaltma, bizim dünyamızda boyu yarım metrenin altında olanların görülme sıklığı kadar sık olacaktır. Yani dört milyon işlem yılında bir.[78] Modern dünyanın en parlak finansal iktisatçılarının hayalini kurduğu gezegenin, dünyanın en sıkıcı yerlerinden biri olan Connecticut, Greenwich'e benzemesi belki o kadar da şaşırtıcı değildir.

1993 yılında iki matematik dehası büyük bir fikirle Greenwich'e geldiler. Stanford'tan Myron Scholes, Goldman Sachs'tan Fisher Black'le birlikte çalışarak opsiyon fiyatlamalarıyla ilgili devrim yaratacak bir teori geliştirmişti. Şimdi üçüncü bir iktisatçı, Harvard Business School'dan Robert Merton'la birlikte Black-Scholes modelini para basan bir makineye dönüştürmeyi umuyordu. Akademisyen olarak çalışmaya başladıkları nokta uzun geçmişe sahip bir finansal araç olan opsiyon kontratı (bakınız 4. Bölüm) şu şekilde çalışıyordu: Belli bir his-

78 Nicholas Dunbar, *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It* (New York, 2000), s. 92.

senin bugün 100 dolar ettiğini ve benim bu hissenin ileride daha fazla edeceğine, diyelim ki bir yıl içinde 200 dolar çıkacağına inandığımı düşünelim, o zaman o gün için hisseyi 150 dolardan alma opsiyonuna sahip olmak güzel olurdu. Haklıysam, kâr elde ederim. Değilsem, sonuçta sadece bir opsiyon, unuturum gider. Benim için tek maliyet opsiyonu satanın cebine giren opsiyon fiyatıdır. Büyük soru bu fiyatın ne olması gerektiğidir.

Quant'lar –matematik açısından yetenekli, doktora sahibi analistler– opsiyon fiyatlamasında Black-Scholes modelini bazen bir kara kutuya benzetirler. Bu özel kutunun içine bakmaya değer. Tekrar etmek gerekirse soru, bir hisseyi gelecekteki belli bir tarihte alma opsiyonunun, aradan geçecek sürede fiyatta görülebilecek beklenmedik hareketleri de göz önüne alarak nasıl fiyatlanması gerektiğidir. Eğer tahminden öteye geçip, opsiyon fiyatını doğru hesaplayabilirseniz, kendinize roket bilimci diyebilirsiniz. Black ve Scholes opsiyonun değerinin beş değişkene bağlı olduğunu düşünüyorlardı: Hissenin piyasadaki mevcut fiyatı *(S)*, opsiyonun üzerinde anlaşılan kullanım fiyatı *(X)*, opsiyonun sona erme tarihi *(T)*, ekonomideki risksiz getiri oranı *(r)* ve –hayati değişken olan– hissenin tahmini yıllık oynaklığı yani opsiyonun alım ve sona erme tarihleri arasında fiyatın olası dalgalanması *(σ)*. Black ve Scholes matematiksel sihirbazlıkla opsiyon fiyatını *(C)* aşağıdaki formüle indirgediler:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2)$$

d_1 ve d_2 'nin formülleri de şu şekildedir:

$$d_1 = \frac{\log\left[\frac{S}{X}\right] + \left[r + \frac{\sigma^2}{2}\right]T}{\sigma\sqrt{T}} \quad \text{ve} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Biraz şaşırdınız mı? Formülü anlayamıyor musunuz? Doğruyu söylemek gerekirse benim de kafam karıştı. Ama quant'lar için her şey anlaşılırdı. Bu bilgiyi paraya dönüştürmek için opsiyon fiyatlamasıyla ilgili en ufak bir ipucuna sahip olmayıp, (pek de doğru olmayan) dürtülerine güvenen insanlarla dolu piyasalara ihtiyaçları vardı. Bir de, 1980'lerin başından beri finansal piyasaları dönüştüren bir etken haline gelen yüklü miktarda hesap gücüne ihtiyaçları vardı. Aradıkları, onları üniversiteden seans odasına taşıyabilecek piyasa bilgisine sahip bir ortaktı. Kansere yakalanmış olan Fisher Black aradıkları ortak olamazdı. Merton ve Scholes, Salomon Brothers'ta tahvil arbitrajı grubunun başı ola-

rak çalışmış ve Tasarruf ve Kredi'lerin eridiği 1980'lerde servetini yapmış olan John Meriwether'a yöneldiler. 1994'te kurdukları firmanın ismi Long-Term Capital Management, LTCM idi (Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi).

Rüya takım kurulmuşa benziyordu: Akedemik dünyanın en parlak iki quantı; eski Salomon'lu süperstar; eski Federal Reserve başkan yardımcısı David Mullins; Harvard'lı diğer bir öğretim görevlisi Eric Rosenfeld ve bir grup eski Salomon'lu borsa taciri (Viktor Haghani, Larry Hilibrand ve Hans Hufschmid). LTCM'nin fonlarına çektiği müşteriler, aralarında New York'lu yatırım bankası Merrill Lynch ve İsviçreli özel bankacı Julius Baer'in de olduğu büyük bankalardı. Bunların arasına daha sonra yine İsviçreli UBS de katıldı.[79] Yatırımın alt tabanı 10 milyon dolardı. Şirketin ortakları ücret olarak yönetilen varlıkların yüzde 2'si ve kârın yüzde 25'ini alacaklardı. (Şu anda hedge fonların çoğu yüzde 2 ve 25 yerine yüzde 2 ve 20'yle çalışıyor.)[80] Yatırımcılar üç yıl boyunca fondan çıkamayacaklardı. Long-Term'ün yapmak isteyeceği her türlü işlem için Wall Street'ten Bear Stearns kullanılacaktı.

LTCM tarafından yönetilen fon, kestikleri yüklü komisyonlar düşüldükten sonra ilk yıl yüzde 43, ikinci yıl yüzde 41 gibi inanılmaz getiriler sağladı. Eğer Mart 1994'te Long-Term'e 10 milyon dolar yatırdıysanız, dört yıl sonra 40 milyon dolarınız olabilirdi. Eylül 1997'de fonun net sermayesi 6,7 milyar dolara ulaştı. Ortakların koydukları para on katına çıktı. Yönettikleri sürekli büyüyen havuzun getirilerini yüksek tutmak için onların da George Soros gibi borçlanmaları gerekti. Bu ilave kaldıraçla birlikte kendi paralarının ötesinde meblağlar için bahse girebiliyorlardı. Ağustos 1997'de fonun sermayesi 6,7 milyar dolarken, bilançosundaki krediyle finanse edilen varlıkların tutarı 126,4 milyar dolardı, sermaye varlık oranı 1'e 19'du.[81] Nisan 1998'de bilanço büyüklüğü 134 milyar dolara ulaştı. Biz akademisyenler kendi aramızda "vites artıralım" dediğimizde genelde bisikletlerimizi kastederiz. Ama Merton ve Scholes bunu söylediklerinde Long-Term'ün kullandığı paranın büyük kısmının kredilerden geldiğini kastediyorlardı. Bu yüksek borç onları korkutmuyordu. Matematiksel modelleri neredeyse hiç risklerinin olmadığını gösteriyordu. Bir kere aynı anda, birbirlerinden bağımsız, çoklu stratejilerle, 7.600 farklı pozisyona yatırım yapıyorlardı.[82] Bir ya da iki tanesinde sorun olabilirdi. Ama tüm bu pozisyonların hepsinin aynı anda terse dönmesi pek de mümkün değildi. Chicago'da eğitim almış ve Rand

79 Dunbar, *Inventing Money*, s. 168-173.

80 André F. Perold, "Long-Term Capital Management, L.P. (A)", Harvard Business School Case 9-200-007 (5 Kasım 1999), s. 2.

81 Perold, "Long-Term Capital Management L.P. (A)", s. 13.

82 a.g.e., s. 16.

Corporation'da görev yapmış iktisatçı Harry M. Markowitz'in 1950'lerde formüle ettiği, sonra da William Sharpe'nin Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'nde (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*) geliştirdiği, modern finansal teorinin başka bir buluşu olan çeşitlendirilmiş portfolyonun (*diversified portfolio*) güzelliği buradaydı.[83]

Long-Term değişik piyasalardaki fiyat farklılıklarından istifade ediyordu. Sabit faizli konut ipotekli kredileri piyasasına; ABD, Japon ve Avrupa devlet tahvilleri piyasalarına; daha karmaşık olan faiz takası *(swap)** piyasalarına, kısacası modellerinin temelde birbiriyle aynı iki varlık ya da opsiyonun fiyatlarının farklı olduğunu yani bir fiyat anormalliğini tespit ettiği her piyasaya giriyorlardı. Şirketin en büyük para koyduğu alan ise açıkça Black-Scholes formülüne dayanan Avrupa ve Amerika hisse senedi borsalarına yönelik uzun vadeli opsiyon satımlarıydı. Diğer bir deyişle insanlara ileride büyük fiyat hareketleri olduğunda kullanabileceleri opsiyonlar satıyorlardı. Bu opsiyonların 1998 yılındaki fiyatları, Black-Scholes formülüne göre incelendiğinde yıllık yüzde 22'ye varan anormal fiyat oynaklığı içerdikleri görülüyordu. Oynaklığın son dönemdeki ortalaması olan yüzde 10-13 civarında gerçekleşeceğini düşünen Long-Term bu opsiyonları ucuza satıyordu. 1987'dekine benzer hisse boşaltımlarından korkup, yüksek oynaklığa karşı korunmak isteyen bankalar opsiyonları severek aldılar. Long-Term o kadar çok opsiyon sattı ki bazıları şirkete Oynaklığın Merkez Bankası demeye başladı.[84] En üst noktadayken ABD'deki hisse senedi oynaklığının her yüzde birlik dilimine 40 milyon dolar yatırmışlardı.[85]

Riskli mi geliyor? Long-Term'deki quant'lar öyle düşünmüyorlardı. Long-Term kendini pazarlarken, piyasalar açısından tarafsız olduğunu, yani hisse senedi, tahvil ya da döviz piyasalarından birinde meydana gelebilecek büyük dalgalanmaların şirketi etkilemeyeceğini söylüyordu. Dinamik hedge denilen yöntemle bir endeksin riskini almadan, o endekse ait opsiyon satabiliyorlardı. Daha da güzel olanı fonun gelişmekte olan piyasalarda hiçbir pozisyonu yoktu. Long-Term gerçekten de dünyevi finansın iniş çıkışlarından uzak başka bir gezegende gibiydi. Hatta ortaklar yeterince risk almadıklarını düşünmeye başladılar. Hedefleri, varlıklarının yüzde 20'sine ulaşan yıllık değişime (standart sapmaya) denk gelen bir risk seviyesiydi. Pratikte ise o seviyenin yarısına yakın seyrediyorlardı.[86]

83 Piyasaların verimliliği görüşüne dayanan finans teorileriyle ilgili olarak Peter Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* (New York, 1993).

84 Dunbar, Inventing Money, s. 178.

85 Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management* (New York, 2000), s. 126.

86 Perold, "Long-Term Capital Management L.P. (A)", s. 11, 17.

Şirketin tüm sermayesini bir yılda kaybetmesi için on sigmalık (on standart sapma büyüklüğünde) bir olay olması gerekiyordu. Böyle bir olayın olma olasılığı ise 10^{24}'te 1 – yani neredeyse sıfırdı.[87] Quant'ların Riske Maruz Değer (*Value at Risk*) modellerine göre şirketin çökmesi mümkün değildi.

Ekim 1997'de, LTCM'nin en üst düzey beyin takımına sahip olduğunu teyit edercesine Merton ve Scholes'e ekonomi alanında Nobel Ödülü verildi. 31 Aralık 1997'de kendilerine duydukları güven öyle bir noktadaydı ki, kendi paralarıyla yatırım yapmak istediklerini söyleyip, yatırımcıların 2,7 milyar dolarlık parasını fona kabul etmediler.[88] Akıl içgüdüye galip gelmiş, roket bilimi risk karşısında başarılı olmuş gibiydi. LTCM'nin ortakları sihirli kara kutularıyla, George Soros'un bile hayal edemeyeceği serveti kazanmaya hazırlardı. Sadece beş ay sonra, Nobel'i kazananların kara kutusunun kapağını uçuracak bir şey oldu. Görünür hiçbir neden olmaksızın hisse senedi piyasaları düşüşe geçti, dolayısıyla oynaklık düşeceğine arttı. Oynaklık yükseldikçe –27 Haziran'da Long-Term'ün öngördüğü seviyenin iki katına çıktı– kaybedilen para da çoğaldı. 1998 Mayıs'ı, Long-Term'ün en kötü ayıydı: Fon yüzde 6,7 değer kaybetti. Ama bu sadece başlangıçtı. Haziran'daki düşüş yüzde 10,1'di. Şirketin varlıklarının değeri düştükçe, kaldıraç –borcun sermayeye olan– oranı yükseldi ve Haziran'da 1'e 31'e ulaştı.[89]

Evrim sürecinde büyük yok oluşlar genelde dünyaya çarpan asteroidler gibi dışsal şoklar sonucu olmuştur. Temmuz 1998'de, Salomon Smith Barney (Salomon Brothers, Travelers tarafından satın alındıktan sonra bu adı almıştı) Meriwether'ın Wall Street'te şöhreti yakaladığı ABD tahvil arbitrajı grubunu kapatma kararını açıkladığında Greenwich'e bir meteor çarptı. Firmanın yeni sahipleri LTCM'nin stratejilerini takip eden bu grubun Mayıs ayından beri ettiği zarardan hiç memnun değildi. Sonra, 17 Ağustos 1998'de bu sefer uzaydan değil, siyasi belirsizlikler, düşen petrol fiyatları, becerilememiş özelleştirmelerle zayıflamış bir yükselen piyasa olan ve finansal sistemi çöken Rusya'dan dev bir asteroid düştü. Çaresiz durumdaki Rus hükümeti (ruble cinsinden olan tahviller de dahil) tüm borcunu ödeyemez hale geldiğinde dünyanın her yanındaki finansal piyasalardaki oynaklığı ateşlemiş oldu.[90] Bir önceki sene yaşanan Asya kri-

* Swap bir tarafın diğer tarafa dalgalı bir faiz oranı (genelde LIBOR) karşılığında sabit bir faiz oranı ödemek üzere anlaştığı bir türev enstrümandır.

87 Lowenstein, *When Genius Failed*, s. 127.

88 André F. Perold, "Long-Term Capital Management, L.P. (B)", Harvard Business School Case 9-200-008 (5 Kasım 1999), s. 1.

89 Lowenstein, *When Genius Failed*, s. 133-138.

90 a.g.e., s. 144.

* Mesela JP Morgan'ın yükselen piyasalar tahvil endeksiyle ABD Hazine Tahvilleri arasındaki fark Ekim 1997'de yüzde 3,3'ken, Temmuz 1998'de 6,6'ya, Eylül 1998'de 17,05'e çıktı.

zini takip eden Rusya krizinin diğer yükselen piyasalar, hatta gelişmiş ülke piyasaları üzerinde bulaşıcı bir etkisi oldu. Kredilerdeki faiz farkları bir anda fırladı.* Hisse senedi borsaları çakıldı. Hisse senedi oynaklığı yüzde 29'a fırladı ve en üst noktasında yüzde 45'e çıktı. (Bu endekslerin takip eden beş yılın her günü yüzde 3 değişeceği anlamına geliyordu.)[91] Long-Term'ün risk modellerine göre bunun olmaması gerekiyordu. Quant'lar Long-Term'ün bir günde 45 milyon dolar kaybetme ihtimalinin olmadığını söylemişlerdi.[92] 21 Ağustos 1998'de 550 milyon dolar kaybetti, bu sermayesinin yüzde 15'ine denk geliyordu ve kayıpla birlikte kaldıraç oranını 1'e 42'ye çıkıyordu.[93] Greenwich'teki borsa tacirleri ağızları açık, donuk gözlerle ekranlarına bakıyorlardı. Bu olamazdı, ama oluyordu. Long-Term'ün risk taşıdığı tüm piyasalar, çeşitlendirmenin getirdiği korunmayı ortadan yok edercesine birlikte hareket ediyorlardı. Quant'ların konuştuğu dille, korelasyon bire yaklaşmıştı. Ay sonu geldiğinde Long-Term yüzde 44 değer yitirmiş, zarar 1,8 milyar dolara ulaşmıştı.[94]

Finansal piyasalar için Ağustos işlerin ölü olduğu bir zamandır. Çoğu insan şehir dışındadır. John Meriwether da dünyanın öteki ucunda, Pekin'deydi. Geri döndüğünde, ortaklarıyla beraber onları kurtaracak bir beyaz atlı prens aramaya başladı. Daha birkaç ay önce LTCM Buffett'ın şirketi Berkshire Hathaway'in hisselerinde açığa satış yapmış olsalar da, Nebraska, Omaha'ya gidip Warren Buffett'la görüştüler. Buffett yardım etmeyi reddetti. 24 Ağustos'ta istemeyerek de olsa George Soros'la görüştüler.[95] Onlar için hayli küçük düşürücü bir durum olmalıydı: Finans Gezegeni'nin quant'ları, irrasyonel, ölçülemez dönüşümselliğin dünyalı peygamberinden kurtarılmayı dileyeceklerdi. Soros Meriwether'a eğer 500 milyon dolar verecek başka birini bulurlarsa –ki pek mümkün gözükmüyordu– kendisinin de 500 milyon dolar vereceğini söyledi. JP Morgan 200 milyon dolar önerdi. Goldman Sachs da yardım etmek istiyordu. Ama diğerleri geride durdular. Al-sat departmanları durumdaki zaafiyeti görmüşlerdi. Eğer Long-Term batacaksa, onlar Long-Term'ün sahip olduğu pozisyona sahip olmaktansa, teminatlarını almayı istiyorlardı. Oynaklık tavana vurmuş, vurmamış umurlarında değildi. Sonunda, Long-Term'ün batmasının Wall Street'te çöküşe yol açabileceğinden korkan Federal Reserve, on dört Wall Street bankasının katıldı-

91 Bu noktayı kendisi LTCM'de yatırımcı olan André Stern'e borçluyum.

92 Lowenstein, *When Genius Failed*, s. 147.

93 André F. Perold, "Long-Term Capital Management, L.P. (C)", Harvard Business School Case 9-200-009 (5 Kasım 1999), s. I, 3.

94 Aynı yazar, "Long-Term Capital Management, L.P. (D)", Harvard Business School Case 9-200-0010 (4 Ekim 2004), s. I.

95 Lowenstein, *When Genius Failed*, s. 149.

ğı 3,625 milyar dolarlık bir kurtarma planına aracılık etti.[96] Aralarında kurtarma planının parçası olan bankaların ve Pittsburgh Üniversitesi'nin de bulunduğu esas fonun yatırımcıları 4,9 milyar dolara ulaşan paralarının sadece 400 milyon dolarını kurtarabildiler. Şirketin on altı ortağı ise bekledikleri servetin kırıntısı sayılabilecek şekilde 30 milyon doları paylaşmak zorunda kaldılar.

Ne oldu? Soros haklı çıkarken, Long-Term'deki büyük beyinlerin yanlış yaptığı neydi? Sorunun bir nedeni LTCM'nin dünya dışından gelen ortaklarının ayaklarının yere basması için büyük bir patlamaya ihtiyaç duymalarıydı. Black-Scholes formülünün temelinde yatan varsayımı hatırlıyor musunuz? Piyasalar verim odaklıdır, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının hareketleri öngörülemez; bu hareketler sürekli, sorunsuz ve likit olacaktır; ve hisse getirileri normal, çan eğrisi dağılımını takip edecektir. Black-Scholes formülünü kullanmaya başlayan tacirler arttıkça finansal piyasalar da daha verimli hale gelecektir.[97] Ama John Maynard Keynes'in de bir zamanlar belirttiği gibi "piyasalar bazen sizin borç ödeyebilir durumunuzu koruyabileceğinizden daha uzun süre irrasyonel kalabilir". Uzun vadede dünyanın Finans Gezegeni'ne benzeyeceği doğru olabilir, ama bu son derece mantıksal bir çıkarım olacaktır. Kısa vadede elimizde olan, coşku içindeyken bir anda korkuya kapılabilen insanların yaşadığı sevgili dünyamızdır. Kayıplar çoğaldıkça, katılımcıların çoğu piyasadan çekilir ve LTCM her hangi bir fiyata satılması mümkün olmayan, paraya dönüştürülemeyen portföyüyle kalır. Dahası dünya artık daha bütünleşmiştir, Rusya'daki temerrüt dünyanın her tarafında oynaklığın fırlamasına yol açabilir. Myron Scholes bir röportajda "Belki de Long-Term'ün hatası, dünyanın giderek daha da küreselleştiğini fark edememekti" diyordu. Meriwether da aynı görüşü tekrarlıyordu: "Dünyanın yapısı değişti ve biz anlayamadık."[98] Diğer bir çok firma da Long-Term'ün stratejilerini takip etmeye başladığı için işler sarpa sardığında hasar alan sadece Long-Term'ün portföyü olmadı, kan kaybeden kocaman bir süper-portföydü.[99] Büyük bankaların üst düzey yöneticileri pozisyonların ne fiyattan olursa olsun kapanmasını isteyince, panik yaşayan bir sürü halinde çıkışlar yaşandı. Her şey bir anda dibe vurdu. Daha sonraları Londra'daki bir hedge fonunun yöneticisinin Meriwether'a dediği gibi: "John, siz korelasyondunuz."

LTCM'nin başarısız olmasının bir nedeni daha vardı. Şirketin Riske Maruz

96 "All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term", *Wall Street Journal*, 16 Kasım 1998.

97 Bu konu hakkında Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).

98 Donald MacKenzie, "Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage", *Economy and Society, 32, 3* (Ağustos 2003), s. 374.

99 a.g.e.

Değer modeline göre, Long-Term'ün Ağustos'ta yaşadığı kayıplar o kadar küçük bir ihtimal dahilinde gerçekleşmişti ki, bir daha yaşanmaması gerekiyordu. Ama bu model sadece beş yıllık veriyle çalıştığı için bu sonuca ulaşılmıştı. Eğer model on bir yıl geriye gitmiş olsaydı, 1987'de hisse senedi borsasındaki çöküşü de kapsayacaktı. Eğer seksen yıl geriye gitselerdi, 1917 devrimi sonrasındaki son büyük Rus temerrüdünü de kapsayacaklardı. 1947 doğumlu olan Meriwether pişman bir şekilde "Eğer Büyük Buhran'ı yaşamış olsaydım, olayları anlama konusunda daha iyi bir durumda olurdum" diyordu.[100] Açık söylemek gerekirse Nobel ödülünü kazananlar gayet iyi matematik biliyorlardı ama yeterince tarih bilgileri yoktu. Finans Gezegeni'nin güzel teorisini anlamışlardı ama gezegenimiz Dünya'nın pek de hoş olmayan geçmişini göz ardı etmişlerdi. Ve işte bu yüzden Long Term Capital Management (Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi) Kısa Vadeli, Yanlış Sermaye Yönetimi olarak sona erdi.

LTCM'nin feci başarısızlığı sonrasında kantitatif hedge fonların finans sahnesinden çekilmiş olacağını tahmin ediyor olabilirsiniz. Ne de olsa ortada istisnai bir başarısızlık yoktu. 1989-1996 döneminde kurulan 1.308 hedge fonun yüzde 36,7'si dönemin sonuna gelindiğinde yok olmuştu. O dönemde bir hedge fonun ortalama ömrü sadece kırk aydı.[101] Buna rağmen LTCM sonrasında beklenenin tam tersi oldu. Geçtiğimiz on yıl içinde sayıları düşmek şöyle dursun, faaliyet gösteren hedge fon sayısı da, hedge fonların yönettikleri varlık büyüklüğü de patlama yaptı. Hedge Fund Reserve'ün rakamlarına göre 1990'da 39 milyar doları yöneten 600 civarında hedge fon vardı. 2000'e geldiğimizde hedge fon sayısı 3.873'e, fonların varlık toplamı 490 milyar dolara çıkmıştı. 2008'in son çeyreğindeki verilere göre ise 7.601 fon 1,9 trilyon dolarlık varlığı yönetiyordu. 1998'den beri hedge fonlara (ve çeşitli firmaların kazançlarını bir araya getiren "fonların fonu" olarak adlandırılan fonlara) yatırım yapma konusunda bir genel eğilim var. Bir zamanlar çok zengin bireysel yatırımcıları ve yatırım bankalarını kendilerine çeken hedge fonlar şimdi giderek daha fazla sayıda emeklilik fonu ve üniversite vakıf fonuna hizmet veriyor.[102] 1996'da faaliyet gösteren fonlardan sadece 600'ünün 2004 sonunda da ayakta kalmış olduğu göz önüne alınırsa, hedge fonların yüksek sayıda müşteri çekebiliyor olmaları şaşırtıcı. 2006 yılında 717, 2007'nin ilk dokuz

100 a.g.e., s. 365.

101 Franklin R. Edwards, "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management", Journal of Economic Perspectives, 13, 2 (İlkbahar 1999), s. 192. Ayrıca Stephen J. Brown, William N. Goetzmann ve Roger G. Ibbotson, "Offshore Hedge Funds: Survival and Performance, 1989-1995", *Journal of Business, 72, 1* (Ocak 1999), s. 91-117.

102 Harry Markowitz, "New Frontiers of Risk: The 360 Degree Risk Manager for Pensions and Nonprofits", *The Bank of New York Thought Leadership White Paper* (Ekim 2005), s. 6.

ayında ise 409 fon kapandı.[103] Anlaşılan o ki hedge fonların önemli bir kısmının yatırımcıların beklentilerini karşılayamadan yok olup gittiği pek fark edilmiyor.

Hedge fonların sayısındaki artışın belirgin nedeni alternatifler içinde iyi performans sergileyen bir varlık sınıfı olmalarıdır. Ayrıca görece olarak daha düşük oynaklığa sahiptirler ve diğer yatırım araçlarıyla korelasyonları yüksek değildir. Fakat hedge fonların getirileri düşmektedir. Hedge Fund Research'e göre 1990'larda yüzde 18 olan oran, 2000-2006 döneminde yüzde 7,5'a gerilemiştir. Ayrıca hedge fon getirilerinin alfa değerini (varlık yönetimi becerisi) doğru şekilde yansıtmadığı, beta değerine (endekslerden oluşturulacak uygun bir karışımla yakalanabilecek piyasa hareketleri) dayandığı yolunda şüpheler vardır.[104] Hedge fonların sayısına ilişkin diğer bir açıklama, fon yöneticilerinin, fon faaliyetteyken inanılmaz derecede zenginleşmeleridir. 2007'de George Soros 2,9 milyar dolar kazanarak Citadel'den Ken Griffin'i ve Renaissance'tan James Simons'ı geride bıraktı ama eşikaltı ipotekli kredilerle ilgili pozisyonlarından 3,9 milyar kazanan John Paulson'ın gerisinde kaldı. John Kay'in dikkat çektiği gibi eğer Warren Buffett, Berkshire Hathaway'in yatırımcılarından yüzde 2 ve 20 komisyon alıyor olsaydı, şirketinin geride kalan kırk iki yıl içinde yatırımcıları adına kazandığı 62 milyar dolardan 57 milyar doları kendine saklamış olacaktı.[105] Soros, Griffin ve Simons'un –Buffett'ı geçemeyecek olsalar da– istisnai fon yöneticileri olduğuna şüphe yok. Bu da sahip oldukları fonların, diğer başarılı fonlarla birlikte geçtiğimiz on yılda inanılmaz derecede büyümüş olmasını açıklıyor. Bugün 390 civarında fon 1 milyar doların üzerinde bir varlığı yönetiyor. İlk yüz fonun büyüklüğü, tüm hedge fonlarının varlıklarının yüzde 75'ine tekabül ediyor ve ilk on fon 324 milyarı yönetiyor.[106] Fakat orta karar bir sahtekâr da bir hedge fon kurup yüklü miktarda para kazanabilir. Yapması gereken 100 milyon dolar verecek bir grup saf yatırımcı bulmak ve şu basit stratejiyi izlemektir:

1. 100 milyon doları yüzde 4 getirili bir yıllık hazine bonosuna yatırır.
2. Sonra S&P 500 endeksinin o yıl yüzde 20'den fazla düşmesi durumunda ödeme yapacak toplam 100 milyon dolarlık teminatlı opsiyonu doları 10 sentten satar.
3. Opsiyon satışından gelen 10 milyon dolarla tekrar hazine bonosu alır. Bu şekilde 10 milyonluk daha opsiyon satar ve 1 milyon dolar net getiri elde eder.
4. Sonra uzun bir tatile çıkar.

103 "Hedge Podge", *The Economist*, 16 Şubat 2008.
104 "Rolling In It", *The Economist*, 16 Kasım 2006.
105 John Kay, "Just Think, the Fees You Could Charge Buffett", *Financial Times*, 11 Mart 2008.
106 Stephanie Baum, "Top 100 Hedge Funds have 75% of Industry Assets", *Financial News*, 21 Mayıs 2008.

5. Yıl sonu geldiğinde yüzde 90 ihtimalle S&P 500 yüzde 20'den fazla düşmemiş olacağı için opsiyon sahiplerine hiçbir şey ödemez.
6. Kazançlarını toparlar: Opsiyon satışından 11 milyon dolar, 100 milyon dolarlık hazine bonosundan 4,4 milyon dolar. Masraflar düşülmeden yüzde 15,4'lük iyi bir getiri elde etmiştir.
7. Yönettiği fonun yüzde 2'sini (2 milyon dolar) ve yüzde 4 kabul edebileceğimiz referans getirinin üzerindeki getirinin yüzde 20'sini (2,2 milyon dolar), yani toplamda 4 milyon doların üzerinde bir rakamı kendisine alır.
8. Beş yıl boyunca S&P 500'ün yüzde 20'den fazla düşmemesi ve fonun sorunsuz şekilde devam etmesi ihtimali yüzde 60'tır. Bu durumda fonu kuran 5 yıl içinde, fonuna hiç yeni para gelmese ve kredi kullanmasa bile 15 milyon dolar kazanabilir.[107]

LTCM benzeri bir kriz, birçok düzmece hedge fonu içerecek biçimde ve kurtarma operasyonu yapılamayacak kadar büyük bir ölçekte tekrar yaşanabilir mi? Batı dünyasındaki bankalar 1998'e göre daha fazla hedge fon ve karşı taraf riski mi taşıyorlar?* Ve eğer öylelerse, bu sefer onları kim kurtaracak? Bu soruların yanıtları başka bir gezegende değil, bu gezegenin öbür tarafında yatıyor.

Çimerika

Birçokları için finansal tarih de, Çin'in İmparatorluk döneminin tarihi gibi geçmişe aittir. Piyasalar balık hafızalıdır. Bugün piyasalarda işlem yapan gençlerin çoğu 1997-1998'deki Asya Krizi'ni bile görmediler. Finansla 2000 yılından sonra ilgilenmeye başlayanlar baş döndürücü yedi yıl yaşadılar. Dünyanın her yanındaki hisse senedi borsaları hızla yükseldi. Tahvil, emtia ve türev piyasaları da fırladı. Aslında tüm varlık sınıfları yukarı çıktı – yüklü primlerin dağıtıldığı bir ortamda, Bordeaux'daki bağlardan, lüks yat atölyelerine kadar kimlerin kârlı çıktığını bir düşünün. Yükselen kısa vadeli faiz oranları, artan ticaret açıkları ve özellikle petrol ihraç eden bölgelerde siyasi riskteki artışla birlikte yaşanan yükselişin gizemli bir yanı da vardı. Bu paradoksun kilit noktası Çin'di.[108]

Çamur rengi Yangtze Nehri'nin engebeli kıyılarında kurulmuş olan Chong-

107 Dean P. Foster ve H. Peyton Young, "Hedge Fund Wizards", *Economists' Voice* (Şubat 2008), s. 2.
108 Niall Ferguson ve Moritz Schularick, ""Chimerica" and Global Asset Markets", *International Finance*, 10, 3 (2007), s. 215-239.
* 2007 yazındaki kredi sıkışmasının ilk sinyallerini verenin, Bear Stearns ve Goldman Sachs'ın hedge fonlarındaki zararlara ilişkin raporlar olması tesadüf değildir.

qing, Orta Krallığın kalbinde, Batılıların ziyaret ettiği sahildeki endüstriyel bölgelerden 1.600 kilometre içeride yer alır. Buna rağmen ekonomik mucize Hong Kong ya da Şanghai gibi bölgede yaşayan 32 milyon insanı da içine almıştır. Işık hızıyla ilerleyen sanayileşme ve şehirleşme komünist planlı ekonominin son ve en büyük başarısıdır. Otuz köprü, on hafif raylı sistem, bulutların arasından beliren sayısız gökdelen, merkezi tek parti yönetiminin gücünü simgeleyen anıtlar gibidir. Diğer yandan Chongqing'teki büyümenin bir nedeni de özgür bırakılan özel şirketlerdir. Wu Yajun birçok açıdan Çin'in yeni zenginliğini temsil ediyor. Chongqing'in önde gelen emlak geliştiricilerinden olan Wu –yüzyıl önce Hong Kong'ta zengin olan İskoçyalıların aksine– 9 milyar dolarlık servetiyle Çin'in en zengin kadınlarından biri. Ya da Yin Mingsha'yı ele elalım. Kültür Devrimi sırasında hapse atılan Bay Yin Çin ekonomisindeki serbestleşme sonrasında, 1990'ların başında esas mesleğini keşfetti. On beş yılda 900 milyon dolarlık değere sahip bir iş kurdu. Geçen yıl sahip olduğu Lifan şirketi ABD ve Avrupa'ya bir buçuk milyonun üzerinde motosiklet motoru ve bisiklet sattı. Wu ve Yin, Çin'deki 345.000 dolar milyonerinden sadece ikisi.

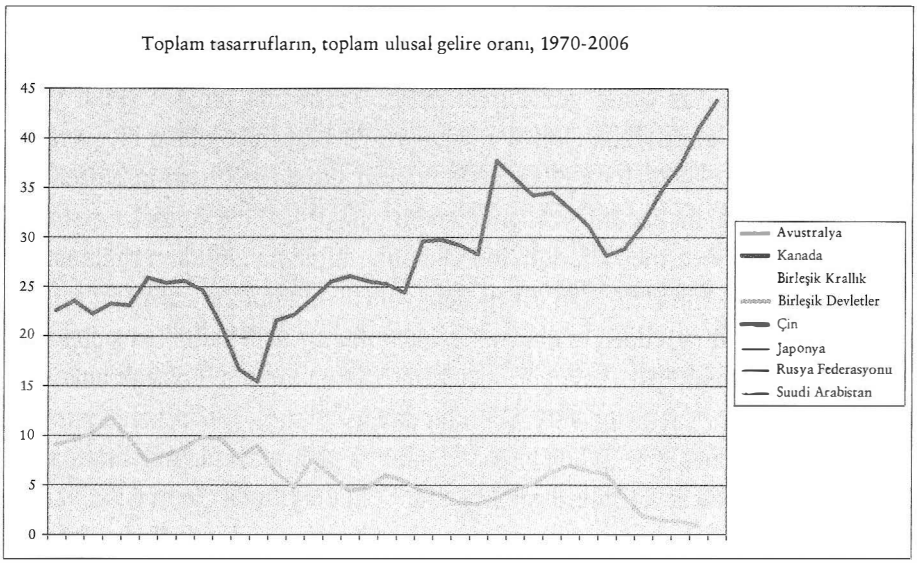
Çin sadece imparatorluk geçmişini geride bırakmakla kalmadı. Dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi, yükselmekte olan piyasaları periyodik olarak vuran krizlerden kaçınmayı da başardı. 1994'te yuanı devalüe edip, ekonomik reformlar esnasında sermaye hareketlerini kontrol altında tutmaya devam eden Çin 1997-1998 yıllarında parasının değeriyle ilgili bir sorun yaşamadı. Çinliler yabancı yatırım çekmek istediklerinde bunun doğrudan yatırım şeklinde olması konusunda ısrar ettiler. Yani birçok yükselmekte olan ekonominin yaptığı gibi sanayi gelişimlerini finanse etmek için Batılı bankalardan borçlanmak yerine, yabancıların Çin'deki sanayi bölgelerine –bir kriz esnasında söküp götürülemeyecek, büyük, hacimli– fabrikalar yapmalarını sağladılar. Ama esas önemli olan Çin'deki yatırımın büyük kısmının Çin'in kendi tasarruflarıyla (ve yurtdışında yaşayan Çinlilerin katkılarıyla) finanse edilmesiydi. Yıllar süren istikrarsızlık nedeniyle temkinli olan ve Batı'da bizim sahip olduğumuz kredi çeşitliliğine alışkın olmayan Çinliler, son yıllarda neredeyse hiç birikim yapmayan Amerikalıların aksine, yükselen gelirlerinin büyük kısmını tasarrufa ayırıyorlar. Çinli şirketler de tırmanan kârlarını büyük oranda şirket içinde tutuyorlar. Tasarruf o kadar çok ki, yüzyıllardır ilk defa sermaye Batı'dan Doğu'ya değil, Doğu'dan Batı'ya doğru akıyor, hem de muazzam biçimde. 2007'de ABD'nin dünyanın geri kalanından 800 milyar dolar, yani günde 4 milyar dolarda fazla borçlanması gerekiyordu. Çin'in ise ABD'nin açığının üçte birine denk gelecek şekilde 262 milyar dolara ulaşan bir ticaret fazlası vardı. Ve bu ticaret fazlasının büyük kıs-

mı ABD'ye borç olarak verildi. Pratikte Çin Halk Cumhuriyeti, Amerika Birleşik Devletleri'nin bankası haline geldi.

İlk bakışta biraz tuhaf gözükebilir. Bugün ortalama bir Amerikalı yılda 34.000 dolardan fazla kazanıyor. Wu Yajun ve Yin Mingsha gibiler bir yana bırakılırsa ortalama bir Çinli ise yılda 2.000 doların altında gelire sahip. Neden biri kendisinden yirmi iki kat daha zengin olan bir başkasına borç vermek istesin ki? Yanıt, kısa süre öncesine kadar Çin'in kalabalık nüfusuna istihdam sağlamanın yolunun, doymak bilmez ABD'li tüketicilere yönelik mamul ihracatından geçiyor olmasında gizli. İhraç edilen malların karşı konulamayacak kadar ucuz olmasını garanti altına almak için –bazı yorumcuların Bretton Woods II olarak adlandırdığı Asya'daki kur sabitleme sisteminin bir parçası olarak– Çin'in kendi para biriminin değerlenmesi yönündeki baskılarla dünya piyasalarında milyarlarca dolar satın alarak mücadele etmesi gerekiyordu.[109] 2006 yılında Çin'in dolar varlıkları bir trilyon dolar sınırını geçti. (Önem arz eden bir husus da Çin'in yabancı para rezervlerindeki net artışın, ABD hazinesinin ve kamu kurumlarının çıkardığı tahvillerin tutarıyla örtüşmesidir.) Amerika açısından bakarsak, eski güzel günleri devam ettirmenin tek yolu ucuz Çin mallarını ithal etmekten geçmektedir. Ayrıca üretimi Çin'e kaydıran Amerikan şirketleri, ucuz işgücünden faydalanabilmektedir. Ve en önemlisi People's Bank of China'ya milyarlarca dolar tutarında tahvil satan ABD, bu sayede gayet düşük seyreden faiz oranlarından faydalanabilmiştir.

Dünyanın yüzölçümünün onda birine, nüfusunun ise dörtte birine sahip olan, küresel GSYİH'nın üçte birini ve geçtiğimiz sekiz yıl içinde küresel ekonomik büyümenin yarısını yaratan muhteşem ülke Çimerika'ya –Çin ve Amerika– hoş geldiniz. Bir süre için her şey tozpembeydi. Doğu Çimerika'dakiler para biriktiriyorlar, Batı Çimerika'dakiler para harcıyordu. Çin'in ihracatı, ABD'deki enflasyonu düşük tutuyordu. Çin'in tasarrufları ABD'deki faiz oranlarının artmasına engel oluyordu. Çinli işgücü, ABD'nin ücret maliyetlerini düşürüyordu. Sonuç olarak ucuz borçlanılabiliyor, şirketler yüksek kârlar elde edebiliyordu. Çimerika sayesinde dünyadaki reel faizler –borçlanmanın enflasyon sonrası maliyeti– geçtiğimiz on beş yılın ortalamasının yüzde otuz beş altındaydı. Çimerika sayesinde 2006 yılında Amerikan şirketlerinin kârlarının GSYİH'ya oranı da, önceki senelerin ortalamasının yüzde otuz beş üstündeydi. Ama bir bityeniği vardı. Çin Amerika'ya daha çok borç vermek istedikçe, Amerikalılar daha çok borçlanmak istiyorlardı. Diğer bir deyişle 2000 sonrasında banka kredileri, tahvil ihraçları ve

109 Michael Dooley, David Folkerts-Landau ve Peter Garber, "An Essay on the Revived Bretton-Woods System", NBER Çalışma Belgesi 9971 (Eylül 2003).



yeni türev sözleşmelerinde görülen artışın sebebi Çimerika'ydı. Geliri, işi ya da varlığı olmayanlara bile yüzde 100 kredi verilmesine imkân sağlayan, ABD ipotekli kredi piyasasındaki nakit bolluğunun altında yatan neden de yine Çimerika –ya da Ben Bernanke'nin ifadesiyle "Asyalı tasarruf furyası"– idi.[110]

Daha önce gördüğümüz gibi 2007'deki eşikaltı ipotekli kredi krizi, tahmin edilmesi zor bir kriz değildi. Tahmin edilmesi zor olan, Amerika'nın kendi içindeki gelişen ipotekli krediler piyasasında görülen çok sayıda temerrüdün Batı'nın finansal sistemini sarsan bir depreme dönüşmesiydi. Eşikaltı ipoteklerde yaşanan temerrütlerin teminatlandırılmış borç yükümlülükleri gibi yeni ve egzotik varlığa dayalı araçları etkileyeceğini anlayan pek fazla kimse yoktu. Kayıplar arttıkça bankalar arası borçlanmaların tıkanacağını ve kısa vadeli finansman bonosu ya da şirket tahvili çıkaranlardan istenen faizin yükseleceğini, bunun da özel sektörün borçlanma kapasitesini sıkıntılı bir şekilde daraltacağını fark edenler çok değildi. Bu kredi sıkışıklığının 1866'dan beri ilk defa bir Britanya bankasının mudi akınına uğramasına ve sonuçta da millileştirilmesine yol açacağını öngören de olmamıştı. 2007 Temmuz'unda, sıkıntı henüz başlamamışken, Amerikalı bir hedge fon yöneticisi benimle, önümüzdeki beş yıl boyunca Amerika'da bir durgunluk yaşanmayacağına dair 1'e 7 bahse girdi. Altı ay sonra "Dünyanın sonu gelmeyecek diye düşünüp, bahse girdim ama kaybettim" diyecekti. 2008'in

110 Ben Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Homer Jonnes Lecture, St Louis, Missouri (15 Nisan 2005).

Mayıs ayı gelmeden Amerika'da durgunluğun sinyalleri görülmeye başlanmıştı. Peki ya dünyanın sonu gelmiş miydi?

Mayıs 2008'de (diğer BRIC ülkeleriyle birlikte) Çin'in Amerika'daki durgunluktan hiç etkilenmemesinin pek de mümkün olmadığı anlaşıldı. ABD Çin'in en büyük ticaret ortağıydı, Çin'in ihracatının beşte biri ABD'ye gidiyordu. Diğer yandan net ihracatın Çin'in büyümesi üzerindeki etkisi geçtiğimiz yıllarda önemli ölçüde azaldı.[111] Dahası Çin'in sahip olduğu rezervler Pekin'i, zorlanmakta olan Amerikan bankalarına sermaye desteği önerebilecek güçlü bir konuma getirdi. Hedge fonların yükselişi, küresel finansın 1998 sonrasındaki yön değiştirme hikâyesinin sadece bir kısmıydı. Hikâyenin asıl önemli kısmı ticaret fazlası veren ülkelerin bu zenginliği yönetmek için oluşturdukları devlet fonlarıydı (*sovereign wealth funds*). Devlet fonları, 2007 sonu itibariyle hedge fonların toplamını geride bırakıp, devletlerin emeklilik fonlarına ve merkez bankası rezervlerine yaklaşarak 2,6 trilyon dolarlık büyüklüğe ulaştılar. Morgan Stanley'nin yaptığı bir tahmine göre fonların varlık toplamı önümüzdeki on beş yıl içinde –tüm dünyadaki finansal varlıkların yüzde 9'una denk gelecek şekilde– 27 trilyon dolara çıkabilir. Asyalı ve Ortadoğulu devlet fonları Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS ve özel sermaye şirketleri Blackstone ve Carlyle'nin de aralarında bulunduğu Batılı finans şirketlerine yatırım yapmak için 2007'de harekete geçmişlerdi. Bir süre devlet fonlarının Batılı finans sistemini kurtarma konusunda önü çekebileceği düşünüldü; bu finans tarihindeki rollerin tamamıyla değiştiğine işaretti. George Soros'un kökten piyasacılık (*market fundamentalism*) olarak eleştirdiği yaklaşımı savunanların karşısında açıklanması zor bir anormallik duruyordu: Son krizden en çok kazanç elde edenler devletlerin sahip olduğu işletmelerdi.*

Mükemmel görünen ve özünde Çimerikan olan bu çözümün Amerikan krizinde başarısız olmasının nedenleri vardı. Bir neden Çin'in ABD finans sektörü hisselerine yaptığı ilk yatırımların (Çin açısından) pek de parlak sonuçlar doğurmamasıydı.** ABD'deki durgunluğun, toplamı 62 trilyon dolara ulaşan kredi temerrüt takasları üzerindeki henüz bilinmeyen etkileri nedeniyle Pekin'in, Batı-

111 "From Mao to Mall", *The Economist*, 16 Şubat 2008.

* Bazı devlet fonlarının epey geriye giden mazileri vardır. Kuveyt Yatırım İdaresi 1953'te Singapur'un sahip olduğu Temasek 1974'te; Birleşik Arap Emirlikleri'nin sahip olduğu Abu Dabi Yatırım İdaresi 1976'da, yine Singapur'a ait GIC 1981'de kurulmuştur.

** 2007'de Morgan Stanley'nin yüzde 9,9'u için 5 milyar dolar ödeyen Çin Yatırım Şirketi'nin yönetim kurulu başkanı Lou Jiwei fırsatı, bir çiftçinin önüne çıkan bir tavşana benzetti. "Eğer büyük, şişman bir tavşan görürsek, ateş ederiz" dedi. Ama sonra da (Morgan Stanley'nin hisse fiyatındaki düşüşe istinaden) "Bazıları bizim Morgan Stanley tarafından vurulduğumuzu söyleyebilir" diye ekledi.

lı bankaların durumunun daha da kötüleşebileceğinden endişe etmesi haklı görülebilir. Bununla birlikte Çimerika'nın içinde ciddi bir siyasi gerginlik olduğu da sezilebiliyor. Bir süredir Amerikan Kongresi'nde Çin'in parasının değerine müdahale edip, haksız rekabet yarattığı yolunda eleştiriler yapılıyor. ABD'deki durgunluk derinleştikçe, şikâyetler de yükseliyor. Fakat devlet fonlarındaki faizin neredeyse sıfıra düşürülmesi ve çeşitli ihalelerle birlikte bankacılık sistemine bir trilyon dolardan fazla para sokulması sonucu 2007'den bu yana ABD piyasalarında görülen parasal rahatlama da bir çeşit Amerikan müdahalesi haline geldi.[112] Krizin ilk safhasında dolar ticari rakipleri karşısında ortalama yüzde 25 değer kaybetti, yuan karşısındaki kayıp ise yüzde 9 oldu. Bu neredeyse tüm emtia piyasalarında görülen talep ve arz baskılarıyla çakışınca gıda, petrol ve hammadde fiyatlarında önemli artışlar yaşandı. Emtia fiyatlarının artması, Çin'deki enflasyonist baskıyı yoğunlaştırıp, fiyat kontrolü uygulamasına geçilmesini ve ihracata sınırlama getirilmesini zorunlu kılarken, başta Afrika'dakiler olmak üzere doğal kaynaklara erişim konusunda –Avrupalıların sinir bozucu, emperyalist bir eğilim olarak gördükleri[113]– inanılmaz bir mücadeleyi de teşvik etmiş oldu. 2008 yılında doların değer kazanması ve emtia fiyatlarının düşmesiyle bu trendlerin terse dönmesi, gerginliği azaltmadı. Hatta ABD, Çin'in Amerika'ya olan ihracatı gerilemesine rağmen, para müdahalesi iddiasını yineledi. Belki de Çimerika, isminin de çağrıştırdığı gibi chimera'dan –bir kısmı aslan, bir kısmı keçi, bir kısmı ejder olan mitolojik canavar– başka bir şey değildir.

Biraz düşünelim, belki de biz bunları yaşamıştık. Küreselleşmenin ilk çağında, yüzyıl kadar önce birçok yatırımcı dünyanın finans merkezi Britanya'yla, kıta Avrupasının en dinamik sanayileşmiş ekonomisi arasında benzer bir simbiyotik ilişki olduğunu düşünüyordu. Bahsi geçen Alman ekonomisiydi. Bugün olduğu gibi o gün de simbiyosizle çekişme arasında ince bir çizgi vardı.[114] Acaba 1914'te olduğu gibi küreselleşmenin çatırdamasını tetikleyecek bir şey olabilir mi? Bu soruya verilecek yanıt ticaret, Tayvan, Tibet ya da önemli başka bir konu yüzünden Birleşik Devletler'le Çin arasındaki siyasi ilişkilerin bozulmasıdır.[115] Se-

112 Mevcut FED politikalarının bir eleştirisi için Paul A. Volcker, "Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York" (8 Nisan 2008). Volcker'e göre FED kanunlarla kendisine tanınmış sınırlara dayanarak kararlar almıştır.

113 Jamil Anderlini, "Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies", *Financial Times*, 9 Mayıs 2008.

114 Birinci Dünya Savaşı yaşanmamış olsaydı Almanya'nın 1926 itibarıyla ihracat konusunda Britanya'yı geride bırakacağı söylenebilirdi. Hugh Neuburger ve Houston H. Stokes, "The Anglo German Trade Rivalry, 1887-1913: A Counter Outcome and Its Implications", *Social Science History, 3, 2* (Kış 1979), s. 187-201.

115 Aaron L. Friedberg, "The Furure of U.S. - China Relations: Is Conflict Inevitable?", *International Security, 30, 2* (Sonbahar 2005), s. 7-45.

naryo mantıksız gelebilir. Ama gelecekteki tarihçilerin olayları anlayabilmek için nasıl mantıklı nedenler oluşturacağını düşünmek kolay olacaktır. Savaşı savunanlar Çin'in zorlayıcı tavırlarını suçlarken, diğerleri yorgun dev Amerika'nın ihmal edilmişliğine ağıt yakacaklardır. Uluslararası ilişkiler konusunda çalışanlar savaşın nedenini serbest ticaretin ortadan kalkmasına, doğal kaynaklarla ilgili mücadeleye ya da medeniyetler çatışmasına bağlayacaktır. Olaylara tarihsel süreçlerin açıklanması yönünden bakıldığında, günümüzde büyük bir dünya yangınının başlama olasılığı, sinir bozucu olsa da, 1914'teki kadar yüksektir. 2003-2008 arasında emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışın piyasanın bilinçsizce de olsa yaklaşmakta olan çatışmayı beklediğini gösterdiğini söyleyenler bile olabilir.

Tarihten alınacak önemli bir ders ekonomik küreselleşmenin hayli ileri düzeyde olduğu ve İngilizce konuşulan bir imparatorluğun baskın konumunun sağlam göründüğü zamanlarda bile büyük savaşların patlak verebileceğidir. İkinci önemli ders ise dünyada uzun süredir büyük çatışma yaşanmamasının, böyle bir çatışmayı düşünmeyi zorlaştırmasıdır (ya da belki böyle çatışmanın başlamasını kolaylaştırmasıdır). Üçüncü ve son ders de bir kriz patlak verdiğinde, keyfi yerinde olan yatırımcıların, savaş yarası taşıyanlardan daha fazla hasar gördüğüdür. Defalarca gördüğümüz gibi gerçekten büyük olan krizler o kadar ender yaşanır ki, bugünün banka yöneticilerinin, fon idarecilerinin ya da tacirlerinin böyle bir krizi yaşamış olma ihtimalleri yoktur. Wall Street'te icra kurulu başkanlığı yapanların ortalama kariyeri yirmi beş yıldan biraz fazladır,[116] yani ABD bankacılık sisteminin başındakilerin hafızaları 1983'ten –petrol ve altın fiyatlarındaki son büyük yükselişten on yıl sonrası– geriye gitmiyor. Bu bile finansal tarih çalışmalarının yapılması için kuvvetli bir gerekçedir.

116 Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley ve JP Morgan'ın en üst düzey yöneticilerinin ortalama iş tecrübeleri yirmi beş buçuk yıldır.

SONSÖZ:
PARANIN DÜŞÜŞÜ

Bugünün finans dünyası dört bin yıllık ekonomik evrimin sonucudur. Para –borçlu ve alacaklı arasındaki o kristalize ilişki– daha büyük borçlanma ve borç vermelerin takas edildiği bankaları doğurdu. On üçüncü yüzyıl ve sonrasında devlet tahvilleri faiz ödemelerini menkul kıymetleştirirken tahvil piyasaları, menkul kıymetlerin alınıp satılması ve fiyatlanmasında, halka açık, düzenlenmiş piyasaların faydalarını ortaya çıkardı. On yedinci yüzyıldan itibaren şirket hisseleri de benzer şekilde alınıp satılabiliyordu. On sekinci yüzyılla birlikte önce sigorta sonra emeklilik fonları ölçek ekonomisinden ve ortalamalar yasasından faydalanarak hesaplanabilir risklere karşı korunma sağladılar. On dokuzuncu yüzyılda vadeli işlem ve opsiyonla birlikte özel ve karmaşık enstrümanlar, ilk türevler devreye girdi. Ve yirminci yüzyılla birlikte insanlar, siyasi nedenlerle, borçlanıp portföylerini gayri menkule kaydırmaları yönünde teşvik edildi.

Bankalar, tahvil piyasaları, hisse senedi piyasaları, sigorta ve mülkiyete dayalı demokrasi gibi kurumsal yeniliklerin hepsini bir arada barındıran ekonomiler, uzun vadede bu kurumlara sahip olamayanlardan daha başarılı oldular çünkü finansal aracılık genelde kaynakların feodalizm ya da merkezi planlamaya göre daha verimli dağılmasına imkân sağlar. Bu nedenle de Batı'nın finansal modelinin önce emperyalizm, sonra da küreselleşmeyle dünyaya yayılması pek de şaşırtıcı değildir.[1] Kısaca söylemek gerekirse antik Mezopotamya'dan günümüz Çin'ine, paranın yükselişi insanlığın gelişiminin ardındaki itici güçlerden biri olmuştur: Yenilik, aracılık ve bütünleşmeden oluşan bu karmaşık süreç, insanlığın üretim yapanın sadece kendini doyuracak kadar ürün almak için çabaladığı ilkel tarımın ağır iş yükünden ve Malthuscu nüfus döngülerinden kurtul-

1 Küreselleşmenin sınırlarıyla ilgili etkileyici bir yorum için Pankaj Ghemawat, *Redefing Global Strategy: Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter* (Boston, 2007).

masında bilimin ilerlemesi ya da hukukun gelişimi kadar önemlidir. Federal Reserve başkanlığı yapmış Frederic Mishkin'in sözleriyle "finansal sistem ekonominin beynidir... Bu sistem ekonomik faaliyetlerin temeli olan sermayenin, işletmeler ve hane halkları tarafından en üretken şekilde kullanılmasını sağlayan bir koordinasyon mekanizması gibi çalışır. Eğer sermaye yanlış kullanılırsa ya da hiç kullanılmazsa, ekonomi verimsiz ve ekonomik büyüme düşük olacaktır."[2]

Diğer yandan paranın yükselişi hiçbir zaman sorunsuz olmamıştır, olamaz da. Finans tarihi çıkış ve inişler, şişen ve patlayan balonlar, coşkular ve paniker, şoklar ve kazalar arasında gidip gelen bir lunapark trenine benzer.[3] Yakın dönemde yapılan çalışmalardan birinde 1870'den bu yana bir ülkenin GSYİH'sının yüzde 10 ya da fazlasını kaybettiği 148, tüketimin –finansal bir felakete işaret eder şekilde– yılda yüzde 3,6 düştüğü 87 kriz tespit edildi.[4] Tahmin edilemeyecek gelişmişliğe sahip kurumlar ve araçlara sahip olduğumuz bugün bile Finans Gezegeni krizler karşısında her zamanki kadar korunmasız. Öyle görünüyor ki tüm yaratıcılığımıza rağmen, tesadüflerin oyununa gelmeye[5] ve imkânsız gibi görünenin gerçekleşiyor oluşuna[6] şaşırmaya mahkûmuz. On yıllardır devam eden bir "süper balonun"[7] sancılı sönüşünü yaşıyor da olabiliriz.

Bu belirsizliğin üç temel nedeni vardır. İlk neden geleceğe –tek bir gelecek olmadığı için geleceklere demeliyiz belki de– dair birçok şeyin hesaplanabilir risklerin değil belirsizliklerin alanına girmesidir. Frank Knight'ın 1921'de öne sürdüğü gibi "Belirsizlik, hiçbir zaman ayrı tutulmadığı risk kavramından tamamen farklı olarak ele alınmalıdır... Ölçülebilir belirsizlik ya da doğru tanımıyla risk, ölçülemeyenden çok farklıdır ve aslında belirsiz de değildir." Daha basit olarak ifade edersek hayatta olanların çoğu bir zar oyunundan farklıdır. "Benzerleri olmayan ya da gerçek bir olasılık hesabı yapılmasına imkân sağlayacak bir çizel-

2 Frederic Mishkin, Weissman Center Distinguished Lecture, Baruch Collage, New York (12 Ekim 2006).

3 Larry Neal, "A Shocking View of Economic History", *Journal of Economic History, 60, 2* (2000), s. 317-334.

4 Robert J. Barro ve José F. Ursúa, "Macroeconomic Crises since 1870", *Brookings Papers on Economic Activity*. Ayrıca Robert J. Barro, "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century", Harvard University Çalışma Belgesi (4 Aralık 2005).

5 Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* (2. baskı, New York, 2005). (Yazar "fooled by randomness" diyerek hem tesadüflerin oyununa gelmeyi kastetmiş hem de yukarıdaki kitaba gönderme yapmıştır. ç. n.)

6 Aynı yazar, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (Londra, 2007). (Yazar "surprised by "black swans"" diyerek hem imkânsızın gerçekleşiyor olmasını kastetmiş hem de yukarıdaki kitaba gönderme yapmıştır. ç. n.)

7 George Soros, *the New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), s. 91. Kitap Türkiye'de *Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma* adıyla İnkılap Yayınları tarafından yayımlanmıştır. (ç. n.)

ge oluşturmaya imkân vermeyecek derecede az olan, kendine has olaylar meydana gelir"[8] ve bu tekrar tekrar olur. Aynı nokta 1937 yılında, *Genel Teori*'sine yönelik bir eleştiriye verdiği yanıtta Keynes tarafından harikulade bir şekilde ifade edilmiştir:

> "Belirsiz bilgi" derken sadece kesin olarak bilinenle, olması muhtemel olanı ayırmayı kastetmiyorum. Bu anlamda rulet oyunu belirsizliğin konusu değildir... Kaç yıl yaşayacağınız çok az belirsizdir. Havanın nasıl olacağı bile kısmen belirsizdir. Burada terimi Avrupa'da savaş çıkma ihtimalinin ya da yirmi yıl sonraki faiz oranlarının belirsiz oluşu anlamıyla kullanıyorum... Bu olaylarla ilgili olasılık hesabı yapılmasına imkân sağlayacak bir bilimsel taban yok. Ne olacağını bilmiyoruz, o kadar.*

Keynes yatırımcıların bazı durumlarda nasıl olup da rasyonel, ekonomik insanlar gibi görünmemizi sağlayacak şekilde hareket etmeyi başardıkları üzerine hipotez kurmaya devam etti:

1. Şu anın gelecekle ilgili olarak geçmiş tecrübelerin gözden geçirilmesinden daha işe yarar bir rehber olduğunu varsayarız. Başka bir deyişle hakkında hiçbir şey bilmediğimiz esas konuyla ilgili gelecekte olabilecek değişiklikleri büyük ölçüde göz ardı ederiz.
2. Fiyatlarda ifade edilen mevcut görüşün ve mevcut üretim yapısının gelecekle ilgili beklentilerin doğru sonucu olduğunu varsayarız.
3. Kendi yargımızın değersiz olduğunu bildiğimizden, dünyanın geri kalanının –belki de daha fazla bilgiyle oluşmuş– yargısı karşısında geri çekilmeye çalışırız. Yani çoğunluğun ya da ortalamanın davranışlarına uyum göstermeye çabalarız.[9]

Yatırımcıların davranışlarıyla ilgili yorumlarının doğruluğu tartışmaya açık olsa da, Keynes'in doğru çizgide düşündüğü kesin. Bireylerin sezgisel yanlılıklarının finansal piyasalarda oynaklığa yol açmada kritik bir rol oynadığına şüphe yok.

Bu da bizi finansal sistemin barındırdığı istikrarsızlığın ikinci nedenine, insan davranışına getiriyor. Daha önce de gördüğümüz gibi finansal kurumla-

8 Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (Boston, 1921).

9 John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment", *Economic Journal, 51, 2* (1937), s. 214.

* Peter Bernstein'ın dediği gibi "Biz geçmiş verileri alırız... ama geçmiş veri... olasılık hesabında ihtiyaç duyulan bir bağımsız gözlemler seti değil bir olaylar silsilesidir. Tarih bize... farklı ve rastgele dağıtılmış rakamlardan oluşan binlerce değil tek bir piyasa verir." Larry Neal'in gözlemlediği gibi aynı sorun –örneklemin sadece bir öğeden oluşuyor oluşu– finansal tarihten çok daha gelişmiş bir bilim olan jeolojide de mevcuttur.

rın hepsi bizim coşkudan ümitsizliğe kayışlarımızın; kendimizi "kuyruk riski"ne karşı koruyamıyor oluşumuzun; tarihten ders almayı beceremeyişimizin insafına kalmıştır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky meşhur makalelerinde insanların basit finansal seçimler yapma durumunda kaldıklarında olasılıkları yanlış hesapladıklarını bir dizi deneyle izah ederler. Önce denek grubundakilerin her birine 1.000 İsrail poundu verirler. Sonra da a) yüzde 50 ihtimalle 1.000 pound kazanmakla, b) yüzde 100 ihtimalle 500 pound kazanmak arasında seçim yapmalarını isterler. Grubun sadece yüzde 16'sı a)'yı seçerken geri kalan yüzde 84 b)'yi seçer. Sonra gruptakilerden 2.000 İsrail pounduna sahip olduklarını düşünmelerini ve c) yüzde 50 ihtimalle 1.000 pound kaybetmek ya da d) yüzde 100 ihtimalle 500 pound kaybetmek arasında seçim yapmalarını isterler. Bu sefer çoğunluk, yüzde 69'la c)'yi seçer, d)'yi seçenler yüzde 31'de kalır. Sonuçları açısından iki problem de aynıdır. İki durumda da yüzde 50 ihtimalle 1.000 pounda, yüzde 50 ihtimalle de 2.000 pounda sahip olma (a ve c) ve kesin olarak 1.500 pounda sahip olma arasında (b ve d) bir seçim söz konusudur. Kahneman ve Tversky bu ve diğer deneyleriyle çarpıcı bir asimetriyi ortaya koyuyor: Olumlu beklentiler için riskten kaçınma, olumsuz beklentilerle ilgili risk alma. Bir kayıp, aynı orandaki bir kazançtan iki buçuk kat daha fazla etkiye sahip oluyor.[10] Değişmezlik ilkesindeki bu aksama, gerçek insanları neoklasik ekonomik teorideki, erişilebilen bilgileri ve beklenen faydayı değerlendirip, rasyonel kararlar alan ekonomik insandan (*homo economicus*) ayıran sezgisel yanlılıklara (çarpık düşünme ve öğrenme biçimleri) bir örnektir. Diğer deneyler aşağıdaki bilişsel (kognitif) tuzaklara düşmeye ne kadar meyilli olduğumuz gösteriyor:

1. *Ulaşılabilirlik önyargısı*, kararlarımızı esas ihtiyaç duyduğumuz veriler üzerine değil de, hafızamızda yer alan kolayca ulaşabileceğimiz bilgilere dayanarak vermemize yol açar.
2. *Geriye dönük önyargı*, olaylara, gerçekleşmelerinden sonra (*ex post*), gerçekleşmeleri öncesine göre (*ex ante*) daha fazla olasılık atfetmemize yol açar.
3. *Tümevarım sorunu* bizi, yetersiz bilgiden genel kurallar çıkarmaya götürür.
4. *Çakışma yanılgısı* (gerçekleşmesi konusunda) yüzde 90 olasılığa sahip yedi olayın hepsinin birlikte gerçekleşeceğini düşünüp, aşırı değerlendirme yapmaya meylerderken, yüzde 10 olasılığa sahip yedi olaydan birinin bile gerçekleşme ihtimalini göz ardı etmemizi ifade eder.
5. *Teyit etme eğilimi*, başlangıçta yaptığımız varsayımı çürüten değil, teyit eden kanıtlar arayışımıza işaret eder.

10 Daniel Kahneman ve Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica, 47, 2* (Mart 1979), s. 273.

6. *Bulaşma etkisi* aslında konuyla ilgisi olmayan ama konuya en yakın görünen bilginin kararımızı etkilemesine izin vermemizdir.
7. *Bulgusal etki*, önceden edinilmiş değer yargılarının maliyet fayda analizlerimize karışmasıdır.
8. *Ölçeği göz ardı etmek* farklı büyüklüklerdeki hasarları engellemek için doğru oranda fedakârlık yapmamızı engeller.
9. *Ölçümlemeye duyulan aşırı güven* nedeniyle tahminlerimizin sağlam olacağı güven aralıklarına gerekli önemi vermeyiz. (Bu nedenle de "en iyi durum" senaryosuyla "en muhtemel durum" senaryosu birbirine karışır.)
10. *Üçüncü kişi kayıtsızlığı* kalabalık içindeyken bireysel sorumluluktan kaçınmamızdır.[11]

İnsanlarda kuvvetli bir yanılma ihtimali olduğundan hâlâ şüphe ediyorsanız kendinize şu soruyu sorun. Bir beyzbol sopası ve bir beyzbol topu beraber 1,10 pound tutmaktadır ve sopa toptan 1 pound daha pahalıdır. Topun fiyatı nedir? İki kişiden birinin verdiği yanlış yanıt 10 penidir. Doğru yanıt ise 5 penidir, çünkü ancak sopa 1,05 pound, top da 5 peni olduğunda iki koşul da sağlanmış olur.[12]

Finansal piyasaların nasıl çalıştığı hakkındaki anlayışımızı kökünden etkileyebilecek bir disiplin varsa, o yeni yeni filizlenen davranışsal finanstır.[13] Piyasaların verimliliği hipotezine dayanan çalışmaların ne kadarının bu yeni disiplinin sorgulamalarına dayanabileceği meçhuldür.[14] "Kalabalığın aklına"[15] güvenenler, (sıradan insanlardan oluşan) büyük bir grubun, uzman oldukları kabul edilen az sayıda insanın oluşturduğu gruba göre daha doğru değerlendirmeler yapacağını kabul etmiş olurlar. Ama bu bize fazla bir şey anlatmaz. Ekonomik tahminlerde bulunmanın zorluklarını gösteren eski bir şaka vardır:[16] "Makro iktisatçılar son beş durgunluktan dokuzunu tahmin etmişlerdi." Diğer yandan insan psikolojisini iyi bilenler kalabalıklardan akıl kadar çılgınlık da beklenme-

11 Nick Bostrom ve Milan Cirkovic'in editörlüğünü yaptığı *Global Catastrophic Risks* (Oxford University Press, 2008) içinde Eliezer Yudkowsky, "Cognitive Biases Potentially Affecting Judgement of Global Risks", s. 91-119. Ayrıca Michael J. Mauboussin, *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* (New York / Chichester, 2006).

12 Mark Buchanan, *The Social Atom: Why the Rich Get Richer, Cheater Get Cought, and Your Neighbour Looks Like You* (New York, 2007), s. 54.

13 Konuya giriş için Andrei Sgleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford, 2000). Bazı uygulamalar için Richard H. Thaler ve Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, 2008).

14 Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).

15 James Surowiecki, The Wisdom of Crowds (New York, 2005); Ian Ayres, *Supercrunchers: How Anything Can Be Predicted* (Londra, 2007).

16 Daniel Gross, "The Forecast for Forecasters is Dismal", *New York Times,* 4 Mart 2007.

si gerektiğini bilirler.[17] Buna iyi bir örnek 2007'nin ilk yarısında dünyanın neredeyse hiçbir yerindeki yatırımcıların büyük bir likidite krizi çıkmasını beklemiyor oluşlarıdır (bakınız 1. Bölüm). Bu noktada Eliezer Yudkowsky'nin mükemmel değerlendirmesine kulak verebiliriz:

> İnsanlar kendilerine çok güveniyor ya da çok iyimser olabilirler. Diğerlerini hiçe sayarak sadece gelecekteki belli senaryolara odaklanabilirler. Hatırlarına geçmiş [likidite krizleri] gelmiyor olabilir. Geçmişin tahmin edilebilirliğini fazla önemseyip, geleceğin sürprizlerine gereken önemi vermeyebilirler. Geriye dönük değerlendirmeler olmaksızın [likidite krizlerine yönelik] hazırlık yapmanın zorluğunu fark etmeyebilirler. Bahse konu ettikleri şeyin değerini göz ardı ederek, yüksek ödüllü bahislere girebilirler. Teknojinin faydalarıyla ilgili olumlu bilgileri [örn. Kredi temerrüt takası] teknolojinin getirdiği risklerle ilgili bilgilerle karıştırabilirler. Zihinleri [finansal sistemin] kurtulmasıyla sona eren filmler tarafından kirletilebilir... Ya da [bir likidite krizinin] yol açacağı olası tatsızlıklar, insanları [likiditenin] kurumayacağına dair gerekçeler aramaya iterken, [likiditenin] neden kuruyabileceğiyle ilgili araştırma yapılmayabilir. Ama eğer soru "Neden daha fazla insan bir şeyler yapmıyor?" ise, yanıt insanların da, temkinli ve sakin görünüp tepki veren biri olup olmadığını anlamak için etrafa göz gezdirirken kendilerine aynı soruyu sormalarıdır.[18]

Bilişsel çarpıtmalarımızın çoğu evrimin sonucudur. Finans tarihinin izlediği değişken yolun üçüncü sebebi de, analoji yoluyla da olsa evrim teorisiyle ilişkilidir. Finansın Darwinci bir yönünün olduğu söylenegelir. "Uyum sağlayan, ayakta kalır" agresif yatırımcıların kullanmayı sevdiği bir kalıptır; daha önce de gördüğümüz yatırım bankaları "Mükemmelliğin Evrimi" gibi başlıklar taşıyan konferanslar düzenlemeyi severler. Ama 2007'de ABD'de yaşanan kriz bu tür kalıpların kullanılırlığını artırdı. 2007'nin ikinci yarısında finansal yok oluştan bahseden bir tek ABD Hazine Bakan Yardımcısı Anthony W. Ryan değildi. Massachusetts Institute of Technology, Finansal Mühendislik Labaratuvarı'ndan Andrew Lo piyasaları uyum sağlayan sistemler olarak yeniden kavramsallaştırma çabasının öncülerindendir.[19] Tarih içinde finansal hizmetlerin gelişimi incelendiğinde evrimsel süreçlerin doğal dünyada olduğu kadar finans dünyasında da mevcut olduğu öne sürülebilir.[20]

17 1841'de yayımlanan klasik eser, Charles MacKay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (New York, 2003 [1841]).

18 Yudkowsky, "Cognitive Biases", s. 110.

19 Lo'nun çalışmalarına bir giriş için Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, 4. bölüm. Ayrıca "Quants Adapting to a Darwinian Analysis", *Financial Times*, 19 Mayıs 2008.

20 Niall Ferguson ve Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making sense of the Past, Preparing for the Future* (Londra / New York, 2007).

Darwinci sürecin ekonomide de işlediği görüşü yeni değildir. Evrimsel iktisat son on altı yıldır kendine ait bir dergisi olan, yerleşmiş bir alt disiplindir.[21] Thorstein Veblen "İktisat neden evrimsel bir bilim değil?" sorusunu 1898'de sormuştur.[22] Joseph Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* kitabının finansa da uyarlanabilecek bir paragrafında sanayi kapitalizmini evrimsel bir süreç olarak karakterize ediyor:

> Bu evrimsel karakter ... sadece ekonomik hayatın, değişen ve değişimiyle ekonomik faaliyetlerin verilerini değiştiren bir sosyal ve doğal çevre içinde devam etmesinden kaynaklanmamaktadır; bu durum önemlidir ve bu değişimler (savaşlar, devrimler vb) çoğu zaman endüstriyel değişimi koşullarlar ama o değişimin ana tetikleyicisi değillerdir. Evrimsel karakter nüfus ya da sermayedeki yarı otonom artışlara ya da aynı şeyin geçerli olduğu parasal sistemlerin aşırılıklarına da bağlı değildir. Kapitalist motoru çalıştıran ve çalışır tutan yeni tüketim malları, yeni üretim ya da nakliye yöntemleri, yeni piyasalar, kapitalist şirketlerin yarattığı yeni endüstriyel organizasyonlardır ... İç ya da dış yeni piyasaların devreye girmesi ve küçük atölyelerden US Steall gibi şirketlere uzanan organizasyonel gelişim, ekonomik yapıyı sürekli olarak içeriden değiştiren, sürekli olarak eskiyi yok eden, sürekli yeniyi yaratan –biyoloji terimini kullanmam gerekirse– endüstriyel mutasyon sürecini tanımlar. Bu Yaratıcı Yıkım süreci kapitalizmin temel özelliğidir.[23]

Yakın zamanda yapılan bir araştırmadan çıkan önemli sonuçlardan biri modern bir ekonomide ne kadar fazla "yıkım" olduğudur. Her yıl ABD'deki on şirketten biri yok olur. 1989 ve 1997 arasında toplam 5,7 milyon şirketten, her yıl 611 bini yok oldu. Yıllık yok olma oranının yüzde 10 olduğu not edilmelidir; bazı sektörlerde, kötü bir yılda bu oran (Tasarruf ve Kredi krizi esnasında District of Columbia'da olduğu gibi) yüzde 20'ye çıkabilmektedir.[24] Birleşik Krallık Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'na göre her üç yılda bir, vergi kaydı olan işletmelerin yüzde 30'u yok olmaktadır.[25] İlk yıllarda ayakta kalmayı becerip, sonra başarılı da olsalar,

21 *The Journal of Evolutionary Economics*. Bu alandaki ufuk açıcı çalışmalardan bazıları, A. A. Alchian, "Uncertainty, Evolution and Economic Theory", *Journal of Political Economy, 58* (1950), s. 211-212 ve R. R. Nelson ve S. G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change* (Cambridge, MA, 1982).

22 Thorstein Veblen, "Why is Economics Not an Evolutionary Science?", *Quarterly Journal of Economics, 12* (1898), s. 373-397.

23 Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (Londra, 1987 [1943]), s. 80-84.

24 Paul Ormerod, *Why Most Things Fail: Evolution, Extinction and Economics* (Londra, 2005), s. 180.

25 Jonathan Guthrie, "How the Old Corporate Tortoise Wins the Race", *Financial Times*, 15 Şubat 2007.

firmaların çoğu sonunda kapanır. 1912'de dünyanın en büyük 100'ü içinde olan şirketlerden 29'u 1995'e kadar iflas etmiştir; 48 şirket kapanmış ve sadece 19 tanesi ilk yüz içindeki yerini koruyabilmiştir.[26] Bankaların ve hisse senedi piyasalarının işinin büyük kısmının şirketlere finansman sağlamak olduğu düşünülürse, finans dünyasında da benzer bir yıkımı görmeye şaşırmamalıyız. Hedge fonlar arasındaki yüksek zayiat oranından bahsetmiştik. Daha çok bankanın batmamasının sebebi –göreceğimiz gibi– gizli ya da açık olarak devletlerce çöküşe karşı korunuyor olmalarıdır.

Gerçek evrimsel bir sistemle finans dünyasının paylaştığı özellikler nelerdir? İlk akla gelen altı özellik şunlardır:

- *Genler;* bazı iş *yö*ntemleri genlerin biyolojide oynadığı rolü oynarlar. Onlar sayesinde bilgi organizasyonel hafızada saklanır ve yeni bir şirket kurulduğunda bireyden bireye ya da şirketten şirkete aktarılır.
- Ekonomi dünyasında teknolojik inovasyon olarak adlandırılan (ama her zaman teknoliyle ilgili olmak zorunda da olmayan) *kendiliğinden dönüşme* potansiyeli.
- Benzer konumda olan bireyler arasında kaynakları elde etmek için yapılan ve elde edilecek uzun ömürlülük ve yaygınlaşma sonuçlarıyla hangi iş uygulamalarının ayakta kalacağını belirleyecek mücadele.
- Sermayenin ve insan kaynaklarının piyasa tarafından dağıtılmasıyla gerçekleşen bir doğal ayıklanma mekanizması ve düşük performans sergileyen vakalarda ölüm ihtimali.
- Çeşitlenme fırsatı, tamamıyla yeni finansal kurumlar yaratmak suretiyle biyoçeşitliliği devam ettirmek.
- Bazı türlerin tamamıyla ölmesiyle birlikte tümden yok olma ihtimali.

Finansal tarih kurumsal değişimin ve doğal ayıklamanın sonucudur. Bunda "tesadüfi sapma" (doğal ayıklanma tarafından harekete geçirilmeyen, kendiliğinden olan inovasyon ya da dönüşümler) ve "akış"ın da (Çinli bankaların Amerikan uygulamalarını uyarladıklarında ortaya çıkan inovasyon ve dönüşümler) rolü vardır. Bazen (hedge fonlar ve çalıştıkları aracı kurumlarda olduğu gibi) birlikte evrimleşme de söz konusu olabilir. Ama piyasanın yaptığı seçim ana tetikleyicidir. Finansal organizmalar sınırlı kaynaklar için birbirleriyle yarışırlar. Belli yer ve zamanlarda, belli türler baskın hale gelebilir. Ama rakip türlerin yapa-

26 N. R. Lamoreaux, D. M. G. Raff ve P. Temin'in editörlüğünü yaptığı *Learning by Doing in Markets, Firms and Countries* (Cambridge, MA, 1999) içinde Leslie Hannah, "Marshall's 'Trees' and the Global 'Forest': Were 'Giant Redwoods' Different?", s. 253-294.

cağı buluşlar, tamamıyla yeni türlerin ortaya çıkışı, sürekli bir hiyerarşinin ya da monokültürün ortaya çıkmasını engeller. Kabaca söylemek gerekirse "uyum gösteren ayakta kalır" ilkesi devreye girer. Kendini çoğaltma ve kendini devam ettirme konusunda gelişmiş "bencil gen"e sahip kurumlar üreyecek ve var olmaya devam edeceklerdir.[27]

Tüm bunların mükemmel organizmanın evrilmesi şeklinde sonuçlanmayabileceğini de unutmayın. Yeterince iyi olan bir dönüşüm, evrimsel sürecin başlangıç anındaki koşullara karşı hassas olması nedeniyle, ancak doğru zamanda, doğru yerde gerçekleşirse baskınlık kazanabilir; yani başlangıçta, aslında en iyi olmayanın sahip olduğu küçük bir avantaj uzun süreli bir baskınlığa dönüşebilir. Akılda tutulması faydalı olan bir husus da doğadaki evrimin, (özellikle de Herbert Spencer'ın takipçileri tarafından) hep düşünüldüğü gibi tedrici olmadığıdır. Dünyadaki türlerin büyük kısmını oluşturan prokaryotlar misali, tefeciler gibi ilkel finansal yaşam formları unutulmaya mahkûm değildir. Evrimleşmiş karmaşıklık bir organizmayı ya da şirketi –birçok hayvan ve bitki türünün kaderi olan– yok olmaktan kurtaramaz.

Bu evrimsel analojinin eksiklerinin olduğunu kabul etmek gerekir. Doğada bir organizma diğer bir organizmayı yuttuğunda bunun adı sadece yemektir ama finansal hizmetler dünyasında birleşme ve satın almalar doğrudan değişime yol açabilir. Finansal organizmalar arasında –bazı finansal işlemleri anlatmak için cinsel içerikli bir sokak dili kullanılıyor olsa da– hayvanlar alemindeki eşeyli üremenin muadili yoktur. Finansal dönüşümlerin çoğu tesadüfi değişimlerden ziyade planlı ve bilinçli buluşlardır. Hatta bir şirket kendi ömrü boyunca etrafındaki değişime uyum sağlayabileceği için, (kültürel evrim gibi) finansal evrim Darwinci'den ziyade Lamarkçı bir karaktere sahiptir. Aşağıda iki önemli farkı daha tartışacağız. Yine de finansal değişimi anlama konusunda evrimden daha iyi model yoktur.

Alman sosyalist Rudolf Hilferding doksan yıl önce, mülkiyetin, önüne geçilmez bir şekilde finans kapitalde yoğunlaşacağını öngörmüştü.[28] Klasik finansal gelişim bakış açısı, süreci, ayakta kalmayı başarmış, büyük şirketlerin açısından görür. Citigroup'un aile ağacına bakıldığında aralarında 1812'de kurulmuş City Bank of New York'un da bulunduğu birçok küçük firmanın zaman içinde tek bir gövdede birleşerek bugünkü şirketler grubunu oluşturduğu görülür. (Diğer yan-

27 Buradaki gönderme tabii ki Richard Dawkins'in *The Selfish Gene* (2. baskı, Oxford, 1989) kitabına.

28 Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (Londra, 2006 [1919]).

dan bu örnek finansal evrimin uzun vadeli analizi için uygun değildir zira başlagıçtan itibaren ortak bir gövde vardır.) Belli aralıklarla, yeni banka türleri ve finansal kurumlar geliştikçe gövdeden dallar çıkar. Şirketlerden birinin diğer küçük şirketleri yutuyor olması çok da önemli değildir. Evrim sürecinde de hayvanlar diğer hayvanları yerler ama evrimsel dönüşümü ya da yeni türlerin, alt türlerin ortaya çıkışını tetikleyen bu değildir. Yani ölçek ekonomisi ve büyüklük her zaman için finans tarihindeki itici güç olmamışlardır. Esas itici güçler türleşme –yepyeni şirket türlerinin yaratılması– ve güçsüz firmaların ölmesine dayalı olan yaratıcı yıkım olmuştur.

Önemli ölçüde biyoçeşitlilik barındıran bireysel ve ticari bankacılık örneklerini ele alalım. Citigroup ya da Bank of America gibi devlerle birlikte Kuzey Amerika ve Avrupa'da hayli parçalanmış bir bireysel bankacılık piyasası bulunmaktadır. Son yıllarda en fazla gelişme (özellikle Tasarruf ve Kredi krizi sonrasında yaşanan) birleşmelerin ve mülkiyet yapısında değişimlerin yaşandığı kooperatif bankacılığı alanında olmuştur. Bu konu üzerine düşünmeye başladığımda dünya üzerinde ortadan yok olmaya yüz tutmuş tek banka türünün, özelleştirme furyası tarafından süpürülen devlet bankaları olduğunu düşündüm. Ama son finansal kriz bu düşünceyi sorgulamamızı gerektiriyor. Northern Rock'ın devletleştirilmesiyle devlet mülkiyeti önemli bir geri dönüş yaşadı. Kitabın yeni basımı için bu son sözü gözden geçirdiğim esnada ABD yönetiminin Citibank, Bank of America ya da ödeme güçlüğü çeken diğer kurumların kontrolünü almak zorunda kalabileceği gündemdeydi.

Son yıllarda gerçek evrimsel bir sistemden bekleyebileceğimiz türleşmeyi yani yeni tip finansal kurumların ortaya çıkışını da görebiliyoruz. Uzmanlaştığı tek alanda çalışan finansal hizmet firmaları ortaya çıktı, özellikle de (*Capital One* benzerleri) tüketici finansmanı alanında. Bir grup butik kurum özel bankacılık alanında faaliyet gösteriyor. Telefon ve internete dayanan doğrudan bankacılık da yeni ve büyüyen bir olgu. Yatırım bankacılığı alanında devler faaliyet gösteriyor olsa da hedge fonlar ve özel sermaye ortaklıkları gibi yeni ve gözü açık türler belirdi. Ve 6. Bölüm'de gördüğümüz gibi mamul mal ya da enerji ihraç eden ülkelerde hızla biriken (dolar ve euro cinsinden) rezervler devlet fonlarının ortaya çıkmasını sağladı.

Yeni finansal şirket türlerinde görülen hızlı çoğalma finansal varlıklarda ve hizmetlerde de görülüyor. 2007 öncesi dönemde yatırımcıların ipotekli kredilere ya da diğer varlığa dayalı menkul kıymetlere gösterdikleri talep önemli ölçüde çoğalmıştı. Çoğunluğu halka açık piyasalar yerine türev enstrümanları satanlar için daha kârlı olsa da enstrümanlarda standartlaşma olmadığı ve kriz dönem-

lerinde yasal mevzuların nasıl çözüleceği bilinmediği için istenmeyen, tatsız sonuçlara yol açabilecek şekilde tezgâh üstü işlemlerle, ısmarlama usulü alınıp satılan türevlerin kullanımı da hayli artmıştı.

Evrimsel bir ifadeyle finansal hizmetlerin geçtiğimiz yirmi yıl içinde Kambriyen Patlama yaşadığı, var olan türlerin çoğaldığı ve yeni türlerin sayısının arttığı söylenebilir. Doğada olduğu gibi devlerin varlığı evrimi ve küçük türlerin varlıklarını sürdürmelerini engellememiştir. Doğada olduğu gibi finansta da boyut her şey değildir. Hatta halka açık şirketlerin giderek daha büyük ve karmaşık hale gelmeleri –şirket içi bürokrasinin yarattığı verimsizlik ve üçer aylık dönemlerle raporlama yapma baskısı– yeni özel şirketlerin kurulmasına imkân hazırladı. Evrimde önemli olan boyutunuz ya da karmaşıklığınız değildir. Önemli olan hayatta kalma ve genlerinizi üretme konusunda başarılı olmanızdır. Bunun finanstaki yansıması da sermayenize iyi bir getiri elde etmeniz ve benzer bir iş modeli kullanan taklitçileri dölleyebilmenizdir. Finans dünyasında, değişim ve türleşme çevreye ve rekabete verilen tepkiler olarak ortaya çıkar ve doğal ayıklanma hangi yeni (genetik) özelliklerin yayılacağını belirler. Bazen evrimsel süreç, doğadakine benzer olarak jeopolitik şoklarla ve finansal krizlerle kesintiye uğrar. Fakat kretase döneminde türlerin yüzde 85'inin yok olmasına yol açan dev asteroitin aksine finansal krizler finansal sistemin dışından değil içinden gelen şoklardır. 1930'lardaki Büyük Buhran ve 1970'lerdeki Büyük Enflasyon dönemleri, büyük çapta yok oluşların yaşandığı (1930'larda bankalar, 1980'lerde Kredi ve Tasarruf kurumları) evrimsel süreçteki önemli kesintilerdir. İçinde olduğumuz şu dönemde de benzer şeyler yaşıyoruz.

2007 yazında kredi kullanım koşullarında ve varlık fiyatlarında yaşanan hızlı bozulma, hedge fonlar için akut sorunlar yaratıp, onları paralarını geri isteyen yatırımcılar karşısında korunmasız bıraktı. Hatta krizin ilk safhalarında iyi performans sergileyen (Ken Griffin'in Citadel'i gibi) fonlar bile 2008'de yüklü oranda zarar etti. Ama krizin asıl önemli etkisi bankalar üzerinde yarattığı yıkıcı etki oldu. IMF'nin tahminlerine göre ABD menşeli varlığa dayalı menkul kıymetlerle diğer riskli borçların dünya çapında neden olduğu zarar 2,2 trilyon dolara ulaştı. Bu satırları yazdığım Şubat 2009 itibariyle finansal kurumlar 1,1 trilyon dolarlık değer düşüklüğünü defterlerine kaydetmişlerdi, yani muhtemel zararların sadece yarısı gün yüzüne çıkmıştı. Krizin başlangıcından bu yana 494 milyar dolar değer düşüklüğü kaydeden ABD bankaları 50 milyarlık eksikle, 448 milyar dolarlık sermaye artırımına gittiler. Bankaların sermaye yeterlilik rasyolarını genelde yüzde 10'un altında tutmaya çalıştıkları için bilançolarını 500 milyar dolar daraltmaları gerekebilir. Fakat bilanço dışı tutulan, yapılandırılmış ya-

tırım araçları (*structured investment vehicles*) ve kanallardan (*conduit*) oluşan gölge bankacılık sisteminin çöküşüyle yeniden banka bilançolarına eklenen varlık ve yükümlülükler nedeniyle bu daralmayı gerçekleştirmek kolay değil. Hatta finans dışı kurumların önceden yapılmış anlaşmalar doğrultusunda, likiditelerini artırmak için kullandıkları yeni krediler bankaların varlıklarının daha da artmasına yol açıyor.

Kriz bankaların sermaye yeterlilikleriyle ilgili (Basel I ve Basel II)* uluslararası antlaşmalardaki temel eksiklikleri de ortaya çıkardı. Mesela bugün Avrupa'daki bankaların sermaye yeterlilik oranı yüzde 10'un hayli altında (yüzde 4 kadar düşük bile olabilir), bu oran yirminci yüzyılın başlarında yüzde 25'lerdeydi. Başka bir açıdan bakıldığında kriz öncesi dönemde kaldıraç oranının (varlıkların sermayeye oranı) aşırı yükselmesine izin verildi. Mesela Eylül 2008'de Bank of America'nın kaldıraç oranı 73,7'ydi (yani sermayesi varlıklarının sadece yüzde 1,4'ydü). Eğer bilanço dışı yükümlülükler de ilave edilirse kaldıraç oranı sarsıcı şekilde 134'e çıkıyordu. Bunun bir sebebi 1974'te GSYİH'nın yüzde 160'ı civarında olan toplam borcun (finansal borçlar, şirket borçları, hane halklarının ve devletin borçları) 2008'de GSYİH'nın yüzde 350'sine çıkmasıydı. Hane halklarının borç düzeyinin artmasının önemini anlamak için, ipotekli kredilerin sağladığı kaynağın körüklediği tüketim ayrı tutulduğunda George W. Bush'un başkanlığı döneminde ABD ekonomisindeki büyümenin sadece yüzde 1'le sınırlı kalacağını bilmek yeterlidir. Bu kaldıraç dönemi artık sona eriyor.

Yaşanan finansal kriz risk yönetimiyle bilanço yönetimini ayırmanın, riskin finansal sistem içinde en uygun şekilde dağılmasını sağlayacağına inananların umutlarının boşa çıkmasına neden oldu. Tam tersine, riskin çok büyük kısmı finansal sistemin merkezinde öbeklendi. Dahası –en revaçta olduğu dönemde kredilerin yüzde yirmisini oluşturan– menkul kıymetleştirmenin ne kadar hassas olduğu ortaya çıktı.

Evrimsel dille ifade etmek gerekirse bu kriz bir büyük yok oluşa neden oldu bile. Bir zamanlar Wall Street'in önemli aktörleri olan yatırım bankaları, ortadan kayboldu: Ya Lehman Brother'da olduğu gibi battılar, ya Bear Stearns ve Mer-

* 1988'de varılan Basel I mutabakatına göre bankaların varlıkları kredi risklerine göre beş ayrı katogoriye ayrılıyor. Risk ağırlıkları (ev sahibi ülkenin devlet tahvilleri) sıfır ve (şirket tahvil ve bonoları) yüz arasında değişiyor. Uluslararası bankaların risk ağırlıklı varlıklarının yüzde 8'i oranında sermaye sahibi olması gerekiyor. İlk olarak 2004'te yayımlanan fakat tedrici olarak uygulamaya geçirilen Basel II, kredi riski, operasyon riski ve hesaplanmasında riske tabi varlık (*value at risk*) modeli kullanılması gereken piyasa riskini ayrıştırarak daha karmaşık kuralları gündeme getirdi. 2007-2008'den sonra, likidite riski "risk bakiyesi" başlığı altındaki diğer risklerle birleştirildi. Bu tür uygulamalar bankaların sermayelerini sınırlı tutup sermaye kârlılık oranını yükseltme hedefleriyle tabii ki örtüşmemektedir.

rill Lynch gibi ticari bankalar tarafından satın alındılar ya da Goldman Sachs ve Morgan Stanley gibi ayakta kalabilmek için banka-holdinglere dönüştüler. Görünen o ki tahvil ihraç eden şirketler de yok olmaya mahkûmlar. Diğer bir finansal sektörde ise yok olmaktan değil ama nüfustaki düşüşten bahsedebiliriz. Atlantik'in iki kıyısındaki ticari bankalar için de krizi atlatmanın yolu –güçlünün zayıfı yutacağı– satın alma ve birleşmelerden geçiyor gibi. Geçtiğimiz yıl Bank of America'dan Ken Lewis, Amerika'daki 8.500 bankanın sadece yarısının krizden sağlam çıkacağı tahmininde bulundu. Lewis'in Merrill Lynch'in satınalımı nedeniyle yaşadığı zorlukların diğer potansiyel alıcıları yüreklendirdiği söylenemez. Zayıf olanın müşterisiz kaldığı ya da güçlü olan tarafından satın alındığı hedge fonların sayısının da en az üçte bir oranında düşmesi bekleniyor.*

Finansal kriz sonrası yepyeni finansal kurumların ortaya çıkması da muhtemeldir. Andrew Lo'nun dediği gibi "Piyasalarda yaşanan geçmiş orman yangınlarından sonra olduğu gibi, flora ve fauna da inanılmaz bir canlanma görme ihtimalimiz yüksek."[29] Önümüzde, işlemlerden ziyade ilişkilere odaklanan, birçok bankanın kaybettiği güven duygusunu tesis etmeyi hedefleyen eski tarz bir ticari banka kurmak için iyi bir fırsat olabilir.

Doğa ve finans arasında bir başka büyük fark daha vardır. Biyolojide evrim, değişimin rasgele olduğu (Richard Dawkins'in *Kör Saatçi*'de değindiği gibi) doğal ortamda gerçekleşirken finansal hizmetlerdeki evrim – Darwin karşıtı yaratılışçılardan ödünç alınan bir kavramla – akıllı tasarımın rol oynadığı kontrol edilen bir çerçevede gerçekleşir. Düzenlemelerdeki ani değişiklikler, doğadaki çevresel değişikliklere denk gelen makro ekonomik değişikliklerden farklıdır. Fark, düzenlemelerdeki değişikliklerin barındırdığı içselliktir. Değişikliklerden sorumlu olanlar çoğu zaman özel sektörün nasıl işlediğini iyi bilen, avcılığı bırakıp, orman bekçiliğine soyunmuş olanlardır. Sonuçtaki etki iklim değişikliğinin biyolojik evrim üzerindeki etkisine benzer. Yeni kurallar ve düzenlemeler daha önceden iyi olan özellikleri bir anda dezavantajlı hale getirebilir. Mesela ABD'de Kredi ve Tasarruf kurumlarının yükselişi ve çöküşü, düzenlemelerdeki değişikliklerden kaynaklanmıştı. Son finansal krizin öncesinde düzenlemelerde yapılabilecek değişiklikler tahmin edilmesi zor sonuçlar doğurabilirdi.

Düzenleyicilerin amacı bankaların hizmet verdiği müşterileri ve sanayinin desteklediği reel ekonomiyi korumak için finansal hizmetler sektöründe istikrarı sağlamaktır. Finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin ekonominin ge-

29 "Fear and Loathing, and a Hint of Hope", *The Economist*, 16 Şubat 2008.

* Andrew Lo'dan bir alıntıyla: "Hedge fonlar finansın Galapagos'u gibidir... Yenilikler, evrim, rekabet, uyum, doğumlar, ölümler, evrimsel olayların tümü çok hızlı bir şekilde yaşanır."

neli ve tüketicilerin yaşamı için daha az önemli olduğu düşünülür. O yüzden de büyük finans kurumlarının bireysel müşterilerin mevduatlarını kaybetmelerine yol açacak şekilde çöküşü, düzenleyicilerin ne pahasına olursa olsun engellemek isteyeceği bir durumdur. Ağustos 2007'den bu yana tekrar sorulmaya başlanan eski bir soru, bankaları kurtarmaya yönelik açık ya da gizli taahhütlerin ahlaki bir sorunu beraberinde getirip getirmediğidir. Eğer bir kurumun çok büyük olduğu, battığı takdirde onunla birlikte birçok şirketin daha batacağı düşünülüyor ve devlet likidite sıkıntısı ya da borç ödeme zorluğu yaşadığında devreye girip siyasi açıdan hassasiyet taşıyan bu büyük kuruma yardım ediyorsa, bu durum kurumun aşırı risk almasını teşvik etmez mi? Evrimsel açıdan baktığımızda sorun biraz daha farklı görünüyor. Yaratıcı yıkım olmadan evrimsel süreç sekteye uğrayacağı için "batmasına izin verilemeyecek kadar büyük" kurumların hiç olması daha iyi olabilir. Japonya'nın 1990'lardaki tecrübesi yasa yapıcıları ve düzenleyicileri, kurumlar kötü işlediğinde bile onlara destek olunmasının bankacılık sektörünü elden çıkarılması mümkün olmayan bir mülke dönüştürebileceği konusunda uyarmaktadır. Ortak akıl Lehman Brothers'ın Eylül 2008'de batmasına izin verilmemesi gerektiğini söylüyor. Ama Merrill Lynch ve Lehman Brothers'ın o dönemde nasıl kurtarılabileceğini kestirmek zor. ABD Hazinesi'nin Lehman Brothers'ın iflasının –özellikle yabancı tahvil sahipleri üzerinde– yaratacağı etkiyi iyi hesaplayamadığına şüphe yok. Ama diğer yandan Lehman Brothers'ın iflası olmasa ve kriz daha da kötüye gitmeseydi Hazine 700 milyar dolara ulaşan Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programını nasıl onaylatabilirdi?

Finansal sistemde yaşanan her şokun sonucunda bazı zayiatlar olmalıdır. Kendi haline bırakıldığında doğal ayıklanma, genelde başarılı olanlarca yutulan piyasadaki en zayıf kurumları yok etmek için hızla çalışacaktır. Ama yasa yapıcılar ve düzenleyiciler tüketicileri/seçmenleri korumak ve finansal sistemi tekrar istikrara kavuşturmak için acele ettiklerinden birçok kriz yeni kural ve düzenlemelerin doğmasıyla sonuçlanır. Kritik olan, yok olma ihtimalinin aşırı tedbirli kurallar nedeniyle ortadan kaldırılmaması gerektiğidir. Joseph Schumpeter'in yetmiş yıl önce yazdığı gibi "Bu ekonomik sistem uyum sağlayamayanların ortadan yok olmasına dayanan nihai çözüm olmadan işleyemez." Bu da, onun görüşüne göre, "ayakta kalmaya uygun olmayan şirketlerin" yok olması anlamına gelir.[30]

Batılı hükümetlerin Eylül 2008'den bu yana aldığı olağanüstü önlemlerin finansal sistemin toptan çöküşünü engelleme konusunda arzu edilen sonucu do-

30 Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (Cambridge, MA, 1934), s. 253.

ğurup doğurmayacağını ya da finansal evrim sürecini engelleyip engellemeyeceğini görmek için biraz daha zamana ihtiyaç var. ABD'de Federal Reserve minimum borçlanma faizini sıfıra çekti. Hazine ve gerilmiş olan Federal Mevduat Sigorta Kurumu'yla birlikte finansal kurumlara kredi, sermaye desteği ve garantiler şeklinde 8 trilyon dolara varan destek sağladı. FED kredilerin menkul kıymetleştirilmesini canlandırmak için Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Kredi Kolaylığı Programı'yla (*Term Asset Backed Securities Loan Facility Program*) 1 trilyon dolar daha kaynak ayırdı. Finansal kurumların bilançolarındaki sorunlu varlıklar karşılığında likidite sağlamak amacıyla kurulacağı açıklanan Public Private Investment Fund'ın yeterli olmayacağı göz önüne alındığında, bankaların tekrar sermayelendirilmesi ya da devletleştirilmesi için daha da çok paraya ihtiyaç duyulacağı açık. Finansal sisteme yönelik tüm bu önlemlerle kıyaslandığında Obama yönetiminin 787 milyar dolarlık ekonomik canlandırma paketi devede kulak kalıyor.

Kurtarılmanın maliyeti devlet kontrolünün artması olarak ortaya çıkıyor. Amerikan bankaları yöneticilerine verecekleri ücretler ve yabancı çalıştırma konusunda kısıtlanmaya başladılar bile. Bu finansın üzerinde en son dünya savaşları esnasında gördüğümüz tarzda bir devlet kontrolünü getirebilir mi? Finansal krizin bizi bir açıdan 1940'lara geri götürdüğü kesin. Tüm bu yeni harcamalar GSYİH'nın yüzde 12'sine varacak ve 2009 yılı federal harcama bütçesinin yüzde 44'ünü oluşturacak oranda bir bütçe açığını doğuracak. Harcamalar ve vergi gelirleri arasındaki makas İkinci Dünya Savaşı'ndan beri bu kadar açılmamıştı. Kitabı yazdığım sırada gizemini koruyan konu ABD'nin 1,75 trilyon dolarlık yeni borcunu kimin alacağıydı. Çimerika ortaklığına sadık Çinliler mi? Birden tutumlu hale gelen Amerikalı hane halkları mı? Ya da para basma makineleriyle donanmış FED mi?

Bu kitabı yazarken birçok insan bana kitaba doğru ismi verip vermediğimi sordu. *Paranın Yükselişi* ismi, –özellikle Bronowski'nin *İnsanın Yükselişi* kitabına yapılan atıfı kaçıranlar tarafından– Büyük Buhran'dan bu yana görülen en kötü finansal krizle uyumsuz bir iyimserlik olarak görülebilir. Ama okuyucular finansal sistemin Mezopotamya'da borç verenlerden bu yana ne kadar yükseldiğini fark etmiş olmalı. Büyük geri dönüşler, daralmalar, silinmeler yaşandığı doğru. Ama en kötü zamanlardan bile geri dönmeyi bildik. Finansal tarihin gidişatı inişli çıkışlı olsa da, yörüngenin yukarı doğru olduğuna şüphe yok.

Anlattığım hikâye evrimsel bir hikâye olduğu için Charles Darwin'e ithafen kitaba *Finansın Çöküşü* de diyebilirdim. Bankamatiklerden para çektiğimiz-

de, maaşlarımızın bir kısmıyla tahvil ya da hisse senedi aldığımızda, arabamızı sigortalattığımızda, evlerimize ikinci kez ipotek koydurup kredi kullandığımızda ya da yükselen piyasalar karşısında kendi ülkemizin piyasasını tercih ettiğimizde tarihsel geçmişi olan işlemler yapmış oluyoruz.

Günümüzde sanki devlet finansal piyasaların alternatifiymiş gibi, "kapitalizm öldü" ya da "serbest piyasanın sonu geldi" tarzında konuşanlar var. Artık anlaşılmış olması gereken tarihi gerçeklik devletlerin ve finansal piyasaların her zaman simbiyotik bir ilişki içinde olduğudur. Doğrusu şu ki kamu finansmanındaki mecburiyetler olmasa merkez bankaları, tahvil piyasaları ve hisse senedi piyasaları belki de hiç olmayacaklardı. Parayla ilgili temel gerçeği, finansal türlerin kökenlerini tam olarak anlayana kadar anlayamayacağımıza eminim. Finansal piyasalar, Alman Cumhurbaşkanı'nın yakındığı[31] gibi haddini bildirmemiz gereken bir canavar olmaktan ziyade her gün her saat kendimizi ve çevremizdeki dünya kaynaklarını nasıl değerlediğimizi gösteren bir ayna gibidir.

Çirkinliklerimizi de güzelliğimiz kadar açık ve net gösteriyor olması, aynanın suçu değildir.

31 Bertrand Benoit ve James Wilson, "German President Complains of Financial Markets 'Monster' ", *Financial Times*, 15 Mayıs 2008.

TEŞEKKÜR

Yazı yazmak tek başına gerçekleştirilen bir eylem olsa da kitap yazmak tek kişilik bir macera değildir. Amsterdam Tarih Müzesi; Ulusal Kütüphane, Paris; the British Museum, Londra; Memphis Pamuk Borsası'ndaki Memphis Pamuk Müzesi; Hollanda Ulusal Arşivi, Lahey; Louisiana Eyalet Müzesi, New Orleans; Medici Arşivleri, Floransa Şehir Arşivi; İskoçya Ulusal Arşivi, Edinburg; Ulusal Kütüphane, Venedik; Rothschild Arşivleri, Londra ve Scottish Widows Arşivleri, Edinburg'daki çalışanlara minnettarım. Birçok öğretim görevlisi ve kütüphaneci yardım taleplerimi cömertçe kabul etti. Özellikle Melanie Aspey, Tristram Clarke, Florance Groshens, Francesco Guidi-Brucoli, Greg Lambousy, Valerie Moar, Liesbeth Strasser, Jonathan Taylor ve Lodewijk Wagenaar'a teşekkür ederim. Andrew Novo'dan da araştırmalarımla ilgili paha biçilmez bir destek aldığımı da belirtmek isterim.

Yayımlanmak üzere benimle görüşmeyi kabul eden finans uzmanlarına da özel teşekkürler: Domingo Cavallo, Joseph DiFatta, John Elick, Kenneth Griffin, William Gross, Jose Piñera, Lord Rothschild, Sör Evelyn de Rothschild, Richard Scruggs, George Soros, George Stevenson, Carmen Velasco, Paul Volcker, Sherron Watkins ve Robert Zoellick. Morgan Stanley ve GLG Partners tarafından düzenlenen etkinliklere katılanlarla yaptığım sohbetlerden de hayli faydalandım. Bu kitap hem ABD'de hem de İngiltere'de Penguin tarafından basıldı. New York'taki editörüm Ann Godoff'la çalışmak bir zevk ve ayrıcalıktı. Londra'da Simon Winder, anlaşılmazı zor olabilecek teknik dili sadeleştirdi. Michael Page de editör olarak harika bir iş çıkardı. Richard Duguid, Ruth Stimson, Rosie Glaisher, Alice Dawson, Helen Fraser, Stefan McGrath, Ruth Pinkney ve Penelope Vogler'e de teşekkürler.

Son üç kitabım gibi *Paranın Yükselişi* de başından beri kitabın yanı sıra bir televizyon programı olarak düşünüldü. Channel 4'dan Julian Bellamy, Ralph Lee, Kevin Lygo ve herkesten önce Hamish Mykura'ya teşekkür borçluyum. New York'ta W-NET/Channel 13'ten Stephen Segaller inanılmaz bir destekçim oldu. Özellik-

le Channel 13'teki Barbara Bantivoglio'nun başını çektiği fon toplama ekibine de minnettarım. Kitap da televizyon programı da Chimerica Media'daki inanılmaz ekip olmadan kotarılamazdı: Eşsiz sinematografımız Dewald Aukema, araştırmacımız Rosalind Bentley, yedek kameramanımız Vaughan Matthews, sesçilerimiz Paul Paragon ve Ronald van der Speck, yardımcı yapımcımız Joanna Potts, yapım yönetmenimiz Vivienne Steel ve prodüksiyon koordinatörlerimiz Charlotte Wilkins ve Hedda Archbold. Diğer Chimericalılar, Melanie Fall ve Adrian Pennink olmadan *Paranın Yükselişi*'nin yerden kalkamayacağını söylemeye gerek yok.

Televizyon programını çekerken birkaç aracı bize yardımcı oldu. Sergio Ballvian, Rudra Banerji, Matias de Sa Moreira, Makarena Gagliardi, Laurens Grant, Juan Harrington, Fernando Mecklenburg, Alexandra Sanchez, Tiziana Tortarolo, Khaliph Troup, Sebastiano Venturo ve Eelco Vijzelaar'a teşekkürler. Arkadaşım Chris Wilson da hiçbir uçağı kaçırmamamı sağladı.

Dünyanın en iyi yazınsal temsilcisi Andrew Wylie ve onun Britanya televizyon dünyasındaki muadili Sue Ayton ile çalıştığım için çok şanslıyım. James Pullen ve Wylie Ajans'ın New York ve Londra ofislerindeki diğer çalışanlarına da özel teşekkürler.

Bir grup tarihçi, iktisatçı ve finans uzmanı metnin bir kısmını ve hepsini taslak halindeyken okudu ve önemli noktaları tartıştı. Rawi Abdelal, Ewen Cameron Watt, Richart Carty, Rafael DiTella, Mohammed El-Erian, Benjamin Friedman, Brigette Granville, Laurance Kotlikoff, Robert Litian, George Magnus, Ian Mukherjee, Greg Peters, Richard Roberts, Emmanuel Roman, William Silber, Andre Stern, Lawrence Summers, Richard Sylla, Nassim Taleb, Peter Temin ve Lames Tisch'e teşekkür etmek isterim. Kitapta yer alan bilgi ve yorum hatalarının hepsinin benim olduğunu ve sorumluluğunun sadece bana ait olduğunu belirtmeye gerek yok.

Bu kitap hayatımın çalkantılı olduğu bir dönemde yazıldı. Üç akademik kurumun anlayışı ve desteği olmasaydı bu mümkün olmayacaktı. Oxford University'de Jesus College'ın başkanına ve üyelerine, Oriel College'ın akademik kadrosuna ve Bodleian'daki kütüphanecilere teşekkür etmeliyim. Stanford'daki Hoover Institution'da direktör John Raisian'a ve mükemmel ekibine, özellikle de Jeff Bliss, William Bonnett, Noel Kolak, Richard Sousa, Celeste Szeto, Deborah Ventura ve Dan Wilhelmi'ye teşekkürler. Bana yardım eden ya da ilham verenlerin arasında Robert Barro, Stephen Haber, Alvin Rabushka ve Barry Weingast da bulunuyor.

En büyük teşekkürü Harvard'daki meslektaşlarıma borçluyum. Harvard Tarih Bölümündeki herkese tek tek teşekkür etmek çok uzun sürecektir, o yüzden projeye doğrudan katkı sağlayanlara teşekkür etmeme izin verin. Charles Maier

devamlı ilham ve dostluk kaynağı oldu. Jim Hankins Floransa'da hem yardımcı, hem de iyi bir ev sahibiydi. Ayrıca Uluslararası Tarih bölümünü disiplinler arası tarihi araştırmalar için harika bir ortam haline getiren David Armitage, Erez Manela, Ernest May ve (artık Berkeley'de çalışan) Daniel Sargent'ı anmam gerek. Andrew Gordon ve halefi James Kloppenberg bölümü inanılmaz bir beceri ve hassasiyetle yönettiler. Janet Hatch ve ekibi olmadan idari işler, araştırma ve öğretim işlerinden biri mutlaka sarpa sarardı.

Centre of European Studies'de David Blackbourn, Patricia Craig, Paul Dzus, Patrice Higonnet, Stanley Hoffman, Maya Jasanoff, Katiana Orluc, Anna Popiel, Sandy Selesky, Cindy Skach, Michelle Weitzel ve Daniel Ziblatt'la aynı ortamı ve görüşlerimi paylaştığım için mutluyum.

2006-2007 döneminde stresimi paylaşan Harvard Business School'daki meslektaşlarımı unutmamalıyım. İlk olarak ve en çok, kriz döneminde bana karşı çok ince davranan dekan Jay Light'a teşekkür ederim. Ama aynı şekilde International Economy bölümünde Business and Government kürsüsünün üyelerinin hepsine orada olamadığım zamanlarda beni anlayışla karşıladıkları için teşekkür borçluyum. Özellikle de zor durumda bıraktığım Richard Vietor'la birlikte Rawi Abdelal, Laura Alfaro, Diego Comin, Arthur Daemmrich, Rafael DiTella, Catherine Duggan, Lakshmi Iyer, Noel Maurer, David Moss, Aldo Musacchio, Forest Reinhardt, Julio Rotemberg, Debora Spar, Gunnar Trumbull, Louis Wells ve Eric Werker'e teşekkürler. Zac Pelleriti de idari asistanlığıyla işleri kolaylaştırdı.

Weatherhead Center for International Affairs'ten Steven Bloomfield ve arkadaşlarına, Graham Allison ve Belfer Center for Science and International Affairs'teki herkese, Claudia Goldin ve Workshop in Economic History'nin diğer katılımcılarına ve Dorothy Austin ve Diana Eck'le birlikte Lowell House'un tüm müdavimlerine teşekkürler.

Son olarak Charles River'ın iki yanındaki tüm öğrencilerime, özellikle 10b, 1961, 1964 ve 1965 sınıflarındakilere teşekkür ediyorum. Ödevlerinden ve Harvard'da çalışmayı zevkli hale getiren sınıf içi ve sınıf dışı konuşmalarımızdan çok şey öğrendim.

Bu kitabı yazdığım dönemde eşim Susan geçirdiği ciddi kazanın ve diğer aksiliklerin üstesinden geldi. Ona ve çocuklarımız Felix, Freya ve Lachlan'a çok şey borçluyum. Keşke onlara olan borcumu daha sağlam bir para birimiyle ödeyebilseydim.

Cambridge, Massachusetts, Haziran 2008.

KULLANILAN GÖRSELLERİN LİSTESİ

Fotoğrafların sahipleri parantez içinde belirtilmiştir. Telif sahiplerine ulaşmak için her türlü çaba gösterilmiştir. Yayıncıya ulaştırılan hata ve noksanlar sonraki basımlarda düzeltilecektir.

METNİN İÇİNDEKİ GÖRSELLER

s. 25: Potosi'deki Cerro Rico, İspanyol İmparatorluğu'nun para dağı (Sergio Ballivian)
s. 30: Millattan önce ikinci binyıla ait bir Mezopotamya tableti (the British Museum)
s. 31: Tabletin arka yüzü (the British Museum)
s. 38: Gerard Law'un tutuklanışı (Mirrorpix)
s. 41: Quentin Massys, *Bankacı* (1514), (Fotoğraf RMN)
s. 42: Medici'nin gizli defterinden sayfa (Archive di Stato di Firenze)
s. 58: On yıllık Japon devlet tahvili (Birleşik Krallık'taki Japon Büyükelçiliği)
s. 61: Pieter Bruegel the Elder'ın resminden Pieter van der Heyden, *Para Muharebesi*, 1570 sonrası. (Metropolitan Museum of Art)
s. 67: Yüzde 5'lik consol (Temmuz 1785) (Hersh L. Stern, Annuity Museum)
s. 81: Kuponlarıyla birlikte bir Konfederasyon pamuk tahvili (Michael Vidler)
s. 82: Louisiana Eyaleti tarafından basılmış, beş dolarlık "grisırtlı" Konfederasyon banknotu. (Louisiana Eyalet Müzesi)
s. 88: Kasım 1923'e ait bir milyar marklık bir banknot. (Ron Wise)
s. 107: En eski hisse senedi (1606), (www.oldest-share.com)
s. 118: Compagnie des Indie hissesi (Bibliotheque Nationale)
s. 121: Quincampoix'de gösteri sona eriyor, 1719 (Historic New Orleans Collection)
s. 126: *Budalalığın Resmi*'nden (1720) gravürler (Historic New Orleans Collection)
s. 127: Bernard Picart, *Gelecek Nesillere Adanmış Anıt* (1721) (Harvard Business School)
s. 139: Alan Greenspan ve Kenneth Lay (PA Images)
s. 146: Katrina sonrası New Orleans (Adrian Pennick)
s. 154: Alexander Webster Edinburg'ta vaaz veriyor (Dawn Mcquillan)
s. 156: Orjinal Scottish Ministers' Widows' Fund için yapılan hesaplamalar (National Archives, İskoçya)

s. 159: Sör Walter Scott'un hayat sigortası poliçesi (Scottish Widows)
s. 162: Düşkünler evinde kadınlar ve erkekler (Ramsay Macdonald Papers, National Archives)
s. 164: Erkekler, St. Marylebone Düşkünlerevi'nde yemek yiyor (Peter Higginbatham)
s. 171: Milton Friedman (University of Chicago)
s. 190: Stowe House (National Trust)
s. 192: Aristokrasinin üç kuşağı: birinci, ikinci ve üçüncü Buckingham Dükleri (Stowe House Preservation Trust:: Stowe School fotoğraf arşivi)
s. 196: Detroit açlık yürüyüşü (Walter P. Reuther Library)
s. 197: "Ford ve Murphy'nin polis terörüne son" protestosu (Walter P. Reuther Library)
s. 199: It's a Wonderful Life (PA Images)
s. 206: Helikopteriyle Danny Faukner (Dallas Morning News)
s. 233: William Jardine (Jardine, Matheson)
s. 234: James Matheon (Jardine - Matheson)
s. 249: Ekvador'dan Jaime Roldós Aguilera ve Panama'dan Omar Torrijos (Getty)
s. 252: George Soros (Soros)
s. 255: Maliye Bakanı Norman Lamont (PA Images)

DİZİN

11 Eylül saldırısı 12, 138, 143, 179, 180/1
AAA yatırım derecesine sahip menkul kıymetler 215, 217
Abbasi Halifeliği 32
ABD Ordusu İstihkam Sınıfı 148
Abu Dabi Yatırım İdaresi 269n.
Acadiana 118n.
Acciaiuoli Ailesi 39
acil durum parası 241
açığa satış 113
açlık yürüyüşçüleri 194, 196
afet tahvili 183, 184
afetler *bkz.* felaketler
Afganistan 11
Afrika
  Afrika'dan getirilen köleler 25
  Afrika'ya yardım 246
  ve altın ticareti 26
  Britanya'nın Afrika'daki yatırımları 235
  Çin ve Afrika 270
Afrikalı Amerikalılar 200-1, 214-5
afyon 232-4
Agtmael, Antoine van 289
Aguilera, Jaime Roldós 248
ahlaki tehlike 204
Akdeniz 26
aktüeryanın ilkeleri 152-3, 154-7, 158-9
Aldrich-Vreeland Yasası 241
alıcılar (hisse senedi piyasası) 100, 109, 142
alım opsiyonları 16, 183
All State sigorta şirketi 146
Allende, Salvador 171-2, 173, 174
Allison, Graham 179
Almanya 77, 118, 169, 186, 234
  bankalar 50
  ve Birinci Dünya Savaşı 86, 242, 243
  birleşme hareketi 77
  ve Britanya finans sistemi 151, 270
  ve eşikaltı ipotekli krediler 13
  hiperenflasyon ve ani düşüş 85-90, 94, 129, 242
  ihracat 87
  kraliyet finansmanı 65
  mülke ve araziye yapılan yatırımlar 187
  refah sistemi 163
  Reichsbank 51
  savaş tazminatları 87-88, 130, 243
  sigorta 151, 160
  tahviller ve hisseler 238, 242, 243
  thaler 27
  Weimar Cumhuriyeti 87-88, 94
  yeniden birleşmenin maliyeti 254
Alsace 118
altın 51, 75, 92, 122, 237, 238
  artan üretim 50, 238
  ve Büyük Buhran 132-4
  ve emeklilik fonları 102
  ve Incalar 22-23
  ve İspanyon fatihler 22-23
  ve Mississippi Balonu 122-3, 124
  Napoleon Savaşları sırasında 70-2
  rezervleri 50, 133-4, 241
  sikkeler 26, 240
  uluslararası rezerv parası olarak 245
  ayrıca bkz. altın standardı
altın oran 32
altın standardı 51, 55, 237
  ve 1914 krizi 241
  ABD'nin altın standardını bırakışı 246

ve Britanya 50-1, 65, 133
iki savaş arasındaki dönem 132, 133, 134
Keynes'in görüşleri 51
ve Wall Street'teki çöküş 131
-nın yayılması 235, 237, 241
Amboyna 108, 111
American Dream Downpayment Act 214
American Home Mortgage 218
Amerika Birleşik Devletleri
'Amerikan imparatorluğu' 248
bankacılık sistemi 51
ve Birinci Dünya Savaşı 85, 163-4
borç ve iflas 52-4
'nde Britanya'nın yatırımları 235
bütçe açığı 98
deniz aşırı ülkelere yapılan yardımlar ve yatırımlar 245
devlet tahvilleri 259
durgunluk ihtimali 13, 268
endüstriyelleşme 229
enflasyon 91, 170, 267
eşikaltı süper gücü 225
ev sahipliği *bkz.* mülk/emlak/gayrimenkul
ve Fransa *bkz.* Louisiana
gelirler 7, 54, 228-9, 266
göç ve nüfus 230, 231
hisse senetleri piyasası 12, 104, 134-7, 210
ve IMF ve Dünya Bankası 248-50
ve İkinci Dünya Savaşı 166-7
ithalat 267
sağlık hizmetleri ve sigorta 54, 170, 176-7
savings 266-7
savunma sanayii 254
sigorta 160
toplumdaki bölünmeler *bkz.* ırk dayalı bölünmüşlük
uluslararası borçlanma 267
'nin use ekonomik tetikçileri kullanması 248
welfare system 170, 176
yaşlanan nüfus 176-8
Amerika Kıtaları'nın fethi 229
Amerikan İç Savaşı 78-83, 182
Amerikan Merkez Bankası Sistemi
ve 1990ların coşkusu 136-7, 142
ve ipotekli krediler 214
ve Kara Pazartesi (1987) 135-6
kısa vadeli faizlerde artışlar 98
'nin kuruluşu 51
ve Long Term Capital'ın kurtarılması 261
üzerinde Rothschildlerin etkili olduğu iddiası 73
ve Wall Street'teki çöküş/Büyük Buhran 129-31, 171
'ne yönelik eleştiriler 132-3
amortisman 211
Amsterdam 105, 109, 112, 113
bir finans merkezi olarak 64-65, 74, 105,
Amsterdam Kambiyo Bankası (Wisselbank) 44-45, 105, 109, 113, 142
anarşistler 21
Andersen (Arthur) 141
Angell, Norman 239
Angola 7
anlaşmaya konu limanlar 233, 236
Ann Kanunu 154
anonim şirketler/bankalar 45, 51, 100, 105-9, 142
Antwerp 47, 64, 74
Applegarth, Adam 13
Arap
matematiği 32
petrolü 27, 247
Arap-İsrail Savaşı 247
arbitraj 71, 75
aristokrasi 76, 186-91
Arjantin 83, 91-96, 219-21
borç krizi 92, 94, 95-7, 231
Britanya'nın Arjantin'deki yatırımları 236
enflasyon 10, 91-7
Enron ve Arjantin 140
geçmişteki zenginlik 10, 91-2
hisse senedi borsası 104asimetrik bilgi 101
para / kurlar 95
Asya
Asya Krizi (1997-8) 227, 231, 250-2, 260, 265, 266
Avrupa ticareti 27, 105, 111
devlet fonları 14, 269
dolar çıpası 245
düşük ücretle üretim 96, 267
ve kredi daralması 227
tasarruf furyası 268
yardım ve uluslararası yatırım 231, 235, 246
Atahuallpa 23

Atlantik ötesi bankacılık 48
avcı toplayıcılar 21-22
Avignon 40, 43
avro bölgesi 54
Avrupa
bankalar ve sanayileşme 50
ve Bretton Woods 246
'da Britanya yatırımları 235
büyük güçler ve savaş 238, 244
çatışmaların nedeni olarak ittifaklar 243
devlet borçlanması 63-4
devlet tahvilleri 259
ayrıca bkz. Doğu Avrupa
Avrupa Döviz Kuru Mekanizması 254-5
Avrupa Merkez Bankası 97
Avustralasya 47
Avustralya 187, 215, 235
Avustralya ve Yeni Zelanda 235
Avusturya / Avusturya-Macaristan İmparatorluğu 76, 186, 238
ve Birinci Dünya Savaşı 86, 238-9
para biriminin çöküşü 90
tahviller 74, 76, 238, 242-3
ayrımcılık 201
az gelişmiş ülkeler 18, 227
ayrıca bkz. yükselen piyasalar

Babil *bkz.* Mezopotamya
Backlays Bank 50, 269
Baer (Julius) Bank 258
Bagehot, Walter 49
Bağdat 143
Bahamalar *bkz.* Lyford Cay
baharat 105, 108, 111
Bailey, A.H. 160
Bailey, David 158n.
Balducci, Timothy 147n.
Balkan devletleri 238-9, 244
Balkan Savaşları 239
Ballantynes 158n.
Balon Yasası 128
balonlar
aktarım 118-9, 131
-ın beş aşaması 13, 101
dönüşümsellik 253
Güney Denizi 126, 127-9, 151
Kaffir (altın madeni) 238
Mississippi 115-129
mülk fiyatları 187, 212, 215, 224
ve para politikası 136-7, 142
süper 274
-ın tarihi 101, 104,112
teknoloji (dot.com) 12, 103, 136-7
ve uluslararası baskılar 137
varlık fiyatı balonu 133, 136-7
ayrıca bkz. finansal krizler
Bangladeş 220, 223
Bank of America 282, 284, 285
Bank of England
bankacılık ve para basma departmanlarının ayrılmaları 49, 241
ve Birinci Dünya Savaşı 50, 240-1
borç mahsubu 49
ve Güney Denizi Balonu 128-9
iskonto oranı 49
kısa dönemli faiz oranları 96
kuruluşu ve gelişimi 45, 49-50
rezervler 50, 254
savaş finansmanı 45
son borç mercii 49
Bank of Japan 51
Bank of United States 132
banka akını *bkz.* bankalar
Bankacılık Yasası 49-50, 241
bankalar
adem-i merkeziyetçilik 42
ve Amerikan krizleri 283, 285
başarısızlıklar: kredi daralması esnasında 218, 268, 285; 1930larda yaşanan panikler 283; -
ve Birinci Dünya Savaşı 239-243
biyoçeşitlilik 282
butik 282
doğrudan bankacılık (telefon ve internet) 282
ve hedge fonlar 264-5, 282
kooperatif 282
dan korunmak 279, 284-5
kredi yaratan kurumlar olarak 45
kurtarma taahhütleri 286
sermaye yeterliliği 55, 284
-ın tarihi 11, 34-56
Avustralasya 47; Britanya ve Kuzey Avrupa 44-5, 47-51, 282; İtalya 34, 39-44, 47;
varlıkların mevduata oranı 283-4
bankalar arası işlemler *bkz.* bankalar
banknot *bkz.* kağıt para
Banque de France 51, 75
Banque Royale (başlangıçta Banque Générale) 114, 116, 118, 122, 124, 127, 142
Barbon, Nicholas 151

Bardi Ailesi 39
Barings Bank 48, 72, 74, 75, 84, 231
ve Arjantin 94-5, 231
Barker, Tyrell 205
Barnum, Phineas 54
Bas, Dirck 107, 112
Basel I ve II, bankacılık düzenlemeleri 284
baskı (siyasi) 172
Batavia 111
Batı Şirketi (Compagnie d'Occident) 115-7
Bayes, Thomas 153
Bear Stearns 8, 217, 218, 258, 265n., 269, 284
Belçika 50, 74
belediye konutları 202-3
ayrıca bkz. toplu konutlar
belirsizlik 149, 275
ayrıca bkz. kesinlik; risk
Belmont, August 79
Bender, Johann Heinrich 75
Benjamin, Judah 79
Bentsen, Lloyd 57
Berkshire Hathaway 261, 264
Berlin 102
Bernanke, Ben 29, 268
Bernoulli, Daniel 153
Bernoulli, Jacob 152
Bernstein, Peter 275n.
Beveridge Raporu 165, 167
biber 26, 111
bilanço dışı şirketler 11, 14, 218, 284
bilançolar 42, 283-4
bilgisayarlar 96, 136
bilim 274
ayrıca *bkz.* teknolojik buluşlar
bilişsel tuzaklar 276-7
billets d'état 114, 115
Birinci Dünya Savaşı 163 237-43
ve finansal piyasalar 130
küreselleşmenin geri tepmesi olarak 231
-ndan önceki on yıllar 237-43
sonrası 85-90, 242-4
birincil halka arzlar (IPOs) 131
Birleşik Arap Emirlikleri 269n.
Birleşik Devletler'de yeterli sermayeye sahip olmaması 51
Birleşik Eyaletler
ve Doğu Hindistan Şirketi *bkz.* VOC
eyaletler arası rekabet 106
'in gücü 10, 64-5
ve Mississippi Balonu 125-7
para birimleri 45
'de rantiye 65
tahvil piyasası 65
ayrıca *bkz.* Hollanda
Birleşik Krallık *bkz.* Britanya
birleşme ve satınalmalar 281, 285
birlikler 198, 204
ayrıca bkz. konut kooperatifleri; Tasarruf & Kredi
birlikte evrimleşme 280
Birmingham & Midland 50
Bismark, Otto von 163
"black swans" 274n.
Black-Scholes modeli (kara kutu) 256-7, 262
Blain, Spencer H., Jr. 205-7
Blankfein, Lloyd 7-8, 29
Bleichroeder (Arnhold & S.) 252
Bloch, Ivan 238
Bloomfield, Arthur 244
Blunt, John 127-8
BNP Paribas 218
Boerne, Ludwig 72
Bolivya 7, 99, 139, 176, 222-23
Bolşevikler 90, 243
Bonn Mutabakatı 250
borç/borçlar
borçlar ve gelirlerin dengesi 225
borçlunun güvenilmez ve düşmanca tavırları 35-6, 52-3
dağ görüntüsü 61
doğuşu *bkz.* kredi
moratoryum 241
transfer edilebilirlik (hamiline ödeme) 29
borç/kredi verme bkz. bankalar; borçlar; krediler; borç verenler
borçlanma *bkz.* borç;alacak
borçlar/krediler
koşula bağlı 150
zoraki 62
Borges, Jorge Luis 93
Boston 213, 228
Botticelli, Sandro 39, 43
Bourgogne Dükü Charles de Téméraire 44
bozuk para 47
Brady, Nicholas 135
Brailsford, Henry Noel 239
Bretton Woods 245-7, 251
Bretton Woods II 267
Brezilya 22, 74, 139, 236
ayrıca bkz. BRIC
Briand, Aristide 130

BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin; Hızla Sanayileşen Büyük Ülkeler) 228, 269
Britanya
ve Amerikan İç Savaşı 79-80
bankalar ve sanayileşme 44-5, 47-9
banknotlar 28
batan şirketler 279
ve Birinci Dünya Savaşı 86-7, 240-4
Doğu Hindistan ticareti 110, 112
Doğu Hindistan ticareti *ayrıca bkz.* Doğu Hindistan Şirketi
ekonomi 169-70
emeklilik *bkz.* refah devleti
enflasyon 91
ve eşikaltı ipotekli krediler 13
finans sektörünün GSYİH'ya katkısı 11
finansal cehalet 15-6
Fransa'yla karşılaştırma 116
geçim giderleri (gıda fiyatları) 27
hisse senedi piyasası 103, 130, 210-1
ipotekli kredi faiz desteği 202
ve İspanyol İmparatorluğu 27
Japonya'yla karşılaştırma 169-170
koloniler *bkz.* Britanya İmparatorluğu
konut fiyatları ve mülk sahipliği 185n., 187, 211, 224
konut politikaları 202-3, 210
ve kurumsal yatırımcılar 158
mali sistem 65
Napolyon Savaşları'nın finansmanı 69-71
oy hakkı 188
pamuk endüstrisi 79-80
refah devleti 161,163-5, 168-70, 176
ve sigorta 10, 161
Şanlı Devrim 65-6, 112
tasarruf furyası 235
ulusal borç 69, 84
'daki yabancı yatırım 66
'da yoksulluk 17, 37-9
ayrıca bkz. Britanya İmparatorluğu; İngilizce konuşan ülkeler; İskoçya
Britanya İmparatorluğu
'nun esası olarak kurumsal finansman 9
milliyetçi ve bağımsızlık yanlısı hareketler 236
narko devlet olarak 232
sömürgelerin kontrolü 236-7
ve tahvil piyasası 86
ve yatırım 83-4
ayrıca bkz. Britanya
Bronowski, Jacob 9, 287
bronz 26
Bruegel, Pieter the Elder 61
Bruges 43
Buckingham Dükleri 189-193, 222
Budalalığın Resmi 121, 125-6
Buenos Aires 91, 93, 219
Buffet, Warren 183, 261, 264
buğday fiyatları *bkz.* tahıl
Bulgaristan 85
bunalımlar 134
Bunalım ekonomisi 251
İkinci Dünya Savaşı sonrasında bunalım yaşanmamış olması 134-6
ayrıca bkz. finansal krizler; Büyük Buhran
Bunn, Matthew 180
Bush, George W. 97-8, 138, 245n., 284
bütçe açığı ve federal borçlar 98
ve Enron 138-9
ve konut sahipliği 214
Business Week 102
Büchi, Hernàn 174
bürokrasi 220
Büyük Buhran 15, 51, 130-31, 142, 166, 186, 208, 243, 283
ve ev sahipliği 194-7
ayrıca bkz. işsizlik
Büyük Enflasyon *bkz.* enflasyon
büyük şirket grupları 281
Büyük Yangın (1666) 151
büyüme (ekonomik) 31, 57, 274

Calais 64
Calancha, Keşiş Antonio de la 25
California Kamu Çalışanları Fonu 179
California'da enerji sektörünün deregülasyonu 138-40
Cambi, Bernardo 151
Camdessus, Michel 250
Canetti, Elias 88
Cantillon, Richard 119
Canton *bkz.* Guangzhou
Capital One 282
CAPM *bkz.* Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
Capra, Frank 198
cari hesap 45
Carlyle 269

Carnegie, Andrew 238
Carter, Jimmy 204
Carville, James 57, 97
Case-Shiller endeksi 210-1
Castlemilk 224
Castlereagh, Lord 71
Castro, Fidel 171
Castro, Sergio de 173
Cato Enstitüsü 221
Cauas, Jorge 173
Cavallo, Domingo 95
Cayne, James E. 8
CDOs *bkz.* maddi teminatlı borç yükümlülükleri
CDS *bkz.* kredi temerrüt takası
Cenevre 40
Cenova 41, 63, 74, 113
census (sözleşme) 64
Center for Responsible Lending 217
Cerro Rico 24-5
Cezayir 32
Chewco Yatırım 140
Chicago
  Chicago Çocukları 173, 175
  ekonomik teoriler 172, 174-5
  vadeli işlemler piyasası 182-3
Chicago Emtia Piyasası 182, 183
Chongqing 265-6
Churchill, Sir Winston 165
cinsel içerikli sokak dili 281
Citadel Investment Group 8, 181, 182, 183, 283
Citigroup 8, 269, 281, 282
City Bank of New York 281
Clinton, Bill 57, 176, 221
Clive, Robert 111
Cobbett, William 84
Coen, Jan Pieterszoon 110
Community Reinvestment Act 201
condottieri 60
consol 66-7, 69, 72-3, 238, 242
Constable (Archibald) 158
Coromandel 111
Countrywide Financial 8, 218
Crawford, William 205
Crédit Mobilier 50
Credit Suisse 217
Cumhuriyetçi Parti 138

çakışma yanılgısı 276
çan eğrileri 134-5, 153, 256
çekler 46
çevre konuları 180, 228
  ayrıca bkz. iklim değişimi; felaketler
çıpaları *bkz.* para; dolar
Çin 32, 73, 125, 166, 167, 237, 265-6
  1700'ler sonrası gerileme 229-30
  1911 devrimi 237
  ve ABD'nin durgunluğa girme ihtimali 268-9
  afyon savaşları 233-4
  altın ve ipek 111
  Amerika'nın bankeri 10, 17, 227, 228, 266-70
  banknot ve sikkeler 26, 28, 229
  baskı 172n.
  demiryolları 234
  demografik ve coğrafi zorluklar 228
  doğal kaynaklara erişim çabası 270-1
  ve döviz krizi (1997-8) 266
  döviz rezervleri 267, 269,
  ekonominin serbestleştirilmesi 266
  emlak fiyatlarındaki patlama 265
  emperyalist eğilimler 270
  endüstriyel bölgeler 265, 266
  enflasyonist baskılar 228, 270
  finansal sınırlamalar 229
  fiyat kontrolleri 270
  gelirler 266-7
  iflas ve borç temerrüdü (1921) 243
  ihracat 267, 269
  ihracat sınırlaması 270
  istihdam 267
  Japonya'yla savaş *bkz.* Japonya
  ve küreselleşme 230, 23
  milyonerler 266
  özel teşebbüs 266
  pamuk ticareti 81
  sanayileşme ve şehirleşme 266
  -in tarihi 228-30, 232-3
  -deki yabancı yatırımlar 231-2, 237-8, 266
  yuan 266, 270
  ayrıca bkz. BRIC; Hong Kong
Çin Yatırım Şirketi 269n.
'Çimerika' 265, 267-70, 287
çöküşler *bkz.* finansal krizler

Da Vinci'nin Şifresi 32n.
dağılım eğrileri 153
Dallas 203, 205-9
Dante Alighieri 34
Darmstädter Bank 50
Darrow, Charles 185

Darwin karşıtları 285
Darwin, Charles 287
finansal sistemlerde Darwinci süreçler 18, 281
Datini, Francesco 150
Davis, Jefferson 79
davranışsal finans 18, 277
Dawkins, Richard 285
dayanıklı tüketim eşyaları 131
de Soto, Hernando 219-22
Dearborn 194
defin sandıkları 149
deflasyon 89, 134, 238
Defoe, Daniel 119
değişmezlik ilkesindeki aksama 276
Delane, John 80
Delors, Jacques 250
demiryolları 182, 234
demokrasiler *bkz.* ev sahiplerinin demokrasisi; temsili hükümetler
deniz kabukları 29
deniz seviyesi 180
deniz taşımacılığı sigortacılığı 150, 151, 163-4, 238
depremler 143, 149, 166
derecelendirme kuruluşları 215
Derenberg & Co. 240
Derry, Dr George H. 195
Detroit 188, 194-7, 200-2, 212-3, 215-6, 218, 222, 224
devlet fonları 14, 269, 282,
devlet mülkiyetindeki şirketler 282
devlet tahvilleri 57-63, 74, 86, 96, 234-6, 237-8, 259, 273
devlet tarafından desteklenen özel kurumlar (GSEs) 201, 209
Devlet Ulusal İpotekli Kredi Birliği *bkz.* Ginnie Mae
Devonshire Dükleri 189
devrimciler 7
dışarıdan iş yapanlar 131
DiFatta, Joseph 144
'dilimlenmiş' borçlar 10
din adamları 154-5
dini azınlıklar 9
discrezione 40
Dixon, Don 205
doğal ayıklanma ve piyasanın seçimi 280, 286
doğalgaz sektörü 99, 138-40
Doğu Afrika 36, 149
Doğu Asya 227, 228
ayrıca bkz. Asya
Doğu Avrupa 93, 247,
Doğu etkisi 10, 32
Doğu Hindistan 105
ayrıca bkz. VOC
Doğu Hindistan Şirketi (Britanya) 107, 111, 112, 122, 125 128
Doğu Hindistan şirketleri 106, 116
dokunulmazlık 233
dolar
banknotlar 28-9, 55, 82
çıpası 241
ve Çin 267, 269, 270
-ın değer kaybı 29, 55, 254, 270
kelimesinin kökeni 27
Uluslar arası rezerv parası olarak 245
dot.com çılgınlığı 12, 103, 227
ayrıca bkz. balonlar
Douai 64
Double Eagle 255
Dow Jones Sanayi Endeksi 12, 102-3, 135
ve 11 Eylül: 12
1929: 129
1987: 135-6
1995-7: 136
-nin düşüşleri 135
dönüşümsellik 253, 256
401(k) planları 16
döviz kurları
ve Birinci Dünya Savaşı 241
dalgalı 52, 247, 250
istikrar 51, 134, 237
kambiyo kontrolleri 243
piyasa tarafından belirlenen 247
sabit 245-6
ayrıca bkz. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
Druckenmiller, Stanley 255
dul ve yetimler 155
Dunscombe, Thomas 68
DuPont 131
durgunluk 87, 134
ihtimali 13, 268-9
Dünya Bankası 231n., 245
ABD'nin çıkarlarını savunması 247-8
ve Arjantin 93, 220
borçlar ve borç koşulları 247
'nın kuruluşu 245
Dünya Ticaret Merkezi'ne saldırı 12, 138, 143, 179, 180
düzenleme/düzenleyiciler 49, 204, 207, 285-6
ve değişim 285
deregülasyon 138-40

Edinburgh 154-5, 224
Efes 26
Egibi Ailesi 30
eğitim 168, 177
-e ayrılan kamu kaynakları 177
Japonya 168 177
Eilbaum, Roberto 94
Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü 187, 250
ekonomik tetikçiler 248-9, 251-2, 255
eksiye dönen özsermaye 217
Ekvador 7, 22, 139, 248-9
El Alto 222, 224
El Dorado 24
El Kaide 179
El Salvador 176, 221
elektrik üretim sanayi 138-40
elektronik para 29, 47
elektronik sürü *bkz.* yatırımcılar
emekli aylıkları
Japonya 167, 168-9, 179-80
ve mülk satın almak 184
Şili 173-6
-nın tarihi 161-5, 177-9
yaşlanan nüfus 97, 176-9
ayrıca *bkz.* tahviller ve tahvil piyasaları; emeklilik fonları
emeklilik fonları 269, 273
yatırımcı olarak 97, 102, 158, 175, 263
emeklilik yaşı 177
ayrıca bkz. emeklilik maaşı
emlak/gayrimenkul
düşük likidite 219
ev sahipliği: Britanya 185n., 193, 202-3; ABD 194-5, 200-2, 212-3, 217
fiyat artışları ve düşüşleri 13, 185n., 187, 203, 211, 212, 216, 219, 224
fiyat endeksleri 210-1
fiyatlardaki bölgesel farklılıklar 187n.
geliştiriciler 222, 266
hisse senedi piyasalarıyla karşılaştırma 210
İngilizce konuşan dünyanın emlak tutkusu 10, 12, 185-7, 212
mülkiyet hakkını tesis etmek 219-21
sahipliğe erişim 185n., 201-2, 203, 213-4, 220
ve siyasi güç 188, 201, 225
yasası 220-1
-a yatırım 103, 189, 210-1, 219, 224
emperyalizm 236, 244, 248, 273
ayrıca bkz. imparatorluklar; neo-emperyalizm
Empire Savings & Loan 205-7
emtia piyasaları ve fiyatlar 182
2000'lerdeki yükseliş 12, 265, 269, 270
ve savaş 240, 270
Endonezya 250
endüstriyel yatırım bankaları 50
enerji sektörü 138-41
deregülasyon 138-40
petrol fiyatlarındaki artış 247, 270
enflasyon
Amerikan İç Savaşı esnasında 83
ve Birinci Dünya Savaşı 85-90, 242
-daki düşüş 96-7
ve emeklilik 97
ve hisse senedi piyasaları 112n.
ve ipotekli krediler 203
ve Mississippi Balonu 122-4
oranları 55, 90, 91
ve para arzı 85, 170
ve petrol fiyatlarındaki artış 247
ve savaş 85-90, 242
-un siyasi nedenleri 87, 92
ve tahviller *bkz.* tahviller ve tahvil piyasaları
-un tanımı 85
tarihsel 27, 55, 102n., 238
varlık fiyatlarındaki ve tüketici fiyatlarındaki enflasyon 136-7
yüksek enflasyon dönemi, Büyük Enflasyon (1970'ler) 91, 97
ayrıca bkz. gaz; petrol
ayrıca bkz. hiperenflasyon; stagflasyon
Engels, Friedrich 21
Enron 137-42, 181
Erlanger (Emile) & Co. 79, 81
ERM *bkz.* Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
eşikaltı kredilendirme 13-4, 212-18, 227, 268
ve siyah ve latino borçlanıcılar 213-4
-nin sorumluluğu 212, 268
eşit toplumlar 168
etnik azınlıklar
-ın finansal hizmetler sunmaları 9, 34, 36, 39
ayrıca bkz. ırk ayrımcılığı
euro-dolar mevduatlar 46

Eurobond piyasası 247
ev fiyatları bkz. mülk/emlak
ev sahipleriyle ilgili olumsuz görüşler 185, 198-9, 202
ev tercihi 225, 246

f.s.c. (el koyma ve gasp hariç) 163
faiz
-in hesaplanması 29, 32-3
riskin karşılığı olarak faiz 34
-in kökeni 29, 61
-in menkul kıymetleştirilmesi 273
oranları bkz. oranlar
Faiz Eşitleme Yasası 246
faiz farkı (spread) 194, 260
faiz oranları
ve Çin 267
-nın düşüşü 37, 267
fahiş 36-9, 224
faiz oranı takası 11, 183, 259
ve hiperenflasyon 89
ve mülk sahipliği 203, 215, 216
piyasa tarafından belirlenen oranlar 247
Falkland Adaları 92
Fannie Mae (Federal Ulusal İpotekli Kredi Birliği) 15, 200, 201, 209, 212, 214, 218
farazi 244
Fas 238
Fastow, Andrew 140-1
faşist ve totaliter hükümetler 186, 198
Faulkner, Danny 206-8
fayda ve olasılık 152-3
Federal Acil Durum Yönetim Dairesi (FEMA) 144
Federal Ev Kredisi Banka Kurumu 200, 207
Federal Ev Kredisi İpotekli Kredi Şirketi *bkz.* Freddie Mac
Federal Konut İdaresi (FHA) 199-201
Federal Serbest Piyasa Komitesi 136
Federal Tasarruf ve Kredi Birlikleri Sigorta Şirketi (FSLIC) 207
Federal Ulusal İpotekli Kredi Birliği *bkz.* Fannie Mae
felaketler 12, 143-5, 160, 165, 180
ve hedge fonlar 183-4
'Felaket Kapitalizmi Kompleksi' 148
feodalizm 273
Fermat Capital 183
Fermat, Pierre de 152
FHA *bkz.* Federal Konut İdaresi,
Fibonacci (Pisalı Leonardo) 32-3, 34
Filipinler 220, 221
finans tarihi 14-8, 275n.
finans tarihi ve evrim 18-9, 48-9, 278-86
finansal buluşlar *bkz.* finansal sistemler
finansal evrimde 'akıllı tasarım' 48, 285
finansal krizler 8, 9, 13-5, 56, 129, 158n., 274, 283
'Amerikan krizi'/kredi daralması 13-5, 181, 218, 227, 265, 269, 278, 279, 283-4
Asya'daki krizler *bkz.* Asya
Birinci Dünya Savaşı esnasındaki 240-4
birinci Latin Amerika borç krizi (1826-9) 75, 83, 158n., 231
-in çıkacağı muhtemel yerler 227
ikinci Latin Amerika borç krizi (1980ler) 231, 247
'Kara Pazartesi' (1987) 130, 135-7
likidite krizleri 49, 240, 278
ve mali açıklar 251
-in sıklığı ve ön görülemezliği 8, 19, 265, 271, 274, 278
Tasarruf ve Kredi 203-9, 257, 279, 283, 285
-in uluslararası etkileri 227, 269-70
üzerine Keynes'in görüşleri 262
yatırımcıların hafızalarından kaçan 265, 271
ayrıca bkz. balonlar; Büyük Buhran; enflasyon
finansal sistemler
-de 'akıllı tasarım' 48, 285
"büyük ölüm" senaryosu 18-9
'canavarlar' ya da insanın aynası 288
-in cehaleti 253, 262
-de evrimci yok oluşlar ve yıkımlar 18-9, 48-9, 52-4, 217, 279-81, 283, 284, 285-6
-in faydaları 10-1, 274
finansal hizmetler 282, 285
finansal piyasaların entegrasyonu 18
mutlakçı teoriler 115
ayrıca bkz. düzenleme
finansçılar
cinsiyet dengesizliği 11
ve yeni mezun olanlar 11
-a yönelik düşmanca yaklaşımlar 8, 18
finansman bonosu 218

Fisher, Irving 129, 131
fiyat artışları 27, 85, 188, 228, 246, 270
'fiyat devrimi' 27, 55
fiyat kontrolleri 270
fiyat-kazanç ratios 103, 131
Floransa 33, 34, 39, 60-2, 151
ve tahviller 60-2
vergiler ve finansal kayıtlar 42, 61, 62
Flores, Betty 222-3
Ford Motor Company 194
Ford, Edsel 195-7
Ford, Henry 54, 195
Fransa 187, 244
'da 18. yüzyılda yaşanan finansal sıkıntılar 10, 65-66, 104-5, 114-128
bankalar 51, 116
ve Birinci Dünya Savaşı 86, 87, 242, 244
deniz aşırı topraklar ve ticaret 115, 120, *ayrıca bkz.* Louisiana
emlak fiyatlarındaki yükseliş 187
hisse senedi piyasası 126
hükümetlerin iflası 114
İhtilali 105, 126
kraliyetin fonlanması 10, 64, 115, 125-6
Napoléon yönetiminde 69-72
para birimi 116, 126
rentes 63-4, 84, 242
tahviller 74, 86-87, 238, 242
vergiler 65, 117, 120
Fransız Devrimi *bkz.* Fransa
Freddie Mac (Federal Ev Kredisi İpotekli Kredi Şirketi) 15, 201, 209, 214, 218
Friedman, Milton 170-173
Büyük Buhran üzerine 132, 134
ve Çin 173
enflasyon üzerine 85, 87, 170
ve refah devleti 171, 172
ve Şili 172-73, 175
FSLIC *bkz.* Federal Tasarruf ve Kredi Birlikleri Sigorta Şirketi
FTSE All Share Endeksi 210
Fujimori, Alberto 220
Fuld, Richard S. 8

Gana 221
Garwin, Richard 180
Gates, Bill & Melinda 223n.
Gates, Henry Louis ('Skip') Jr. 214-5, 221
gayrısafi yurtiçi hasıla (GSYİH)
ve finansal sektör 11, 158
uluslararası veriler 169-70, 229-30, 274
gecekondu mahalleleri 224
geçim giderlerindeki/maliyetindeki artış 27, 103-4
gelir (kişi başına)
güvence sağlamak 222
uluslararası veriler 7, 228, 235-6, 267
gelişmekte olan ülkeler *bkz.* yükselen piyasalar; "Üçüncü Dünya"
gelişmiş ülkeler 10, 18-9
gemiler/gemicilik 105-6, 111
ayrıca bkz. gemi sigortası
'genler' (finansal sistemlerde) 280
General Motors 131
geniş para 54
Gent 64
George, Henry 185
gıda fiyatları 27, 188, 228, 270
ayrıca bkz. tahıl
GIC 269n.
Ginnie Mae (Devlet Ulusal İpotekli Kredi Birliği) 201, 209, 218
Giovanni Fiorentino 33
girişimciler
ve hiperenflasyon 89
ve iflas 54
ve ipotekli krediler 186, 222
kadın girişimciler 222-4, 266
ve sermaye 219
terimin kökeni 120
Gladstone, W. E. 80, 83, 84
Glasgow 188, 224
Glassman, James K. 102-3
Goebbels, Joseph 69
Goldberg, Whoopi 214
Goldman Sachs 7-8, 29, 131, 227, 228, 256, 261, 265n.
Gordy, Berry 201
Gore, Al 98
An Inconvenient Truth 180
göç 230, 231
gölge bankacılık *bkz.* bankalar
Grameen ('Köy') Bank 223-4
Gramın, Senator Phil 138
Graunt, John 152
Gray, Edwin J. 207
Greenspan, Alan
ve 2008 krizi 19
'in başarıları 137-8
ve Enron 137-8
ve ipotekli kredi krizi 214
'irrasyonel coşku' hakkında 100, 136, 138, 225

ve Kara Pazartesi (1987) 135
tahvil piyasası hakkındaki görüşleri 57, 98
ve teknoloji balonu 136
Greenwich, Connecticut 256
Griffin, Kenneth C. 8, 181-2, 264, 283
Grinspun, Bernardo 93
Gross, William 59, 90-1
GSEs *bkz.* devlet tarafından desteklenen özel kurumlar
GSYİH *bkz.* Gayrısafi Yurtiçi Hasıla
Gualpa, Diego 24
Guangzhou (Canton) 232-3
Guatemala 7, 83
Guiccardini, Francesco 43
gümrük vergileri
korumacı 243
yükselen 230
gümüş 22-7, 28, 91, 116
ve İspanyollar 7, 22-7, 47
ve Mississippi Balonu 122-3, 124
Güney Amerika 22-6, 223
doğalgaz boru hatları 99
ayrıca bkz. Latin Amerika
Güney Denizi Balonu *bkz.* balonlar
Güney Kore 187, 250
Güney Rodezya 236
güven aralıkları 152, 277
güven ve para 29
güvenilir kağıtlar 242
ayrıca bkz. consol
Güvenilir Tasarruf Bankaları 236
'gövdecilik' 150

Habsburg İmparatorluğu 10, 243
hacizler *bkz.* ipotekli krediler
Haçlı Seferleri 27
Haghani, Victor 258
Haiti 220, 221
Halley, Edmund 152, 155
Hamburg 151n.
Hamilton, Alexander 28-9
Hammurabi 29
hane halkı borcu ve geliri 54, 225
ayrıca bkz. tüketici finansmanı
Harvard 11, 179
iktisadi teoriler 173-4, 175
para oyunu 46
Harvey, 'Coin' 77
Hassett, Kevin A. 102-3
hava/iklim
aşırı hava koşulları 11, ayrıca *bkz.* felaketler
ve hisse senedi borsaları 130
türevleri 183-4
Hawes, Mrs Anna 66-7
Hawkwood, Sir John 60-1
hayalet kasabalar 144
hayır kurumu 161
hedge fonlar 8, 11, 181-3, 255, 258, 262, 263, 268
ve aracı kurumlar 280
dinamik hedge 259
ve eşikaltı krediler 217-9
evrimsel değişim 285
fonların fonu 263
-ların geleceği 264-5, 285
kantitatif 258-63
-ın sayısının patlaması 11, 263-5, 269
-ın tarihi 11, 181, 279
Heine, Heinrich 72n., 76
Heinz, John Henry 54
Heisenberg, Werner 252
Heraklitos 60
Herries, John Charles 70-1
Heyden, Pieter van der 60-1
Hıristiyanlar
Çin'de 233
ve para 7, 26
ve tefecilik 34, 40, 62, 64
Hırvatistan 7
Hilferding, Rudolf 281
Hilibrand, Larry 258
Hindistan
ve Britanya İmparatorluğu 230, 237
emlak fiyatları 187
ve Enron 141
ihracat 232
ve küreselleşme 230
matematikte "Hint metodu" 32
'da mikrofinans 224
tekstil 110, 230
'da uluslararası yatırımlar 141, 230
ayrıca bkz. BRIC
Hint Adaları Şirketi (*Campagnie des Indes*) *bkz.* Mississippi Şirketi
hiperenflasyon 82, 86-90, 242
ayrıca bkz. enflasyon
Hispaniola 23n
hisse halka arzı 128
hisse komisyoncuları 125
hisse senedi piyasaları ve borsaları

balonlar 100-1, 126
ve Birinci Dünya Savaşı 239, 241
çöküşler 100-1, 129-135, 142, 260
dünya borsalarında işlem gören hisselerin toplam değeri 10
ve emeklilik *bkz.* emeklilik fonları
emlak piyasaları ile karşılaştırma 210
endeksler 134-5
ve enflasyon 102
faydaları 273
hisse senedi borsaları 10, 64, 109-110, 240, 242
-nın kapanması 240, 241
ve kredi arzı 109
mekanik satış 135
ve sigorta şirketleri 158
spekülatörler 101
Şili 175
şirketler için bir disiplin unsuru olarak 100
tahvil piyasaları ile karşılaştırma 103
tarihçe 10, 12, 64, 100-3, 109-10, 263, 273
uluslararası karşılaştırma 104
vadeli işlemler piyasaları 109
yabancı hisse senedi borsaları 235
yolsuzluk 101
hisse senetleri
aktarım 118
ve Birinci Dünya Savaşı 242
ve Law'un Sistemi 117-9
özellikleri 100-4, 107
sahiplerinin toplanması 100
teminat olarak 109
ayrıca bkz. opsiyonlar; hisse senedi piyasaları
Hobbes, Thomas 22
Hobson, J. A. 77n.
Holland a*bkz.* Hollanda İmparatorluğu; Birleşik Eyaletler
Hollanda
emeklilik fonu 179
emlak fiyatlarındaki balon 187
finansal ve ticari başarı 10, 45, 65, 112
Hollanda Eyaletleri 64
ayrıca *bkz.* Birleşik Eyaletler Hollanda Doğu Hindistan Şirketi *bkz.* VOC
Hollanda Doğu Hindistanı 111-2
Hollanda İmparatorluğu 10, 112, 115
ayrıca bkz. Hollanda; Birleşik Eyaletler
Home, Alec-Douglas – 14üncü Home Dükü 188
Honduras 221
Hong Kong 233-4, 237, 265-6
Hostiensis (Henry), Susa'lı 62
HSBC 217
HUD *bkz.* Konut ve Şehirsel Gelişim Dairesi
Hufschmid, Hans 258
hükümetlerin verdikleri açıklar 98, 247, 250, 251
Hüseyin, Saddam 143

ırka dayalı bölünmüşlük 195, 200-1, 214-5
ayrıca *bkz.* anti-Semitism; etnik azınlıklar
IBM 131
IMF bkz. Uluslararası Para Fonu
International Bank for Reconstruction and Development bkz. Dünya Bankası
International Development Association bkz. Dünya Bankası
IPOs bkz. birincil halka arzlar
Irak 11, 143
It's a Wonderful Life 198-9, 209

'İbrani tılsımı' 73
İber Yarımadası'ndaki savaş 70
içeriden bilgilenme 101-2, 131
içimizdeki Afrikalar 17
iflaslar 280
Amerikan krizleri esnasında 52-4, 56, 218, 280
Birleşik Devletler'de 52-4, 280
Çin hükümeti 243
yatırımcılar için risk 104
II. Charles, Kral 65
II. James, Kral 65
II. Nikolay, Çar 90n.
II. Pius, Papa 43
II. Viktor Amadeus, Savoy Dükü 113
İkinci Dünya Savaşı 186, 244-5
savaş sonrası finansal sistem 244-6
sonrası ABD yardımı 245
ve sosyal sigorta 163
iklim değişikliği 18, 143, 180, 285
ikramiyeli borçlanma 65, 105
iktisatçılar
ve Büyük Buhran 133
Chicago ve Harvard'lı teorisyenler 173-5

ekonomik tahminler 278
evrimsel iktisat 279
ve gerçek insanlar 276
ve hisse senedi piyasası 104
iletişimdeki gelişmeler 230, 237
imparatorluklar 236, 248, 271
ayrıca bkz. emperyalizm
İngilizce konuşan ülkeler 92, 227, 271
ayrıca bkz. mülk
İngiltere *bkz.* Britanya
İnkalar 22-25
inşaat sektörü 194
internet 136
bankacılığı 282
ve Enron 139
ayrıca bkz. dot.com
ipotekli konut kredisine dayanan menkul kıymetler (RMBS) 209n., 215, 218
İpotekli Kredi Faiz Desteği (MIRAS) 202
ipotekli krediler 13-4, 186-7, 188, 194, 198-203, 208-9, 227, 282
ve ABD'nin ekonomik zaferi 9
-de ayrımcılık 200-1
borçluluk 54, 187, 200
Büyük Buhran/Yeni Düzen esnasında 198, 212
değişken faizli (ARMs) 212, 217
ve ekonomik daralmalar 13,194
federal government and 199, 206-7
hacizler 194, 216-7
rücu etmeyen 217n.
sabit faizli 212, 259
-in tarihi 13-4, 194, 198-200, 208-9
İran 27, 30
İrlanda 187, 237
irrasyonel coşku bkz. Greenspan Alan
İskoçya 113, 150, 154-8
ayrıca *bkz.* Glasgow
iskonto acenteleri 241
iskonto penceresi 134
İslam İmparatorluğu 26-7
İspanya 35, 105, 234
altın ve gümüş 7, 23-5, 27, 47
emlak fiyatlarındaki artış 187
gerileyen imparatorluk 27, 47, 64, 105, 111
kraliyetin finansmanı 47, 64
İspanyol fatihler 7, 23-5, 50
İspanyol Veraset Savaşı 127
İsrail 246, 253
İstanbul 35
istatistikler 152
istihdam politikaları 246
ayrıca bkz. işsizlik
İsveç 44, 103
İsviçre 91, 103, 118
iş *bkz.* şirketler; girişimciler
İşçi Partisi 202
işgalciler 221-2
işgücü/emek
Asya'da 231
değer birim olarak 22-3
işçinin prangası olarak para 7
örgütlenme *bkz.* sendikalar
vasıflı ve yarı vasıflı 20
zorunlu çalışma 22, 24-5
işlikler 161-4
işsizlik 216
Büyük Buhran esnasında 131, 194
ve hiperenflasyon 89
Keynes'in görüşleri 89
ve kredi 38
İtalya 10, 186, 234
ve Avrupa Merkez Bankası 97
bankacılık sistemi 10, 44, 47
birleşme hareketi 77
emlak fiyatlarındaki artış 187
finans tarihi 31-6, 39-44, 86, 97
sigorta 150-1
tahvil piyasası 58, 60-63, 97
yaşlanan nüfus 97
IV. Edward, Kral 44

Japonya 51, 57, 111, 166-9, 251, 253
Çin'le yapılan savaşlar 166, 167, 237
devlet tahvilleri 57-8, 234, 259
ekonomi 57, 137, 169, 178, 286
gayri menkul fiyatları 211
İkinci Dünya Savaşı 166-7, 237
refah devleti 166-9, 178-9
sigorta 166-70
yaşlanan nüfus ve emeklilik 169, 178-9
Jardine, Matheson 232-4
Jardine, William 232-4
jeolojinin finans tarihiyle kıyaslanması 275n.
Jivarolar 22
Jones, Alfred Winslow 252n.

kabul kurumları 240, 242
kadınlar
girişimci olarak kadınlar 223
-a yönelik ayrımcılık 11, 223
Kaffir (altın madeni) balonu 238

kağıt para 28-9, 48, 50, 240
Bank of England'ın tekeli 45-6, 49
ve Birinci Dünya Savaşı 241
ayrıca *bkz.* dolar (banknot); Law, John
Kahn, Herman 169
Kahnemann, Daniel 276
kalabalıklar 277
kaldıraç kullanma 10, 131, 184, 210n.
kambiyo senedi acenteleri 240
kambiyo senetleri (*cambium per literas*) 40, 48, 70
Kamboçya 222
kampanya 158n.
kamu hizmetleri 65
kamu iktisati teşekkülleri *bkz.* özelleştirme; devlet fonları
Kamu İşleri İdaresi 198
Kanada 120, 187, 234, 235
kanal (conduit) 11, 14, 218
kanser 149
kapitalizm
ve birikim 21
-deki evrimsel süreç 279
ve hiperenflasyon 89
ve refah devleti 170
ve para 21
ve savaş 239
ve şirket 99-100
kara kutu *bkz.* Black-Scholes modeli
'Kara' günler 134, 138
'Kara Pazartesiler'
1929 129
1987 *bkz.* finansal krizler
"Kara Perşembe" 129
Karayip ülkeleri 84, 229
karşı taraf (muhatap) riski 218, 265
kasırgalar 143-8, 160, 180
Kast, Miguel 173
Kastilya 23, 27
ayrıca bkz. İspanya
Katrina (Kasırgası) 143-50, 176, 180
Kay, John 264
kayıtdışı ekonomik alanlar 220
Kayıtdışı Mülklerin Kayıt Altına Alınması Komisyonu 222
kaynaklar
-ın dağıtımı 273
için mücadele 270, 280
kaynak uğursuzluğu 27
ayrıca *bkz.* emtia piyasaları
Kazakistan 221
Keating, Charles 207n.
Kenya 224
kesinlik 152
ayrıca bkz. olasılık
Keynes, John Maynard/Keynesçilik 51, 89, 130, 234, 236, 245, 262
belirsizlik üzerine 275
enflasyon üzerine 89, 96
Keynesçi politikalar 93, 250
kırmızıyla çizmek (kredi derecelendirme) 200
kısa pozisyon 253
kısmi rezerv bankacılığı 45, 46
kıtlıklar 149
kil tabletler 28-31
kiracılar *bkz.* ev sahipleri; kiralık konutlar
kiralık konut
özel 185, 194, 202, 221
Klein, Naomi 148
Knight, Frank 274
Kolomb, Kristof 23
Kolombiya 22, 83, 104, 139, 176
komisyoncular 125, 131
Komünist ülkeler
ve emek 22
merkezi planlama 22, 266
ve para 22
ve sermaye piyasaları 247
Komünistler 21
ve Büyük Buhran 194, 195, 197
ve para 21
Kondo, Bunji 167
Konfederasyon 78-83
Konsolide Fon 65
konut kooperatifleri 198
ayrıca bkz. kooperatifler
Konut ve Şehirsel Gelişim Dairesi (HUD) 213
konvertibl olma *bkz.* para birimleri
kooperatifler *bkz.* bankalar
korumacılık 130, 243
ayrıca *bkz.* serbest ticaret
kölelik
ve ev sahipliği 214
köle ticareti 26
ve Rothschildler 79
kömür 188, 229
kraliyetin finansmanı 45, 64, 117
kredi
-lerin bankaların toplam varlıklarına oranı 47
derecelendirmeleri 200-1, 213
gelecekteki kazançlara istinaden borçlanma 225

gelişmenin yapı taşı olarak 31, 56
-nin kökeni 30-1
taksiti 131
ayrıca bkz. borç; mikrofinans
kredi ağlarına olan ihtiyaç 18, 37, 56
kredi alabilirlik 46-7, 222-4
kredi birlikleri 224
kredi daralmaları
1914: 240
2007-8: *bkz.* finansal krizler
kredi kartı sahipleri 16
kredi piyasaları
2007 krizi 218, 227, 283
çocukluk dönemi 36
kredi temerrüt takası (CDS) 11, 16, 183
krizler *bkz.* finansal krizler
Krugman, Paul 250
kupon 59
kurumsal finans 9
kurumsal yatırımcılar 158
Kuveyt Yatırım İdaresi 269n.
kuyruk riski 276
Kuzey Amerika 47-8, 51-2, 132-3, 162-4, 135-6, 282
bankalararası işlemler 49, 218, 268
bilgi toplayan ve risk yöneten kurumlar olarak 47
bireysel ve ticari 282
Birleşik Devletler'de yeterli sermayeye sahip olmaması 51
borç verme furyası 267
ve eşikaltı krediler 13-4, 215, 216, 217, 218
gölge bankacılık sistemi (bilanço dışı yapılar) 11, 218, 284
ve hiperenflasyon 89
hisse alımı için verilen krediler 109
hisseler 254
-a ilişki düzenlemeler 48, 284, 285-6
işe alımlar 11
Law'un teklifi 114-6
millileştirilmiş/devlet bankaları 218, 268, 282
mudi akınları 12, 45-6, 47, 49-51
özel 44, 189, 283
özel şirket/ortaklık olarak 48
ve petrol ihraç eden ülkeler 246
rezervlerin mevduata oranı 45
tezgah üstü türev enstrumanlar 183
tüccar bankaları 48, 240
uluslararası 284n.
yeni türler 48, 50, 282
yeni sermaye artırımı 283-4
Kuzey Kore 22
küresel ısınma *bkz.* iklim değişikliği
küreselleşme 10, 54, 225, 270
ve çatışma 270-1
-nin ilk çağı 230-1, 232, 235-6, 237, 244, 270
muhalif görüşler to 248
tanımlanan 230
ayrıca bkz. devlet fonları
kürk ticareti 120
Kyoto 166

Lackey, Yargıç 147n.
lale balonu 112
Lamarkçı evrim 280
Lamont, Norman 255
Lasswell, Harold D. 167
Latin Amerika
borç krizleri ve para birimlerindeki erimeler 83, 158n., 231, 247
'da Britanya yatırımları 235
emeklilik 176
ve Enron 139
'ya yapılan yardım 246
yoksulluk oranı 176
ayrıca bkz. Güney Amerika
Law, Gerard 37-9
Law, John 104-5, 113-29, 138-40, 224
ve bankalar bkz. bankalar
ve kağıt para 115, 118, 126, 138
mutlakçılık 115, 116, 122, 124
Lay, Kenneth 138-42
le Maire, Isaac 108, 109
Leeson, Nick 231
Lehman Brothers 284
Lelystad 111
Lenin, V. I. 197
'e ait olduğu iddia edilen enflasyonla ilgili görüşler 89
emperyalist rekabet ve savaş üzerine 243
ve para 21
Lewis, Kenneth D. 8, 285
lex mercatoria 151
liberal emperyalizm 236
Liberal Parti 163
liberals 77n.
Libor 212, 259n.
Lifan şirketi 266
likidite 12, 46, 49, 284n., 286

ve Birinci Dünya Savaşı 238, 239, 240, 244
krizleri 49, 240, 278, *ayrıca bkz.* finansal krizler
oranları 55
likidite sorunları 49, 219, 286
Lima 222
Lincoln Savings and Loan 207n.
Lincoln, Abraham 79
Liverpool 80
Liverpool, Lord (Başbakan) 71
Lloyd George, David 163
Lloyd's (Londra) 151, 163
Lloyds Bankası 50, 158
Lo, Andrew 278, 285
Loaisa, Rodrigo de 25
London & Westminster Bankası 50
London Assurance Corporation 160
London Inter-Bank Offered Rate (Libor) 212, 259n.
Londonderry Lordu, Thomas Pitt 122, 125
Londra
finans merkezi olarak 240
Medici Bankası 40, 44
'da ortalama yaşam 154
sigorta piyasası 151
şehri 48, 84, 126, 151
Long Term Capital Management (LTCM) 258-63, 265
Los Angeles 211
Lott, Trent 146
Lou Jiwei 269n.
Louisiana 115, 118, 120, 144
Lowenfeld, Henry 234
LTCM *bkz.* Long Term Capital Management
Lyford Cay 12

M_0 (parasal taban ya da yüksek güçlü para) 46
M_1 (dar para) 46
M_2 29, 46
M_3 46
Macaristan 90, 234, 243
Machiavelli, Niccolo 39
Mack, John 8
Maclaurin, Colin 153, 154, 155, 160
Macmillan, Harold 202
maddi teminatlı
borç yükümlülükleri (CDO) 13, 16, 209, 215-6, 217, 268
ipotekli krediler 209
maddi teminatlı *bkz.* hisseler
mafya 205
Maharashtra 141
Main (Chas. T.), Inc. 248
Maine 51
makro ekonomi 277, 285
Mal Sahiplerinin Oyunu 185-6
Malakka (Maluku) 108
Maldivler 29
Malezya 250, 251, 252
Malthus, Thomas 155n., 273
Maluku Adaları 108
Manco Capac 23-4
Manes, Alfred 157
Maoistler 220
Markowitz, Harry M. 258
Marshall k'sı (oran) 54n.
Marshall Planı 245-6
Marshall, Alfred 54n.
Marshall, General George 245n.
Martin, William McChesney Jr. 137
Marx, Groucho 131
Marx, Karl/Marksizm 21, 171
Mary Poppins 12
Marylebone Düşkünlerevi 161-4
Massachussetts Affordable Housing Alliance 213
Massys, Quentin 41
Masulipatnam 108
matematik
Çin'de 32
doğu kaynaklı 10, 32
matematiğin finans ve sigortacılıkta kullanılması 10, 29-32, 152-3, 256
tarihi 29-32
Matheson, James 232-4
McBirney, Ed 205
McCain, John 207n.
Medici Ailesi 9, 39-44, 56, 62
çeşitlendirme 41, 44
libro segreto 40-1
Medici, Cosimo (15. yüzyıl) 40, 43
Medici, Dük Cosimo de' (16. yüzyıl) 39, 44
Medici, Giovanni di Bicci de' 40, 42
Medici, Muhteşem Lorenzo 43
Meksika 27, 83, 176, 221, 243, 247
Memphis 52-3, 215, 217, 218
menkul kıymetler
yeni türler 64, 282
ayrıca *bkz.* varlığa dayalı menkul kıymetler; varlıklar; menkul kıymetleştirme

Menkul Kıymetler Yasası 252n.
menkul kıymetleştirme 10, 56, 209, 273
borcun menkul kıymetleştirilmesi 15, 140
ve federal hükümetler 209
ve özel tahvil sigortacıları 209
-nin tehlikeleri 209, 216
mercenaries 60-1
Meriwether, John 258, 260-1, 262, 263
merkez bankaları 45-6, 52, 269
açık hedefler 97
-nın bağımsızlığı 96
ve balonlar 102, 142
ve eşikaltı krizi 14-5
ve irrasyonel piyasalar 141
ve Kara Pazartesi (1987) 135
-nın kuruluşu 51
ve monarşiler 116
para basımı üzerindeki tekel yetkisi 46-47, 49
ve petrol fiyatları 247
ve savaş 85
ayrıca bkz. Bank of England vb.
merkezi planlama 22, 266, 273
Merrill Lynch 8, 217, 258, 269, 285
Merton, Robert 256, 257-8, 260
mevduat sigortası 51
Mezopotamya/Babil 28-31, 150, 273, 287
Mısır 81, 83, 221, 234, 236
Mısır Kanunu 189, 190
Miami 211
Michelet, Jules 76
mikro işler 224
mikrofinans 18, 223-4
Milano 60
milyonerler 120
Minsky, Hyman 134, 136
MIRAS bkz. İpotekli Kredi Faiz Desteği
Mishkin, Frederic 274
Mississippi 77, 78, 81
ayrıca bkz. balonlar; Katrina
Mississippi Şirketi (eski Hint Adaları Şirketi, *Compagnie des Indes*) 117-29, 137, 139, 141
modern öncesi toplumlar 149
Mohamad, Mahathir bin 252
Moivre, Abraham de 153
monarşiler *bkz.* kraliyetin finansmanı
Monopoly (oyun) 185-6
Montagu, Leydi Mary Wortley 120
Moody's 215
Moore, Deborah 158n.
Morgan (J.P.) 8, 260n., 261, 269
Morgan, Stanley 8, 255, 269n.
Motown 201, 212
Mozilo, Angelo R. 8
Muhafazakar Parti
konut politikaları 202-3
ve refah devleti 169
muhasebecilik 40-1
Mullins, David 258
mutasyonlar (ekonomilerdeki) 279
mücadele (rekabet) 280
mülkiyete dayalı demokrasi 187, 193-203, 213, 218, 219, 221, 273

Nairobi 224
nakit
insanların elinde 29
naktin yok olması *bkz.* elektronik para; parasız toplum
'nexus' 21
ayrıca bkz. madeni para; kağıt para
Nanking Antlaşması 233
Napoléon Boneparte 10, 67, 69-72
Napoléon Savaşları 69-72, 78, 188, 242
Napoli 74, 75
National Provincial Bankası 50
Naziler 69, 73
Neal, Larry 275n.
Nearing, Scott 185
neo-emperyalizm 248-251
New Orleans 81, 118, 144-5, 184, 212
ayrıca *bkz.* Katrina
New York 79, 135-6, 151n.
New York Borsası 240
New York Merkez Bankası 132
Nijerya 27, 95, 236/7
Nikaragua 238
NINJA (No Income No Job or Assets) 215/6
Nixon, Richard 51/2, 246
Northern Rock 13, 219, 268, 282
Norveç 233/4
emlak fiyatları 187
ve eşikaltı krediler 13, 215/6
Nukak-Makular 21
nüfusa ilişkin 155n. 273
ayrıca *bkz.* emeklilik aylıkları; yaşlanan nüfus
nükleer saldırılar 179

O'Neill, Jim 227-8
Obama, Barack 287
OECD bkz. Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

Office of Federal Housing Enterprise Oversight 210
offshore piyasaları 247
olasılık 152-3, 160, 275-6
onluk sistem 32
opsiyon fiyatlama *bkz.* Black-Scholes modeli
opsiyonlar/opsiyon sözleşmeleri 122, 183 256-7
ayrıca bkz. alım opsiyonları; satış opsiyonları
Orleans Dükü (Naibi) 114, 116, 118, 124, 125
Orta Amerika 84
Ortadoğu 111, 241, 247
devlet fonları 14, 269
'daki savaş 11, 246
ortaklıklar 42, 100
Osmanlı İmparatorluğu 243
çöküş 243
ve Venedik 35, 63
Yahudiler 35
ayrıca *bkz.* Türkiye
otarşi 243
otomotiv 131, 216
Overend Gurney Bankası 49, 50
Overstone, Baron 50
Oz Büyücüsü 193

ödeme aczi 49, 286
ayrıca bkz. iflaslar
ödeme taahhüdü 28, 46
ayrıca *bkz.* kağıt para
ölçek ekonomisi 282
ölçek meseleleri 277, 282
ölüm istatistikleri 152
ayrıca *bkz.* yaşam beklentisi
ölüm nedenleri 148-9
ömür boyu yıllık ödemeler yapan tahviller 64
önyargılar 253, 276
özel amaçlı işletmeler (ÖAİ) 140
özel sermaye ortaklıkları/şirketleri 11, 14, 269, 282
özelleştirme 97, 139, 172, 282
Özgürlük ve Demokrasi Estitüsü 221
özsermaye
risk primi 104

Pacific Investment Management Company *bkz.* PIMCO
Padua 60
Palmer, J. Horsley 49
Palmerson, Viscount 232
pamuk 80-2
Panama 248-9
papalık 40, 60
para
arasındaki ilişki olarak 273
bankaların belirli yükümlülüklerinin toplamı olarak 47
gelişimin ardındaki itici güç olarak 273
-yla ilgili önyargılar 8-9
inanç ve güvenin ifadesi olarak 29; metalaştırılan emek olarak 21; borçlu ve alacaklı
kriterleri 25-6, 27, 29
piyasası 49
tanrı olarak 73
ayrıca bkz. sikkeler; elektronik para; kağıt para
para (birimi)
bir birimden diğerine çevirimle ilgili sorunlar 40, 44-5
çıpaları 51, 95
ilk küresel para (İspanyol sekizlisi) 27
konvertibl (değiştirilebilir) olma 241, 244
müdahale 270
reformu: Amsterdam 44-5, 105; Arjantin 93
ayrıca bkz. sikkeler/madeni paralar; kurlar
para arzı
-nın artması 29, 117
ve savaş 85, 86
tanımlar 46
para birimlerindeki devalüasyonlar/krizler/çöküşler 59, 104, 266
Arjantin 91-2, 104
Birinci Dünya Savaşı sonrasında 90
ortaçağ monarşileri 246
Sterlin'deki devalüasyon 254-5
para politikası
-nın dönüşümü 96
ve ipotekli kredi krizi 214, 268
ve ulusal hedefler 245-6
ve varlık fiyatlarındaki düşüş 132, 136-7
para teorisi 85-6
paranın değiştirilebilirliği 26
Paranın olmadığı topluluklarda şiddet 22
parasız toplumlar 21
Paris 64
Mutabakatı 250
Quincampoix 119-20, 125, 126

Parker Brothers 186
parlamentolar 65, 66, 188
Pascal, Blaise 152
Pasifik Adaları 111
Patterson, Lynne 223
Paulson, Henry M., Jr ('Hank') 19, 29
Paulson, John 264
pecunia 26
Peel, Sir Robert 49
Pekin 228
Pelham, Sir Henry 65
Penso de la Vega, Joseph 112
Perkins, John 248
Peron, General Juan Domingo 91-2
Peru 23-4, 83, 103, 139, 219-21
Peruzzi Aileleri 39
petrodolar 247
petrol 27, 247, 253, 265
Philadelphia 157
Phillips, Elizabeth ('Lizzie') 185
Phoenix 211
pırlanta 102
Picart, Bernard 126-7
PIMCO (Pacific Investment Management Company) 59, 90
Piñera, Jose 173-4, 176
Pingala 32n.
Pinochet, Augusto 172, 173-5
Pisa 31-2, 40, 59, 60
piyasa değerine dayanan muhasebe kayıtları 140
Pizarro, Francisco 23-4
poliçe altına ismini yazanlar/teminat verenler (underwriters) 151
politikacılar/syasetçiler 16, 179, 286
Polonya 90
Pope, Alexander 128
Popper, Karl 253
Portekiz 70
  ve Yahudiler 35
  yeni rotalar ve Doğu Hindistan ticareti 105-6, 108, 111
Portinari, Tommaso 43
'post-Amerikan' dönem 231
Potosi 24-5, 27, 28, 47, 55
  ayrıca *bkz.* altın standardı
Preobrazhensky, Yevgeni 90
prestanze ve *prestiti* 63
Prince, Charles O. 8
Princip, Gavrilo 239, 241
Pro Mujer 222-4
Procter & Gamble 131
productivity 170
Prusya devlet tahvilleri government bonds 74, 75, 76,
Putin, Vladimir 221
Pückler-Muskau, Prens 77

Q Düzenlemesi 204
quant'lar 257-8
Quantum Fund 255
Quilmes 219, 221

Rachman, Peter 202
Rand Corporation 258
Ranieri, Lewis 208
rantiye 65, 83-4, 89, 96
raporlama yapma baskısı 283
rastgele değişim 256
RCA 131
Reagan, Ronald 202, 204
  refah devleti reformları 176
  ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi 250
  ve T&K'ler 204
Rees-Mogg, Lord 135-6
refah devleti 161-170
  ve ekonomi 169-70
  -ne saldırı 173
  ve savaş *bkz.* savaş
  -nin yok edilmesi 169-70
reflasyon 117
rehinci dükkanı 53
Reich markının çöküşü 86-88
Renaissance (şirket) 264
Renda, Mario 205
residential mortgage-backed collateralized debt obligations (RMBS CDOs) 217
Resolution Trust Corporation 208
Revlon 131
rezerv oranı 45
Richelieu, Kardinal 76
risk
  devlet garantilerinin risk almayı teşvik etmesi 286
  -in hesaplanabilirliği 275
  -in iyi dağıtılması 12, 284
  -ten kaçınma ve risk alma 276
  refah devleti ve 163, 169, 170
  -in yönetimi 143
Risk Management Solutions 148
Riske Maruz Değer modelleri 260, 262, 284
Rivera, Diego 195-7
RMBS *bkz.* ipotekli konut kredisine dayanan menkul kıymetler

Robespierre, Maximillien 76
Rockefeller Center 197
Rockefeller, Jon D., Jr. 197
Rodriga, Daniel 36
Rogers, Jim 231
Rogoff, Kenneth 250
Roma
  antik 26, 31
  Medici Bankası 40, 42
Romanov İmparatorluğu *bkz.* Rusya
Romanya 35, 85
Roosevelt, Franklin D. 130, 133, 198
Rosario 94
Rostow, Walt 246
Rothschild Ailesi ve şirketi 67-74, 75, 77, 84, 234
  ve ABD 77-8
  ve Amerika İç Savaşı 78, 79, 81-2
  ve Arjantin 94-5, 234
  hakkındaki mitler 73
  politik güç 70, 74n., 75-6
  Yahudilik 70, 74n., 75, 76
Rothschild, 1. Lord (Nathan) 95
Rothschild, 3. Lord 55-6
Rothschild, 4. Baron 67
Rothschild, Amschel 68, 71
Rothschild, Carl 68, 71
Rothschild, Evelyn de 67
Rothschild, James 68, 71, 79
Rothschild, Lionel de 79
Rothschild, Mayer Amschel 75
Rothschild, Nathan Mayer 10, 67-75
Rothschild, Salomon 69, 71
Rothschild, Salomon de 79
Royal Exchange 240
Royal Society 152
Rönesans 9
Rueff, Jacques 246
Rumsfeld, Donald 143
Rusya/SSCB
  Birinci Dünya Savaşı ve sonrası 85, 90, 239, 242-3
  Bolşevik rejimi 90, 243
  borç temerrüdü (1998) 96, 137, 260, 262
  Büyük Buhran'dan etkilenmeyişi 129
  emlak fiyatlarındaki yükseliş 187
  kaynak uğursuzluğu yaratan petrol 27
  komünist bloğun yaklaşan çöküşü 247
  paranın (altına) dönüşümü 241
  Rus Çarlığı/Romanov İmparatorluğu 238, 243
  tahviller 74, 238, 242-3, 260
  Yahudiler 73
  ayrıca *bkz.* BRIC
rücu 216n., 241
Ryan, Anthony W. 18, 278

S&P *bkz.* Standard and Poors
Sağ
  ve refah devleti 163
  ve tahvil piyasaları 76
sağlık sigortası 149, 163, 177, 184
sahipliğin yoğunlaşması 281
sahtecilik 82
Saint-Simon Dükü 116
Salomon Smith Barney (önceden Salomon Brothers) 208, 209, 257, 259
'sanal' para *bkz.* elektronik para
San Diego 211
San Francisco 143, 160
sanat piyasası 9
sanayi devrimi 48, 228, 230
sanayi/sanayileşme 228, 279, 285
  -de evrimsel süreç 280
  için gerekli koşullar 228-9
Sandero Luminoso 220
Sanskrit matematiği 32n.
Santiago (Şili) 175, 243
Santo Tomás, Domingo de 24
Sassetti, Francesco 43
satıcılar (hisse senedi piyasası) 100, 109
satış opsiyonları 16, 137-8, 183
savaş
  ve emtia piyasaları ve fiyatları 240, 270
  ve endüstriyel değişim 279
  ve enflasyon *bkz.* enflasyon
  -ın finansmanı 7, 27, 45, 69, 115, 242
  ve kapitalist sistem 238-9
  küreselleşme ve 270-1
  milletlerin sonunu getiren 239
  olasılıklar 148, 275
  ve para 7
  ve refah devleti 163-5, 167-9
  savaş tahvilleri 85-6
  ve ticaret 110-1
  ayrıca *bkz.* tahviller ve tahvil piyasaları
Savaş Borcu 242

savaş tazminatları *bkz.* Almanya
Saving, Thomas R. 178
Savonarola, Girolamo 44
savunma *bkz.* silahlar
sayı sistemleri 31-2
Scholes, Myron 256-7, 258, 262
Schumpeter, Joseph 279, 286
Schwartz, Anna 132, 134
Scott, Sir Walter 158-9
Scottish Ministers' Widows Fund 155-8
Scottish Widows 158, 160, 161
Scruggs, Richard F. ('Dickie') 145-6, 160
seçmen kitlesinin genişlemesi *bkz.* Seçmen reformu
seçmen reformu
  Avrupa'da 85
  Britanya'da 84, 163, 188, 190, 193-4
  ayrıca bkz. mülk sahiplerinin demokrasisi sekizli 27
Self, Beanie 215
sendikalar
  Arjantin 92, 97
  -ın artan ve azalan gücü 97, 170
  ve üretkenlik 170
Senegal Şirketi 116
senet iskonto eden bankalar 48
serbest piyasa işlemleri 132
serbest ticaret 245, 271
  ayrıca bkz. korumacılık
serbestleştirme
  ekonomideki 266
  sermeya piyasalarındaki 250
  trade 245
sermaye
  ihracı/hareketliliği 101, 235-8, 243, 244-5, 247, 266
  kazancı 104, 210
  kontrolleri/kısıtlamaları 243, 244-5, 251, 266
  'ölü sermaye' 220, 221
  piyasası *bkz.* sermaye piyasası
  yeterliliği *bkz.* bankalar
Sermaye Piyasaları Kurumu (ABD) 253n.
sermaye piyasası
  gelişimi 12
  serbestleştirme 250
Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM) 259
sermayeyi aşan işlemler 101
sezgisel yanlılıklar 275, 276
Shakespeare, William
  Venedik Taciri 33, 36, 56, 77, 150
Shanghai 243
Sharpe, William 259
Shaw-Stewart, Patrick 242
Shettleston 37-8
Shiller, Robert 224
Shylock 33-4, 36, 77, 150
sıcak para 86, 131, 244, 247, 250, 252
sınıf mücadelesi 195
sınır ötesi sermaye akışları *bkz.* sermaye ihracı
sınırlı sorumlu şirketler 99, 107, 141, 151
Sırbistan 7, 239
Siena 60
sigorta 143-84, 273
  ve ABD'nin ekonomik zaferi 9
  ve 'Amerikan krizi' (2007) 283
  aracı olarak afet tahvilleri 183
  askerler için sigorta 157
  birer yatırımcı olarak sigorta şirketleri 158, 189
  dağıtım modeli 151, 154, 169, 174
  en fazla sigortalanan ülke (Britanya) 10, 161
  federal mevduat sigortası 198-200
  gemicilik *bkz.* deniz sigortacılığı
  hayat 151
  ve ileri yaşlar/yaşlılık 149
  kamu/devlet 145,147, 163, 165
  karşılıklılık ilkesi 157
  kaza 149
  kontratı150
  konut ve kaza 145-7
  küçük puntolarla yazılmış istisnalar 145n.
  maksimum ilkesi 157
  poliçe sahiplerinin dezavantajı 145-6, 160-1
  primlerinin GSYİH'ya oranı 160-1
  ve refah devleti 161, 183
  risk değerlendirmesi152-3
  sağlık *bkz.* sağlık sigortası
  ve savaş 151, 163-5, 181
  -nın tarihi 150-2, 166
  yangın 150-1
  ayrıca bkz. hedge fonları
sikkeler / madeni paralar 26-7, 29, 31, 40, 44
  alternatifler 26, 28 *ayrıca bkz.* kil tabletler; elektronik para; kağıt para
  kıtlıklar 26
  tağşiş, kıtlık ve değer yitimi 27, 65, 116, 123, 246, *ayrıca* bkz. deevalüasyonlar

silah/savunma sanayi 239,244, 248, 254
ayrıca bkz. teknolojik buluşlar kısmına
Silikon Vadisi *bkz.* dot.com
Simons, James 264
sincap derisi 26
Singapur 269n.
siyahlar *bkz.* Afrikalı Amerikalılar
Skilling, Jeffrey K. 138, 140-1, 142
Sloan, Alfred 131
Slovenya 7
Smith, Adam 48, 224
Socialist Standard 21
Sol 76, 163
ayrıca bkz. İşçi Partisi; sosyalistler
Song Hongbing 73
Soros, George 8, 252-5, 258, 261
gelir 8, 264
"kökten piyasacılık" üzerine 269
sorumluluk
sınırlı *bkz.* sınırlı sorumlu şirketler
sınırsız 151
sosyal konut 198, 202
sosyalistler
ve refah devleti 161, 172
ve serbestleştirme 250
Sourrouille, Juan 93
Sovyet modeli ekonomiler 172
Sovyetler Birliği *bkz.* Rusya/SSCB
soyluluk 188
ayrıca *bkz.* aristokrasi
Sömürgeler Borç Kanunu 236
Sömürgeler Menkul Kıymetler Kanunu 236
sömürgelerdeki menkul kıymetler 235-6
spekülatörler 101, 109, 182
ayrıca *bkz.* vadeli sözleşmeler
Spencer, Herbert 281
Sri Lanka 111
SSCB *bkz.* Rusya/SSCB
stagflasyon (stagnation) 170
Standard and Poor's (S&P) 215
Standard & Poor's 500: 103n., 210, 227, 265
Stanford 256
State Farm sigorta şirketi 146-7
State Savings and Loan 205
sterlin *bkz.* pound sterlin
Stevenson, George 53
Stewart, Jimmy 199
Stiglitz, Joseph 250-1
Stockholm 44-5
Stowe House 189-91
Strong, Benjamin 132
Styal 80
Sun Insurance Office 151
Sunbelt 205
Suriye 7
Swiss National Bank 51
Sword Blade Company 128

şarap piyasası 12
Şarlman 26, 31
şebeke dışsallıkları 111
şeker 229
Şili 83, 91, 171-6, 234
şirketler
-in bazılarının yok olması 278-80
-in bulunması ve gelişmesi 99-100
büyük grup haline gelme 281
-le ilgili düzenlemeler 285-6
ortaya çıkışları 127
yeni türler 281-2, 285
şişman kuyruklar 135, 181

T&K'ler *bkz.* Tasarruf & Kredi
tahıl 28, 182, 189-191
tahmin yapmak bkz. iktisatçılar
tahvil ve tahvil piyasaları 56, 57-98
ve Birinci Dünya Savaşı 238-9, 242-3
daimi (uzun vadeli) tahviller / gelir senetleri 66
devlet *bkz.* devlet tahvilleri
ve emeklilik 59, 97, 102
ve enflasyon 88, 91, 96
-na erişimin yayılması 86
faiz oranları 58, 63, 268
faydaları 9, 273
-nın geleceği 95-6
gelişmekte olan piyasaların tahvilleri *bkz.* gelişmekte olan piyasalar
hisse senedi piyasaları ile karşılaştırma 103
itibari değer 63, 66
krizler ve temerrütler 63, 82, 83, 92, 94, 95-6, 103-4
önemi ve gücü 58-9, 63, 66, 76-7, 273
paketlenmiş ipotekli krediler *bkz.* menkul kıymetleştirme
pamuğa dayalı 79-80
ve Rothschildler 69-78
ve savaş 60-5, 67, 69, 70-1, 77, 79-83, 85-90, 92

ve sigorta şirketleri 158-9
tanımlar 57-9, 63, 66
-nın tarihi 57-8, 61-7, 74-5
ve tasarruf kurumları 97
üzerine sağdan ve soldan eleştiriler 75-6
ve vergiler 60, 84
yükseliş 265, 268
-nın zayıflığı 84, 105
takas 22
takas sözleşmeleri 11, 183, 259
taklitçiler 283
Tanzanya 221
tarım
Doğu Batı kıyaslaması 228-9
finans ve tarım 9, 48, 149, 273
"geliştirme" 188
tarım ve göç 98, 231
tarım ve risk 145
vadeli finansal korunma ve vadeli sözleşmeler 181
yükselen ve düşen fiyatlar 48, 182, 188-9, 231
tasarruf
aracı olarak mülk almak 184
bankalara olan ihtiyaç 50, 56
furyaları 235, 268
gelecekteki sürprizlere hazırlık olarak 184
modern öncesi toplumlar 56
uluslararası karşılaştırma 266-7
vergilerin tasarrufu zorlaştırması 170
ayrıca *bkz.* tasarruf bankaları
Tasarruf ve Kredi (T&K) birlikleri 198-200, 203-8, 257, 279, 285
-yle ilgili düzenlemeler 204, 207, 285
tasarruf/mevduat bankaları 50, 238
İngiliz50, 236
ve tahviller 84, 236
taşra bankaları 48, 51
Tayland 250
Taylor, Gene 146
Tayvan 270
Teamsters Union 205
tefeciler 18, 36-39, 56, 224
tefeciler 18, 36-9, 56, 224, 281
tefecilik 34, 40, 62
tek alanda çalışan finansal hizmet firmaları 282
tekeller 111, 112, 115-7, 246
teknoloji şirketleri 103
teknolojik buluşlar
ve enflasyon 96
evrimsel 280
silahlar 229, 238
tarihçe 13, 228-9
transfer edilebilir oluşu 230
tekstil endüstrisi 111, 230
Temasek 269n.
temettüler 104, 210
temsili hükümetler 27
Tennessee 52
terörizm/terörist saldırılar 143, 179, 220
finansal sonuçlar 241
-a karşı korunmak 184
New York ve Londra 11, 180
nükleer ve biyolojik 180
tesadüfi sapma 280
tesadüfler 274
Tesniye 35
Texas 138
ayrıca *bkz.* Dallas
tezgah üstü sözleşmeler *bkz.* türevler
Thain, John 8
Thatcher, Margaret 202, 214, 250
Tıbbi bakım 176
'tıraşlar' 95
Tibet 270
ticari bankalar 50
Toler, James 206-7
tontines 66
toparlanma, ekonomik 219, 246
Torcy, Marquis de 114
Torrijos, Omar 248-9
Trollope, Anthony 188
Ts'ui Pen 93
Tugwell, Guy 185
Tunus 7
turistlere yönelik döviz kontrolleri 245
Tüccar Bankaları 48, 240
tüketici finansmanı ve kredileri 9, 54, 131, 282
tüketimdeki düşüş 274
türevler 10-1, 183, 282
-in tehlikeleri 183, 282
tezgah üstü (OTC) 11, 183, 283
-deki yükseliş/artış 183, 265, 267
ayrıca bkz. vadeli sözleşmeler; takaslar
Türkiye/Türkler 35, 63, 86, 234
ayrıca *bkz.* Osmanlı İmparatorluğu
tütün 116, 120, 145
Tversky, Amos 276

UBS (banka) 258, 269
Ulusal Bankacılık Yasası 51
ulusal borç 69, 91, 97
ulusal konut fiyatları endeksi 210
Uluslararası Para Fonu (IMF)
ABD'nin çıkarlarının savunucusu olarak 247-9
ve Arjantin 95
ve Asya krizi (1997-8) 250
krediler ve koşullar 247-8
kuruluşu 245
'na yönelik eleştiriler 247-51
Uluslararası Takas Bankası 55, 183
Uriburu, José F. 92
Uruk 30
US Steel 279
Uttar Pradesh 224
uyum sağlayan sistemler olarak piyasalar 278
uyuşturucu bağımlılığı 233
uzmanlaşma 48, 282
uzun pozisyon 253-4

ücretlerde kesinti 131
'Üçüncü Dünya'
-ya yapılan yardımlar ve verilen krediler 246, 247
ayrıca *bkz.* yükselen piyasalar
'üç politika' 245, 246
üniversiteler 157, 263
ütopyacılık 21, 185

'vadeli ihaleler' 14
vadeli sözleşmeler 181, 182, 273
ve emeklilik fonları 102
'teslimli' vadeli sözleşmeler 182
türev olarak 183
vadeli sözleşmeler 182
varlığa dayalı tahviller 12, 209, 282, 283
ve eşikaltı ipotekli krediler 14, 268
varlıklar
çeşitlendirilmiş portföy ihtiyacı 210, 225, 259
varlık piyasaları 133, 136, 263
yeni türler 282
Vatikan 40
veba 148, 149
Veblen, Thorstein 279
Velasco, Carmen 223
Venedik 33-6, 52, 63, 104, 113
ve doğu etkisi 32-3
getto 34, 35
ve ikrazatçılık 33-6
Mediciler 40, 43
San Moise 104
ve tahviller 63, 77
Venedik Taciri bkz. Shakespeare, William
Venezuela 27, 83, 103
vergi
arsa/arazi 185
borçlu ülkelerde 247
Britanya'da 169, 202
Floransa'da 42, 61-2
ve ipotekli kredi ödemeleri 202
koymak 62
ve mülkiyet hukukunda reform 220
tahsilatı 66, 117
ve tahvil piyasası 60, 86
-nin tasarrufu zorlaştırması 170
Vernon T&K 205
Versay Antlaşması 86
Vicksburg 78, 80
Victoria, Kraliçe 191
Vietnam Savaşı 246n.
vites artırmak (varlıkların sermayeye oranı) 258
Viyana 86, 240
VOC (Hollanda Birleşik Doğu Şirketi) 106-113, 142
hisseler 107, 108-10, 112
yapı 107, 109-10
volatilite
-nin ölümünden bahsedilmesi 12
ayrıca *bkz.* yatırımcılar; hisse senedi piyasaları
Volcker, Paul 135
Voltaire 119, 123

Wall Street'in çöküşü 129-30
Wallace, Robert 153-55, 158
War Damage Corporation 166
Washington D.C. 245
Washington Mutabakatı 247, 250
Washington Mutual 213
Waterloo, Savaşı 10, 69, 72
Watkins, Sherron 140, 141
Webster, Alexander 153-7, 160
Wellington, Dükü 69-70, 72
Western Union 254
Westminster, Dükü 188
Williamson, John 247n.
Wilson, Harold 188
Winfrey, Oprah 214
Wisselbank *bkz.* Amsterdam Kambiyo Bankası
Wu Yajun 266

XIV. Louis, Kral 114, 121
XV. Louis, Kral 114, 126
XVI. Louis, Kral 126

yabancı para (döviz) simsarları ve piyasaları 10
ve Birinci Dünya Savaşı 240
erken dönem 40, 44
Yahudiler 73, 84
ikrazatçılar 33-4, 36
ayrıca bkz. anti-Semitism
yakıt *bkz.* enerji sektörü
yangın 150-1
Yanomamolar 22
Yap Adası 29
yapılandırılmış yatırım araçları (SIVs) 11, 14, 218, 283-4
'yapısal uyum' 247
yaratılışçılık 285
yardım
gelişmekte olan ülkelere yardım 219, 246
yardım koşulları 246
yardımların faydasının sınırlı oluşu 246
yaş *bkz* emeklilik maaşı
yaşam beklentisi 152, 153, 155, 168, 177, 178
yatırım
fonları 131
uluslararası 231-2, 234-5, 237-43, 246-7, 266
yatırım bölgeleri 266
Yatırım Şirketleri Yasası 251n.
yatırım yapılabilir menkul kıymetler 75
yatırımcılar
'elektronik sürü' olarak 100, 256
ve finansal krizler 13, 271
ve ipotekli krediler 189, 212, 273
-ın önyargıları 18, 253, 276-7
yatlar 9, 265
Yatsuhiro, Nakagawa 168-9
yazılan zararlar 283
yazının ilk kullanımı 28
yen 58
Yeni Düzen 198-9, 208
yeni mezunlar 11
yeniden yükselen piyasalar 231
Yıllık ödemeli tahviller 64-5, 66, 155
Yin Mingsha 266
yoksulluk ve yoksul ülkeler
finansal kurumların ve kredilerin yokluğu 17, 56, 224
gelir 8
ve mikrofinans 224-5
ve mülk sahipliği 214-5, 219-21
nedenleri 9, 17, 56
ve tefeciler 17, 36-39
ve uluslararası yatırım 230, 235-8, 246
yoksullarca işgal edilen emlak 219
ayrıca *bkz.* yardım; yükselen piyasalar; gelirler; işlikler
yolsuzluk 248
yolsuzluk ve kötü yönetim
ve balonlar 137-142
hedge fonlar 264-5
hisse senedi piyasası 101, 130
Tasarruf ve Kredi 205-9
-in yolaçtığı hoşnutsuzluk 8
ayrıca bkz. Enron
Yom Kippur Savaşı 253
yönetimsel uygulamalardaki köklü değişiklikler 131
yuan 266, 270
Yudkowsky, Eliezer 278
Yunanistan 238
Yunus, Muhammed 223
yurttaş hakları 201
yükselen piyasalar/gelişmekte olan ülkeler 10, 18-9, 219-24, 227, 231, 246, 247, 260, 266, 288
yükselen piyasa tahvilleri 12, 97, 260n.
ayrıca bkz. yoksulluk ve yoksul ülkeler

zengin 28, 188
Zimbabwe 91
Zoellick, Robert 245, 248

"Ekmek, nakit, teklik, mangır, servet, kazanç, akçe, metelik; adına ne derseniz deyin, para önemlidir. Hıristiyanlar için para aşkı tüm kötülüklerin anasıdır. Komutanlar için savaşın payandası, devrimciler için işçinin prangasıdır. Peki para tam olarak nedir? Nasıl oldu da paranın büyük kısmının görünmez olup bilgisayar ekranlarındaki rakamlara dönüştüğü bir dünyada yaşamaya başladık?
Paraya özellikle de kara renkte olanına karşı köklü önyargılarımız olmasına rağmen para birçok ilerlemenin temel kaynağıdır."

Paranın Yükselişi'nde Niall Ferguson, kadim Babil'den günümüz Hong Kong'una finans kurumunun, insanlığın ilerlemesinde teknolojik buluşlar kadar önemli bir etken olduğu gerçeğine dikkat çekiyor. Dahası bütün büyük tarihsel olayların arkasında finansal bir sır yattığını gösteriyor.

Kapaktaki fotoğraf: Geceleyin Hong Kong.

ISBN 978-975-08-2098-4