

## Sam Amca'nın Kulübesi: 2008 Büyük Bunalımının Anlatılmamış Hikâyesi\*

Steven Horwitz ve Peter Boettke

Editör: Lawrence W. Reed

Çev. Mustafa ACAR<sup>a</sup>

“Sam Amca'nın Yaptığı Konut: 2008 Büyük Bunalımının Anlatılmamış Hikayesi”nin teması, yaşadığımız ekonomik travmanın sebebinin hükümet politikası olduğu, serbest piyasanın başarısızlığı olmadığıdır. Serbest bir piyasada yaşamıyoruz. Karma bir ekonomide yaşıyoruz. Karışımın oranı sektörden sektöre değişiyor. Teknoloji önemli ölçüde serbest. Ama finansal hizmetler büyük ölçüde devletin kontrolünde. En büyük sorunların da, devletin en fazla regüle edip kontrol altında tuttuğu sektör olan finansal hizmetler sektöründe yaşanıyor olması, hiç de şaşırtıcı değil. Bu sorunlar, bir yandan Federal Reserve'ün [Amerikan Merkez Bankası] eylemlerinin, bir yandan da hükümetin konut politikasının (özellikle de hükümetin finanse ettiği Freddie Mac ve Fannie Mae adlı kuruluşların) yarattığı sorunlardır. Büyük Bunalımın temelinde yatan asıl suçlu, piyasaya yapılan yanlış devlet müdahalesidir. Bu çalışma bir “sağduyu,” temel nedenler ve çareler konusunda anlaşılabilir bir çerçeveye sunmaktadır. Yapılan analiz uzun ömürlü iktisadi yasalara dayanmaktadır. Politikacıların aksi yöndeki arzu ve umutlarına rağmen, iktisadi kanunlar, aynen fizik kanunları gibi, değişmez ve kesindirler. Şayet on katlı bir binadan aşağı atlarsanız yere çarpmak pek de

hoş bir manzara arzetyemeyecektir. Aynen onun gibi, Federal Reserve para arzını hızla genişletmek (“para basmak”) suretiyle faiz oranlarını doğal piyasa oranından aşağı çekerse, ki Alan Greenspan'ın yaptığı budur, bireyler ve işletmeler yanlış yatırım kararları alacaklar, bu da uzun dönem iktisadi refahımız açısından negatif sonuçlar doğuracaktır. Bedava ekmek yoktur. Doktor hastasına yanlış teşhis koyarsa, yapacağı tedavinin hastayı daha da hasta etmesi muhtemeldir. Şayet Büyük Bunalımın nedenlerini yanlış teşhis edersek, tedavimiz uzun vadedeki yaşam standardımızı düşürecektir. Her ne kadar ABD'nin iktisadi sistemi kendini çabuk toparlayan bir sistem ise de, bir şekilde iktisadi bir toparlanma yaşayacak olsak da, Büyük Bunalıma tepki olarak hükümetin yapacağı her ciddi politika uygulaması uzun vadede yaşam kalitesini aşağı çekecektir. Yaşadığımız iktisadi zorlukların piyasa başarısızlığından değil, başarısız hükümet politikalarından kaynaklandığını anlamak, uygun çareleri bulmak açısından kritik önem taşımaktadır. Sorunun müsebbibi devletse, fekaleti yaratan oysa, çareyi devleti büyütmede aramak akla aykırıdır. Bu meseleleri son derece ciddiye almak hem

<sup>a</sup> Mustafa Acar, Prof. Dr., Aksaray Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, acar70@gmail.com

\* [The House That Uncle Sam Built The Untold Story of the Great Recession of 2008] Yazar: Steven Horwitz ve Peter Boettke, Editör: Lawrence W. Reed. Çeviren: Mustafa Acar. Bu yazı 1929 Büyük Bunalımından sonra kapitalizmin tarihindeki en büyük kriz olarak kabul edilen 2008-2009 ekonomik krizinin bugüne kadar yapılmış izahları içinde, bu satırların yazarına göre, en iyisidir. Bu konuda yapılan analizlerin büyük çoğunluğu krizi bir piyasa başarısızlığı, piyasanın kendi haline bırakılmasının bir sonucu olarak görmekte ve çıkış için kimileri Marx'ı, kimileri de Keynes'i imdada çağırılmaktadır. Oysa bu makalede krizin esas itibarıyla bir hükümet başarısızlığı olduğu, piyasa aktörlerinin krizle sonuçlanan davranışlarının yanlış hükümet politikaları tarafından yönlendirildiğini hatta teşvik edildiğini ortaya koymaktadır. Köşeli parantez içindeki ifadeler anlaşılabilirliği kolaylaştırmak üzere çevirmen tarafından eklenmiştir.

kendimize, hem çocuklarımıza, hem de torunlarımıza borcumuzdur.

John Allison, Başkan, BB&T

*Sanki hiç yarılmıyacakmış gibi* ömrünü eğlence partilerinde geçiren bir insan, bedenini adeta işçevrimlerine [konjonktür dalgalarına] çok benzer şekilde bir “yukarı” bir “aşağı” gidip gelen bir ritme sokar. Partide, fena halde kafayı çeker. Epey eğlendikten sonra gecenin saat 2:00’ünde sendeleyerek evin yolunu tutar, koltuğa kendini zor atar. Birkaç saat sonra, akşamdan kalmalığın verdiği korkunç bir baş ağrısıyla uyanır. O noktada yapması gereken bir tercih vardır: yeniden içki alarak kısa süreli bir rahatlama, ya da bekleyip ayılma. İkincisini seçer de birkaç saatlik bir rahatsızlığı göze alırsa, düzelir. Her hâlükârda, baş ağrısının tam da bu adamın kendisine zarar verdiği sırada ortaya çıktığını kimse iddia edemez; zarar bir gece öncesinde yapılmıştır, şu andaki baş ağrısı ise bunun kanıtıdır.

\*\*

2008 yılında başlamış olan Büyük Bunalım (ya da Büyük Baş Ağrısı) olmak zorunda değildi. Bu olayın nedenleri ve sonuçları esrarengiz şeyler değil. Gerçekten de, bu çok sancılı dönem, siyasi tarafgirlik yapmayan kaliteli iktisatçıların onlarca yıldır siyasetçilerimize ve politika yapıcılarımıza anlatmaya çalıştığı şeyin doğruluğunu bir kez daha kanıtlamaktadır: ekonomiyi ne kadar fazla şişirmeye ve yönetmeye çalışırlarsa, hepimizin eninde sonunda zarar göreceği hasar o kadar fazla olacaktır. Sonradan aklımızın başımıza gelme ihtimali daima 20-20’dir; ama bu son olayda, aşına olduğumuz o eski usul güzel sağduyu, şu an içinde bulunduğumuz berbat durumdan kaçınmak için ihtiyaç duyduğumuz feraseti rahatlıkla sağlayabilirdi.

Bu makalede, konut piyasasında oluşan balonla başlayan köklerinden tutup, ardından önerilen çarelere kadar, sözkonusu durgunluğun izini süreceğiz.

Konut sektöründe başlayan bir krizi anlamanın en iyi yolu, yine bir konut örneğinden yola çıkarak işe başlamaktır. Bir konutun sağlam ve dayanıklı bir zemin üzerinde bina edilmesi gerekir. İyi niyetle başlansa bile, şayet dandik bir malzeme ve işçilik kullanılırsa, bu

konut zamanından önce çökecektir. Şayet zayıf bir iskele üstüne çok fazla kereste ve çok sayıda tuğla istiflenecek olursa, ya da inşaat malzemeleri evin sağına soluna yanlış bir şekilde serpiştirilecek olursa, sağlam gibi görünen yapı, zayıflıkları ortaya çıktıkça, kum gibi dağılacaktır. Amerikalılar geride bıraktığımız on yılda çok sayıda konut yaptılar, satın aldılar; ama öyle anlaşılıyor ki, bunu mantıklı nedenlere ve sağlam finansmana dayanmadan yaptılar. Büyük Bunalımla ilgili doğru dürüst bir açıklama, böyle bir şeyin neden meydana geldiği konusuna da değinmek zorundadır.

Pekâlâ, ev sahibi olmak harika bir şey, o çok övülen “Amerikan Rüyası”nın tam da özü değil mi? Dünyanın en zengin ülkesinde, herkes kendine ait bir eve sahip olamasın mı yani? Konut sahibi olmayı mümkün kılacak herhangi bir politikanın ne yanlış olabilir ki? [diye düşünülebilir] Amma velâkin, gönlümüz hiç öyle arzu etmese de, iyi niyet bizi kötü politikaların doğuracağı sonuçlardan koruyamaz.

Politikaçılar konut sahipliği ve güç yetirilebilir konut temini fikrinin – ve de bu politikaların şampiyonluğunu yapmakla elde edebileceklerini sandıkları desteğin – o kadar büyüüne kapılmışlardı ki, ekonomiyi kaçınılmaz (ve sancılı) bir düzeltmeye davetiye çıkaracak yapay bir patikaya soktular. Kongre hükümetin sponsorluğunu yaptığı çok sayıda işletme yaratıp, bunları ödünç verme standartlarını aşağı çekmeye teşvik etti. Kongre vergi yarasını gayrimenkul yatırımlarını öteki yatırımlardan daha cazip hale getirecek şekilde eğip büktü. Düşüncesiz gevşek para politikaları sayesinde, Kongrenin başka bir icadı olan Federal Reserve, ekonomiyi paraya boğdu ve faiz oranlarını aşağı çekti. Bu politikaların her biri ekonominin kaynaklarının gereğinden fazla bir kısmının konut sektörüne çekilmesini teşvik etti. Yaşadığımız on yılın büyük bir bölümünde, Washington’daki politika yapıcılarımız iktisadi büyüme için hiç de uygun olmayan çürük bir zemin inşa etmekle meşguldüler.

### **Hür Teşebbüs Günah Keçisi miydi?**

İster hür teşebbüs deyin, ister kapitalizm, veya laissez faire [bırakınız yapsınlar] – her iktisadi şokun müsebbibi olarak sözde başıboş bırakılmış piyasaları suçlamak, tam yüzyıldır geleneksel anlayışın diline

pelesenk ettiği bir şeydir. Bu tür iddiaları ileri sürenler arasında kurtarıcılığımıza soyunan politikacılar, kurtarma planlarının uygulayıcısı bürokratlar ve de kurtarılan özel çıkar grupları vardır. Bir de akademisyen dostlarımız vardır – bu işe bir saygınlık maskesi ekleyenler – geri kalanlarımızın kurtarılmaktan alacağı “teşvik”in borazanını çalanlar.

Sorunun kaynağının aslında devlet müdahalesi olabileceği bu arkadaşların pek aklına gelmez. Amma velâkin, elimizde mevcut durgunluğun en fazla hüküm sürdüğü sektörlerde “bırakınız yapsınlar” politikasının asla sözkonusu olmadığını gösteren Federal Reserve Sistemi'ne ait kayıtlar, binlerce sayfalık finansal regülasyonlar, yine binlerce sayfalık hükümetin konut politikası kayıtları var.

İktisadi durgunlukları anlamak, neden bunca insanın aynı anda aynı türden hatalar yaptığını bilmeyi gerektirir. Son birkaç yılda, bu yanlışlar konut sektöründe yoğunlaşmıştı; insanlar evlerinin değerini olduğundan daha yüksek tahmin ediyorlar ya da bu değer sürekli yükseleceğini tasavvur ediyorlardı. Neden aynı zamanda herkes buna inanmıştı? Nereden geldiği belli olmayan esrarengiz bir histeriye mi tutulmuştuk? İnsanlar aniden irrasyonel hale mi gelmişti? Gerçek şu: İnsanlar ekonominin ürettiği sinyallere tepki veriyorlardı. Bu sinyaller yanıltıcıydı. İrrasyonel olan insanların kendileri değil, o *sinyaller* idi.

Bir büyük şehirde meydana gelen trafik kazalarında anormal bir artış olduğunu düşünün. Görünüşe göre aynı anda bütün sürücüler aynı hatayı yapıyor, bundan dolayı da arabalar birbirine girip duruyor olsun. Bunun en muhtemel açıklaması, sürücülerin mantıksız bir şekilde yola dikkat etmekten vazgeçmesi olabilir mi, yoksa trafik ışıklarında bir yanlışlık olduğundan şüphelenmeli miyiz? Sürücüler tamamen rasyonel davranıyor olsa bile, düzgün çalışmayan trafik sinyalleri çok sayıda kazaya yol açacak, kitlesel bir irrasyonelite görüntüsü ortaya çıkacaktır.

Piyasa fiyatları aynen trafik ışıklarına benzer. Faiz oranları anahtar bir trafik sinyalidir. Bu oranlar bazı insanların tasarruf etme –tüketimi sonraki bir zamana erteleme- arzusu ile başka bazı insanların fikirlere, malzemelere, alet ve edevâta yatırım yaparak önlendeki işi daha verimli hale getirme arzularını

buluşturur. Bir piyasa ekonomisinde, zevkler ve koşullar değiştikçe faiz oranları da değişir. Örneğin, şayet insanlar şimdiki tüketimden ziyade gelecekteki tüketimi tercih etmeye başlarsa, tasarruflarını artıracaklardır. Buna bağlı olarak, faiz oranları düşecek, bu da başka insanların işlerine yatırım yapmak için daha fazla borçlanmalarına imkân verecektir. Daha fazla yatırım demek sofistike üretim süreçleri demektir, yani istikbalde elde daha fazla mal olacaktır. Normal şekilde işleyen bir piyasa ekonomisinde, bu süreç tasarrufları yatırımlara eşitleyecek, her ikisinin de öteki koşullarla ve halkın temel tercihleriyle tutarlı olmasını sağlayacaktır.

2008'de bütün çıplaklığıyla ortaya çıkmış olduğu üzere, bizinkisi normal şekilde işleyen bir piyasa ekonomisi değildir. Devlet hemen her iktisadi işlemin içine nüfuz etmiş, yol boyunca fiyat sinyallerini manipüle edip saptırmıştır. En ciddi müdahaleler de Federal Reserve tarafından uygulanan para politikalarıyla irtibatlı müdahalelerdir. Paranın önemi, onun genel kabul gören bir mübadele aracı olmasından kaynaklanmaktadır; ki bu, ekonomideki her alım-satım işleminin bir yarısının para olması demektir. Vücutta dolaşan kan misali, para her şeye değmektedir. Fed para arzıyla oynayınca, bu –konut politikasının yaptığı gibi- sadece belirli bir veya iki piyasayı etkilemekle kalmaz, ekonominin tamamındaki her bir piyasayı etkiler. Fed'in yetkileri, kendisine ekonomik kaos yaratma konusunda muazzam bir faaliyet alanı vermektedir.

Federal Reserve gibi merkez bankaları para arzını artırdığı zaman, bankalara, -halk ekstra bir tasarruf sağlamadığı halde- ödünç verebilecekleri daha çok para sağlamış olurlar. Bankalar buna, yeni borçlanıcıları teşvik için faiz oranını aşağı çekerek tepki verirler. Düşük faiz oranını gören borçlanıcılar, bunun tüketicilerin şimdiki tüketimden ziyade ötelenmiş tüketimi tercih ettiklerine işaret ettiğini düşünürler. Bu durumda borçlanıcılar uzun vadeli projelere yatırım yapmaya başlarlar, zira bu faiz hadlerinde bu projeler görece daha tercihe değerlidir. Ancak sorun şudur: o uzun vadeli projelere olan talep gerçekte yoktur. Faiz oranları aksine işaret etse de, aslında halk gelecekte tüketimi tercih ediyor falan değildir. Düzgün çalışmayan trafik lâmbaları gibi, enflasyonun saptırdığı

bir faiz oranı pek çok “kaza”ya sebebiyet verecektir. Bu kazalar, uzun vadeli üretim süreçlerine yanlışlıkla yapılan yatırımlardır.

Eninde sonunda uzun vadeli projelerle ilgilenen üreticiler hammadde temin maliyetlerini çok yüksek bulacaklardır, özellikle de halkın tüketimini –faiz oranının işaret ettiği şekilde- geleceğe ertelemeye hiç de niyetli olmadığı ortaya çıktıkça. Bu durumda sözkonusu uzun vadeli projelerden vazgeçilir, bu da varlık (hem sermaye mallarının, hem de ilgili şirketlerin hisse senedi gibi finansal varlıkların) fiyatlarının düşmesine ve sermaye malları sanayileriyle irtibatlı sektörlerde işsizliğe sebep olacaktır.

Böylece para politikasının tetiklediği bir döngünün aşağı gidiş aşaması başlar; hisse fiyatları düştükçe varlık fiyatları balonu “söner,” genel iktisadi faaliyet yavaşlar ve işsizlik yükselir. Aşağı gidiş [sönme], yukarı gidiş [canlanma] aşamasında yapılan yanlışları düzeltmek üzere ekonominin eldeki sermaye ve emeği yeniden karma ve yerleştirme sürecinden geçmesidir. Burada önemli nokta şudur: *yapay canlanma döneminde yapılan yanlışlar, sönme döneminde düzeltilmektedir.*

2001’den 2006 civarına kadar, Federal Reserve en azından 1970’lerden bu yana en genişlemeci para politikasını takip etmiş, bu da faiz oranlarını doğal oranların çok altına itmiştir.

Ocak 2001’de Fed’in hedeflediği başlıca faiz oranı olan federal fonlama oranı %6.5 seviyesindeydi. Sadece 23 ay sonra, ard arda yapılan 12 indirimin ardından, bu oran %1.25 seviyesine düşmüştür; bu ise eski seviyenin %80 aşağısı demektir. Nihayet Fed Haziran 2004’te yeniden yükseltmeye başlayınca kadar bu oran %2’nin altında kalmıştır. Bu dönemde oran o kadar düşüktü ki, reel Federal Fonlar oranı –nominal oran eksi enflasyon oranı – iki buçuk yıl boyunca negatif idi. Bunun anlamı, pratikte, borçlandıkları için bankalara üste para ödenmesiydi! 2004 ortalarından itibaren hızla tırmanan faiz oranı Mayıs 2006’da %5 seviyesine yükselmişti ki, konut fiyatlarının çöküşe geçmesi hemen hemen aynı döneme rastlamaktadır. Sözkonusu beş yıllık dönemde bu düşük Fed Fonları oranını korumak için, Fed para arzını ciddi biçimde artırmak zorunda kalmıştır. Para arzının yaygın bir ölçütüne göre artış oranı %32.5 idi. Bu dönemde iktisaden

irrasyonel [akılcı olmayan] pek çok yatırım yapılmıştı, ama bunun nedeni, bazılarının dediği gibi “bırakınız yapsınlar ekonomisinin getirdiği irrasyonel taşkınlık” değildi. Aynen çok sayıda trafik kazasının sebebinin pek çok kişinin bir gecede araba kullanmayı unuttuvarmış olmasından ziyade, yanlış çalışan trafik ışıkları olması gibi, pek çok benzer kötü yatırımın kitlesel bir irrasyonallitenin sonucu olması ihtimal dışıdır. Bu yatırımlar, Fed’in para ve krediyle oynaması yüzünden yanlış çalışan fiyat sinyallerinden kaynaklanıyordu. Bir devlet kurumunun uyguladığı kötü para politikasının adı hiç de “bırakınız yapsınlar” olmasa gerektir.

### Ya Konuttan Ne Haber?

Böylesi genişlemeci bir para politikasıyla, konut piyasasına çelişkili ve yanlış sinyaller gönderilmiştir. Bir yandan, konut ve konutla irtibatlı sektörlerle genişleme yönünde dev bir yeşil ışık yakılmıştır. Adeta Fed kendilerine istemedikleri kadar kereste sağlamış, ekonomik konutlarını akıllarına estiği kadar genişçe inşa etmeye teşvik etmiştir.

Şayet artan kereste (sermaye) temini halkın şimdiki tüketim yerine gelecekte tüketimi artırma isteği tarafından desteklenmiş olsa, başka bir deyişle, şayet halk daha büyük konut için gerçekten tasarruf etmek istemiş olsa, bir anlam ifade ederdi. Oysa halkın böyle bir arzusu yoktu. Faiz oranları, halk tasarruf etme arzusunda olduğu için düşük değildi; Fed karşılıksız para [basma] yoluyla bu oranları düşük olmaya zorlamıştı. Daha kötüsü, Fed politikası muhtemel sermaye sağlayıcılara –tasarruf etmeye niyetli olabileceklere- kocaman bir kırmızı ışık yakmıştı. Faizler bu kadar düşük olunca, bu insanların paralarını birileri borç alabilsin diye bankaya yatırmaları için bir müşevvik kalmamıştı.

Dolayısıyla ekonomi konutunun üzerine sınırsız gibi görünen bir kereste arzı boca edilmişti. Kat üstüne kat çıkılıyor, kaynaklar ekonominin geri kalan kısmından buraya çekiliyordu. Oysa binanın temeli yoktu. Çünkü sermaye temel tüketici tercihlerini yansıtmıyordu, bu kadar kocaman bir eve talep yoktu. Sonunda temeldeki zayıflıklar ortaya çıktı ve, tek katlı bir aile evi için atılmış bir temel üzerine inşa edilmiş 70 katlı gökdelen

sendelemeye başlamıştı. Nihayet 2008'in sonbaharında da çöktü.

İyi de, Fed'in bütün kredi musluğu neden acaba tamamen konut sektörüne akmıştı? Doğrudur, ucuz kredilerle tüketici kredileri piyasası, birleşmeler ve devralmalar piyasası ve oto alım talepleri finanse edilmiştir. Fakat kredilerin büyük bölümü konut sektörüne gitmiştir. Neden? Bu sorunun cevabı, hükümetin konut edinmeyi kolaylaştırma çabalarında yatmaktadır.

Emlak piyasasına yönelik devlet müdahalesi en azından Büyük Bunalım'a kadar geri gider. Mevcut durgunlukla ilgili yakın tarihlerdeki hükümet inisiyatifleri Clinton yönetimi sırasında başlamıştır. O zamandan beri, federal hükümet alt ve orta gelir grupları ile çeşitli azınlıklar için konut edinmeyi kolaylaştırmak amacıyla bir dizi politika benimsemiştir. Hükümetin attığı adımlar arasında, mortgage [ipotekli konut kredisi] piyasalarında iştegal eden devlet destekli kuruluşlarla ilgili olan adımların merkezi önemi vardır. Buradaki anahtar oyuncular Fannie Mae (Federal Ulusal Mortgage Kurumu) ve Freddie Mac (Federal Konut Kredisi Mortgage Şirketi). Ne Fannie bir "serbest piyasa" kurumudur, ne de Freddie. Federal hükümetle anlaşması olan, her ne kadar kağıt üzerinde 2008 çöküşüne kadar özel sektöre ait görünse de, hükümetin tanıdığı bir dizi ayrıcalığa sahip kuruluşlardır. Başları derde girecek olursa devlet tarafından destekleneceklerine dair kendilerine yapılmış örtük bir vaat de cabası.

Fannie ve Freddie aslında konut krizini oluşturan batık kredilerin çıkış yeri değildi. Söz konusu kredileri verenler, -Fannie ve Freddie'nin bunları yeniden paketleyip başka yatırımcılara satabileceği- ikincil mortgage piyasasında satabileceklerini bilen bankalar ve mortgage şirketleriydi. Fannie ve Freddie düşük peşinat ve benzeri emlak balonu sırasında kullanımda olan bir dizi yüksek riskli krediler de icat etmişlerdi. En başta krediyi verenler, bu tür kredileri vermek istiyorlardı; çünkü Fannie ve Freddie'nin bunları satın alacağını biliyorlardı. Arkalarındaki örtük hükümet desteğiyle risk kredi verenlerden vergi mükelleflerine geçmiş oluyordu. Konut sahipleri iflâs edecek olsa, bundan zarar görecektirler krediyi verenler değil, mortgage'ı satın alanlardı. Mortgage piyasasında

Fannie ve Freddie'nin varlığı, bankalar gibi özel sektör oyuncularının müşevviklerini büyük ölçüde mahvetmişti.

Fed'in düşük faiz oranları, Fannie ve Freddie'nin devlet destekli mortgage alımlarıyla birleşince, önüne gelene borç vermek bir hayli ve de *yapay biçimde* kârlı hale gelmişti. Bankaların ve mortgage şirketlerinin hâlihazırda olduklarından hiç de daha fazla açgözlü olmaları gerekmiyordu. Bankalar, Fannie ve Freddie'nin ehil olmayan borçlanıcılara verilen kredilerin istisnasız tümünü satın almaya hevesli olduklarını görünce, aynı kredilerden bir sürü daha verdiler. Uçak kazalarından dolayı yerçekimini suçlamak ne kadar anlamsızsa, ipotekli kredilerden dolayı da açgözlülüğü suçlamak o kadar anlamsızdır. Açgözlülük her daim vardır, aynen yerçekimi gibi. O zaman balonun neden ve nerede oluştuğu sadece Federal Reserve'in gevşek para politikası ve Kongre'nin konut politikası ile açıklanabilir.

Önemli bir başka husus da Fannie ve Freddie'nin büyük siyasi baskı altında olmasıydı. Konut edinmenin daha da kolaylaştırılması (aynı zamanda sürekli yükselmekte olan ev fiyatlarına bağlı olan enstrümanların teşvik edilmesi) ve geçmişte "ihmale uğramış" gruplara da bu fırsatın verilmesi isteniyordu. Düşük veya sıfır peşinatlı pek çok yeni ipotekli kredinin tasarlanması bu tür baskılar karşısında yapılmıştır. Söz konusu olan sadece emre amade büyük miktarda fonun mevcut olması ve hükümetin ipotekli kredilerin satın alınmasını örtük olarak sübvanses etmesi değildi; aynı zamanda kredi vericiler, hükümet tarafından, daha önce ipotekli krediye güç yetiremeyeceği düşünülen borçlanıcılar bulmaları için teşvik de ediliyordu.

Fannie ve Freddie, mortgage şirketleri, sosyal eylem grupları ve yasa yapıcılar, gelirlerine ve varlıklarına bakılırsa, o kaynaklara asla sahip olmaması gereken pek çok kişiye ipotekli kredi verilmesi yönünde işbirliği yaptılar. Buna bir de kredi verenleri ihmal edilmiş gruplara hizmet vermeye zorlayan Topluma Yeniden Yatırım Yasası'nın sonuçlarını; konut yapımını banliyölere ve şehre daha uzak bölgelerdeki sınırlı alanlara doğru kaydıran (süreç içinde fiyatları daha da yukarı çeken) parselleme ve arazi kullanım yasalarının sonuçlarını da ekleyin; alın size kredinin alevlendirdiği,

yasal düzenlemelerle yönlendirilmiş konut patlaması ve çöküşü [şişme ve sönmesi] için gereken bütün malzeme.

Özetle, bu tür siyasi entrikaların sonucu olarak konut yapımına muazzam miktarda kaynak ve sermaye akıtılmıştır. Case-Shiller Endeksi 2008 çöküşü öncesinde ev fiyatlarının daha önce emsali görülmemiş artışlar gösterdiğine işaret etmektedir. 1946-1996 döneminde konut amaçlı gayrimenkul fiyatlarında kayda değer bir artış olmamıştır. Bunun aksine, hemen ardından gelen on yıllık dönemde fiyatlar fahiş derecede artmıştır.

Vergi politikasının bile konut sektörüne yatırımı teşvik edecek tarzda tarafgir olduğunu not etmekte yarar vardır. Gayrimenkul yatırımları öteki yatırımlardan çok daha düşük oranda vergilendirilmiştir. 1990'larda yapılan değişikliklerle aileler, her iki yılda bir, başlıca konutlarından elde ettikleri 500 bin dolara kadar sermaye kazançlarını (fiyat artışından kaynaklanan gelirlerini) cebe indirme imkânına kavuşmuştur. Bunun anlamı, öteki yatırımlardan doğan sermaye kazançları için normal gelir vergisi öderken, konuttan gelen sermaye kazançları için fiilen yüzde sıfır vergi ödemektir. Sermaye kazançlarının bu şekilde farklı vergiye tabi tutulması konut yapımını alternatiflerinden daha iyi bir yatırım alanı haline getirmiştir. Her ne kadar vergi indirimleri ekonomik büyümeyi teşvik etmek için arzu edilir bir şeyse de, politikacılar insanların yapmalarını arzu ettikleri yatırımlar lehine vergi kanunlarıyla oynamaya başlayınca, piyasa çarpıklıklarıyla karşılaşmamız bizi şaşırtmamalıdır.

Eski Fed başkanı Alan Greenspan finansal varlık fiyatlarında ciddi bir düşüş tehdidi taşıyan bir krizin ortaya çıkması halinde Fed'in kenarda durup bunu seyredemeyeceğini açıkça söylemişti. Bunun yerine, düşüşü durdurmak için merkez bankası likidite sağlayarak tepki vermeliydi. Greenspan diyordu ki, varlık balonlarının oluşmasını önlemek için Fed'in yapabileceği pek bir şey yok, ama bu balonlar patlayıp söndüğünde düşüşün zararını hafifletecek önlemleri her zaman alabilir. 1998 itibarıyla, bir balonun sönmesinin ardından Fed'in daima yatırımcıları kurtarabileceği fikri "Greenspan Put" adıyla anılmaya başlanmıştı. ("Put" alıcıya -önceden belirlenmiş bir

fiyatla- bir varlığı yeniden satma hakkı veren finansal sözleşmenin adıdır.) 1987 borsa krizi kadar erken tarihlerden başlayıp 11 Eylül faciasına kadar uzanan bir dizi olaydan sonra Fed'in yapmış olduğu kurtarmaları gördükten sonra, konut piyasasındaki oyuncuların, şayet evlerinin ve icat ettikleri öteki enstrümanların fiyatları düşecek olursa Fed'in kendilerini de kurtaracağını varsaymak için gayet haklı nedenleri vardı. Greenspan Put denen şey bu şekilde, yatırımcıların başka türlü almayabilecekleri riskleri almaları yönünde, hükümetin yaktığı ilave bir "yeşil ışık" olmuştur.

Konut fiyatları yükseldikçe, bazı alanlarda anormal boyutlarda yükseldikçe, yatırımcılar yükselmekte olan konut fiyatlarına dayanarak yeni finansal araçlar icat etme yönünde önlerinde fırsatlar görmüşlerdir. Bu araçlar şişme-sönme döngüsünde şişmenin bir sonraki aşamasını teşkil etmiştir.

## Süslü Finansal Enstrümanlar: Neden mi, Semptom mu?

Finansal piyasalardaki bankalar ve öteki oyuncular bir dizi yeni enstrüman icat etmek için konut piyasasındaki şişmeyi istismar etmişlerdir. Bu yeni enstrümanlar birçoğunu zengin edebilecek, ama eninde sonunda değerini yitirecek, kendileriyle birlikte birçok büyük şirketi de batıracak araçlardı. Bütün hepsi de, konut fiyatlarının yükselmeye devam edeceği, bunun da yeni ipotekli kredi alanların kredilerini geri ödemeye devam edebilmelerini sağlayacağı varsayımına dayanıyordu.

Böylece düşük veya sıfır peşinatlı ipotekli krediler doğmuştur. Krediyi alan borçlunun evdeki mülkiyet hakkı büyük ölçüde değeri artan evden gelen hisseydi. Başlangıçta ya hiç ya çok küçük hisse olduğundan, borçlanılan miktar ve dolayısıyla aylık ödemeler oldukça yüksekti. Bu ise, şayet evin değeri düşecek olursa, sahibinin borcu evin değerinden daha fazla olabilir anlamına geliyordu.

Enflasyonun şişirdiği konut balonundan kaynaklanan büyük miktarda konut kredisi ödemeleri o tarihlerde bir sürü yeni yatırım aracına dönüştürüldü. En basit ifadesiyle, Fannie ve Freddie gibi finansal kurumlar, konut kredilerini vermiş olan bankalar veya mortgage şirketlerinden satın almaya, bunları paketleyip, -bu

paketlerden doğan alacakları- bono benzeri bir enstrüman gibi öteki yatırımcılara satmaya başladılar. 2008 güzünde devlet tarafından elkonuldukları zaman, Fannie ve Freddie şirketleri toplam mortgage piyasasının yarısına sahiptiler veya piyasanın yarısı onların kontrolündeydi. Yatırımcılar "mortgage-destekli menkul kıymetler" denen enstrümanları satın alabiliyor ve sonuçta konut sahiplerinin yaptığı ödemelerden kaynaklanan geliri elde edebiliyorlardı. Menkul kıymetlerin satıcıları da tabii ki aracılık hizmetlerinden dolayı bir komisyon alıyorlardı. Ellerindeki menkul kıymetleri "dilimler"e ya da risk seviyelerine böldüler. En düşük risk grubu ilk önce ödendi, çünkü bunlar menkul kıymetin dayandığı konut kredilerinin düşük riskli olanlarını temsil ediyordu. Riski yüksek olanlar ise geriye kalan fonlardan ödeniyordu, zira bunlar daha riskli konut kredilerini temsil ediyordu.

Alıcılar birçok nedenle bu enstrümanları kapıştılar. En başta, konut fiyatları yükselmeye devam ettikçe, bu menkul kıymetler giderek artan devamlı bir gelir kaynağı gibi görünüyordu. Konut piyasasındaki canlılık dikkate alındığında, risk düşük olarak algılanıyordu. Oysa daha sonra kendini belli ettiği gibi, bu canlılık bir illüzyundu.

İkincisi, konut kredisine dayalı bu menkul kıymetlerin büyük bölümü Moody's, Standard and Poor's, ve Fitch gibi üç derecelendirme kuruluşu tarafından en yüksek not olan AAA notuyla değerlendirilmişti. Bu durum, yatırımcıları sözkonusu menkul kıymetlerin gayet güvenli olduğuna inandırmıştı. Bu aynı zamanda birçoklarını piyasaların irrasyonel olduğu kanısına vardırırmıştı. Çok geçmeden berbat şekilde sorunlu olduğu ortaya çıkacak olan bu menkul kıymetler, nasıl olmuştu da bu kadar yüksek not alabilmişti? Cevap şu: *sözkonusu üç reyting kuruluşu, anlamlı bir rekabete konu olmayan, devlet tarafından yaratılmış bir karteldi.*

1975 yılında, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu [Securities and Exchange Commission] sadece üç "Ulusal Çapta Tanınmış İstatistiksel Reyting Kuruluşu"nun yapacağı derecelendirmenin bir dizi hükümet düzenlemesinin reyting ihtiyacına cevap verebileceğine karar vermişti. O zamandan beri bu kuruluşların faaliyetleri gerçek bir rekabetten ziyade düzenlemeleri yapanların taleplerini karşılamaya

dönük olmuştur. Reytinglerinde bir hata yapmışlarsa bile, piyasaya elinde daha doğru bir derecelendirme tekniğiyle yeni bir şirketin girme ihtimali yoktu. Sonuçta olan şuydu: asla bu not verilmemesi gereken pek çok enstrüman AAA olarak derecelendirilmişti. Bunun sebebi açgözlülük ya da irrasyonelite yüzünden piyasaların bir şekilde başarısız olması değil, gerçek piyasa rekabetini öğrenme sürecinin hükümet tarafından devre dışı bırakılmış olmasıydı.

Üçüncüsü, ticari bankaların sermaye yeterlilik rasyolarına ilişkin uluslararası düzenlemelerde yapılan değişiklikler konut kredisine dayalı menkul kıymetlere birçok bankanın gözünde yatırım araçları olarak yapay bir cazibe kazandırmıştı. Özellikle, 1988 Basel mutabakatı, hükümetin finanse ettiği kurumlar tarafından çıkarılan menkul kıymetleri elinde bulunduran bankaların, başka menkul kıymetler için tutmaları gerekenden daha az sermaye bulundurabilmelerini öngörüyordu. *Buna bizzat kendi verdikleri krediler de dâhildi.* Bankalar bir konut kredisi verebilir, sonra da bunu Fannie Mae'ye satabilirdi. Ardından Fannie bunu, başka konut kredileriyle birlikte, bir 'konut kredisine dayalı menkul kıymet' içinde paketleyebilirdi. Şayet aynı banka (kaynaklandığı konut kredisinden gelecek gelire bağlı olan) bu menkul kıymeti satın alırsa, ilk başta verdiği konut kredisini [Fannie'ye satmak yerine] kendi elinde tutsaydı bulundurması gereken sermayenin sadece %40'ını tutabiliyordu.

Bu kurallar bankalar için Fannie ya da Freddie'nin satın alıp menkul kıymetleştirceğini bildikleri konut kredileri vermeleri yönünde kuvvetli bir teşvik sağlamıştır. Bu yolla konut kredileri daha sükseli bir enstrümanın parçası olarak geri satın almaya da müsait oluyorlardı. Düzenleyici yapının trafik sinyali olma girişimi bir fiyaskoydu. Piyasaların kendisi bu kadar inatla kötü sinyal vermez ya da böylesine korkunç bir sonuç üretmezdi. Bankalar ve öteki kurumlar için bu menkul kıymetler (büyük ölçüde bunları yaratan ve sürdüren düzenleyici müdahaleler sayesinde) popüler yatırım araçları haline gelince, bunların üstüne başka enstrümanlar inşa edildi. İşte "kredi temerrüt takası"

(credit default swaps)<sup>i</sup> ve hatta daha karmaşık inovasyonların devreye girdiği yer burasıdır. Kredi temerrüt takasları, ödeme gücünü yaşayan konut kredisine dayalı menkul kıymetler için bir tür sigortaydı. Bu tür düzenlemeler normalde yatırımcılar için son derece meşru bir risk azaltma yoludur, ancak, sözkonusu menkul kıymetlerin dayandığı kağıttan konutlar dikkate alındığında, sistemin sebep olduğu yanlış “trafik sinyalleri”ni daha da kuvvetlendiriyorlardı. *“I set an ambitious goal. It’s one that I believe we can achieve. It’s a*

2006’ya gelindiğinde, Federal Reserve ortaya çıkmasında kendisinin büyük rol oynadığı konut balonunu görmüş, para politikasını tersine çevirerek bu balona iğne bizlemeye yönelmişti. Para ve kredi kısıtlanmış, faiz oranları da ciddi biçimde artırılmıştı. Balonun patlaması artık sadece bir an meselesiydi.

### Deregülasyon: Yanlış Bir Günah Keçisi

Mevcut krizi “deregülasyon” üretmiştir demek aşîkâr biçimde yanlıştır [Bkz. Ek A]. Kredi temerrüt takasları gibi yeni enstrümanların fazla bir regülasyona tâbi olmadıkları doğruysa da, bunun büyük ölçüde sebebi, bunların yeni olmasıydı. Dahası, bunların bizatihi varlığı, *konut ve finansal piyasalarda önceki onyıllarda geçerli olan bütün o öteki regülasyonların ve müdahalelerin niyetlenilmemiş bir sonucu*ydü.

2008 çöküşünden 10 yıl önce gerçekleşmiş olan, finansal piyasalarla ilgili en kayda değer “deregülasyon,” Clinton idaresi döneminde 1999’da çıkarılmış olan Gramm-Leach-Bliley Yasası idi. Bu yasa ticari bankalar, yatırım bankaları ve menkul kıymet şirketlerinin istedikleri şekilde birleşebilmelerine imkân veriyor, bu tür birleşmelere izin vermeyen ve New Deal dönemine kadar giden düzenlemeleri lağvediyordu. Bu yasanın bizatihi konut balonu üzerindeki etkisi minimal düzeydeydi. Yine de sözkonusu yasanın geçmesinin 2008 krizi sırasında zararlı değil, yararlı olduğu ortaya çıkmıştır, çünkü zor duruma düşen yatırım bankaları, iflâs etmekten kurtulabilmek için ticari bankalarla birleşebilmişlerdi.

Konut balonunun eninde sonunda patlaması mukadderdi, bu olunca da bunun üzerine bina edilmiş enstrümanlar çökmüş oldu. Enflasyonla beslenen canlanmalar, enflasyon tarafından yapay olarak teşvik edilen sektörler, ihtiyaç duydukları girdileri kârlı fiyatlardan temin konusunda ve de ürettikleri çıktıları için alıcı bulma konusunda giderek daha fazla zorlanmaya başladığında sona ermektedir. 2006 sonlarında, zirve yapmış olan konut fiyatları, doymuş piyasalar ve yüksek girdi fiyatları bir önceki yılın bina yarısından kendi payını almaya başladıkça, düşmeye başlamıştı.

Düşen konut fiyatlarının ekonomi için iki önemli sonucu olmuştur. Birincisi, pek çok konut sahibi konut kredileri konusunda sıkıntı yaşamaya başlamıştır. Fiyatların devamlı yükseleceği varsayımıyla birçok kişinin ev almasını sağlamış olan düşük veya sıfır katkı payı ile alınmış konut kredileri, şimdi artık kendilerini kemirmeye başlamıştı. Evlerinin değerinin düşmesi, [bu insanların] evin değerinden daha fazla borcu olması anlamına geliyordu. İlk birkaç yılda uygulanacak çok düşük “başlangıç” oranlarından sonra piyasa faiz hadleri seviyesine sıçrayan ayarlamalı konut kredileri gibi bazı durumlarda, bu problem daha da katmerliydi. Bu kredilerin çoğu, ikamet için alınan konutlardan ziyade, kâr edip “köseyi dönmek” üzere yatırım amaçlı olarak satın alınan konutlar için alınmıştı. Kredi borçluları düşük faizli başlangıç taksitlerini ödemeye güç yetirebiliyorlardı, çünkü değer artışından elde edecekleri kazançla bunu telafi edeceklerine inanıyorlardı. Ancak konut fiyatları düşüşe geçince, bu evler kârlı bir fiyattan satılamamıştır; faiz oranları [piyasa hadlerine] uyarlanınca da, pek çok kişi artık ödemelerini yapamaz duruma düşmüştür. Hacizler üst üste gelmiştir.

İkincisi, konut fiyatlarının düşmesi ve hacizlerin artmasıyla, konut kredisine dayalı menkul kıymetlere akan gelirler kurumaya başlamıştır. Yatırımcılar bu menkul kıymetlerin kalitesini yeniden değerlendirmeye başlamışlardır. Anlaşıldığı kadarıyla bu menkul kıymetlerin çoğu, artan oranlı temerrüt faizlerinin sözkonusu olduğu konut kredilerine dayalıydı. Evlerin değeri düştükçe, sözü edilen menkul

<sup>i</sup> Kredi temerrüt takasları (credit default swaps/CDS): Bir alacaklının 3. bir kişiye belli bir ücret ödeyerek, alacağını garantilemesi

şeklinde kredi riskini bir partiden diğerine geçiren finans kontratı. (ç.n.)



kıymetlerin de piyasa değeri düşmüştür. Elinde büyük miktarda menkul kıymet bulunduran yatırım bankaları çok ciddi kıymetli kağıt zararlarına uğramışlardır. Menkul kıymetlerden uğranan zararlar, özellikle AIG [American Insurance Group] olmak üzere, kredi temerrüt takasları satanlar için muazzam kayıplar anlamına geliyordu. Başlıca yatırım bankaları bu kadar çok varlık kayda geçirirken ve de bu firmaların ve sektörün geleceği konusunda bu kadar fazla belirsizlik varken, *bu spesifik piyasalara* kredi akışı gerçekten de kurumuştur. Ancak bu piyasalar toplam ticari bankacılık ve finans sektörünün sadece küçük bir parçasıydı. Eylül'de patlak veren krizin ne kadar büyük olduğu hâlâ bir tartışma konusu olmaya devam ediyor. Ancak, kriz gerçek olsa bile, yapılması gereken doğru eylem, sözkonusu firmaların batmasına göz yummak ve bilançolarını yeniden yapılandırmak için standart iflâs prosedürlerini uygulamaktır.

### **Durgunluk, Toparlanmanın Kendisidir!**

Patlak veren resesyonun yükselen işsizlik ve batan firmalar ile kendini iyice görünür kılmaları çoklarını bir "toparlanma plânı" istemeye sevk etmiştir. Fakat, zaten baştan bizi derde sokmuş olan parasal sistemi ve konut piyasasını "plânlamak" yanlış bir girişimdi. Dahası, resesyon piyasaların toparlanmasını sağlayan süreçtir. Küçük bir baraka için atılmış bir temel üzerinde, biri kalkıp da 70 katlı bir gökdelen inşa etmeye kalkarsa, bu bina *çökmelidir*. Sağlam olmayan yapıyı karmaşık bir direkler ve payandalar mekanizmasıyla ayakta tutmaya çalışmanın faydası yoktur. Ne yazık ki, ABD'nin ekonomik yapısındaki zayıflıklar ortaya çıkınca, Federal hükümetin yapmaya çalıştığı şey tam da budur.

Hükümetin krize verdiği tepkinin en başta gelen sorunlarından biri, sönme [durgunluk] aşamasının gerçekte daha önceki hataların düzeltilmesi olduğunu anlamamış olmaktır. Firmalar iflâs edip işçiler işten çıkarılırken, bankalar kredi vermede kullandıkları standartları gözden geçirirken, işletmeler kötü yatırımlarını (isabetli şekilde) zarar hanesine yazmaya başladıkça, esasen ekonomi daha önceki hatalarını düzeltmektedir. İşçileri canlı sektörlerde tutmaya ya da yatırım pozisyonlarını devam ettirmeye çalışmak cazip gelebilir, fakat ekonomi dikkatini başka yöne kaydırmak durumundadır. Düzeltmelerin devreye

girmesine izin verilmelidir. Aksi takdirde, ilerde daha sancılı altüst oluşlara davetiye çıkarıyoruz demektir. (Hatırlayalım ki, 2008 krizi ortaya çıkmıştır, çünkü Federal Reserve dot.com balonunun patlayıp sönmesinin ardından ekonominin kendisini düzene sokmasını içeren o sancılı süreçten geçmesini istememiştir.) Sermaye ve işgücü yeniden tahsis edilmeli, beklentiler uyarlanmalı, ve de iktisadi sistem tüketicilerin mevcut tercihlerine ve üreticilerin yüzyüze olduğu reel kaynak kısıtlarına cevap vermelidir. Bu ayarlamalar hoş şeyler değildir; esasen bu ayarlamaları yapmak zorunda kalan bireylere çoğu zaman çok acı çektirir, ama bunlar aynı zamanda sistemi yeniden yoluna koymak için hayati önem taşıyan şeylerdir.

Hükümet sözkonusu ayarlamayı önleyen adımlar attığı zaman, düzeltme sürecini sadece uzatmakta ve geciktirmektedir. Hükümetin gevşek kredi politikaları şişkinlik yaratır. Hükümetin sönmeyi önlemeye yönelik politikaları ise bir piyasa düzeltmesini tam tekmil bir ekonomik krize dönüştürme potansiyeli taşır.

Hiç kimse ailesinin işinin battığını, ya da komşularının işini kaybettiğini, yahut hayırsever grupların kapasitelerinin ötesinde gerilmiş olduklarını görmek istemez. Ancak iflâs ve tasfiye, bir piyasa ekonomisinde, karar alma sürecinde daha evvel yapılmış hataları düzeltmek için kaynakların yeniden dağıtılmasını sağlayan iki önemli mekanizmadır. Lionel Robbins'ın *Büyük Bunalım [The Great Depression]* adlı eserinde yazdığı gibi, "Eğer sağlam finansman yoluyla iflâs ve tasfiyeden kaçınmak mümkünse, bu tür önlemlere kimse karşı çıkamaz. Burada ileri sürülen görüş şudur: şayet yanlış yatırımın ve aşırı borçlanmanın çapı belirli bir sınırı aşmışsa, tasfiyeyi geciktiren önlemler sadece işleri daha da çıkmaza sokmaya yarar görünmektedir."

Durgunluğu bir toparlanma süreci olarak görmek aynı zamanda şunu ima eder: kötü haber gibi görünen şey, çoğu zaman gerekli ilâçtır. Örneğin, yavaşlayan konut satışlarına, azalan yeni inşaatlara, veya finansal sektördeki iş kayıplarına dair haberler kötü haber olarak nitelenir. Halbuki bu, toparlanmanın gerekli bir parçasıdır, zira bu veriler şişkinliğin yanlışlarını piyasanın düzeltmekte olduğunun kanıtıdır. Gereğinden fazla konut inşa etmişiz ve konut sektöründeki o şişkinlikten kaynaklanan finansal

yatırımlara gereğinden fazla kaynak aktarmışız. Ekonomiyi yeniden doğru yola sokmak kaynakların o sektörlerden çıkıp yeni alanlara girmesini gerektirir. Politikacılar sık sık kaynakların nerelere tahsis edilmesi gerektiğini bildiklerini iddia ederler, oysa 2008 Büyük Durgunluğu [Great Recession] aslında bunu bilmediklerinin sadece en son kanıtıdır.

Bush yönetimi 2008 ilkbaharında Bear Sterns'i kurtarmakla işleri daha da kötüleştirmiştir. Bu karar, finans şirketlerine, yaptıkları yanlışların bedelini ödemeyebileceklerine dair açık bir sinyal göndermiştir. Bu adımdan sonra yönetim, Lehman Brothers'ın batmasına göz yumarak bir zikzak çizmiştir. Lehman'ın batmasına göz yummanın krizi tetiklediğini ileri sürenler vardır. Bize göre ise Lehman'ın batması halihazırda özetlemiş olduğumuz reel sorunların bir belirtisidir [septom]. Batan şirketlerin kurtarılacağına dair beklentiler tesis edildikten sonra, federal hükümetin Lehman'ı kurtarmayı reddetmesi yatırımcıları şaşırtıp kafalarını karıştırmış, birçoğunun piyasadan çekilmesine yol açmıştır. Bunların reaksiyonları, büyük firmaların batmasına göz yummanın zorunlu sonucu olmaktan ziyade, kafa karıştırıcı ve çelişkili hükümet politikalarının sonucudur. Yönetimin keyfi ve öngörülemez kaymalarının yarattığı muazzam belirsizlik – en dikkate değer olanı da Bernanke ve Paulson'un 23 Eylül 2008 tarihindeki Sorunlu Varlık Tedavi programının [Troubled Asset Relief program] detaylarına dair verdikleri ikna edici olmayan ifade – yatırımcı kaçışlarının en gerçeğe yakın nedeni olup, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kurtarılması da dahil, güzün yapılan o yoğun kurtarmaları tetikleyen şey, işte bu kaçışlardır.

Bush'un kurtarma programı en azından iki nedenle sorunluydu. İlkin, hükümetin bu türden agresif eyleminin gerekçesi, -ki buna Fed'in milyarlarca dolarlık yeni para yaratıp piyasaya sürmesi dâhildir- kredi piyasalarının donmuş, ödünç vermenin durmuş olması idi. Pek çok gözlemci o dönemde bu iddianın doğruluğunun sorgulanması gerektiğini dile getirmiştir. Toplam yeni ödünç vermelerin sayısı, her ne kadar önceki aylardan çok daha yavaş artıyor olsa da, sıfıra düşmemiştir.

Başlıca yatırım bankalarının faaliyette olduğu piyasalar gerçekten de çok yavaşlamıştı, bunun nedeni hem

konuyla ilgili varlıklarının çoğu yanlış yatırım olarak damgalanıyordu, hem de tutarsız siyasi reaksiyonlar büyük belirsizlik yaratıyordu. Normal ticari bankacılık sektörü, halbuki, büyük ölçüde daha önceki seviyelerde ödünç vermeye devam ediyordu.

Daha önemlisi şu gerçektir: muhtelif kurtarma programları halihazırda düzeltilme sürecinde olan malûm yanlışların ömrünü uzatıyordu! Hatalı yatırımları yüzünden büyük zararlar eden firmaların kurtarılması basitçe yanlış yatırımların ömrünü uzatmakta ve de kaynakların gereken yeniden dağıtımını önlemektedir.

Şubat 2009'da Obama yönetiminin yaklaşık 800 milyar dolarlık teşvik paketi de durgunluğun ve toparlanmanın doğası hakkındaki yanlış varsayımları tahkim ediyordu. Esasen bunlar, Bush yönetiminin o çok lânetli kriz yaklaşımını şekillendiren varsayımların ta kendisiydi. Teşvikin resmi gerekçesine göre, hükümet harcamasının sadece bir "silkeleme" hareketi ekonomiyi ayağa kaldırabilirdi.

Hükümetin istihdam yaratması denen safсата ilk defa 19. yüzyılda Fransız iktisatçı Bastiat tarafından kırık pencere hikâyesiyle ortaya konmuştu. Bir oğlan çocuğunun fırlattığı bir taşla bir pencereyi kırdığını tahayyül edelim. Kasaba halkı toplanıp dükkân sahibinin uğradığı zarara hayıflanıyorlar. Ama aralarından biri bunun camcı için daha çok iş demek olduğuna dikkat çekiyor. Başka biri de camcının bu yolla yeni ayakkabılar satın alacak paraya kavuşacağı gözleminde bulunuyor. Böylece ayakkabıcının yeni bir elbiseye verecek parası olacaktır. Çok geçmeden, kalabalık kırık pencerenin aslında gayet iyi bir şey olduğuna kendisini inandırmıştır.

Bu, elbette, bir safساتadır, zira pencere hiç kırılmamış olsaydı, dükkân sahibi *hâlâ sağlam bir pencereye sahip olacak*, parasını da başka bir şeye, meselâ dükkânı için yeni mala, harcamayabilecektir. Pencerenin kırılmasının yaptığı tek şey, dükkân sahibini pencere sağlam kalsaydı harcamak zorunda kalmayacağı bir şeye para harcamaya zorlamaktır. Burada servete eklenen net bir kazanç yoktur. Öyle olsa, neden kent ayaklanmalarını bir ekonomik toparlanma programı olarak tavsiye etmiyoruz o zaman?

Hükümetin bir iş “yaratmaya” girişmesi, bir çapulcunun bir camcıya iş “yaratmasından” çok da farklı bir şey değildir. Bir hükümetin kaynak edinmesinin yalnızca üç yolu vardır: vergi alabilir, borç alabilir, ya da para basabilir (enflasyon). Kaynak edinmek için hangi metod kullanılırsa kullanılsın, hükümetin herhangi bir teşvik için harcadığı para özel sektörden gelmek zorundadır. Vergilerden gelirse, açıktır ki özel sektöre harcayacak daha az kaynak kalacak, en azından hükümetin yaratacağı herhangi bir işi dengeleyecek kayıplara yol açacaktır. Borçlanma yoluyla olursa, özel sektörün kullanabileceği tasarrufları azaltacak (süreç içinde faizleri de yükseltecektir); bu da sektörün borç alabileceği miktarı ve yaratabileceği işleri azaltacaktır. Para basma yoluna gidilirse, bu özel sektörün gelirlerinin ve tasarruflarının satınalma gücünü düşürecektir. Buna bir de yoğun şekilde politize olmuş kamu sektörünün genel etkisizliği eklenince, kuvvetle muhtemeldir ki, hükümetin harcama programları özel sektörde yaratacağından daha fazlasını öldürecektir.

1990'lardaki Japon deneyimi bunu göstermektedir. Kendi gayrimenkul balonlarının sönmelerinden sonra, Japon hükümeti ekonomiyi canlandırmak için agresif bir çaba içerisine girmiştir. 1992 ile 1995 arasında, Japonya toplam 65.5 trilyon yen tutarında altı ayrı harcama programı devreye sokmuştur. Harcamayı artırmayı da sürdürmüşlerdir. 1998 Nisan'ında, 16.7 trilyon yen'lik bir teşvik paketi daha çıkarmışlardır, aynı yılın Kasım ayında, ilave bir 23.9 trilyon daha. Ardından 1999'da 18 trilyon yen'lik bir paket, 2000'de 11 trilyon yen tutarında bir paket daha. Toplamda, Japon hükümeti tam 10 (!) farklı mali “teşvik” paketiyle, 100 trilyon yen'i aşan tutarda para harcamıştır. Tüm bu çabalara rağmen, Japon ekonomisi hâlâ dermansız vaziyettedir. Bugün, Japonya'nın borç/GSYH oranı sanayileşmiş dünyadaki en yüksek oranlardan biridir, başka bir şey söylemeye hacet yoktur. Bu model, örnek almamız gereken bir model değildir.

Büyük Bunalımda Birleşik Devletler'in yaptığı da aynı yanlıştır. Gerek Hoover gerekse Roosevelt yönetimleri federal hükümeti anormal derecede devreye sokarak derinleşen resesyona mücadele etmeyi denemişler, ama sadece işleri daha da kötüleştirmişlerdir. Federal Reserve Sisteminin yaptığı -1920'lerdeki enflasyonist

politikalarla yaratmış olduğu- aşağı gidişi daha da kötüleştiren hatalara ilave olarak, Hoover bizzat kendisi -başlıca sanayicileri ücretleri düşürmemeye ikna etmek suretiyle- ücretlerde olması gereken düşüşü önlemeye çalışmış, kamu harcamalarını ciddi biçimde artırmış, ve sonunda, vergileri de artırmıştır. Bütün bunlar bunalımı derinleştirmiştir.

Roosevelt'in New Deal [Yeni Eylem] plânı sözkonusu hatalı politikalar setini devam ettirmiştir. Mevcut resesyon sırasında ortaya atılan New Deal'in bizi iktisadi felâketten kurtardığı iddialarına karşın, son zamanlarda yapılan araştırmalar New Deal'in ekonomiyi kurtarmadığını açıkça ortaya koymaktadır. Tarımsal Uyum Yasası [Agricultural Adjustment Act] ve Ulusal Endüstriyel Toparlanma Yasası [National Industrial Recovery Act] gibi politikalar sadece piyasanın uyum ve toparlanma gayretlerine müdahale etmiş, bu da krizin ömrünü uzatmıştır. Sonraki politikalar, hükümetin bir sonraki aşamada ne kadar ve hangi yollarla müdahale edeceğini bilememeleri yüzünden, özel yatırımcıları korkutup kaçırmıştır. Sonuç şu olmuştur: New Deal'dan altı yıl sonra bile işsizlik oranı hâlâ %17 idi, kişi başına düşen GSYH da hâlâ uzun dönem ortalamasının bir hayli altında bulunuyordu.

Daha yakın dönemlerde, Başkan Nixon'ın, ücret ve fiyat kontrolleri yoluyla 1970'lerin başlarındaki stagflasyonla mücadele girişiminden çabucak vazgeçilmiştir; çünkü bunun enflasyonu veya işsizliği azaltmaya hiçbir faydası olmamıştır. Konumuzla yakından ilgili bir husus, içinde bulunduğumuz onyınlın başlarında Fed'in izlediği genişletici politikaların 2001'deki dot.com balonunun patlamasıyla oluşan “fırtınanın yumuşatılması” amacına yönelik olmasıdır. Kuşku yok ki bu politikaların bize hediyesi, 2008'de başlayan krizi üretmiş olan enflasyonist şişkinliktir. Şayet bugünkü resesyon uzar ya da ikinci bir Büyük Bunalım haline gelirse, bunun sebebi piyasalarda içkin problemler olmayacaktır. Bunun sebebi, siyasi yollarla üretilen şişkinlik ve patlayıp sönmüşe [genişleme ve daralmaya] verilen siyasi tepkinin, 'hata düzeltme süreci'nin işini yapmasına engel olması olacaktır. Büyük çaplı hükümet müdahalesinin bizi bir durgunluktan çıkarmanın anahtarı olduğu düşüncesi, tarihin de, son olayların da çürüttüğü bir efsanedir.

## Çocuklarımızı Bekleyen Gelecek

Yorumcular Bush kurtarma paketlerindeki, Obama teşvik paketlerindeki, ve yönetimin 2010 bütçe önerisindeki vaat edilen trilyon dolarları üst üste koyup bayram ediyorlar. Harcamalar ve borçlardaki patlama, etiketi ne olursa olsun, bütün ölçütlere göre daha önce görülmemiş düzeydedir. Bu, özel yatırımların önemli bir kısmını “dışlayacak,” gelecekte büyüme oranlarını ve ücretleri düşürecektir. Esasen bu yaptığımız şey, dünün ve bugünün faturalarını ödemek için, çocuklarımızın yarınki gelirini azaltmaktır.

Büyük hükümet borcu aynı zamanda enflasyona doğru bir yoldan çıkmadır. Hükümetlerin borç alabilmesi için, birileri onların bonolarını satın almaya istekli olmalıdır. Eğer bir hükümete olan güven yeterince düşmüşse (ki özellikle Çin, borçlarımızı satın almaya devam konusunda biraz isteksizliğini dile getirmiştir), alıcı bulmanın zor hale gelmesi muhtemeldir. Bu durum hükümetin parasal otoriteleri üzerinde, havadan [karşılıksız] para ve kredi yaratmak suretiyle sistemi “yağlamak” yönünde bir baskı yaratır.

Böylece, gerek kendi doğrultucu mekanizmaları ve gerekse hükümetin para ve krediyi yeniden şişirmesi nedeniyle kısa vadede ekonomi yerinden doğrusa da, akşamdan kalmış sersemlik halini henüz atlatabilmiş değiliz. 2008 Büyük Durgunluğunu yaratan şeylerin – kolay para, sürdürülebilir olmayan yönlere sermayeyi yönlendirmeye dönük düzenleyici müdahaleler, politikacılar ve politika yapıcıların finansal piyasalarla ilgili dalavereleri - daha fazlası aynı sonucu doğurmaktan başka bir işe yaramaz; varlık fiyatı enflasyonu ve adına resesyon veya depresyon [durgunluk veya bunalım] dediğimiz kaçınılmaz “uyum.” Bir de üstelik, müstakbel çöküşü şiddetlendirecek ve sırtımıza yeni yükler bindirecek muazzam miktarda borcun altına girmiş olacağız.

Geçtiğimiz on yıl ve hatta daha uzun bir süredir yaptığımız yanlışları düzeltmeye başlamadıkça, çocuklarımızı bekleyen gelecek olması gerektiğinden daha yoksul ve daha az özgür olacaktır. Trilyonluk ince ayarlarla çocuklarımızın geleceğini ipotek altına alan

politikacılar oldukça, otomobil ve sigorta şirketlerini idare edip sübvansane ettikçe, gözü kapalı harcama yapıp çuvala para bastıkça, bütün bunları yapıp bir de üstelik kendi hatalarımızın faturasını serbest girişime kestikçe, daha öğrenecek çok şeyimiz var demektir.<sup>ii</sup>

Albert Einstein’ın meşhur sözüdür: aynı şeyi tekrar tekrar yapıp da farklı sonuçlar beklemek deliliktir. Umabileceğimiz en iyi şey bu krizden doğru dersler çıkarmaktır. Yanlışları tekrarlama lüksümüz yoktur.

### Ek A: Deregülasyon Miti

<sup>ii</sup> Türkçe’deki deyim bu bağlamda tam yerine oturuyor: “daha bir fırın dolusu ekmeğe yememiz gerekiyor” demektir. (çn)

	Tarih	Krize Tepki Olarak Yürürlüğe Konan Hükümet Programı
<b>Bir Buçuk Yılda Yapılan 37 Hükümet Müdahalesi Kaynak: St. Louis Fed Finansal Kriz Akış Çizelgesi</b>	Ekim 2007	Konut Kredisi Yardım Modifikasyonları
	Aralık 2007	TAF
	Şubat 2008	Teşvik
	Mart 2008	TAF II
	Mart 2008	TSLF
	Mart 2008	PDCF
	Temmuz 2008	PDCF II
	Temmuz 2008	HERA
	Eylül 2008	Fannie ve Freddie'ye Elkonması
	Eylül 2008	AIG'nin kurtarılması
	Eylül 2008	SFP
	Eylül 2008	Açığa Satış Yasağı
	Eylül 2008	AMLF
	Eylül 2008	TAF III
	Ekim 2008	CPFF
	Ekim 2008	TARP
	Ekim 2008	TLGP
	Ekim 2008	MMIFF I
	Kasım 2008	Citigroup'un kurtarılması
	Kasım 2008	TALF
	Aralık 2008	TSLF II
	Aralık 2008	PDCF III
	Aralık 2008	AMLF II
	Aralık 2008	TARP II
	Aralık 2008	Otomotiv kurtarmaları
	Ocak 2009	MMIFF II
	Ocak 2009	Bank of Amerika'nın kurtarılması
	Ocak 2009	Chrysler'in kurtarılması
	Şubat 2009	TALF II
	Şubat 2009	Teşvik II
	Şubat 2009	Konut Kredisi Yardım Modifikasyonları II
	Mart 2009	AIG'nin kurtarılması II
Mart 2009	TALF III	
Mart 2009	PPIP	
Mayıs 2009	TALF IV	
Ekim 08-Haziran 09	CPP (Haftalık)	
Şubat 09-Mayıs 09	Stress Testleri	

## Ek B: Krizler Sırasında Hükümet Müdahaleleri

## Belirsizlik Yaratır

DEREGÜLASYON MİTİ	Yıl	Düzenleyici Eylem	Eylem Türü	
1989-2009 arasında, her 1 deregulasyon politikasına karşılık tam 4 regülasyon politikası vardı.	1980	Mevduat Kurumları Deregulasyon ve Parasal Kontrol Yasası "Regülasyon Q" tavanlarının feshi	Deregülasyon	
	1980	Ulusal Banka Yasası devlet bankaları ve tasarruf kurumlarına teşmil edildi	Regülasyon	
	1980	OCC ulusal banka tüzüğü standartlarını değiştirdi	Regülasyon	
	1982	Garn-St. Germain Mevduat Kurumları Yasası bankalara para piyasası kurumlarıyla rekabet yetkisi verdi	Deregülasyon	
	1985	OCC ulusal banka tüzüğü standartlarını değiştirerek, CEO'ların tüzüğün onayından önce atanmasını öngördü	Regülasyon	
	1986	OCC ulusal banka tüzüğü standartlarını değiştirerek, kurumların formel ödünç verme politikaları ve fon yönetimi stratejileri konusunda bilgi vermelerini öngördü	Regülasyon	
	1986	Bankaların bilanço dışı varlıklarını yönetme ilkeleri	Regülasyon	
	1987	Rekabetçi Eşitlik Bankacılık Yasası, ticari bankaların bankacılık dışı kurum kurma, yeni sigorta, gayrimenkul satma, menkul kıymet aracılık hizmetleri vermelerinin önlenmesi. FCID yükümlülüklerinin genişletilmesi.	Regülasyon	
	1988	Basel I- uluslararası ölçüm ve standartlarında yakınlaşma	Regülasyon	
	1989	Finansal Kurumlar Reform Toparlanma ve Uygulama Yasası, OTS, FHF, SAIF, RTC yaratıldı, Fannie Mae ve Freddie Mac konut kredi destekleri artırıldı	Regülasyon	
	Kaynak: Kling, Arnold. "Not What They Had in Mind: A History of the Policies that Produced the Financial Crisis of 2008" [Akıllarına Gelmeyen: 2008 Finansal Krizini Doğuran Politikaların Tarihi]	1991	Federal Mevduat Sigorta Kurumu İyileştirme Yasası, FDIC'nin Hazine'den doğrudan borçlanmasına izin verildi, FDIC'ye en az maliyetli yoldan batan bankalara el atma görevi verildi, FDCI'dan riske göre sigorta primlerini tahmin etmesi istendi ve yeni sermaye yeterlilikleri yaratıldı	Regülasyon
		1994	Basel I'e karşılığın tanınmasını genişleten tadilat	Regülasyon
		1994	Belirli bilanço dışı kalemlerle ilgili kredi riskine yapılacak işlem	Regülasyon
		1995	Özel Amaçlı Vasıtaların sermaye standartlarında değişiklik	Regülasyon
		1996	Kredi türevleri için gözetim kılavuzu	Regülasyon
		1997	Rezerv bağlama pratiklerinin lağvedilerek, bankalarla banka dışı kredi sağlayıcılar arasında rekabetin artırılması	Deregülasyon
		1999	Glass-Steagal Feshi ticari ve yatırım bankaları arasındaki duvarı kaldırdı	Deregülasyon
		2000	Meta Futures Modernizasyon Yasası türevlerin CFTC tarafından regüle edilmeyeceğini netleştirdi	Deregülasyon
		2001	ABD Basel standartlarını benimseme yönünde adım attı	Regülasyon
2001		Reyting temelli yaklaşım varlığa ve konut kredisine dayalı menkul kıymetlere uygulandı	Regülasyon	
2001	Yurtseverlik Yasası terörist finansı çöktürmek için finansal regülasyonlar getirdi	Regülasyon		
2002	Sarbanes-Oxley	Regülasyon		
2004	Basel II- uluslararası ölçüm ve standartlarında yakınlaşma: gözden geçirilmiş çerçeve	Regülasyon		
2004	SEC'den bazı araçların alternatif sermaye hesaplama araçlarına izin	Regülasyon		
2006	2006 Kredi Derecelendirme Kuruluşu Reformu	Regülasyon		
2007	ABD düzenleyicilerinden Basel standartlarını daha fazla benimseme adımı	Regülasyon		
2008	BCBS sermaye hesaplama danışma belgesi	Regülasyon		
2009	Basel II piyasa risk çerçevesinde revizyon	Regülasyon		

**Ek C: Tavsiye Okuma Listesi**

Cole, Harold and Lee E. Ohanian. 2004 "New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis," *Journal of Political Economy* 112: 779-816.

Friedman, Jeffrey. 2009. "A Crisis of Politics, Not Economics: Complexity, Ignorance, and Policy Failure," *Critical Review* 21: 127-183.

Higgs, Robert. 2008. "Credit Is Flowing, Sky Is Not Falling, Don't Panic," *The Beacon*, available at <http://www.independent.org/blog/?p=201>.

Marenzi, Octavio. 2008. "Flawed Assumptions about the Credit Crisis: A Critical Examination of US Policymakers," *Celent Research*, available at [http://www.celent.com/124\\_347.htm](http://www.celent.com/124_347.htm)

Prescott, Edward and Timothy J. Kehoe (Editors). 2007. *Great Depressions of the Twentieth Century*, Minneapolis. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Taylor, John. 2009. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Stanford, CA: Hoover Institution Press.

Woods, Thomas. 2009. *Meltdown: A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse*, Washington, DC: Regnery.

**Biyografiler**

Lawrence W. Reed, Foundation for Economic Education – [www.fee.org](http://www.fee.org) [İktisadi Eğitim Vakfı ] başkanı ve Mackinac Center for Public Policy [Mackinac Kamu Politikası Merkezi] emekli başkanıdır.

Steven Horwitz, St. Lawrence Üniversitesi (Canton, NY) Charles A. Dana Kürsüsü İktisat Profesörüdür. Bowling Green State Üniversitesi ile George Mason Üniversitesi Mercatus Merkezi'nde misafir öğretim üyesi olarak bulunmuştur.

Peter J. Boettke, James M. Buchanan Center for Political Economy [James M. Buchanan Politik Ekonomi Merkezi] Müdür Yardımcısı olup, Mercatus Merkezi'nde Kıdemli Araştırmacı ve George Mason Üniversitesi İktisat bölümünde ekonomi profesörüdür.

John Allison Aralık 2008'e kadar BB&T Corp. Üst Düzey Yöneticisi (CEO) olarak görev yapmıştır. Sayın Allison Temmuz 1989'dan bu yana BB&T Corp. Başkanı'dır. Amerikan Bankacılar Derneği ve Finansal Hizmetler Yuvarlak Masası üyesidir.

**İktisadi Eğitim Vakfı Hakkında**

1946 yılında kurulduğundan bu yana İktisadi Eğitim Vakfı [Foundation for Economic Education/FEE] özgürlüğün şu temel ilkelerinin en tutarlı savunusunu ortaya koyma arzusunda olmuştur: özel mülkiyetin kutsallığı, bireysel özgürlük, hukuk devleti, serbest piyasa, ve bireysel tercih ve sorumluluğun zorlamaya karşı ahlâkî üstünlüğü. The Freeman adlı, öncü bir aylık iktisadi düşünce dergisi yayımlamanın yanısıra, FEE'nin programları arasında seminerler, bir Pazartesi-Cuma Kısa e-yorum, [www.thefreemanonline.org](http://www.thefreemanonline.org) adresinde günlük köşe yazıları bulunmaktadır. FEE ve e-kitaplar, sesli kitaplar ve geçmiş seminer ve programlardan videolar dahil program ve yayınları hakkında daha fazla bilgi şu adreste bulunabilir: [www.fee.org](http://www.fee.org).

30 South Broadway • Irvington-on-Hudson, New York 10533

914-591-7230 • Fax 914-591-8910

[www.fee.org](http://www.fee.org)

Not: Bu anekdotlar, yazının orijinalinde (<http://fee.org/files/doclib/HouseUncleSamBuiltBooklet.pdf>) parantez içinde belirtilen sayfalarda yer almaktadır; çeviride de aynı sayfalarda kutucuklar içinde yer verilmesinde yarar vardır (ma).

Barney Frank, 2003: "Bu durumda zarlara biraz daha sübvansede edilen konuttan yana atmak istiyorum." (s. 6)

\*\*

Maxine Waters, 2003: "Şayet kırık değilse, neden tamir etme peşindesin ki? GSE'ler [Hükümetçe finanse edilen işletmeler] acaba konut amacından hiç saptılar mı?" (s. 9)

\*\*

President Bush, 2002: "İddialı bir hedef koyuyorum. Başarabileceğimize inandığım bir hedef. Net bir hedef, bu on yılın sonunda azınlık evsahiplerinin sayısını en

azından 5.5 milyon aileye yükselteceğiz. Bazıları bunun fazla uçuk olduğunu düşünebilir. Ben öyle olduğunu sanmıyorum. Gerçekçi olduğunu düşünüyorum. Bunu başarmak için birlikte çalışmak zorunda olduğumuzu biliyorum. Ama bunu yaptığımız zaman, topluluklarımız daha sağlam olacaktır, dolayısıyla ekonomimiz de. Hedefe ulaşmayı başarmak Washington'un bazı iyi politikalar geliştirmesini gerektiriyor. Konut sektöründe iştiğal edenlerinizin de bu işe sıkı sarılmasını gerektiriyor." (s.10)

\*\*

Barney Frank, 2008: Sanırım bu Fannie ve Freddie'nin temelleri sağlam, yıkılma tehlikesi içinde değiller. (s. 12)

\*\*

Chris Dodd, 2004: "Bu [Devlet Sponsorluğunda Konut] tüm zamanların büyük başarı hikayelerinden biri ..." (s.14)

\*\*

Paul Krugman, 2002: "Temel nokta şu, 2001 resesyonu tipik bir savaş sonrası çöküş değildi.... Bu durgunlukla mücadele etmek için Fed küçük bir teşvikten daha fazlasını yapmalı... Alan Greenspan Nasdaq balonunu ikame edecek bir konut balonu yaratmalı." (s.16)

\*\*