

# Finansal Kriz Üstüne Düşünceler\*

**Allan H. Meltzer**

Carnegie Mellon Üniversitesi

*Çeviren: Ünsal Çetin*

Liberal Düşünce, Yıl 17, Sayı 65, Kış 2012, s. 145-151.

Birkaç bağlantısız konuya dikkat çekeceğim, ve sonra bu finansal krize nasıl yakalandığımızı ve gelecek krizlerin riskini azaltmak için gerekli değişiklikleri tartışacağım.

## Bazı Gözlemler

Öncelikle, Fannie Mae ve Freddie Mac'i mümkün olduğunca çabuk kapatmalıyız. Bu iki kuruluşun varlığı için, Kongre bütçe sürecinden kaçmak dışında bir neden hiç olmadı. İnsanların Fannie ve Freddie'den edindiği fayda ipotek fâiz oranının sübvansiyonundan geldi. Kongre bu sübvansiyonu tekrar ve tekrar ikmal edebilirdi. Programı bütçe dışına çıkararak bunu yapmaktan kaçındılar. Bu, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kârlarına iştirak eden Kongre üyeleri için bir çıkara yol açtı. Bu, kötü hükümet politikasının bir örneğidir.

İkincisi, ileriye baktığımızda, GSYİH'nın bir payı olarak Birleşik Devletler'in borcu % 40'tan en az % 60'a yükselecektir. Eğer Japonya, İtalya, veya Belçika'ya bakarsanız, bu çarpıcı bir rakam gibi görünmez. Farklılık bu borcun büyük kısmının yabancılara borçlanılmış olmasıdır. İleriye baktığımızda, daha çok

\* Allan H. Meltzer, "Reflections on the Financial Crisis," *Cato Journal*, cilt 29, no. 1, Kış 2009, ss. 25-30. © Copyright, The Cato Institute 2009. *Cato Journal*'ın izniyle yayınlanmıştır. Metnin orijinali için bkz. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj29n1/cj29n1-3.pdf>

ihracat yapmak zorunda kalacağımız ve tüketimin muhtemelen daha yavaş bir oranda artacağı fikrine alışmalıyız. Birleşik Devletler'deki tüketim üstüne yükselen harcama yıllarının ardından, kemerlerimizi bir parça sıkımayı öğrenmek zorunda kalacağız. Bu, politik olarak pek gerçekleştirilmesi kolay bir şey olmayacaktır; Bu dönemde yönetimde bulunacak başkana acıyınız.

Üçüncüsü, basından her gün çok sayıda soru alırım, ve bugünlerde sorulardan birisi deflasyon. Son kez birisi bana bu soruyu sorduğunda, –ki duyduğum on beşinci kez sorulduğu olmalıdır– basınla geçen kırk yılım içinde duyduğum en aptal sorulardan birisi olduğunu söyledim. Deflasyon hakkında konuşan insanların okula geri dönmesinin, ve istikrarlı değişim oranları ile seviyedeki tek seferlik değişimler arasındaki farkı öğrenmesinin zamanı geldi. Yaşayacağımız sözde deflasyon petrol ve gıda fiyatlarındaki artışın tersi olan, petrol ve gıda fiyatlarındaki düşüştür. Bunlar, fiyat değişimlerinin sürekli oranı değil ama fiyat seviyesindeki değişimlerdir. Doğru düzgün anlaşılan deflasyon sadece fiyatların değişim oranındaki sürekli bir düşüşe işaret eder. Sırası gelmişken, Federal Rezerv tarihinde, deflasyon yaşadığımız altı ya da yedi dönem vardır. Bunlardan yalnızca bir tanesi bir felâketti: Büyük Buhran. Bu bir felâketti, çünkü deflasyonun sürüyor olmasına karşın, para artışı düşüyordu, ki böylece beklenti deflasyonun devam edeceği idi. Diğer deflasyon vakalarında, eğer ekonomik iyileşmelerin ayak izlerine bakarsanız, onları herhangi bir başka iyileşmeden ayırt etmeye gücünüz yetmez.

Dördüncüsü, iflâs hukukudur. İflâs yasasında günümüz koşullarına intibak sağlamak üzere değişiklik yapmak için bir hayli baskı var. Eğer bunu yaparsak, basit gerçek şu ki, bir iflâs yasasına sahip olamayız. İflâs yasasının faydası insanlara sıkıntılı koşullar altında ne bekleyebileceklerine dâir bazı fikirleri vermesidir. Şayet bu yasa bu koşullarla bağlantılı olarak değiştirirsek, hukukun egemenliğini ihlâl ederiz.

Son olarak, inanıyorum ki, Kongre ve hükümet yanlış sorun üstünde çalışıyor. İpotek sorununu konut sorununu çözerek halledebilirsiniz. Fakat konut sorununu ipotek piyasasında ayarlama yaparak çöremezsiniz. Bunun üstünde bir parça durmama izin verin. Ekonominin konut ve ipotek piyasasında karşılaştığı başlıca bir sorun, konutlardaki fiyat düşüşünün temerrütleri teşvik etmesidir. Ve, piyasanın % 11 olarak belirlediği, 2009 için beklenen düşüş, konutların fiyatı ipotek değerinin altına daha da düştükçe, çok çok daha temerrüdün oluşacağı anlamına gelir. Ve bu sorunu çözmek istiyorsunuz.

Güçlük o dur ki, şayet politika yapıcılar onların ipoteklerinin değerini düşürmek ya da ipotekler üstündeki fâiz oranını düşürerek insanlara fayda sağlamaya çalışırsa, şu hâlde, başka insanlar da gelip yardım isteyemeye teşvik

edilecektir. Düşen konut fiyatlarınınca neden olunan sorunu ve ipotek piyasasının geleceği sorununu çözmek için, konut talebinde bir artış ihtiyacı vardır. Eğer 2008 normal bir yıl olsaydı, 500 bin değil takriben 1,5 milyon ev satılmış olacaktı. Yani talebi artırmak için daha çok yer vardır, ve talebi teşvik etmek için bir yol bulmak zorundayız.

Benim önerim basit ve açıktır. Kimin içerde kimin dışarıda olduğuna karar vermek için hükümet bürokratlarına güvenmek yerine, benim önerim bireyleri yapmak istedikleri şey hakkında kendi kararlarını vermek üzere serbest bırakır. Eğer bir alıcı bugün ve 2009'un sonu arasında bir ev için peşin ödeme yaparsa, peşin ödeme miktarı kadar bir vergi kredisi alır. Bu tutar vergi kredisini câzip kılmaya yetecek kadar da olabilir. Eğer alıcı vergileri ödemezse, yine de kredi alır. Onların ilk, ikinci, üçüncü veya, John McChain'in örneğinde olduğu gibi, sekizinci evlerini alıp almadıkları beni ilgilendirmiyor. Önemli olan şey fazla arzı ortadan kaldırmaktır. Bu iki şeyi yapacaktır: Fiyatlardaki çöküşü yavaşlatacak veya durduracaktır, ve bu nedenle gelecek temerrütler üstünde olumlu şekilde işleyecektir; Ayrıca nihaî olarak, inşaat ticaretindeki, ekonominin büyük bir parçası olan insanların işe dönüşünü teşvik edecektir.

İpotek piyasasındaki sorun ipoteklerin hayli düşük fiyatlarla satılıyor olmasıdır: Yaklaşık 100 dolar başına 45 dolar. Neden bu kadar büyük? Hiç kimse bu fiyatların ne kadar çok düşeceğini bilmediği için, büyük bir iskonto yaparlar. Eğer Bakan Paulson ilk planını takip etmiş olsaydı ve ipotekleri fiilen satın almış olsaydı, kendisine ipotekleri satan çok sayıda insanı iflâs ettirmiş olacaktı. Onlar ipotek portföylerini 45 dolara satmaya yetecek bir konut öz sermayesine (equity) sahip değiller. Konutun bu aşırı arzı üstünde talebi artırarak doğrudan çalışmamız lazım.

## Finansal Krize Deregülasyon Neden Olmadı

Şimdi beni hayli huzursuz eden sorunlardan birisine eğilmek istiyorum. Kongre, kendisinin yaratmaya yardımcı olduğu sorunlar için, düşünebildiği herkesi suçlamaktadır. Kongre'dekiler sürekli deregülasyondan bahsediyorlar. Son sekiz yıl süresince deregüle edilen önemli bir şeye işaret eden herhangi birisine meydan okuyorum. Pek bir şey deregüle edilmedi. Son büyük deregülasyon, ticarî ve yatırım bankacılığını ayıran Glass-Steagall şartını kaldıran, Başkan Clinton'un imzaladığı 1999 yasası idi. Dünyadaki başka hiçbir ülke ticarî ve yatırım bankacılığını ayırmaz, ve onların hiçbirisi de bu hususta sorun yaşamaz. Ne de biz bu hususta sorunlar yaşadık. George Benston (1990) uzun yıllar önce, Glass-Steagall'dan yana argümanların hepsinin insan hayaline dayalı olduğuna işaret eden bir makale yazmıştı. Glass-Steagall hakkında konuşan baş-

ka herkes bu hayale atıf yaptı. Hiç kimse ticarî ve yatırım bankacılığının birleşmesinin Büyük Buhran'ın bir nedeni olduğunu gösteren kanıtı üretememiştir. Ve elbette, artık anlıyoruz ki, Federal Rezerv Büyük Buhran'ın asıl nedeni idi.

## Neyin Değiştirilmesi Gerekli?

Kabul edilmesi ve düzeltilmesi gereken birkaç şey var.

Öncelikle, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi hükümet destekli teşebbüsler hakkında bir şey yapmamız gerekli. Kongre, Kamu Yararına Yeniden Yatırım Yasası'nı (Community Reinvestment Act – CRA) 1977'de kabul etti. Başlangıçta zararsız değildi, ama daha sonra olduğu kadar da zararlı değildi. CRA'nın konut alıcıları için şart koştuğu şeyler gittikçe gevşedi. 2005'te, Konut ve Kent Geliştirme Ajansı peşin ödemesiz ipoteklerin kullanımını teşvik etti. İpoteği ödeyemeyecek olsalar bile, insanları konutların içine yerleştirmek için muazzam politik baskı vardı. Bu baskı ile birlikte, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet destekli finansman kurumları, ekseriyetle peşin ödeme gerektirmeyen, subprime (ikincil/riskli) kredileri satın almaya başladı.

Sorunun kapsamı 1980'den 2007'ye gerçekleşen şey tarafından açığa se- rilmektedir. Bu süre zarfında, Fannie ve Freddie tarafından alınan ipoteklerin tutarı 200 milyon dolar gibi bir rakamdan 4 trilyon dolara çıktı. Müşevvikleri değiştirmeye ihtiyacımız var. Eğer fakirler için konutu sübvansedeceksek, şu hâlde bunu, bu dolambaçlı yöntemle değil, bütçe içinde yapmalıyız. Kongre'den asla edinemeyeceğimiz tek büyük bir reform, bütün bütçe dışı kurumların hepsini ele almak ve onları kapatmaktır. Eğer Kongre onları korumak yönünde oy kullanırsa, doğrudan tahsisatları yapmalıdır.

İkinci olarak, Federal Rezerv'in finansal krizdeki rolünü not etmeliyiz. Alan Greenspan bir hata yaptı. Fâiz oranlarını çok uzun süre için gereğinden fazla düşük tuttu. Deflasyondan korkuyordu. Bu bir hataydı. Bütçe açığımıza ve doların düşüşüne dâir uzun vadeli beklentiye sahip bir ekonomide deflasyon riski bana asgarî görünüyor. Yine de deflasyonla yüz yüze kaldığımızı düşündü, böylece parasal politikayı çok uzun süre için gereğinden fazla gevşek tuttu. Fakat hiç kimse bankalar ve finansal kurumlardaki insanları ipotekleri satın almak için zorlamadı; Bu insanlar Hazine tahvilleri satın alabilirlerdi.

Bu yüzden, Fed kredinin bol olduğu bir çevreyi teşvik ettiyse de, aşırı kaldıraca girmek ve riskli kredileri yaratma kararı özel sektörün sırtına düşer. Finansal kurumlar, sözde Greenspan opsiyonuna (Greenspan put) bir inanç (yani, şayet başları belâyâ girerse, Fed'in onları kurtaracağı inancı) tarafından teşvik edilmiş olabilirler, fakat bu iddiayı destekleyecek sağlam kanıt yoktur.

Fed'in tarihini yazarken fark ettiğim şeylerden birisi o dur ki, Fed hiçbir zaman "nihaî kredi mercii" politikasının ne olduğunu kamuya ilân etmedi (bkz. Meltzer, 2003, 2009). Bazen bankaları kurtardı; Bazen onların iflâs etmesine izin verdi; Ve bazen arabuluculuk gibi bir şey yaptı. Long Term Capital Management ve daha yakınlarda Bear Stearns'de olduğu gibi, birilerinin onları devraldığı bazı anlaşmaları sağladı. Fed bu kurumların batmalarına izin vermedi. Açık bir politikanın yokluğu, özellikle bugünlerdeki gibi zamanlarda, belirsizlik yaratır.

Bear Stearns örneğinde, Fed bu finansal devi yarı yarıya kurtardı, ama sonra Lehman Brothers'ın iflâsına izin verdi. Eğer bir portföy işletiyorsanız, daha sonraki adımın ne olması gerektiğine inanırsınız? Sonraki adım Fed'in size yardım edeceği veya etmeyeceği olabilir. Belirsizlik artmıştır. Lehman'ın iflâsının ardından, portföy yöneticileri Hazine tahvilleri için hücumla geçti, ve Hazine tahvili oranını sifıra yakın bir rakama düşürdü. Muazzam bir belirsizlik yaratmak bir hataydı, düzeltilmesi gereken bir hata. Fed "nihaî kredi mercii" politikasını açıklamalı ve bu politika üstünde ısrarcı olmalıdır –ki bu, işin zor kısmıdır. Fed "iflâs etmek için çok büyük" anlayışından kurtarılmalıdır. Eğer bir banka iflâs etmek için çok büyükse, gereğinden fazla büyüktür.

Üçüncüsü, prim ödemeleri konusunda bir sorun olduğunu söyleyebilirim. Dünyadaki en iyi işletme okullarından 5 ya da 10 yıl önce mezun olan, ve hurda (junk) finansal varlıkları alıp satan MBA'lı çalışanlara sahibiz. Bunu neden yaptılar? Bunu yapmak için yeterince ödüllendirilmişlerdi, ve eğer yapmasalardı kovuluyorlardı, böylece bunu yaptılar ve çok para kazandılar. Bu, bütün bankalarda gerçekleşmedi. JP Morgan Chase açık bir örnektir, tıpkı Pittsburgh National gibi. Bank of America, Countrywide ve Merrill Lynch'i iktisap etmeden önce bir örnekti. Bu bankalar Citigroup ve bazı diğerlerinin yapmış olduğu şeyi yapmadılar. Yönetim insanları ödüllendirdiği yol hususunda düşünmek, ve prim ödemelerini daha uzun bir zaman dönemine yaymak zorundadır. Yönetim ve çalışanları işlem yaptıklarında riske atılmış bir şeye sahip olmalıdır. Birkaç yıl içinde iki kriz yaşamış olmamız gerçeği –dotcom krizi ve bankacılık/finans/konut krizi– insanların primle ödüllendirildiği usul ile hayli bağlantılıdır. Bu, yönetimlerin bir sorunudur, hükümetlerin değil.

Dördüncüsü, regülatörler asla Basel Mutabakatı'nın günümüz sorunlarına katkıda bulunduğu gerçeğinden bahsetmemekteler. Kitabım *A History of the Federal Reserve*'de (Federal Rezervin Bir Tarihi – 2009) ifade ediyor, ve bugünlerde çok sık tekrarlıyorum ki, hukukçular ve bürokratlar regülasyonları yaparlar, fakat piyasalar pahalı olanların etrafından dolaşmayı öğrenir. Basel Mutabakatı bankalara, eğer daha riskli varlıklara sahip olmak isterse-

niz daha çok sermaye bulundurmalısınız, diyen bir anlaşmaydı. Bankalar ne yaptı? Daha çok sermaye tutmadılar; Riskli varlıkları bilançolarının dışına taşıdılar. Bu, maliyetli regülasyonun etrafından dolaşmanın iyi bir örneğidir. Başka birçok örnekler var: Regülasyon Q bunlardan birisidir. Kitabımda etrafından dolaşılan başka regülasyon örnekleri vermekteyim.

Beşincisi, Wall Street şirketleri aşırı zekileştiler. Artık kendilerinin bile çözemediği ipotek araçlarını icat ettiler. Bu, günümüz krizine hayli katkıda bulunmaktadır. Sheila Blair “temerrüde düşen insanları” sadece “affetmeliyiz” dediğinde, bu ipotek parçalarını toplamanın ve tekrar bir araya getirmenin kolay olmayacağını göz ardı etmektedir. Temerrüde düşenler eski tasarruf ve kredi kurumlarındaki gibi orada öylece durmuyorlar. Eski günlerde bir ipotek vardı ve satılmış olsa bile tek parçada satılıyordu. Bugün ipotek paketlerini kimin bir araya getirmekten sorumlu olduğu açık değildir. İnsanlar, daha sonra gelişecek olan koşulları değerlendirdiğimizde gereğinden fazla zekileşmişler.

## Sonuç

Eğer gelecek finansal krizleri engelleyeceksek, yola çıkmak için iyi bir yer (1) bir “nihaî kredi mercii” standardına kavuşmak; (2) Kongre’nin konut sübvansiyonu için kullanacağı para miktarını uygun kayıt altına aldirmek; (3) piyasadaki prim sistemini ıslah etmek; (4) Basel sermaye standartlarının bazı en kötülerinden kurtulmak; ve (5) Fannie ve Freddie’yi kapatmaktır.

## Kaynaklar

- Benston, G. (1990) *The Separation of Investment and Commercial Banking*. Londra: Macmillan.
- Meltzer, A. H. (2003) *A History of the Federal Reserve, Cilt 1, 1913–1951*. Şikago: University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_ (2009) *A History of the Federal Reserve, Cilt 2, 1951–1986*. Şikago: University of Chicago Press (Yakında yayınlanacak).