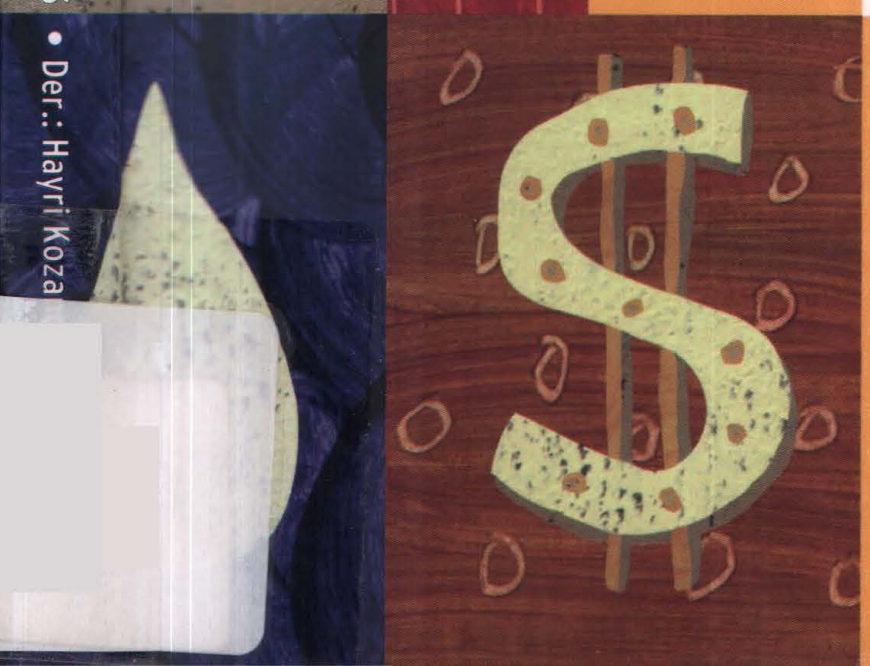






Uç(ur)amayan Balon: Finans

Derleyen: Hayri Kozanoğlu

SCHOLA AYRINTI

Uç(ur)amayan Balon: Finans • Der.: Hayri Koza

5
Schola

YAZARLAR HAKKINDA

HAYRİ KOZANOĞLU: 1956 yılında Adana'da doğdu. ODTÜ Endüstri Mühendisliği Bölümü'nü bitirdi. Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü'nde öğretim üyesidir. Son ikisi Küresel Krizin Anatomisi (Agora Kitaplığı)ve Enine Boyuna Kriz (Birgün Kitap) olmak üzere altı kitabı vardır.

YUSUF AYTÜRK: 1984 yılında İstanbul'da doğdu. 2008 yılında Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'nden mezun oldu. 2010 yılında Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nden yüksek lisans derecesini aldı. Halen Marmara Üniversitesi İngilizce Muhasebe ve Finansman doktora programında öğrencidir. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır. Şirket Değerleme Yaklaşımları adlı bir kitabı, ulusal ve uluslararası akademik çalışmaları bulunmaktadır.

ÖZLEM KURTULAN: 1980 yılında Ankara'da doğdu. 2003 yılında Hacettepe Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'nden mezun oldu. 2010 yılında Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nden yüksek lisans derecesini aldı. Halen Marmara Üniversitesi İngilizce Muhasebe ve Finansman doktora programında öğrencidir.

SEDA CANİKLİ: 1984 yılında Çorum'da doğdu. 2002 yılında Marmara Üniversitesi İşletme Bölümünde lisans eğitimine başladı. Yüksek lisansını Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde tamamladı. Halen Marmara Üniversitesi İngilizce Muhasebe ve Finansman doktora programında öğrencidir. Yıldız Teknik Üniversitesi İşletme Bölümü'nde Araştırma Görevlisi olarak görev yapmaktadır.

ALEV DİLEK AYDIN: 1979 yılında Samsun'da doğdu. 2002 yılında Doğuş Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'nden mezun oldu. 2004 yılında Bilkent Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Bölümü'nden yüksek lisans derecesini aldı. 2005-2007 yılları arasında Zorlu Holding'in çeşitli bölümlerinde görev yaptı. 2008'de Dışişleri Bakanlığı'ndan aldığı Jean Monnet bursuyla İngiltere'nin Birmingham Üniversitesi'nde Uluslararası Ekonomi Yönetimi alanında yüksek lisans yaptı. Halen Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne bağlı İngilizce Muhasebe ve Finansman bölümünde doktorasını yapmaktadır.

AHMET ÖZCAN: 1984 yılında Osmaniye'de doğdu. 2008 yılında Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'nden mezun oldu. 2010 yılında Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman (İngilizce) programından yüksek lisans derecesini aldı. Halen Marmara Üniversitesi İngilizce Muhasebe ve Finansman doktora programında öğrencidir.

Ayrıntı: 584
ScholaAyrıntı Dizisi: 5

Uç(ur)amayan Balon: Finans
Türkiye'de ve Dünya'da Finansallaşma
Derleyen: Hayri Kozanoğlu

© Hayri Kozanoğlu, 2011

Bu kitabın Türkçe yayım hakları
Ayrıntı Yayınları'na aittir.

Kapak Tasarımı
Gökçe Alper

Kapak İllüstrasyonu
Ikon Images/Freya/Collection Mix: Subjects/Getty Images Turkey

Dizgi
Esin Tapan

Baskı
Kayhan Matbaacılık San. ve Tic. Ltd. Şti.
Davutpaşa Cad. Güven San. Sit. C Blok No.:244 Topkapı/İstanbul
Tel.: (0212) 612 31 85

Birinci Basım *2011*

ISBN 978-975-539-609-5
Sertifika No.: 10704

AYRINTI YAYINLARI
Hobyar Mah. Cemal Nadir Sok. No.: 3 Cağaloğlu – İstanbul
Tel.: (0212) 512 15 00 Faks: (0212) 512 15 11
www.ayrintiyayinlari.com.tr & info@ayrintiyayinlari.com.tr

Uç(ur)amayan Balon: Finans

Türkiye'de ve Dünya'da Finansallaşma

Derleyen: Hayri Kozanoğlu



ScholaAyrıntı Dizisi

Uç(ur)amayan Balon: Finans
Derleyen: Hayri Kozanoğlu

İçindekiler

Hayri Kozanoğlu
Finansallaşma ve Türkiye *11*

Yusuf Aytürk
Finansallaşma ve Reel Ekonomi *60*

Özlem Kurtulan
Finansal Müsadere ve Bankacılığın Değişen Yüzü *91*

Seda Canikli
Finansın Yükselen Aktörü: Borsalar *118*

Alev Dilek Aydın
Finansallaşma ve Hayatımıza Kattıkları *140*

Ahmet Özcan
Türev Ürünler ve Finansallaşma *169*

Önsöz

Uç(ur)amayan Balon: Finans kitabı Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'ndeki "Risk Yönetiminde İleri Konular" isimli bir doktora dersinden doğdu. Her biri kitabın bir bölümünü kaleme alan beş genç arkadaşımla, verimli ve keyifli bir yarıyıl geçirdik. Ders sırasındaki tartışmalardan, finansa eleştirel bir açıdan bakan bir çalışmayı birlikte kotarabileceğimiz sonucuna vardık. Giderek günlük hayatımızın her dokusuna nüfuz eden finansallaşma ile ilgili Türkçe'deki çalışmaların hemen hemen hepsinin makro ekonomi ağırlıklı olduğunu, bankacılık ve finans sistemi ile ilgili mikro verilere fazla değinmediğini gözlemledik. Bizim grubun işletmeci formasyonunun, konu bilançolara, yatırım fonlarına, türev ürünlere dayanınca işe yarayacağını, bir farklılık yaratacağını düşündük. Benim açımdan böyle bir projenin özel anlamı, işletmecilik diplomasına sahip olanların firma düzeyindeki

analizlerin ötesine geçip; olayların toplumsal, ideolojik, kültürel boyutlarını kavramada yetersiz kalacaklarına ilişkin, somut pratiğe bakılırsa pek de yanlış sayılamayacak, genel yargıyı bir ölçüde aşındırma denemesinde bulunmaktı.

Kitabın giriş bölümünde, Hayri Kozanoğlu finansallaşmanın neoliberalizmin yarattığı düşük ücretler ve zayıf yatırım eğiliminin sonuçlarını gidermeye yönelik bir strateji olduğundan hareketle, finansallaşma sürecinin tarihsel kapitalizmin gelişme sürecindeki yerini tartışıyor. Marksist ve post-Keynesyen/yapısal Keynesyen finansallaşma tezleri üzerinde duruyor. Son olarak da John Bellamy Foster'ın finansallaşma göstergeleri kurgusundan yola çıkarak, Türkiye'deki finansallaşma olgusunu masaya yatırıyor.

"Finansallaşma ve Reel Ekonomi" başlıklı birinci bölümde Yusuf Aytürk, post-Keynesyen bir anlayıştan hareketle, finansallaşmanın reel sektör yatırımları, hanehalkı tüketimi, gelir dağılımı ve büyüme modeli üzerindeki etkilerini inceliyor. Özellikle Türkiye'deki finansal olmayan şirketlerin finansallaşma sürecinden ne ölçüde etkilendiği üzerinde yoğunlaştıktan sonra, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ), bu sürecin getirdiği artan sermaye girişleri, aşırı rezerv tutma ve yüksek faiz uygulamasından nasıl etkilendiğini sorguluyor.

"Finansal Müsadere ve Bankacılığın Değişen Yüzü" başlıklı ikinci bölümde Özlem Kurtulan, Türkiye'deki bankacılık sistemini mercek altına alıyor. Costas Lapavitsas'ın, finans sisteminin kâr kaynağı olarak işçilerin ve geniş halk tabakalarının gelirlerini hedef almaya başladığı saptamasından yola çıkarak; Türkiye bankacılık sektöründeki somut verilerle konut, tüketici kredileri, emeklilik, sağlık, eğitim gibi alanlarda "finansal müsadere"nin vardığı noktayı gözler önüne seriyor.

"Finansın Yükselen Aktörü: Borsalar" başlıklı üçüncü bölümde Seda Canikli, dünya ve Türkiye'de borsalar üzerinden finansallaşma sürecini analiz ediyor. GOÜ'lere yönelik doğrudan yatırımlar, banka kredileri ve portföy yatırımlarının ekonominin bütününü ve ödemeler dengesi üzerindeki etkilerini inceledikten sonra, borsaların piyasa değerlerindeki kayda değer artış üzerinde duruyor. İMKB'de yer alan kurumları, yatırımcı profilini, halka arz pratiğini güncel verilerle irdeliyor.

"Finansallaşma ve Hayatımıza Kattıkları" başlıklı dördüncü bölümde, Alev Dilek Aydın, finansallaşmanın ekonomik ve toplumsal yaşam üzerindeki etkilerini araştırıyor. Bankaların ve finansal kurumların insanların gündelik hayatına dahil olmalarını, tüketici kredileri ve kredi kartlarının tüketimi nasıl kamçıladığını, analizini ayrıntılı istatistiklerle

destekleyerek ortaya koyuyor. Bireysel borçlanma çılgınlığına karşı, düzenleme önerileri de geliştirerek kamu otoritelerini göreve çağırıyor.

"Türev Ürünler ve Finansallaşma" başlıklı beşinci bölümde Ahmet Özcan, finansal kitle imha silahları olarak da adlandırılan, 2007'de patlak veren küresel finansal krizde ciddi vebali bulunduğu kabul gören türev ürünleri tanıtıyor. Türev ürünlerin Türkiye finansal sistemine girişini, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ve İMKB'deki uygulamalar temelinde anlatıyor. Özellikle Türkiye gibi ülkelerde vadeli piyasaların bir risk yönetme aracı değil, bir yatırım fırsatı gibi değerlendirildiğini somut örneklerle ortaya koyuyor.

Umudumuz, "Uç(ur)amayan Balon: Finans"ın yeni tartışmaların önünü açması, daha eşit ve adil bir Türkiye'nin ve dünyanın özlemini çeken öğrencileri, araştırmacıları, sade yurttaşları daha fazla düşünmeye, sorgulamaya teşvik etmesi.

Hayri Kozanoğlu
Mart 2011

Finansallaşma ve Türkiye

Hayri Kozanoğlu

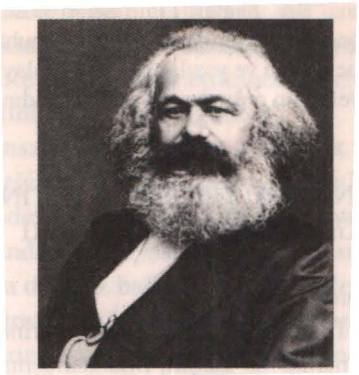
1. FİNANSALLAŞMANIN YAŞAMIMIZA GİRİŞİ

10 Ocak 2011 günü Taksim meydanını eylem mekanı olarak seçenler Japon yeni ve İsviçre frangı ile kredi alıp mağdur olan yurttaşlardı. Eylem popüler medyaya, "Kahtalı Mıçı'yı Japon Yeni çarptı" biçiminde yansıdı. Gerçekten de, Kahtalı Mıçı olarak tanınan türkücü Mustafa Aslan, "Kriz teğet geçti bizleri ezdi geçti", "Japonlar bile halimize ağlıyor" türü dövizler eşliğinde basın açıklaması yapan grubun içerisindeydi. Kahtalı Mıçı 2007 sonunda bir doların 123 yen seviyesinde olduğu bir konjonktürde, düşük yen faizlerine tamah ederek, muhtemelen akl-ı evvel bankacılar tarafından bu yola yönlendirilerek 110 bin lira borçlanmış. Zaman içinde yen değerlenip, bugünkü bir dolar=83 yen paritesine vurunca borç taksitleri tahammül edilemez bir hal almış. Teknik ifadesiyle, Mıçı faiz riskinden kaçarken kur riskine tutulmuş.

CNBC'e den Melis Kobal ile söyleşisinde, "Japondan anlamam. Japon Yeni'ni de hiç görmedim" diyor.[1] Büyük ihtimalle, sayılarının 250 bin kişiyi bulduğunu söyleyen dövizzedelerden Japon ekonomisinin seyrini yakından izleyen, Japon Merkez Bankası'nın 90'lardan beri ülkenin başına musallat olan durgunluğu aşmak için neden aşırı gevşek para politikaları izlediğini bilen fazla kimse yoktur. Her halde aynı dönemde dolar ve euro cinsinden borçlananlar da, dünya ekonomisini devasa bir krizin beklediğini, ABD Merkez Bankası FED ve Avrupa Merkez bankasının başka çare bulamayıp kredi musluklarını açacağını, batağa sürüklenen bankacılık sistemini yüzdürmek için devasa bir likidite enjeksiyonu gerçekleştireceğini öngörmemişlerdi. Ama talih dolar ve euro borçlularının yüzüne gülmüş, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu Brezilya, Meksika, Tayland benzeri ülkelerin paraları göreceli değerlenirken, dolar-euro irtifa kaybetmiş, bu dövizlerle borçlananların borç yükü hafiflemişti.

Aslında küçük bir kesitini verdiğimiz bu olaylar dizisi, tüm dünyada yaygınlaşan finansallaşma sürecinin, farklı coğrafyalarda yerleşik sade yurttaşların gündelik yaşamına nüfuz etmesi, gün be gün zuhur eden oynaklıkların nadiren yüz güldürürken, çoğunlukla bu insanların dünyasını karartmasndan ibaretti.

Marx finansın hem "peygamber", hem de "dolandırıcı" olduğunu söylüyordu. Çünkü finans sayesinde kapitalizm daha hızla genişler, ama aynı zamanda istikrarsızlık ve krizlerin kaynağını da finansta aramak gerekir. Küresel kriz gündeminde çoğunlukla toksik varlıkların banka bilançolarından temizlenmesi, Basel düzenlemeleriyle bankacılık sisteminin denetiminin sağlanması, 700 milyar dolarlık Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı'nın (TARP) işletilmesi gibi "büyük mevzular" öne çıkarken, asıl okkanın altına giden Kahtalı Mıçı gibi "küçük insanların" encamı pek ilgi odağına oturmadı. Oysa iktisadın terminoloji yüklü mistik dili içerisinde, "collateral damage" diye geçiştirilen sivil kayıplar; yani "büyük idealler" peşinde koşmadığı halde, bilerek ya da bilmeyerek finansal sistemin çarkları içine çekilen, piyasa göstergeleri an be an değişirken yaşamı ve çıkarı gıdım gıdım zedelenen emeklilerin, emekçilerin, işsizlerin hazin öykülerini teğet geçmek ne ölçüde hakkaniyete sığar, herkesin vicdanına bir sorması gerekmez mi!?



Karl Marx

Türkiye'de, özellikle 32 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, mali piyasaların liberalize edilmesi, TL ile dövizin birbirini tam ikame edebilmesinin önünün açılması ile sermaye ve para piyasaları iyice renklenir. Bu dönemde toplumsal taleplerin yükselmesi, 1989 yerel seçimlerinde ANAP'ın yenilgiye uğraması, bir taraftan emek kesimine tavizler verilmesi gereğini dayatırken, öte yandan Özal hükümetinin sınıfsal ittifakları gereği sermaye kesiminden daha fazla vergi almaktan kaçınması, iç borca yüklenilmesini getirir. İMKB bünyesinde kurulan Tahvil ve Bono piyasasının 1991'de, Repo-Ters Repo piyasasının 1993'te faaliyete geçmesiyle[2], yatırımcının önündeki seçenekler çeşitlenir. Sade vatandaşın ekonominin işleyişine, farklı yatırım seçeneklerine artan ilgisinin sembolü, Milliyet gazetesi köşe yazarı Güngör Uras'ın Ayşe Teyze'si işte bu sürecin ürünüdür. Güngör Uras bir yandan Ayşe Teyze figürü aracılığıyla ekonominin amatörler için anlaşılmaz dilini popülerleştirirken, diğer yandan repodan, VDMK'a (bir zamanlar vergi avantajı nedeniyle pek yaygın bir yatırım aracı haline gelen "varlığa dayalı menkul kıymet"), farklı yatırım seçeneklerini risk-getiri kantarında tartar.

Ayşe Teyze zaman zaman filesini dolduramamanın, peynire gelen zammın, ekmek gramajının düşürülmesinin sıkıntısını, kısaca tüm halkı ilgilendiren "geçim" sorununu dile getirir. Zaman zaman da yükselen hisse senedi borsasında voli vurmanın heyecanına kapılır, diyelim repo stopajlarının artmasının tedirginliğini yaşar. Kısaca, hem geçim sıkıntısı çeken, hem de kıyısından köşesinden de olsa finansallaşma sürecine bulaşmış, pek belli etmese de kısa yoldan büyük kazançlar sağlamanın özlemini çeken ortalama yurttaşı yansıtır. Güngör Uras Ayşe Teyze'nin öyküsünü şöyle anlatıyor:

Yazılarımı yazarken, "Ben bunları kime anlatıyorum?" sorusundan yola çıktım. Senelerce önce yazılarımda hep annemi muhatap alırdım. Annem iyi bir gazete okuyucusuydu ve yazılarımı, onun anlayacağı şekilde kaleme alırdım. Annemin vefatının ardından Ayşe Teyze adını verdiğim bir karakter oluşturdum.[3]

2. FİNANSALLAŞMA SÜRECİNİN GELİŞİMİ ve SONUÇLARI

2.1. Temel Kavramlar

Sözünü ettiğimiz finansallaşma kavramı üzerinde kabul gören tek bir tanımlama bulunmamasına karşın, finansallaşmanın, neoliberalizm ile başlayan, küreselleşme ile süren bir tarihsel sürecin üçüncü ayağı olduğu konusunda bir fikir birliğinden söz edilebilir. Gerald A. Epstein, 2005 yılında yayınlanan, "Finansallaşma ve Dünya Ekonomisi" kitabının giriş yazısında Greta Krippner'e dayanarak finansallaşmaya yönelik beş temel yaklaşım bulunduğunu belirtiyor. Birincisi, finansallaşmanın "hissedar değeri" kavramı etrafında bir şirket yönetişim tarzı olarak yükselişidir. İkincisi, sermaye piyasası temelli finansal sistemlerin, banka temelli finansal sistemler üzerinde artan egemenliğidir. Üçüncüsü, Avusturyalı Marksist Rudolph Hilferding'in görüşleri ışığında, rantiye sınıfın artan politik ve ekonomik gücü anlamında kullanımıdır. Dördüncüsü, bazılarının gözünde çok sayıda yeni finansal enstrüman sayesinde finansal işlemlerin patlama göstermesidir. Sonunda beşincisi, Krippner'in gözünden, finansallaşma teriminin kârın giderek ticaret ve meta üretimi yoluyla, değil finansal kanallardan sağlandığı bir birikim tarzı anlamı taşımasıdır.[4]

Gerald A. Epstein tüm bu yaklaşımlardan yola çıkarak, en yaygın kabul gören ve geniş kapsama alanına sahip aşağıdaki tanımı yapar:

Finansallaşma, finansal güdülerin, finansal aktörlerin ve finansal kurumların yerel ve uluslararası ekonominin işleyişinde artan rolü anlamına gelir.[5]

Ben Fine ise finansallaşmayı, "finansın geleneksel sınırlarının ötesine geçerek, kişisel ve iktisadi toplumsal üretim sürecine giderek daha fazla yayılması" biçiminde tanımlıyor.[6]

Costas Lapavistas, finansal sistem üzerinde tekrar düşünmenin sol için hem sistemik, hem de politik bir görev olduğunu söyledikten sonra, özellikle solun örgütsel gerilemesi nedeniyle eskisi gibi kamusal tartışmalara damgasını vuramadığının altını çiziyor. Buna karşın, küresel kriz patlak verdikten sonra, "finansallaşma" kavramı etrafında

şekillenen kriz açıklamalarının, umut verici bir teorik gelişme olduğunu belirtiyor. Bu noktada, konunun kamusal alana aktarılmasında ABD merkezli Monthly Review dergisi etrafında Harry Magdoff ve Paul Sweezy'nin katkılarının önemini vurguluyor.

Lapavistas, finansal sistem üzerine yapılacak önerilerin finansallaşmanın üç temel eğilimini kavramaktan geçtiği kanısında. Birincisi, büyük şirketlerin giderek yatırımlarını dağıtılmayan kârlardan finanse ederken, aynı zamanda açık piyasadan dış finansman sağlayabilmesi. Böylelikle bankalara daha az bağımlı hale gelmeleri; kendi kârları için finansal işlemlere girecek bağımsız kapasiteye erişebilmeleri.

İkincisi, bankaların da buna karşılık olarak kendilerini dönüştürmeleri. Bankalar kredilerini şirketlerden ziyade bireylere yönlendirerek yeni bir denge sağladılar; aynı zamanda doğrudan ödünç vererek faiz kazanmak yerine, finansal piyasalarda aracılık yaparak harç ve komisyon gelirlerine yöneldiler. Böylelikle, alışılagelmiş ticari bankacılık faaliyetlerine yatırım bankacılığını eklemiş oldular.

Üçüncüsü, işçiler finansal sistemin içerisine çekildiler. Gelişmiş kapitalist ülkelerde reel ücretler onyıllardır durgun veya gerileyen bir seyir izlemekteydi. Kamusal emeklilik, konut, eğitim ve sağlık hizmetlerinin aşınası, insanları bankalar ve diğer finansal kurumların aracılık yaptığı özel kanallara yöneltti. Borca ve özel finansal kazançlara karşı tutum değişikliği işçileri borçlanmak konusunda cesaretlendirirken, konut balonlarına yakalanmalarına yol açtı.[7]

Geçtiğimiz yıllarda yitirdiğimiz Marksist iktisatçı Andrew Glyn, finansallaşmanın toplam talebe ve bireysel firma davranışına etkisini şöyle yorumluyor: Tüketici ve konut kredilerinin gelişimi, kitlesel tüketimi, "işçiler kazandıklarını yer" sloganıyla ifade edilen kadim bütçe kısıtından kurtarmış görünüyor. ABD'de 1990'ların "yeni ekonomi" genişlemesinin çarpıcı başarısının arkasında, finansal piyasalar var. Onları maliyetleri kısmaya ve kısa vadeli kârları maksimize etmeye zorlayarak, şirket yönetimleri üzerinde kontrollerini sıkılaştırdılar. Uluslararası finansal akımlar da, bir ülkenin yatırım oranını tasarrufların getirdiği sınırlardan kurtarma müjdesi verdi. Giderek incelen finansal enstrümanlar, hedge fonlarının ve diğerlerinin, getiri ve riski giderek daha ayrıntılı bir biçimde parçalamasına olanak tanıyor, en bıçkın yatırımcılara mevcut varlığın kârlılığının ötesinde getiriler vaat ediyor.[8]

Kendisi de değerli bir sosyal bilimci olan Karl Polanyi'nin kızı Kari Polanyi Levitt ise, John Kennetth Galbraith'in en önemli kitabı "Büyük Çöküş"ten hareketle, 60'ların, 70'lerin oldukça iyi performans gösteren

kurumsal çerçevesini yerle bir eden dönüşüm sürecinin, "Büyük Finansallaşma" olarak adlandırılabileceği düşüncesinde. Levitt'e göre, bu sürecin kökenleri Bretton Woods finansal düzeninin dağılmasına dayanıyor, 1980'lerde momentum kazanıyor, 1990'ların ortasından itibaren patlama gösteriyor.[9]

2. Dünya Savaşı sonrası ortaya çıkan ekonomik düzene ise, sosyal politikaları gözetmesi nedeniyle, "iliştirilmiş liberalizm" adı verilebilirdi. 30 yılı kapsayan bu dönemde sermayenin gücünü ve akışkanlığını düzenleyen ve sınırlayan kurumsal çerçeve sayesinde, yüksek büyüme hızları kaydedildi. Finans üretimin hizmetine koşulurken, finansal kuruluşlar tasarrufları yatırımlara kanalize ettiler ve sıkı düzenlemelerle denetlendiler. Merkez Bankaları, fiyat istikrarını ikinci plana iterek, hükümetlerin yönlendirmesiyle tam istihdamı temel amaç kabul ettiler. Bankaların borçlara yüzde altıdan fazla faiz uygulamasına izin verilmezken, konut kredisi veya yatırın bankacılığı alanına girmeleri de engellendi. 1945'ten 1970'lerin ortasına kadar Kuzey Amerika'da gelir dağılımı tarihin en adil düzeyindeydi.[10]

Walden Bello, 1945'ten 1975'e kadar süren Çağdaş Kapitalizmin Altın Çağı'nın sona ermesiyle, düşük büyüme ve yüksek enflasyonun bir arada baş gösterdiği "stagflasyon" olgusu karşısında Sermaye'nin aşırı üretime karşı üç kaçış yoluna sarıldığını saptıyor: neo-liberal yeniden yapılanma, küreselleşme ve finansallaşma.[11] Biz de, finansallaşmaya yol açan süreci bu kurgu içerisinde değerlendiren anlayıştan hareket ediyoruz.

Kuzeyde Reagancılık ve Thatchercılık, Güney'de ise yapısal uyum programlarıyla kendini gösteren neo-liberal yeniden yapılanma, bu yolla sermaye birikimine hayatiyet kazandırmayı amaçlıyordu. Böylelikle sermayenin büyümesi, kullanımı ve akışında devlet ayak bağı olmaktan çıkacak, gelirin yoksul ve orta sınıflardan zenginlere doğru yeniden paylaşımıyla, zenginler yatırım yapmak ve ekonomik büyümeyi yeniden ateşlemek için motivasyon kazanacaktı. Küreselleşme ise, yarı-kapitalist, kapitalist olmayan ve pre-kapitalist mekanların küresel piyasa ekonomisine hızla entegrasyonuydu. Bu entegrasyon ticaretin liberalizasyonu, küresel sermayenin akışkanlığı ve yabancı yatırımların önündeki engellerin kaldırılmasıyla başarılacaktı. Bu kapsamdaki en kayda değer adım, Çin'in küresel kapitalist ekonomiye entegrasyonuydu. Neo-liberal yeniden yapılanma ve küreselleşmenin aşırı üretim sorununa getirdikleri sınırlı çözüm, sermaye stratejisi açısından finansallaşmaya daha önemli bir misyon yükledi.[11]

Burada Marksist öğretiye göre finans sektörünün bir değer yaratmadığını, ancak yaratılmış olan değerden kâr sızdırma işlevini üstlenebileceğini hatırlatalım. Michel Husson'a göre;

Finansal menkul değerler üretilen artık-değer üzerinde hak iddialarıdır. Bu hak kullanılmadığı sürece her şey sanal kalır. Gelgelelim, bu hak iddiası ileri sürülür sürülmez, bu iddianın, çok basit biçimde, üretilmiş olandan daha fazla reel zenginlik bölüştürülemeyeceğini söylemekten ibaret olan değer yasasına tabi olduğu keşfedilir. Nesnel bir bakış açısından, borsa rayiçlerinin bu nedenle işletmelerin, üzerinden finansal gelirlerin ödeneceği beklenen kârlarını temsil etmeleri gerekirdi. Ne var ki rayiçler bu referanslardan bütünüyle kopup uzaklaşmış durumdalar ve insan emeğinin sömürülmesi üzerine inşa edilmiş sermaye kârlılığıyla artık olsa olsa uzak bir ilişki sürdürmekteler. Bu görüngü kapitalizmin tüm tarihi boyunca hiçbir zaman böylesi bir boyuta ulaşmamıştı ve bunun sonsuza dek sürmesi de mümkün değildi.[12]

2.2. Ekonomik Etkileri

Daha önce vurguladığımız gibi Monthly Review çevresi, finansallaşma kavramı etrafında geliştirilen çözümlemelerin öncülüğünü yaptı. New Yorker dergisi yazarlarından, küresel kriz sonrası gözlemlenen ekonomi kitapları bolluğunda bizce, "Piyasalar Nasıl Tökezler" (How Markets, Fail) başlıklı nefis eseriyle özel bir yer edinen John Cassidy tarafından da hakları teslim edildi:

Serbest piyasacı bir ekonomist için Wall Street'in yükselişi ABD'nin finans sektöründe rekabetçi üstünlüğünün doğal bir uzantısıydı. Sweezy ise bunun ekonomik durgunluğu engellemek için giderek umutsuz bir çabayı yansıttığını söyledi. Ücretler, o da artıyorsa, yavaşça artarken ve yatırım fırsatları şirketlerin sağladığı kârları emmek için yetersizken, harcamalardaki artışı sürdürebilmek için borç enstrümanlarının arz edilmesi ve mütemadiyen yeni finansal spekülasyon araçlarının yaratılması gerekliydi. Sweezy 1987'de Harry Magdoff ile birlikte kaleme aldığı bir makalede, "Kumarhane toplumu ekonomik gelişmenin önünde önemli bir engel midir?" diye sormuş ve şu cevabı vermişti: Tekrar ediyorum, kesinlikle değildir. Ekonominin son yıllarda kaydettiği büyüme, hiç görülmemiş ölçüdeki barış zamanı askeri harcamaların etkisi bir yana bırakılırsa, neredeyse tamamen finansal patlamadan kaynaklanır.[13]

Biz de bu makalede, finansallaşmanın, yani kapitalizmin ağırlık merkezinin üretimden finansa kaymasının, ekonomik durgunluğa karşı sisteme geçici olarak hayatiyet veren, buna karşın çok ciddi riskler doğuran bir süreç olduğu fikrinden yola çıkıyoruz. Monthly Review çev-

resinin üretken kalemleri John Bellamy Foster ve Fred Magdoff, "Büyük Finansal Kriz Üç Yaşında" başlıklı makalelerinde bu yaklaşımın gerekçelerini şöyle açıklıyor:

Kapitalist dünya sisteminin merkezindeki zengin ülkelerin ekonomik büyüme oranları on yıllardır düşük viteste seyrediyor. ABD'de enflasyonla düzeltilmiş büyüme oranları 1960'lardaki yüzde 4.4'ten, 1970'lerde 3.3'e, 1980'lerde ve 1990'larda 3.1'e, 2000'lerde ise 1.9'a (2000'den 2009'a) düştü. Reel ekonomide derinleşen ekonomik durgunluk koşullarına cevap olarak, fazla para sermaye tez elden getiri arayışıyla finansal sektöre aktı, zayıflayan ekonomik temel üzerinde devasa bir finansal üstyapı yarattı. Bir refah yaratma stratejisi olarak spekülatif finansa başvurulması, meta ekonomisiyle doğrudan bağlantısı bulunmayan dev suni kârlara (sermaye kazançlarına) yol açtı.

Bu durumda, belli bir büyüme oranını sağlamak için hanehalkının, şirketlerin ve hükümetin fazla ve daha fazla borçlanmasına ihtiyaç duyuluyordu. Aynı zamanda, giderek Ponzi finansmanı niteliği kazanan tüm borç balonu, kaçınılmaz çöküşü ertelemek için sürekli nakit enjeksiyonuna gereksinim duyuyordu. Sonuç, borcun gerçek anlamda patlayarak 2007'ye gelirken ABD, GSYİH'sının yüzde 350'sine yükselmesiydi.[14]

Finansallaşma farklı düzeylerde kapitalist küreselleşme sürecine dahil olan bütün ülkelerde gözlendi. John Bellamy Foster'a göre ekonomide finansallaşmayı 5 ayrı göstergede izlemek olanaklı:

1) Toplam kârlar içerisinde finansal kârların oranındaki artış;

2) GSYİH'nin oranı olarak borçluluk düzeyinde yükselme;

3) Kısaca FIRE diye nitelendirilen finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin milli gelir içerisindeki payında artış;

4) Egzotik ve şeffaf olmayan finansal enstrümanların sayısında artış;

5) Finansal balonların artan rolü.

1957'de imalat sanayi ABD GSYİH'sinin yüzde 27'sini oluştururken, FIRE'ın ağırlığı sadece yüzde 23'tü. 2008'e doğru ilişki terse döndü, imalat sanayi yüzde 12'ye düşerken, FIRE yüzde 20'ye sıçradı.[15]

Gelişmiş ülkelerde borcun son 20 yıldaki gelişimi aşağıdaki 2 tablodan izlenebilir.

Tablo 1: Farklı Ekonomilerde Borcun Değişim Oranları

Ülke	Yıllık Bileşik Değişim Oranı		2000-2008 Arası Değişim (Milyar Amerikan Doları)
	1990-2000	2000-2008	
Japonya	1.2	0.5	19
İngiltere	3.3	5.2	157
İspanya	4.1	7.4	150
Güney Kore	4.3	4.2	93
Fransa	1.2	3.9	83
İtalya	2.9	3.1	64
İsviçre	Veri Yok	0.8	17
ABD	0.6	3.5	70
Almanya	5.6	0.3	7
Kanada	0.3	1.5	28

Kaynak: Mc Kinsey Debt and Delevaraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences Ocak 2010

Tablo 2: Farklı Ekonomilerde GSYİH'nin Yüzdesi Olarak Borç Oranları

Ülke	Hükümet	Hanehalkı	Finans Dışı Şirketler	Finansal Kurumlar	Toplam
İngiltere	52	101	114	202	469
Japonya	188	67	96	108	459
İspanya	47	85	136	75	342
Güney Kore	28	80	115	108	331
İsviçre	35	118	75	84	313
Fransa	73	44	110	81	308
İtalya	101	40	81	77	298
ABD	60	96	78	56	290
Almanya	69	62	66	76	274
Kanada	60	84	54	47	245
Çin	32	12	96	18	159
Brezilya	66	13	30	33	142
Hindistan	66	10	42	11	129
Rusya	40	10	40	16	71

Kaynak: Mc Kinsey Debt and Delevaraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences Ocak 2010

Örnekteki 10 büyük ekonomide borcun GSYİH'ye oranı 1995'te yüzde 200'den, 2008'de yüzde 300'ün üzerine çıktı. Ne var ki bireysel hikayeler özellikle 2000'den beri oldukça farklı bir seyir izledi. İngiltere 2000'den 2008'e borcunun GSYİH'e oranı yüzde 469'la en fazla artan ülke oldu. Londra'nın küresel finansal sektördeki rolünü göz önüne alarak yapılan bir ayarlamayla dahi, İngiltere Japonya'dan sonra ikinci en yüksek borç-GSYİH oranına sahip ülke konumunda. Borcun, GSYİH'ya oranında İspanya, Güney Kore ve Fransa'da da ciddi artışlar gözlenirken, ABD'de daha ılımlı bir seyir izlendi.[16]

Yükselen borç oranlarının istisnaları, Almanya, İsviçre, Japonya'nın yanında Tablo 2'den görülebileceği gibi yükselen ülkeler. BRIC ülkeleri diye adlandırılan Çin-Brezilya-Hindistan ve Rusya'da borç-GSYİH oranı 2008'in sonunda yüzde 137 düzeyindeydi. En azından, bu ülkelerin önünde iç tüketimi canlandırmak için özel sektör borçlarını artırmak gibi bir seçenekleri bulunduğu söylenebilir. Almanya'da 2000'den 2008'e toplam borç oranı fazla değişmezken, hanehalkı borcu bir miktar geriledi. Japonya'da ise, toplam borç oranı çok yüksek seyrederken, özel sektörün borçlarını azaltma gayreti, hükümetin artan borçlarıyla dengeleniyor.

Farklı borç kategorilerinde öne çıkan ülkeler de farklı. Japonya en fazla hükümet borcunun bulunduğu ülke. ABD, Kanada ve İsviçre'de hanehalkı en borçlu kesimken, Güney Kore ve Fransa'da finansal olmayan şirket sektörü en yüksek borç oranına sahip grup. Toplam borçlar içerisinde dış borç ağırlığının en fazla yer tuttuğu ülkeler ise, Fransa (%56), İsviçre (%55), Almanya (%50), İtalya (%35), derken, hep avro bölgesi üyeleri.[17]

Yukarıdaki borçluluk rakamları Foster'ın borçluluk düzeyine ilişkin 2. kriterini doğruluyor. 1. kriter, finans sektörünün kârlarına göz atarsak: ABD'de 1990'ların başından itibaren finansal sektör kârlarının GSYİH'ya oranı giderek arttı. 2002'de ise sıçrama gösterdi. 1994'te %15 civarında seyreden bu oran, 2000'de %2'ye, 2006'da ise %3.7'ye sıçradı. Bu noktada şirket kârlarının %40'ı finansal sektörden kaynaklanıyordu.[18]

Tablo 3: Kârlılık ve Kaldıraç Oranları

	Öz Sermayenin Kârlılığı			Kaldıraç		
	1995-2000	2001-2007	2008-2009	1995-2000	2001-2007	2008-2009
Bankalar	13.3	12.8	3.2	17.8	19.1	17.4
Banka Dışı Finansal Kuruluşlar	12.3	11.4	5.4	12.5	12.1	
Finansal Olmayan Kuruluşlar	10.9	12.8	9.8	3.0	3.0	3.0

Kaynak: BIS 2010, Yıllık Rapor

Finansal varlıkların yıllık dünya mal ve hizmet üretimine oranı 1980'de %109 iken, 2005'te %316'ya ulaşmıştı. Bu artış euro bölgesinde daha da belirgindi. 1995'te %180 olan aynı oran, 2005'te 303'e çıkmıştı. İkincisi, sermaye piyasalarının finans sektöründe ağırlığı artarken; 1980'de finansal varlıkların %42'sini oluşturan banka mevduatlarının payı 2005'te %27'ye kadar gerilemişti. Üçüncüsü, geleneksel tahviller, hisse senetleri, emtia ve dövizlerden, kompleks yeni finansal ürünler türemişti. En bilinenleri future, opsiyon ve swap olan "türev ürünler"in değeri 2006 sonunda dünya üretiminin altı katına, 286 trilyon dolara ulaşmıştı. Dördüncüsü, hedge fonlar ve private equity gibi yeni oyuncular sahneye çıkmıştı. 2007'nin ilk çeyreğinde hedge fonların sayısı 9575'e, değeri ise 1.6 trilyon dolara erişmişti. Beşincisi, yeni kapitalizm gittikçe daha küresel hale geliyordu. Yüksek gelir grubundaki ülkelerin uluslararası finansal varlıkları ve borçları 2006'da toplam GSYİH'nin %330'una varmıştı.[19]

Wolf'un verilerinden de, Foster'ın kriterleriyle "finansallaşmanın" tam tekmil gerçekleştiğini söylemek mümkün. Wolf'un makalesinin yayınlanmasından sonra da finans ileri doğru yürüyüşüne ara vermemiş, 2007 itibarıyla türev ürünlerin toplam sözleşme miktarı 596 trilyon dolara[20], Hedge fonların varlıkları ise 2008'de 1.9 trilyon dolara ulaşmıştı.[21] Krizde önemli vebali bulunduğu kabul edilen, kısaca CDS olarak adlandırılan kredi temerrüt swaplerinin tutarı Aralık 2007 itibarıyla 58 trilyon dolara, o yılın dünya üretim rakamı 54.3 trilyon doların üzerine fırlamıştı.

Küresel kriz, aşırı borçlanmanın, gelirinin üzerinde harcamanın, finansal piyasalardaki yükselişle beslenen "giderek zenginleşiyorum" duygusunun yarattığı, "refah etkisi" denilen aşırı iyimserlik halinin sınırlarına dayandığını gösterdi.

Buna karşın, kısmen neoliberalizme dayalı olarak bu kurgunun işlemesi, kârları canlandırırken, düşük ücretlere ve yatırıma bağlı olarak potansiyel bir gerçekleşme krizine neden oldu. Ücretlerdeki dramatik gerileme, işçileri giderek daha fazla borçlanmaya itti. Sabit sermaye yatırımlarındaki yavaşlama, kârları finansal varlıklarda spekülasyona sevk eden kumarhane ekonomisindeki büyümeye paralel biçimde ortaya çıktı. Son yirmi yılda, ekonominin temellerindeki zayıflamaya karşın, ABD ekonomisinin hızlı finansallaşması, talebin refah etkisine ve borca erişimin kolaylaşmasına bağlı olarak canlılığını korumasını sağladı. Nihayetinde borca dayalı büyüme sonsuza kadar sürdürülemezdi. 2007 yazından başlayarak bu geçici çözüm de iflas etti ve çöküşün görünür boyutlarını yumuşatan eşi görülmemiş devlet müdahalesine karşın kapitalist ekonomi Büyük Bunalım ile kıyaslanabilir temel bir sistemik krizle yüzyüze geldi. Şimdi tüm bu borçların önünü açan finansal mekanizmaların çöküşüyle, devlet müdahalelerinin gerçekleşme krizinin ne ölçüde üstesinden geleceği meçhul.[22]

Bu sürecin sonunda, özel kesim, gerek hanehalkının harcamalarını kısıp borçlarını azaltma yoluna gitmesi, gerekse şirketlerin ekonomik durgunluk ve belirsizlik nedeniyle yatırımlarını yavaşlatması sonucu kemer sıkmaya yöneldi. Öte yandan kamu müdahalelerinin, başta bankacılık kurtarma operasyonları olmak üzere maliyeti, kamu borçluluk oranlarına artan ölçüde yansıyor. Örneğin, son rakamlar ABD Merkez Bankası FED'in 3 trilyon doları likidite, 9.3 trilyon doları ise neredeyse faizsiz kısa süreli borç olmak üzere bankacılık sistemine 12.3 trilyon dolar aktardığını gösteriyor. Benzer bir tablo Avrupa Birliği ve Japonya gibi merkezlerde de gözleniyor. ABD'de hanehalkı borcu 9 çeyrektir düşüş kaydederken, kredi kartları dahil tüketici kredileri borcu 2008'deki 957 milyar dolardan, Ağustos 2010'da 822 milyar dolara geriledi.[23]

Kriz, yüksek gelirli ülkelerde özel sektörün kaldıraç oranlarında trendin yönünü değiştirdi. Özel gayri safi borcun ABD GSYİH'sine oranı 1981'de yüzde 123 iken, 2009'da yüzde 293'e kadar yükselmişti. Geçtiğimiz yılın üçüncü çeyreğinde bu oran yüzde 263'e düştü. Her iki yöndeki gelişmede de finansal sektör öncülüğü aldı: finansal sektör borcu 1981'de GSYİH'nın yüzde 22'si düzeyinden, 2009'da yüzde 119'a sıçradı. 2010'un üçüncü çeyreğinde ise aynı oran yüzde 98'di. Borçların azaltılması (deleveraging) muhtemelen sürecek.[24]

Tablo 4: Bazı Seçilmiş Ülkelerde
GSYİH'nin Yüzdesi Olarak Net Kamu Borcu

Ülke	2007	2011
Fransa	64	88
Almanya	65	77
Yunanistan	96	139
İtalya	104	120
Japonya	188	234
İngiltere	44	82
ABD	62	99
Brezilya	65	67
Çin	20	19
Hindistan	73	71

Kaynak: IMF

Birleşmiş Milletler'in 2011 Küresel Görünüm raporuna göre, 2009'un sonunda gelişmiş ülkelerin kamu açıkları GSYİH'nin yüzde 10'una yükselirken, kamu borcu da yüzde 80'in üzerine çıktı. ABD'deki finansal sektörü kurtarma operasyonuna yönelik hükümet harcamalarının azalmasıyla birlikte kamu açıklarının 2010'da yüzde 9'a çekilmesi bekleniyor. Muhafazakâr projeksiyonlarla bile, önümüzdeki birkaç yılda gelişmiş ülkelerdeki kamu borçları GSYİH'nin yüzde 100'ünü aşacak.[25] Kısaca şimdilik finansallaşmanın bayrağının özel sektörden kamuya devredildiği görülüyor.

2.3. Toplumsal Etkileri

Finansallaşmanın ekonominin makro büyüklükleri bir yana, toplumsal yapılar ve insan yaşamı üzerindeki etkilerini de göz ardı etmemek gerekiyor. Ronald Dore "Küresel Ekonominin Finansallaşması" başlıklı makalesinde finansallaşmanın başlıca toplumsal etkileri üzerinde duruyor. Çıkardığı sonuçları özetlersek:

1) Finansallaşma gelir ve refahın giderek artan eşitsiz dağılımına katkıda bulunuyor. Medyan gelirler yerinde sayarken, en üst yüzde 10'luk, özellikle en üst yüzde bir çarpıcı kazançlar sağlıyor. ABD'deki rakamlar biliniyor. En üst yüzde 1 toplam refahın

yüzde 38'ine sahipken; en üst yüzde 10, işlem gören hisse senetlerinin yüzde 85'ini elinde tutuyor. Bunlar geleneksel rantiyeler değil, tüm diğer herkesin zararına, en yüksek gelirlerin finansal hizmetlerde çalışanlara gittiği, piyasa gelirlerinin yeni profilinden sebeplenenlerdir.

2) Daha fazla risk, finansal özneler arasında daha fazla düzenlenmemiş rekabet, sade yurttaş açısından ne kadarlık sigorta yaptıracağı, emeklilik hesabında hangi tahvil ve hisse senetlerine yer vereceği, tasarrufları hangi risk-getirim dengesiyle yatırıma dönüştüreceği konularında karar vermek için tetikte bekleme gereği sıkıntı yaratıyor. Daha fazla regüle edilmiş bir dünyada yaşam daha kolaydı ve basit zevklere ayıracak daha fazla zaman vardı. Ama giderek finansallaşan dünyada bu tip kararlar insanların daha fazla zaman ve enerjisini emiyor.
3) Üçüncü sonuç, yeteneklerin dağılımında ortaya çıkıyor. Sorun sadece elit işletmecilik okullarının, genel anlamda yönetici yetiştiren kurumların profesyonel yatırımcılar, finans mühendisleri, özellikle yatırım bankacılığının, hedge fonların, private equity şirketlerinin pirlerini yetiştirmek üzere dönüşüme uğraması değil. Mühendislikten, fizikten en iyi ve parlak mezunlar, çabuk karar verme özellikleri ve matematiksel becerileri nedeniyle yatırım bankacılığı ve hedge fonlara devşiriliyorlar. Özellikle kamu bürokrasisi bu eğilimden çok olumsuz etkileniyor.
4) "Aracının ortadan kaldırılması" (disintermediation), olarak adlandırılan genel süreç aynı zamanda insansızlaştırmadır. İnsanlar arası tüm ilişkiler giderek, gerekirse mahkemede dayatılacak sözleşmeye dayalı mülkiyet ilişkilerine indirgenmiştir. Mülk sahipleri ve kiracılar, borç alanlar ve borç verenler arasında teminat kadar güvene dayanan, bir nevi kişisel ve kurumsal yükümlülük duygusu aşılayan ilişkiler sadece piyasa değerinin hükmünü icra ettiği tek bir boyuta hapsedilmiştir.[26]

Benzer bir duyarlılıkla Jan Toporowski de, orta sınıflar dahil mülk sahibi sınıfların finansal varlıklarla kurdukları ilişkinin dönüşümü üzerinde yoğunlaşıyor. Özellikle emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar finansal piyasalarda egemenlik kurarken, onların poliçelerini elinde tutanların da kültürlerinin, ilgi alanlarının ne yönde değiştiği ve mülk sahibi sınıflar arasındaki hiyerarşinin nasıl etkilendiği üzerine kafa yoruyor. Toporowski'nin tezleri kısaca şöyle:

1) İnsanlık varlık piyasalarının bir uzantısı haline gelmiştir;
2) Yatırım bankacılarının bir toplumsal hegemonyası mevcuttur;
3) Orta sınıflar arasında gelirlerini tasarrufa dönüştürmeye değil, varlık fiyatları artışına dayalı başarılı bir tutumluluk yanılsaması vardır;
4) Şişkin mülkiyet ve finansal varlık piyasaları orta sınıflar arasında bir "refah devleti" gibi algılanır;
5) Alt sınıfların gelirlerinin ötesinde harcayabilmeleri, finansal varlıkları bulunan orta ve üst sınıflarla karşılaştırılınca "bilanço zengini" ve "bilanço yoksulu" ayrımı yaratır;
6) Giderek orta sınıflar da, devletin yönettiği toplumsal refah sisteminin dışına çıktıkça, vergi mükellefi sıfatıyla sosyal programlardan yararlanan alt sınıfları aşağılamak için kendilerinde hak görmeye başlarlar;
7) Finansal varlık zenginleri, "risk-alan" sıfatıyla kendilerine bir değer atfederler. Halbuki finans profesyonelleri başka insanların parasını tehlikeye atarak, kendileri en az risk üstlenerek sistemin adaletsizliği yüzünden ödüllendirilirler.[27]

Toporowski, Gramşi'nin işçiler ve entelektüeller arasında, "azap çektikleri için düşünenlerle, düşündükleri için azap çekenlerin ittifakı" şeklindeki ünlü sözünü hatırlatıyor. Finans çağında, orta sınıfların ana kütlesinin yükselen varlık fiyatları nedeniyle uykuya daldığı ve düşünme melekelerini kaybettiği kanısında. Finansal olarak ileri kapitalizmde bu kesimin yirminci yüzyıl sonunda muhafazakarlığın toplumsal tabanını oluşturduğunu öne sürüyor. Orta sınıfın güvenliğini tehdit eden finansal krizin, yeni bir ilerici toplumsal uzlaşma inşa etmek için bir fırsat sunduğu yolunda iyimser bir yorum da getiriyor.

3. FİNANSALLAŞMAYA KURAMSAL YAKLAŞIMLAR

3.1. Marksist Yaklaşımlar

Finansallaşma yazını, büyük ölçüde bu sürecin üretim, istihdam ve bölüşüm açısından olumsuz etkilerini öne çıkartan bir külliyattır. Burada finansallaşmaya teorik yaklaşımlar, Marksist ve Keynesyen iki kategoride incelenecektir. Bu anlamda neoklasik iktisadın, Mc Kinnon ve Shaw'un "finansal derinleşme" kavramında ifadesini bulan, finansal küreselleşmenin sermayenin en etkin dağılımını sağlayacağı tezi üzerinde ayrıntılı durulmayacaktır.

Bu konuda Pınar Bedirhanoğlu'nun, "Küresel Krizin Yeniden Düşündürdükleri: Finansallaşma ve Devlet" makalesi Marksist çalışmalara yoğunlaşan kapsamlı bir literatür araştırması niteliğindedir. Bedirhanoğlu konuya, sermaye birikim sürecinin temel çelişkisinin nasıl tanımlandığına bağlı olarak kabaca, eksik tüketim, aşırı üretim, orantısızlık, aşırı birikim ya da azalan kâr oranları eksenleri etrafında şekillenmiş bir kamplaşma ekseninde yaklaşıyor.[28]

Marksizm ve Finansallaşma denilince haliyle akla gelen ilk tarihsel figür, 1910'da temel eseri Finanskapital'i yayınlayan Rudolf Hilferding olur. Hilferding sermayenin yoğunlaşması ve merkezileşmesi sonunda, sanayi ve ticaretin büyük bankaların egemenliği altına girdiği ve finans kapitale dönüştüğü tezini öne sürer. Finans kapitalin üretimin toplumsallaşmasına yol açması, devletin ekonomideki rolünün giderek artmasını getirir. Bir kez finans kapital üretimin en önemli kollarını kontrolü altına alınca, işçi sınıfı devleti fethetmesiyle birlikte, ekonomiyi de kontrolü altına almış olacaktır. Ne yazık ki Hilferding'in bu iyimser öngörüsü yaşadığı konjonktürde gerçekleşmez, 1941 de Gestapo'nun ellerinde can vermesini engelleyemez.[29]

Finansallaşma üzerinde en sürekli ve sistematik tezler geliştiren duran çevrelerden biri, daha önce de belirttiğimiz gibi Monthly Review dergisi yazarlarıdır. Monthly Review'un editörlüğünü 1969'dan itibaren birlikte yürüten Paul Sweezy ve Harry Magdoff 1987'de yayınladıkları Stagnation and the Financial Explosion isimli kitapta, 1970'lerden itibaren ABD'de krizin ertelenmesi yönünde işlev gören en önemli eğilimin hükümetler, şirketler, bireyler düzeyinde yaşanan olağanüstü borçlanma olduğunu, bu durumun ekonominin bütününün istikrarını giderek daha çok tehdit eden, devasa ve kırılgan bir üst yapıyı getirdiğini öne sürüyorlardı.[30] Daha sonra Monthly Review'da John Bellomy Foster ve oğul Freed Magdoff talebin sürdürülebilmesi için borçlanma mekanizmalarının nasıl teşvik edildiğini, borsalarda ve emlak piyasalarında nasıl balonlar yaratıldığını anlatan çok sayıda makale yayınladılar. Bu çevrenin tezleri Baran/Sweezy'nin, "Tekelci Kapitalizm" kitabında ortaya koydukları tekelleşme eğiliminin artık değer sömürüsü ve emek üretkenliğini artırmasına karşın, yeterli talep yaratılamadığı için artı değerin gerçekleşmesinde sorunla karşılaşıldığı, durgunluk eğiliminin güçlendiği yorumu üzerinde yükselir. Silahlanma harcamaları yanında, hem borçlanma hem de reklam ve ideolojik şartlandırmayla güdülenen aşırı harcama eğilimi marifetiyle kriz geçici olarak ertelenir. Finans alanında tekelleşme, sektörü az sayıda banka ve finansal kuruluşun kontrol etmesi, rejimin "tekelci finans sermaye" olarak adlandırılmasını getirir.[31]

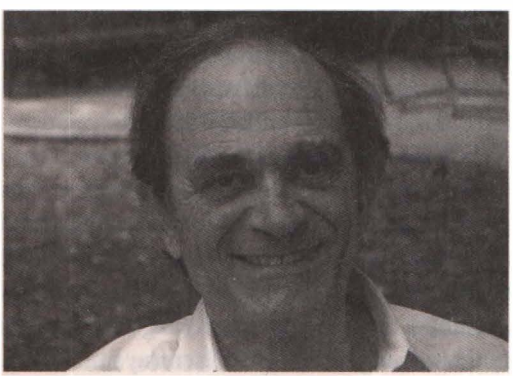
International Socialism (IS) dergisi etrafında toplanan, Chris Harman, Mike Kidron, Tony Cliff, Alex Callinicos gibi isimleri içeren çevreye göre de, üretken sermayenin birikiminde, yani sabit sermaye yatırımlarında ortaya çıkan yavaşlama, sermayenin organik bileşimini düşürme, kâr oranlarını aşağı çekme eğilimi yaratmıştır. Burada IS çevresi, özellikle silahlanma harcamalarının artık değeri artırması, kâr oranlarındaki aşağı doğru baskıyı azaltması noktası üzerinde yoğunlaşmıştır.[32] MR çevresinin aksine, "Asya Kaplanlarından", Çin'in yükselişine kadar dünya ekonomisinde sermaye birikim sorununun çözümüne yönelik gelişmeler üzerinde de durmuştur. Örneğin Callinicos'a göre, Çin'in yeterince tüketmediği tezi Marksist değer teorisi perspektifinden, daha az işçinin artan üretimiyle göreceli artık-değere el koymaya dayanan yoğunlaştırılmış sömürüdür. Çinli işçilerin düşük tüketimine karşın, Çin sermayesi yüksek kârlar elde etmektedir. Aynı gerçekler, çevrimin diğer cephesinin ayakta kalmasını; yani dünya ekonomisinin, aslında ABD'nin de dengeleri sürdürmesini sağlar.[33]

Dünya Sistemci yaklaşımın en önemli temsilcilerinden Giovanni Arrighi de, finansallaşma sürecini dünya hegemonyasındaki değişimlerle ilintilendiren önemli bir Marksist düşünürdür. Arrighi'nin tarihsel incelemeleri, aralarındaki niteliksel farklara rağmen tüm birikim döngülerinde tekerrür eden bir noktanın altını çizer. Bu da günümüz kapitalizmini tarihi bağlamına yerleştirebilmek için son derece önemlidir: Tüm döngüler, "maddi genişleme dönemi"yle (material expansiyon phase) başlayıp, "finansal genişleme dönemi"yle (financial expansion phase) devam eder (Arrighi, 1994). Bunların ilkinde yatırımların büyük ölçüde meta üretimi ve ticarete yönelmesiyle genişleyen yeniden üretim (expanded production) sağlanır; küresel sermayenin kârlılığı yüksektir, refah ve kalkınma seviyeleri göreli olarak yukarılarda seyreder. Özellikle sistemin merkezindeki ülkeler birbirleri pahasına olmayan biçimde büyürler (Arrighi, 2007). Ancak artan uluslar arası rekabet dolayısıyla, üretim ve ticarete yöneltilen yatırımlar, zaman içinde düşük kâr payları bırakmaya başlar ve bu sermaye birikiminin krize girmesine neden olur. Böyle zamanlarda, "maddi ekonomiye yatırım yapmak" giderek riskli hale gelir, böylece sermayedarlar likit tercihlere ağırlık vermeye başlar; bu da finansal genişlemenin koşullarını yaratır.[34]

Arrighi'nin dünya finansal sisteminin krizi üzerine öngörülerini izlemek için ölümünden az önce David Harvey'le yaptığı keyifli söyleşiye kulak verebiliriz:

"Benim kestirimlerin çok basitti. Braudel'in ortaya koyduğu gibi, sürekli tekrarlayan finansallaşma eğilimi, bir devlet merkezinde gelişen

tikel bir maddi genişlemenin sonbaharına işaret eder. Uzun Yirminci Yüzyıl'da, finansallaşmanın ortaya çıkışını birikim rejiminin sinyal krizi olarak adlandırdım. Ve bunu, genellikle yarım yüzyıl içinde patlak vermek üzere nihai krizin izleyeceğine işaret ettim. Önceki hegemonlar için, hem sinyal krizini, hem de nihai krizi teşhir etmek çok kolaydı. ABD açısından 1970'lerin sinyal krizi olduğunu, nihai krizin henüz gelmediğini, ama kapıda bulunduğunu söylemeye cesaret ettim. Peki nasıl gelecekti? Temel hipotez, finansal genişlemelerin temelde sürdürülemez olduğu, çünkü yönetebileceklerinin ötesinde sermayeyi spekülasyona soktuğu, başka bir ifadeyle bu finansal genişlemelerin değişik tipte balonlar yaratma eğilimini taşıdığıydı. Finansal genişlemenin sonunda nihai krize yol açacağını önceden gördüm, çünkü balonlar geçmişte olduğu gibi, bugün de sürdürülemez niteliktedir. Fakat balonların ayrıntılarını önceden göremedim: dot.com genişlemesi veya konut balonu."[35]



Giovanni Arrighi

Yazının girişinde finansallaşmanın temel eğilimleri üzerine görüşlerine yer verdiğimiz Costas Lapavistas da, özellikle finansal el koyma (financial expropriation) kavramıyla bilinen, diğer bir Marksist araştırmacıdır. İşçilerin yaşamlarını sürdürebilmek için giderek daha fazla finansal çarkların içine çekilmesi; eğitimden, sağlığa, sosyal güvenliğe, konuta kadar birçok yurttaşlık hakkına uzanabilmek için finans sistemine başvurma zorunda kalması, Lapavistas'ın en fazla üzerinde durduğu konudur.

Lapavistas, "finansal el koyma" ismini verdiği bu dönüşümün dolaşım alanında gerçekleştiğini ve kapitalizmde artık değerin çekilmesinin üretim alanında devam ettiğini, ancak dolaşım alanında gelirin bir kıs-

mına el konulması sürecinin bir bütün olarak ekonomi üzerinde önemli etkiler yarattığını ifade ediyor.[36]

Lapavistas'a bazı Marksist çevrelerden, sömürünün dolaşım sürecinde değil, meta üretim sürecinde işçilerin yarattıkları artı değere el konulmasına ilişkin özel bir anlamı olduğu noktasından eleştiriler yöneltilmiştir. Lapavistas bu konudaki yaklaşımını şöyle özetliyor:

İşçilerin yaygın bir şekilde finans mekanizmalarına dahil olmaları, finansal el koymanın temelini oluşturur. Ancak, işçi gelirinin bankalara ve diğer finans kurumlarına giden kısmını tam olarak ölçmek zordur. Yine de en büyük bankalar açısından bakıldığında, bireylere verilen kredilerin banka kârları içerisinde giderek önem kazandığı şüphesizdir. Ayrıca Amerika örneği, son dönemde gözlenen eğilimler hakkında genel düzeyde bazı ipuçları sunmaktadır:

Öyleyse finansal el koymanın, son 20-30 yılda sistemli bir şekilde ortaya çıkan bir kâr kaynağı olduğu söylenebilir. Finansal el koymanın, üretimde sistemli olarak gerçekleşen ve günümüz kapitalist ekonomilerinin köşe taşıru oluşturan sömürüden açıkça ayrı tutulması gerekiyor. Finansal el koyma, dolaşım alanında ortaya çıkan ilave bir kâr kaynağıdır. Kişisel gelirle ilgili olması ölçüsünde, yeni artık değer akımlarından ziyade, mevcut para ve değer akımlarını kapsar. Dolaşım alanında ortaya çıkmasına karşın, sistemli bir biçimde ve iktisadi süreçler aracılığıyla gerçekleşmesi nedeniyle sömürücü bir yönü vardır.[37]

Lapavistas'ın temel tezlerinin özetini kendi kaleminden aktarmak gerekirse:

Sözün özü, finansallaşma, bankaların sınai ve ticari sermaye üzerinde hakimiyet kurması anlamı taşımaz. Daha ziyade, finans sektörünün daha özerk hale gelmesine tekabül eder. Açık finans piyasalarından borçlanabilen sınai ve ticari sermaye, bu sayede finansal işlemlerle yoğun bir şekilde ilgilenir hale geldi. Finans kurumları, finansal el koymaya ve yatırım bankacılığına yönelerek yeni kâr kaynağı arayışına girdiler. Bu arada işçiler, konut, tüketim, eğitim, sağlık ve yaşlılık dönemi gereksinimleri dahil olmak üzere temel ihtiyaçlarını karşılamak için giderek özel finans alanının içine doğru çekildiler. Bu, üretimin istikrarsız ve düşük, reel ücretlerin durağan, finansal balonların sıkça yükseldiği bir dönem olmuştur. Yaşadığımız kriz, finansallaşmış kapitalizmin dengesizliklerinin, gerilimlerinin ve sömürücü yönlerinin büyük ölçüde üst üste binmesini yansıtıyor. Emekçi halkın çıkarlarına hizmet edecek, krizlerden uzak alternatif bir örgütlenmeye ihtiyaç olduğu açıkça ortadadır.[38]

Leo Panitch / Greg Albo / Sam Gindin'in, "Krize Giriş ve Krizden Çıkış" kitabı da finansallaşma olgusunu uluslar arası siyaset zemininde analiz etmesi nedeniyle dikkate değerdir. Panitch/Albo/Gindin kapitalizmin, ekonomik krizde bir yandan devletlerin kendi yaygınlaştırdığı türev piyasaları suçlarken, öbür yandan, iklim krizine, türev piyasalarda ticaret yoluyla çözüm araması arasındaki çelişkiye dikkat çekiyorlar. Bu gözle bakınca, görünür akıl dışılıklardan hareketle, devlet kurumları aracılığıyla onları güçlendirmek yerine, kapitalist piyasalar mantığından tamamen kopuş ihtiyacına vurgu yapıyorlar.

İşçi sınıfının finansal piyasalara entegrasyonunu şöyle açıklıyorlar:

Neoliberalizm, kapitalizmin önceki dönemlerdeki sürdürülemezliğine bir cevaptır. Şirketlerin yatırımı yavaşlatmaları ve sermayeyi yurtdışına kaydırma tehdidini yükseltmeleriyle sonuçlanan 70'lerin krizinin kökeni, ücretlerin ve çalışma şartlarının aleyhine, şirketlerin üretkenliği artırma girişimlerine işçilerin direnmesine dayanır... 1970'lerden sonra upuzun düşük ücretler dönemi, yaşam standartlarını sürdürebilmek için işçileri giderek daha fazla kredilere yaslanmaya itti. Ayrıca, emeklilik hesaplarını kabartabilmek için yüzlerini yükselen hisse senedi piyasasına döndüler ve evleri bulunanlar ise, yükselen ev fiyatlarını tasarruf ihtiyaçlarını azaltan, daha fazla tüketime yönelmelerine izin veren bir refah artışı sağladığı için sevinçle karşıladılar. Bu işçi sınıfını daha da fazla parçaladı ve bağımsız bir toplumsal güç olarak bütünlüğünü bozdu. Ücretler ve kamusal programlar için mücadele, sınıf dayanışmasını teşvik etmesine ve onu güçlendirmesine karşın, özel hayatları sürdürmek için krediye bel bağlamak (ve düşük vergilere) kollektif kapasiteyi felce uğrattı. Bugünkü krizde finansal piyasalarla kurulan ilişkinin yansımaları çok açık: banka kurtarmalarına karşı yaygın bir tepki söz konusu ama, sonunda isteksiz biçimde de olsa, bağımlı oldukları "sistemi kurtarma" ihtiyacı genelde kabul görüyor.[39]

Panitch, Albo Gindin'in çözümlemelerinin ayırt edici niteliği, krizin dünya hegemonya mücadelesinde ABD'nin irtifa kaybına değil, tam tersine küresel kapitalist ekonomide merkezi rolünün anlaşılmasına yol açacağı yolundaki saptamalarıdır:

ABD dolarının döviz piyasalarındaki yükselişi ve kriz yüzünü gösterdikçe ABD hazine bonolarına yönelik büyük talep, dünyanın dolar standardında kaldığının ve Amerikan devletinin değerin nihai garantörü addedildiğinin yansımalarıdır. Hazine bonoları aşırı oynak kapitalist dünyada en istikrarlı biriktirme değeri olarak kaldığı için taleptedir. Yabancı devletlerin ABD'ye iltimas ettikleri için hazine kağıtları aldığı yanılsamasını kriz yalanladı. Diğer devletlere çok ihtiyaç duydukları

dolarları temin eden döviz swaplerinden, merkez bankaları ve maliye bakanları arasında ekonomi politikaları işbirliğinin koordinasyonuna, Amerikan devletinin küresel kriz yönetimindeki merkezi rolü teyit edildi. Çok etkin müdahalelere karşın, devletlerin pompaladığı devasa likidite dahi, gerek bankalar arasında borçlanmanın, gerekse bankaların şirketlere ve tüketicilere borç verme isteği ve kapasitesinin eski düzeyine dönmesini sağlayamadı. Ekonominin menkul kıymetleştirilmiş finansmana bağımlılığı –konut kredilerindeki, tüketici taleplerindeki ve şirket kredilerindeki risklerin bölünmesi, yeniden paketlenmesi ve tüm dünyada pazarlanması- ekonomik canlanma için mali teşvik politikaları ve düşük faizlerin etkisini sınırlıyor.[40]

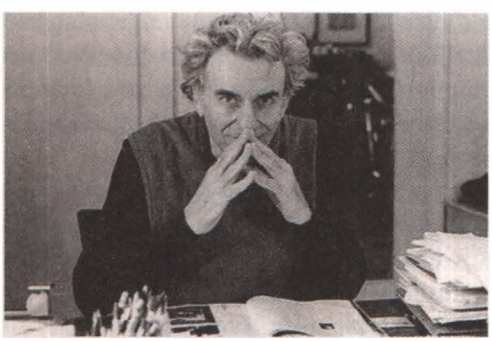
Burada kısa bir panoramasını verdiğimiz, Marksist finansallaşma tartışmaları hararetle sürüyor ve verimli bir araştırma gündemi oluşturmaya devam ediyor. Bu konuya daha yakından eğilmek isteyenlerin referans verdiğimiz kaynakların ötesinde, geniş bir literatüre dalmaları; özellikle Robert Brenner'ın imalat sanayinde yaşanan aşırı üretim ve kapasite sorununun finansallaşma süreciyle bağlantısını kuran yaklaşımını; Dick Bryan, Randy Martin ve Mike Rafferty'nin finansallaşmanın sadece sınıflar arasındaki güç ilişkilerinde kaymalara neden olmakla ve ekonomik oynaklık üretmekle kalmayıp, aynı zamanda sınıf bilincini ve sınıf ilişkilerini yeniden tesis ettiği yolundaki çalışmalarını; Ben Fine'ın özellikle Lapavistas ve Paolo dos Santos'un işçileri dolaşım alanında sömürme ve artı değere el koyma biçiminde tanımladığı finansallaşma nosyonuna getirdiği eleştiriyi, incelemeleri önerilir.[41]

3.2. Post-Keynesyen / Yapısal Keynesyen Yaklaşımlar

Finansallaşma konusunda en yoğun kafa yoran düşünce akımlarından biri de post-Keynesyenler veya yapısal Keynesyenlerdir. Küresel finansal kriz sırasında popülaritesi artan, fikirleri gün ışığına çıkan merhum iktisatçılardan birisi de Hyman Minsky'dir. Ana Akım Keynesçi çerçeveden, finansal sektöre yüzeysel yaklaşılır. Hisse senedi balonlarına, kredi sıkışmalarına veya diğer Wall Street hastalıklarına yer verilmez. İşte Minsky bu boşluğu doldurmak için yola çıkar. 1986'da yayınlanan, "İstikrarsız Ekonomiye İstikrar Kazandırmak" kitabında, "Dünyanın Wall Streetler'i önemlidir. Onlar istikrarı bozan güçler yaratırlar ve zaman zaman ekonomimiz finansal süreçlerin, finansal ve ekonomik istikrarsızlığın ciddi tehditlerine maruz kalır, zamanla ekonominin davranışları iyice tutarsızlaşır."[42] değerlendirmesini yapar. Her ne kadar Minsky'nin kendisi bu adı vermediyse de, tezleri "finansal istikrarsızlık hipotezi" olarak anılır.

Minsky'e göre, aşırı iyimserlik, öfori, bazen insani bir hatadan, bazen sistemin yapısal niteliğinden ötürü patlak verdikten sonra, güven gittikçe artar. Refah ve mutluluk beklentisi zamanla kendini doğrulayan bir kehanet halini alır. "Spekülatif finansman", yani eski borçları yenileme veya yeni borç alma beklentisi, yerini "Ponzi finansmanı"na, borcun ancak eldeki varlıkların değerlenerek tasfiye edilmesi umuduna bırakır. Bir anlamda geri dönülemez noktaya gelinir ve "boom" diye bir infilak gerçekleşir.[43] İşte 2007 yazından başlayarak, gürültüyle böyle bir infilak sesi yükselince, tereddüt etmeden "Minsky anının" gelip çattığı ilan edildi.

Yapısal Keynesçiliğin önde gelen isimlerinden Thomas I. Palley'e göre, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin ayırt edici özelliği, neoliberal modelin neden beklenenden çok daha uzun sürebildiğini açıklayabilmesidir. Ekonomi politikalarına yön verenler finansal buluşlar, finansal deregülasyon, mevcut düzenlemelerden kaçış, finansal risk almak için artan iştah gibi, Minsky mekanizmalarına yol vererek, neoliberal modelin ömrünü uzattılar. Ne var ki bu boşboğazlık, finansal piyasalar sonunda limitlerine ulaşınca, krizin daha derin ve ani patlak vermesine neden oldu.



Hyman Minsky

Sözü edilen finansal buluşlar ve deregülasyon süreci finansal sektörün ekonomik gücünü ve varlığını pekiştirdi, sonunda finansallaşma olarak adlandırıldı. Finansallaşma, Minsky'nin finansal istikrarsızlıkla ilgili fikirlerini, Yeni Marksist ve yapısal Keynesçilerin yarattığı neoliberal ekonomi politikalarının ücret ve gelir eşitsizliğinin talep eksikliğine yol açtığı yolundaki tezleriyle birleştiren bir kavramdır.

Palley'e göre, iş "saf" Minsky krizi ile sınırlı kalsa, aşırı spekülasyon ve risk alma iştahını yeniden düzenlemek, sorunu çözecektir. Zaten

Hazine Bakanı Tim Geithner ve Başkan Barack Obama'nın baş ekonomik danışmanı Larry Summers'ın teşhisleri de bu yöndedir. Halbuki, yeni Marksist-yapısal Keynesyen "finansallaşma" yorumu, ekonomik istikrar için düzenlemelerin gereğine inansa da, böyle sınırlı bir yaklaşım, ne krizin nihai nedenlerine inebilecek, ne de tam istihdamı ihya edebilecektir.

Yapısal Keynesyen görüş, ücretlerdeki sıkışma ve gelir dağılımındaki bozulmanın reel ekonomiye yansıdığını ve sonunda Keynesçi toplam talep sorununa yol açtığını savunur. Burada büyük Polonyalı iktisatçı Michal Kalecki devreye girer.[44] Post-Keynesyen ekolün en üretken isimlerinden Engelbert Stockhammer'in, "Finansal deregülasyon neoliberalizmin bir bileşenidir, gelir dağılımındaki kutuplaşma ise diğeridir; bunların etkileşimi krizin temellerini oluşturmuştur" saptaması da Kalecki'den esinlenir.[45]

Stockhammer'e göre, finansallaşma, farklı çalışmaların kanıtlarına dayanarak en azından üç kanaldan gelir dağılımını etkiler. Birincisi, faiz ve temettü gelirlerinin yanı sıra sermaye kazançlarının, yani "rantiye gelirlerinin" artışı. İkincisi, finansal sektörde gelirlerin özellikle ikramiyeler yoluyla artışının gelir dağılımı farklılıklarını derinleştirmesi. Üçüncüsü, finansallaşmanın emek ve sermaye arasındaki dengeyi, şirket yönetişimi anlayışlarından, finansal küreselleşmeyle firmaların önünde açılan sayısız imkana kadar, birinci aleyhine değiştirmesi. Birkaç çalışma, finansal küreselleşmenin ücret payında gerilemeye neden olduğu yolunda ekonometrik kanıta ulaşmıştır.[46]

Michal Kalecki, sol-kanat John Maynard Keynes olarak da bilinir. Akademik kariyeri ve komünizm sonrası Polonya'daki teknokratlık serüveni hayal kırıklıklarıyla dolu Kalecki'nin en önemli teorik katkısı, "kar denklemidir".

Bu ünlü denklem, kârların yatırım ve kapitalistlerin tüketiminden ibaret olduğunu söyler. Kalecki, "kapitalistin tüketimi ve yatırımı mı kârları belirler, yoksa kârlar mı kapitalist tüketim ve yatırım?" sorusuna şöyle yaklaşır:

> "Bu soruya cevap, hangisinin, doğrudan kapitalistlerin kararlarına konu olduğunda yatar. Şimdi, açıktır ki kapitalistler bir dönemde daha fazla tüketmeye ve daha fazla yatırıma karar verebilirler ama, daha fazla kazanmaya karar veremezler. Bunun için yatırım ve tüketim kararları kârları belirler."[47]

Buradan hareketle, makro ekonomik kârlar her zaman gerçek gelir akımlarına dayanmalıdır ve makro düzeyde kârlar ve fiziksel yatırımlar arasında eksi değil artı bir ilişki vardır. Bu nedenle, firmalar, muhteme-

len hissedar değeri eğilimi nedeniyle yatırımı kısınca (birikim oranı), kârların artması, (kar oranı), ancak toplam talebin bir diğer bileşeni yatırımdaki azalmayı (birikim oranı) fazlasıyla telafi ederse mümkündür. Daha net biçimde, makroekonomik kârlar tanımı gereği yatırım harcamalarının, kârlardan tüketim harcamalarının, hükümet açıklarının ve dış fazlanın yanı sıra, ücret gelirlerinden tasarrufların çıkarılmasına eşittir.[48]

Kalecki'nin teorik formülasyonunun, küresel krize neden olan ekonomi konjonktürüne tercümesini de, bu ekolün merkezi Berlin Ekonomi Hukuk okulu araştırmacılarından aktaralım:

ABD'de 1980'lerin başından itibaren gözlendiği gibi, "yatırımsız kârlar" makroekonomik bileşimi, ancak zayıf yatırım, kârlardan veya ücretlerden yüksek tüketimle, yüksek bütçe açıklarıyla veya yüksek cari işlemler açıklarıyla telafi edilirse gerçekleşir. ABD'de zayıf yatırım ortamında yükselen kârlar, sıçrayan özel tüketimle ortaya çıkmıştır. 1980'lerin başından beri gözlenen uluslar arası standartlarda göreceli yüksek büyüme, temelde özel tüketim harcamalarıyla ateşlenmiştir. Özel yatırımın büyümeye katkısı azalmış –Yeni Ekonomi genişlemesi istisnası dışında–, 90'ların ortasından itibaren net ihracatın büyümeye katkısı ise eksi olmuştur. Durgunluk dönemlerinde, GSYİH'nin yüzde 6'sına kadar varan hükümet açıkları, GSYİH büyümesini, buna bağlı olarak kârları istikrara kavuşturmuştur.



Michal Kalecki

Zayıf reel ücret artışı koşullarında, dinamik tüketim talebi, cari gelirden azalan tasarruf eğilimi ve artan hanehalkı borçlanması anlamına gelir. 1990'ların ikinci yarısındaki hisse senedi piyasasındaki yükselişi, son krizin başlangıcına kadar emlak fiyatlarındaki değerlenmenin izlemesi, hanehalkının borçlanabileceği bir teminat yaratmıştır. Serbestleşen kredi standartları ve menkul kıymetleştirme eğilimi (başlat ve dağıt) kredi değerliği standartlarını aşağı çekmiş ve giderek artan hanehalkı borçluluğunun önünü açmıştır. Gayrimenkule dayanan ve

kredi ile finanse edilen tüketimdeki patlamanın öncülüğünü zengin hanehalkları yapmış, ardından düşük gelirli hanehalkları aynı yolu izlemiştir. Artan faiz oranları karşısında konut fiyatlarının yükselmesi durunca, düşük gelirli ve düşük refah düzeyine sahip hanehalklarına yönelik konut kredilerini kapsayan, eşik altı konut piyasası bugünkü krizi tetiklemiştir.[49]

ABD merkezli Birikimin Toplumsal Yapısı (BTY) –Social Structure of Accumulation– ve Fransa merkezli Düzenleme Okulu da Marksist esinlenmelerine karşın, kurumsal yapılara ve düzenleme rejimlerine odaklı yaklaşımlarıyla, Marksist ve yapısal Keynesyen okullar arasında bir konumda değerlendirirler. Birikimin Toplumsal Yapısı ekolünün temel tezlerinin güncelleştirildiği, "Çağdaş Kapitalizm ve Krizleri 21. Yüzyıl İçin Birikimin Toplumsal Yapısı" başlıklı derlemede, son dönemin tarihsel gelişmeleri sıralanırken, kapitalizmin 1990'ların başından itibaren "finansallaştığı" üzerinde duruluyor:

> ... Finansal kurumların ve işlemlerin sanayileşmiş ülkelerde ve küresel sistemde önemi artmış ve finansal olmayan şirketler giderek finansal faaliyetlerle daha fazla haşır neşir olmuşlardır.
>
> Son zamanlarda, BTY yazınının çoğu temsilcisi, 80'lerin başı 90'ların ortası arasında yeni bir BTY'nin ortaya çıktığı konusunda hemfikirdirler. Neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma, diğer gelişmeler yanında, yeni bir BTY'nin şekillenmesinde rol oynamışlardır.[50]

Kitabın 4.bölümünde de BTY akımının önde gelen iki temsilcisi David Kotz ve Terence Mcdonough, 1980'lerden bu yana, son krizin sorumlusu gördükleri dört temel özellik tanımlıyorlar: 1)Sermaye ve emek arasında ve hanehalklarının kendi içerisinde yüksek ve artan eşitsizlik; 2)Düzenlenmemiş finansal sektörün giderek artan spekülatif ve riskli faaliyetleri; 3)ABD'de büyüklüğü giderek artan, devasa konut balonuyla zirveye ulaşan, 2002 civarında başlayıp 2007'de sönmeye başlayan bir dizi varlık balonu; 4)Küresel ekonomideki belli başlı bir ülkede ortaya çıkan ekonomik ve finansal krizin hızla yayılmasına neden olan, yüksek düzeyde ekonomik ve finansal entegrasyon.[51]

Söz konusu çalışmada, 2000 yılında "finansal düzenleme rejimi" kavramını ortaya atan, Düzenleme Okulu'nun önde gelen temsilcilerinden Robert Boyer'in bir makalesine yer verilmesi de iki ekol arasındaki yakınlığın kanıtıdır. Davit Kotz bu yakınlığın, her iki teorinin de sermaye birikiminin uzun-dönem şekillenmesini açıklamak için, bu süreçler arasındaki ilişkinin ve bunu düzenleyen toplumsal kurumların analizinden yola çıkmasından kaynaklandığını vurguluyor.

Boyer makalesinde CEO ikramiyelerinin şirketlerin performansından bağımsız, yöneticilerin içsel gücü nedeniyle nasıl yükseldiğini anlattıktan sonra, temel yaklaşımını şöyle özetliyor:

> Tüm bu dönüşümler finans-öncülüğünde yeni bir birikim rejimine yol açtı. Bu, ilk başta başarılıydı ve ABD'nin makroekonomik dinamizmine katkıda bulundu; fakat 2000'lerde bir finansal kırılganlık aşamasına girdi ve sonunda eşikaltı türev piyasasındaki çöküşle ortaya çıkan bir yapısal krize yol açtı. Sonuç olarak, 2007 krizinin kaynakları, 1997'deki yükselen ülkelerdeki tüm finansal krizlerin aksine, birisi ABD'de bulunan en gelişkin finansal sistemlerde aranmalıdır.[52]

Yapısal Keynesyenler'in attığı çiçekleri, Monthly Review çevresi, diyaloğun bugün her zamankinden daha değerli olduğunun ve içinden geçilen konjonktürde her somut konuda yakın müttefikler olarak birlikte savaşılacağının altını çizerek karşılıksız bırakmıyor. Ama aradaki tarihsel ayrımı şöyle vurguluyor:

> İnanıyoruz ki, zaman içinde politik mücadele derinleştikçe, bu ayrım daha açık hale gelecektir. Eğer bizim türümüzün bir geleceği olacaksa, birikim krizine çözüm, (sisteme atfedilebilecek toplumsal ve çevresel yıkımın daha kapsamlı sorunları, militarizm ve emperyalizm) kapitalizmin, nihai olarak eşitliğe ve sürdürülebilirliğe daha yatkın bir sistemle yer değiştirmesini gerektirir. Bu sürecin nasıl ortaya çıkacağı net değil ve geçmiş deneyimden de tahmin edilemez: mütevazı ve açık-fikirli olmalıyız. Ama şüphemiz, Palley'in sisteme çeki düzen verilebileceğine ve kapitalizmin insani ve eşitlikçi toplumsal düzene uyum sağlayabileceğine inandığıdır. Saygıyla karşılasak da, aynı fikirde değiliz. Bu tartışma devam ettirilmeli ve önümüzdeki aylarda ve yıllarda tekrar ele alınmalıdır.[53]

4. FİRMA ÖLÇEĞİNDE FİNANSALLAŞMA

1980'lerden sonra rekabeti ve bireyciliği kutsayan, doymak bilmez bir artı-değer üretme iştahına dayanan neoliberalizmin anahtar kavramlarından biri de "hissedar değeri" oldu. Bu zihniyete göre, şirket yöneticisinin asli görevi, sosyal sorumluluklara, kamusal çıkara, istihdama, sabit sermaye yatırımlarına kulak asmadan, sadece hisse senedi sahibinin yüzünü güldürmeye çalışmak, dolayısıyla kârın maksimizasyonuna kilitlenmekti. Bir kez bu stratejiyi benimseyince, piyasalar firmayı otomatikman ödüllendirecek, hisse senetlerini zirveye taşıyacaktı.

2000 yılında, "Hissedar Değerini Maksimize Etmek: Şirket yönetişimi için yeni bir ideoloji" makalesiyle konuyu enine boyuna inceleyen

William Lazonick ve Mary O'Sullivan bu olguyu, "dağıtma ve yeniden yatır" stratejisinden, "küçül ve dağıt"a geçiş olarak adlandırıyor.[54] 1970'lerde yaygınlık kazanan, "asil-vekil teorisine" (agency theory) göre, şirket yöneticileri şirketin kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kontrol edebilir, hissedarların çıkarlarına ters bir icraat yürütebilirdi.[55] 1970'lerle birlikte ABD'den başlayarak hisse senedi sahipliğinde kurumsal yatırımcıların ağırlığı hissedilmeye başlandı. Yatırım, emekli ve sigorta fonları bir yandan kısa vadede şirketin değerini zıplatma umudu veren şirket ele geçirmelere sıcak bakıyor, bir yandan da kolektif güçleriyle şirket yönetimini etkileyebiliyorlardı.

Bu arada birçok işçinin kapıya konmasına neden olan küçültme (downsizing) operasyonlarını da hisse senedi piyasaları olumlu karşılıyor, giderek "ne kadar tensikat o kadar hissedar değeri" formülü kendini doğrulayan bir kehanet halini alıyordu. Lazonick ve Sullivan'ın makalelerinde iyice ayrıntılandırdığı gibi, 80'lerden başlayarak temettü dağıtımına hız verme ve şirketin piyasadan kendi hisselerine talep yaratmak yoluyla fiyatları yukarı çekme çabası, "küçül ve dağıt" stratejisinin diğer ayağını oluşturuyordu. Neoliberal ideolojinin nüfuz alanını genişletmesi ve küreselleşmenin yayılmasıyla birlikte, ABD ve İngiltere'den tomurcuklanan hissedar değeri önce Avrupa'ya, sonra Japonya'ya yayıldı. OECD belgelerinin de teşvikiyle kapitalist dünyada adeta resmiyet kazandı.[56]

Hissedar değeri kavramının anlamını ve ideolojik boyutunu John Grahl ise şöyle ortaya koyuyor: "Hissedar değeri sadece bir ideoloji değil, finansal küreselleşmenin bir sonucudur da. Hisse senedi sahipleri ve yöneticiler arasında birincinin lehine yeni bir güçler dengesini temsil eder. Ve sadece, hisse senetlerinin sınır aşırı piyasasında değil, basınçları evrensel hale getiren döviz ve borç piyasalarının dönüşümüyle de, hatta hisse senetlerinin sırf yerel aktörler arasında el değiştirdiği ekonomilerde de kendini gösterir. Görünür sonuç, emek ve mal piyasaları gibi diğer alanlarda da piyasa disiplininin bütünüyle ve ivedilikle güçlendirilmesidir. Dış ticaretin liberalizasyonu veya emek piyasalarının "esnekleştirilmesi", bazı ürün piyasaları ve bazı emek kategorileri üzerindeki basıncı artıracaktır. Hisse senedi değeri, başka zeminlerde de maliyet, fiyat ve kâra ilişkin normları dayatacak, korunan sektörleri ortadan kaldıracaktır.[57]

Özgür Orhangazi, ABD'deki finansal olmayan şirketlerin 1973-2004 arasındaki dönemi kapsayan firma düzeyindeki verileriyle, finansallaşma-sermaye birikimi arasındaki ilişkiyi araştırmış. Orhangazi'ye göre, finansallaşma reel yatırımlar üzerinde iki türlü olumsuz etki ya-

ratabilir: Birincisi, artan finansal yatırımlar, reel yatırımları kovabilir ve yükselen finansal kârlar şirket yönetiminin yatırım yapma güdülerini değiştirebilir. İkincisi, faiz ve temettü ödemeleri, hisse senedi geri alımları için tahsis edilen fonlar, sabit sermaye yatırımları için gereken kaynağı azaltabilir, yönetimin planlama ufkunu daraltabilir, belirsizliği artırabilir. Orhangazi'nin bulguları, özellikle büyük firmalar için, finansallaşma ve sermaye birikimi arasındaki negatif ilişkiyi ortaya koyuyor. Orhangazi bu bulgulardan, ekonomi politikasına ilişkin sonuçlar çıkarmanın kolay olmadığını vurguladıktan sonra, ABD tarzı şirket yönetişimi ve finansal piyasalar zihniyetinin benimsenmesinin, gelişmekte olan ülkelerin hayrına sayılamayacağının altını çiziyor.[58]

James Crotty de, ABD'de finansal olmayan şirketlerin finansal piyasalara yaptıkları ödemelerin iki katına çıktığını ortaya koyuyor. Finansal piyasaların daha fazla gelir ve hızla yükselen hisse senedi fiyatları arzusu, durgun ekonomik büyüme ve yoğunlaşan ürün piyasaları rekabetinde, kar elde etmeyi iyice güçleştiriyor. Crotty bu durumu, "neoliberal paradoks" diye adlandırıyor. Finansal olmayan kuruluşlar bu baskıya, hiçbiri ortalama yurttaşın hayrına sayılamayacak üç refleksle cevap veriyor: 1) İşçilerin ücretlerini ve haklarını kısıyorlar; 2) Görünürdeki kârları yüksek göstermek için hile ve aldatmacalara tevessül ediyorlar; 3) Kârları artırmak için finansal operasyonlara başvuruyorlar.[59]

Crotty'nin üzerinde durduğu konulardan biri de, şirketlerin üst düzey yöneticilerinin ücretlerindeki dramatik artış. Bahsettiğimiz asil-vekil teorisinin, şirket yöneticilerinin çıkarlarıyla, hissedarların çıkarlarının örtüşmesi için önerdiği reçetelerden ilk akla geleni, ödemelerin en azından bir kısmının hisse senedi opsiyonları yoluyla yapılmasıdır. Hisse senedi opsiyonu, yatırımcıya söz konusu hisseyi önceden belirlenen bir fiyattan satın alma hakkı sağlar. Elinde bu opsiyonları bulunduran yönetici de, haliyle şirketin hisselerinin yükselmesi, dolayısıyla elindeki finansal varlığın değer kazanması için azami gayreti gösterecektir. Faizlerin diplerde gezindiği, yerkürenin adeta bir likidite denizine dönüştüğü 1990'lar sonrasında tüm varlıklar gibi hisse senedi fiyatları da neredeyse hilafsız tavan yaptı. Ellerinde opsiyon bulunduran, bunları zamanında nakde çeviren üst düzey şirket yöneticileri inanılmaz servetlere sahip oldular.

Crotty'nin verilerine göre, 1995-1999 arasında şirketlerin tepe yöneticilerinin gelirlerinin yüzde 63'ü hisse senedi opsiyonlarına dayanıyordu. CEO ortalama yıllık geliri de 1970'teki 1.26 milyon dolardan, 1999'da 37.5 milyon dolara sıçramıştı. 2001'de GE şirketinin patronluğunu Jack Welch'ten devralan Jeffrey Immelt, 2001 Nasdaq kriziyle birlikte GE piyasa değerinin dörtte üçünü kaybedince, üstüne

üstlük Standart and Poors reyting şirketi notunu kırınca şöyle yakınır: "1990'larda herhangi biri şirket yönetebilirdi. Bir köpek bile şirket yönetebilirdi.[60]

Küresel finansal kriz çok yönlü yoksulluk ve yoksunluk halleri ortaya çıkarırken, üst düzey yöneticilerin ikramiyelerine, özellikle Wall Street'te ödenen inanılmaz primlere tepki de arttı. Ne var ki bu tepkiler dahi, krizin baş sorumlularına müstehcen ikramiyeler ödenmesini durduramadı. Mother Jones dergisine göre, 2008'de Wall Street firmalarında 1 milyon doların üzerinde ikramiye ödenenlerin sayısı 4793'tü. Krizin başladığı 2007'den 2009'un sonuna kadar ödemeler genelde %7.7, J.P.Morgan bankasında %30 artış göstermişti. 2009 toplam ikramiye miktarı ise, 140 milyar dolar tahmin ediliyordu.[61] En son bir gelişme de, Goldman Sachs'ın, CEO'su Lloyd C.Blankfein için temel maaşı 600 bin dolardan 2 milyon dolara çıkartırken, 12.6 milyon dolar da hisse şeklinde ikramiye dağıtmasıydı.[62]

5. TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA

Günlük hayatımızda finansallaşma kendini her an hissettiriyor. Bankamatikten para çekerken; hesabımızda yeterli bakiye yoksa ek hesap kullanma olanağını değerlendirirken; elektrik, su, doğal gaz faturamızı öderken; eğer borcumuzu geciktirirsek, cebimizden çıkacak faiz tutarını hesaplarken; kredi kartıyla ödeme yaparken, önerilen "taksitlendirelim mi?" sorusuna cevap verirken veya cep telefonumuza gelen, "yaptığınız bu ödemeyi şu numaraya mesaj çekerek şu kadar ay vadeyle taksitlendirebilirsiniz" teklifini değerlendirirken; televizyon, araba, cep telefonu vb. alımlarında farklı peşinat, vade seçenekleri içerisinden kişisel nakit akımlarımıza en uygununu belirlerken. Kısaca yaşamın koşuşturması içerisinde farkında olalım veya olmayalım, çok sayıda finansal karar veriyor; faizlerde, döviz kurlarında, borsa endekslerinde gözlenen değişikliklerden doğrudan etkileniyoruz. Küresel finansal krizden sonra, özellikle içinden uzmanların bile çıkamadığı "toksik varlıkların" değerlemesinde acz yaşanırken, tüm dünyada finansal düzenleme paketlerinin bir bileşenini de, "finansal farkındalık ve finansal eğitim" oluşturdu.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da, finansal eğitimi, finansal istikrarı yakından ilgilendirmesi açısından önemsediğini, ilgili kurum ve kuruluşlarla ulusal ve uluslararası alanda sosyal sorumluluk kapsamında çalışmalar yürüttüğünü vurguluyor. Bunun gerekçesini de şöyle açıklıyor:

> Günümüz finansal piyasalarında ürün ve hizmet çeşitliliği hızla artmaktadır. Bu durum bireylere yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarında birçok alternatif sunarken, aynı zamanda üstlendikleri riskleri de artırmaktadır. Öte yandan değişen sosyal ve demografik koşullar, her yaştaki ve her gelir grubundaki tüm bireylerin hayatının her alanında finansal konular hakkında bilgi sahibi olmasını gerektirmektedir. Tüm bunlar düşük finansal eğitim seviyeleri ile birleştiğinde, bireylerin bu kararlarında aldıkları risklerin ne kadar farkında olduklarına ve kararlarını ne kadar bilinçli verdiklerine ilişkin tereddütler doğurmaktadır.[63]

Finansal küreselleşmeyi ve bu kurgunun Türkiye'ye izdüşümünü veri aldığınızda, bu açıklama çok makul ve mantıklı geliyor. Ama, acaba yaşamımızın her adımında muhakkak finansal kararlar vermek, stres altında bu kararların sonucunu beklemek zorunda mıyız? İnsanların zaman ve enerjilerinin, yaratıcı kapasitelerinin önemli bir bölümünü finansal kararlara ayırmaları akılcı ve insanlığın yararına mıdır? soruları üzerine kafa yormanın zamanı gelmiş de geçiyor olabilir.

Aynı metinde, "Örneğin, hanehalkının borçluluğuna etkisi de göz önünde bulundurularak bankacılık işlemleri ile ilgili olarak tahsil edilecek her tür parasal yükümlülük, ödenecek komisyon, hesap işletim ücreti ve kredili mevduat hesabı faiz oranlarının hesap açım aşamasında akdedilecek sözleşmelerde açıkça belirtilmesinin sağlanmasının, müşterilerin üstlenecekleri parasal yükümlülükleri bilerek ve anlayarak banka ile işlem tesis etmelerinin ve rekabetçi bir ortamda çalışan bankaların uygulamaları hakkında yeterli bilgiye sahip olarak işlemlerini yaptırmalarının bireylerin ve tüm sistemin faydasına olacağı açıktır." deniyor.

Yukarıdaki ifadelere katılmamak imkansız. Yalnız finansal eğitimin gerekçesi açıklanırken bile mevzunun ne kadar çetrefilli olduğu ortaya çıkıyor. Bankacılık işlemleri, bireysel emeklilik hesapları, sigorta poliçeleri derken, bir finans okyanusunda boğulmadan, yurttaş kendini nasıl emniyete alacak? Hatırı sayılır bir zamanını ve potansiyelini bu tip işlere hasretmek mutlaka gerekli midir? Yoksa, kamunun sosyal hizmetleri bizzat kendisinin sunduğu ve çok zaruri finansal işlemleri tüketici koruma kapsamında denetlediği model daha mı etkindir? sorularını da gündeme taşıyabilmeliyiz. Ayrıca, milyonlarca yurttaşımızın İddaa benzeri bahis oyunlarına 7/24 kesintisiz iltifat ettiği bir kültürel ortamda; acaba finansal eğitim ve farkındalığın, riske karşı korumacılık işlevi mi öne çıkar, yoksa borsa endeksi, döviz kurları, faiz oranlarına kaldıraçlı yatırım yapabilen VOB benzeri aşırı riskli piyasalara daha fazla teveccüh etmelerine mi neden olur? ikilemi de gözardı edilmezse fena olmaz.

Juan Pablo Painceira, finansallaşma döneminde gelişmekte olan ülkeleri (GOÜ) incelediği makalede, 90'lara tekabül eden dönemde sermaye akımlarının sonunda ülkeyi terk etmesiyle, cari işlem açıklarının yanı sıra, finansal krizler ve döviz krizlerinin yaygınlaşacağını vurguluyor. 2000'lerde başlayan ikinci dönemin belirgin özelliğinin ise, uluslararası rezerv birikimi ve buna paralel iç borçlardaki artış olduğunun altını çiziyor.[64] Türkiye bilindiği gibi, 1994 ve 2001'de Paincera'nın birinci dönem krizlerini şiddetle yaşadı. 2000'lerde ise, cari işlemler fazlası veren birçok GOÜ'nün aksine, tasarrufları yetersiz, sürekli dış açıkla karşılaşan, bir sanayileşme ufkuna, teknoloji geliştirme stratejisine sahip olmaksızın, büyüme stratejisi sıcak paranın küresel tercihlerine bağımlı bir ülke olmaya devam ediyor. İç borçları son 20, dış borçları ise son 40 yıldır ülkenin üzerinde Damokles'in kılıcı gibi sallanıyor, kriz dönemlerinde ise sade yurttaşın tepesine iniyor.

Nuray Ergüneş'in aşağıdaki değerlendirmesi, finansallaşma kavramı etrafında Türkiye'yi 2007 krizine taşıyan makro ekonomik süreci özetliyor:

> Finansallaşma kendini artan sermaye girişleriyle göstermiş ve ekonominin bütün unsurlarını etkilemiştir. Bu süreçte, enflasyon hedeflemesi sermaye birikimini biçimlendirmede önemli mekanizmalardan olmuştur. Enflasyon hedeflemesi sermaye girişlerini ülke içine çekmeyi kolaylaştırdığı gibi, ücretleri de düşük düzeyde tutmaya hizmet etmiştir. Baskılanmış ücretler, üretim sektörlerinin, rekabet gücü kazanmasında hayati olmuştur. Bununla birlikte, üretim sektörü ithalata bağımlı üretimin finansmanını dışarıdan borçlanma yoluyla karşılamıştır. Bu finansman biçimi de şu an içinde bulunduğumuz krizin reel sektörde patlayacağının habercisi olmuştur.[65]

Bu bölümde John Bellamy Foster'in, finansallaşma göstergeleri kurgusundan yola çıkarak Türkiye'de finansallaşma düzeyini değerlendirmeye çalışacağız.[66] Böylelikle Ergüneş'in çizdiği makro ekonomik tasarımın ötesinde, finans ve bankacılık sektörüne ilişkin daha ayrıntılı bir veri analizi yapma fırsatı bulacağız.

1) Toplam kârlar içerisinde finansal kârların artışı

Elimizdeki verilerle toplam kârlar içerisinden finansal kârların oranını ölçme olanağına sahip değiliz. Yalnız bankacılık sektörünün kârlarına baktığımızda 2010 yılında, 21.9 milyar TL'ye ulaştığını, krizin daha şiddetle hissedildiği 2009 yılındaki 20.2 milyar TL kar rakamının %8.9 üzerine çıkıldığını gözlemliyoruz. Bankalardaki yüksek kârlılığın en

önemli kaynağı, sektörün aktif vadesinin pasif vadesinden uzun olması nedeniyle faizler düştükçe kârların artması, başka ülkelerde de görüldüğü üzere Merkez Bankası'nın bu sürece likidite pompalayarak katkıda bulunmasıdır. Dünyadaki gelişmelere koşut biçimde, bankacılık hizmet gelirleri ve komisyonlar da hızla artarak, toplam gelirlerin %13.8'ine ulaşmıştır. Sektörün öz kaynak kârlılığı da yüksek seyrediyor, bir önceki yıla göre 3 puan azalsa da, Aralık 2010 itibariyle %20 düzeyini koruyor.

Bankacılık sektörü, personel ve şube sayısı bakımından da genişleyerek, 2010'da 191.180 kişiye ve 10.066 şubeye ulaşmıştır.[67]

Finansallaşmanın önemli göstergelerinden birisi de, finansal sektör dışındaki firmaların temel faaliyet alanları dışında finansal piyasalarla fazlaca haşır neşir olmaları, kârlar içerisinde faaliyet dışı gelirlerin ağırlığının artmasıdır. 2001 krizinde, kârların dibe vurduğu, faizlerin aşırı düzeye yükseldiği bir dönemde, Tablo 5'ten görülebileceği gibi, bu oran yüzde 547 gibi anormal bir düzeye çıkmıştır. "Normalleşmeye" dönüldüğü yıllarda da, faaliyet dışı gelirlerin dönem kârlarına oranının yüksekliği sürmektedir.[68]

Tablo 5: Özel Kuruluşlarda Üretim Faaliyeti Dışı Gelirler (TL)

Yıl	Üretim Faaliyeti Dışı Gelirler (1)	(1)'deki Değişim (%)	Dönem Kâr/ Zararı (2)	(2)'deki Değişim (%)	(1/2)
1990	37.784	104.9	192.819	59.9	19.6
1995	96.131.958	66.7	206.857.825	36.9	46.5
1999	1.577.327.277	125.5	720.406.946	-9.7	219.0
2000	1.760.163.086	11.6	1.538.333.856	113.5	114.4
2001	4.645.687.973	166.4	718.029.004	-53.3	547.0
2002	4.833.432.876	4.0	4.269.008.132	494.5	113.2
2006	3.380.665.053	10.9	12.055.752.414	56.1	26.3
2007	6.124.524.700	61.2	17.229.034.098	34.0	35.6
2008	3.793.360.109	-38.1	10.317.550.791	-40.1	36.8

Kaynak: 2008 ISO 500 Raporu

Görüldüğü gibi, 2006 yılında %26.3 ile son yılların en düşük noktasına gerileyen faaliyet dışı gelirler 2007'de %35.6'ya, 2008'de de %36.8'e yükselmiştir.

2) GSMH'nin yüzdesi olarak borçluluk düzeylerinde yükselme

Tablo 6: AB Üyesi Ülkelerde AB Tanımlı Borç Stoku / GSYH (%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Euro Bölgesi (16 ülke)	69.5	70.1	68.3	66.0	69.4	78.7
AB (25) ülke	62.5	63.1	61.9	59.4	62.3	74.3
AB (27) ülke	62.2	62.7	61.4	58.8	61.6	73.6
İtalya	103.8	105.8	106.5	103.5	106.1	115.8
Yunanistan	98.6	100.0	97.8	95.7	99.2	115.1
Belçika	94.2	92.1	88.1	84.2	89.8	96.7
Macaristan	59.1	61.8	65.6	65.9	72.9	78.3
Almanya	65.7	68.0	67.6	65.0	66.0	73.2
Fransa	64.9	66.4	63.7	63.8	67.5	77.6
Portekiz	58.3	63.6	64.7	63.6	66.3	76.8
Avusturya	64.8	63.9	62.2	59.5	62.6	66.5
Hollanda	52.4	51.8	47.4	45.5	58.2	60.9
İngiltere	40.6	42.2	43.5	44.7	52.0	68.1
İspanya	46.2	43.0	39.6	36.2	39.7	53.2
Türkiye	59.2	52.3	46.1	39.4	39.5	45.5

Kaynak: Eurostat

Tablo 7: AB Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku

(Milyon TL)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 Ç1	2010 Ç2	2010 Ç3
A. GENEL YÖNETİM TOPLAM BORÇ STOKU	247.219	287.362	320.927	335.889	348.660	336.745	386.581	448.913	461.496	466.268	468.200
– Merkezi Yönetim	242.665	282.807	316.528	331.520	345.050	333.485	380.321	441.508	453.986	458.927	460.813
– Diğer Kamu Kurumları	4.544	4.555	4.398	4.369	3.611	3.260	6.261	7.406	7.510	7.341	7.387
B. İÇ BORÇ STOKU	151.021	196.408	226.826	247.435	253.284	256.599	277.149	332.149	343.764	345.527	350.003
– Merkezi Yönetim	149.870	194.387	224.483	244.782	251.470	255.310	274.827	330.005	340.678	343.142	347.759
– Diğer Kamu Kurumları	1.151	2.021	2.344	2.654	1.814	1.289	2.322	2.760	2.585	2.385	2.243
C. DIŞ BORÇ STOKU	96.198	90.954	94.100	88.454	95.377	80.146	109.432	116.149	118.232	120.741	118.197
– Merkezi Yönetim	92.795	88.420	92.045	86.738	93.580	78.175	105.493	111.503	113.308	115.785	113.054
– Diğer Kamu Kurumları	3.403	2.534	2.055	1.716	1.797	1.971	3.939	4.646	4.924	4.956	5.144
D. AYARLAMA KALEMLERİ	10.974	18.939	10.264	3.539	827	-4.202	-11.345	-15.499	-17.124	-21.434	-21.529
– Merkezi Yönetim	15.482	28.214	24.731	22.234	24.292	27.796	26.417	24.121	23.523	19.234	20.587
– Diğer Kamu Kurumları	-4.508	-9.275	-14.466	-18.695	-23.465	-31.998	-37.762	-39.620	-40.647	-40.668	-42.116
AB TANIMLI GENEL YÖNETİM NOMİNAL BORÇ STOKU (A+-D)	258.193	306.301	331.191	339.428	349.488	332.543	375.237	433.414	444.372	444.834	446.671
AB TANIMLI GENEL YÖNETİM NOMİNAL BORÇ STOKU / GSYH	73.7	67.4	59.2	52.3	46.1	39.4	39.5	45.5			

Kaynak: Eurostat

Tablo 6 ve 7'den görülebileceği gibi, Türkiye'nin kamu borç stoku, AB üyesi ülkelerle karşılaştırıldığında "makul" bir düzeyde kabul edilebilir. Yalnız GOÜ kapsamında değerlendirildiğinde, GSYH'nin yarısına varan borç oranı ileri düzeyde finansallaşmanın varlığına işaret ediyor. Diğer dikkati çeken bir nokta, 2001 krizinden sonra dış borçların istikrar kazanması, değişen döviz kurlarına göre TL karşılığının biraz yükselmesidir. Buna karşın iç borç stokunda yıllara göre değişen bir tempoda artış eğilimi sürmektedir.

Küresel finansal krizde banka kurtarma operasyonları nedeniyle, 2007'den 2009'a AB üyesi ülkelerde 27 ülkenin kamu borçları GSYH'nin yüzde 58.8'inden yüzde 73.6'ya yükselmiştir. Türkiye'de ise bu artış sınırlı kalmış, GSYH'nin yüzde 39.4'ünden yüzde 45.5'ine, daha sınırlı bir değişim göstermiştir. Birleşmiş Milletler'in 2011 Küresel Görünüm Raporu'na göre 2010 sonunda gelişmiş ülkelerde kamu açıkları GSYH'nin ortalama yüzde 10'una, borçluluk düzeyi ise yüzde 80'ine ulaştı. Kriz sonrası gelişmiş ülkelerde hanehalkı ve şirketler kesimi dahil özel kesimin borçlarını azaltma çabası içine girdiği kamunun ise krizin faturası kabardıkça borçlarının sıçradığı gözleniyor.[69]

Türkiye'ye gelince, Tablo 8'de görüldüğü gibi özellikle finansal kesim dışındaki firmaların döviz yükümlülükleri 2001 krizinden sonra gözlenen hızlı artıştan sonra, daha yavaş bir tempoda da olsa, yükselmeye devam ediyor.

Tablo 9'da ise hanehalkı finansal varlık ve yükümlülükleri yer alıyor. Görüldüğü gibi hanehalkının varlıkları yükümlülüklerinin oldukça gerisinde olmakla birlikte, yükümlülüklerinin artış hızı daha fazladır. Dolayısıyla toplam yükümlülüklerin / varlıklara oranında ibre yukarıyı göstermektedir. Düşen faiz oranları nedeniyle 2004'ten beri hanehalkının kamu borçlanma kağıtlarına ilgisi azalırken, 36 kat sıçrama gösteren Bireysel Emeklilik Fonları başta olmak üzere, diğer tüm varlık ve yükümlülük kalemleri artışlarını sürdürmektedir. Hisse senedi portföyü ise, borsa endeksinin seyrine göre en fazla oynaklık gösteren kategoridir. Genel bir değerlendirme bizi, Türkiye'de finansallaşma sürecinin, hem finansal varlıkların çeşitlenmesi, hem de varlık / yükümlülük bakiyelerinin artışı anlamında, dolu dizgin sürdüğü sonucuna götürmektedir.

Tablo 8: Finansal Kesim Dışındaki Şirketlerin Döviz Varlık ve Yükümlülükleri

Milyar Dolar	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Mar. 10	Haz.10
Varlıklar	37.7	45.4	62.7	76.2	81.4	79.2	75.8	75.6
Mevduat	24.6	30.9	45.5	54.8	60.4	57.3	53.9	53.5
Menkul Kıymetler	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7	1.1	0.9	0.9
İhracat Alacakları	6.0	6.4	8.8	10.3	8.6	9.5	9.2	9.2
Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları	5.8	7.1	7.5	10.2	11.7	11.3	11.6	12.0
Yükümlülükler	58.8	72.2	100.4	139.5	160.8	157.0	159.3	162.0
Nakdi Krediler	49.4	61.2	88.6	124.9	146.1	141.8	144.1	146.0
Yurtiçinden Sağlanan Krediler	20.5	26.4	34.8	46.3	48.1	51.0	57.0	63.9
Kısa Vadeli Döviz Kredileri	0	0	0	14.4	15.9	14.3	14.9	15.6
Yurtdışından Sağlanan Krediler	28.9	34.8	53.8	78.6	98.1	90.8	87.1	82.1
Kısa Vadeli	1.2	1.1	1.1	0.7	1.2	0.7	0.8	1.0
İthalat Borçları	9.4	11.0	11.8	14.5	14.7	15.3	15.3	16.0
Döviz Net Pozisyonu	-21.1	-26.8	-37.7	-63.3	-79.4	-77.8	-83.6	-86.4

Kaynak: TCMB

Tablo 9: Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülükleri

Milyar Dolar	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Mar. 10	Haz.10	Eyl.10
Varlıklar									
Birey. Emek. Fon	0.3	1.2	2.8	4.6	6.0	9.1	9.7	10.4	10.9
Hisse Senedi	12.4	15.8	15.7	17.5	10.8	24.5	27.2	27.2	29.7
Kamu Borç. K. (DIBS + Eurobond)	41.0	33.3	27.7	19.2	19.7	13.0	11.4	9.9	9.1
Tahs. Mev. Kat. Fon. ve Cari Hes.	124.6	147.8	185.4	215.5	288.0	321.1	329.6	340.7	351.3
Dolaşımdaki Para	12.4	18.2	24.4	25.0	29.3	34.3	36.6	40.2	42.3
Toplam	190.7	216.3	256.0	281.8	353.8	402.0	414.5	428.4	443.3
Yükümlülükler									
Tüketici Kred.	12.8	29.7	48.0	68.9	85.2	97.4	103.4	112.4	120.7
Kre. Kart. Borç Bakiyesi	4.4	7.5	10.7	12.6	14.7	19.1	18.8	20.1	21.6
Tük. Finans. Şir. Kred.	0.9	1.8	1.4	1.7	1.6	1.7	1.7	2.1	2.7
Bireysel Finansal Kiralama Borçları	–	–	0.5	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
Toplam	18.1	39.0	60.6	84.1	102.5	118.9	124.5	135.2	145.6
Yükümlülükler / Varlıklar (%)	9.5	18.0	23.7	29.8	29.0	29.6	30.0	31.6	32.8

Kaynak: TCMB

Tablo 10'da hanehalkı harcanabilir geliriyle, hanehalkı yükümlülükleri ve faiz ödemeleri karşılaştırılmaktadır. Buradan da hem borçların, hem de faiz ödemelerinin harcanabilir gelire oranının artışı gözlenebilmektedir.

Tablo 11'deki finansal sektörün müşteri görünümü de, finansallaşmanın ulaştığı boyutları açıkça gösteriyor. Kriz sonrası tüketici finansmanı müşterilerinde, sigorta poliçe sayısında ve finansal kiralama müşterilerinde sınırlı bir gerilemeye karşın, mevduat / katılım bankası mudileri ve kredi müşteri sayısında artış sürmektedir. Türkiye'de ortalama herkesin bir banka hesabı ve iki kişiden birinin kredi kartı bulunduğunu (birden fazla hesaba ve birden fazla karta sahip olanların ortalamayı yükseltmesiyle) Tablo 11 göstermektedir.

Tablo 12'de ise bankacılık erişim göstergeleri; ATM sayısı, POS sayısı ve Internet bankacılığı aktif müşteri sayısı yer alıyor. Her üç kategoride de hızlı artış seyri açıkça görülüyor.

Tablo 10: Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Yükümlülüğü ve Faiz Ödemeleri (Milyon TL)

	2007	2008	2009
Hanehalkı Faiz Ödemeleri	15.576	19.653	21.113
Hanehalkı Yükümlülükleri	104.111	128.966	147.083
Hanehalkı Harcanabilir Geliri	335.157	379.524	390.245
Faiz Öd./Hh. Harcanabilir Gelir (%)	4.6	5.2	5.4
Borç/Hh. Harcanabilir Gelir (%)	31.1	34.0	37.7

Kaynak: TCMB

Tablo 11: Finansal Sektörün Müşteri Görünümü

					Geçen Yıl Sonuna Göre Değişme			
Bin Adet	2006	2007	2008	2009	09.10	2009	09.10 (%)	09.10 (Adet)
Mudi Sayısı (Mevduat Bankaları)	70.613	70.234	66.664	66.917	98.683	0.4	47.5	31.766
Mudi Sayısı (Katılım Bankaları)	1.003	1.210	1.408	1.973	3.677	40.1	86.4	1.704
Kredi Müşteri Sayısı	29.177	27.712	34.194	38.181	40.980	11.7	7.3	2.798
Kredi Kartı Müşteri Sayısı	25.580	27.658	25.662	26.499	27.356	3.3	3.2	857
Finansal Kir. Müşterileri (Adet)	veri yok	veri yok	73.577	60.010	51.716	-18.4	-13.8	-8.294
Faktoring Müşterileri (Adet)	veri yok	veri yok	50.228	40.997	53.747	-18.4	31.1	12.750
Tüketici Finansmanı Müşt (Adet)	veri yok	veri yok	357.475	229.676	238.113	-35.8	3.7	8.437
Sigorta Poliçe Sayısı	31.469	34.320	32.922	33.961	32.102	3.2	-5.5	-1.859
Hayat Dışı Poliçe Sayısı	27.971	28.687	30.254	31.756	29.239	5.0	-7.9	-2.517
Hayat Poliçe Sayısı	3.678	5.633	2.668	2.205	2.863	-17.4	29.8	658
Bireysel Emeklilik sözleşme Say.	1.208	1.600	1.933	2.204	2.459	14.0	11.6	255
Hisse Sen. Yatırımcı Say.	927	940	999	1.000	1.025	0.1	2.5	25
Yatırım Fon. Yatırımcı Say.	2.471	2.998	2.939	2.999	3.384	2.0	12.9	385
Emeklilik Yat. Fon. Yatırımcı Say.	2.808	4.385	4.974	5.369	5.837	7.9	8.7	468

Kaynak: BDDK. SPK. TSPAKB. EGS. TSRB. MKK.

Tablo 12: Bankacılık Hizmetlerine Erişim Göstergeleri

	2007	2008	2009	2010/03	2010/06	2010/09	09/09-09/10 Değişim
ATM Sayısı	18.795	21.953	23.952	24.593	25.254	26.566	3.282
POS Sayısı (Bin Adet)	1.629	1.886	2.048	2.067	2.136	2.176	169
İnternet Bankacılığı Aktif Müşt. Say. (Bin)	4.274	5.169	5.974	6.006	6.149	6.353	204

Kaynak: BDDK. BKM. TBB

3) Finans-Sigorta ve Gayrimenkul Sektörlerinin Milli Gelir İçerisinde Gelişimi

Finans-Sigorta ve Gayrimenkul sektörlerinin milli gelir içerisindeki paylarını izlemek için, ulusal hesapların sektörel dağılımına bakmak gerekir. Bu istatistiğin Finans-Sigorta-Gayrimenkul şeklinde tam bir sınıflandırması bulunmamasına karşın, "mali aracı kuruluşların faaliyetleri" ve "gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri" sektörlerinin toplamı finansallaşma konusunda en iyi fikri verecektir. Tablo 13'deki 2005-2009 rakamları, her iki sektörün de ulusal gelir içindeki payının arttığını, 2009'da toplam yüzde 15,8'e ulaştığını ortaya koyuyor.

Tablo 13: Mali Kuruluşların ve Gayrimenkul-Kiralama-İş Faaliyetlerinin Sabit Fiyatlarla Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla İçindeki Payları (%)

	2005	2006	2007	2008	2009
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyeti	8.7	9.3	9.8	10.6	12.1
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri	2.8	3.0	3.2	3.4	3.7
Toplam	11.5	12.3	13.0	14.0	15.8

Kaynak: 2009 Türkiye İstatistik Yıllığı.

4) Egzotik ve Şeffaf Olmayan Finansal Enstrümanların Yaygınlaşması

Burada forward, swap, future ve opsiyon gibi türev işlemlerin yaygınlığından hareket edeceğiz. Tablo 14'ten izlenebileceği gibi, Eylül

2010 itibarıyla 132 milyar dolarlık türev pozisyonu bulunmaktadır. 2009 sonu itibarıyla, 619 milyar dolarlık gayrı safi yurt içi hasılanın %20'si oranında türev pozisyonu, bir GOÜ için çok yüksek bir düzeydir. Türk bankacılık sektörünün bilançosunda, bilanço dışı kalemler arasında gösterilen türev sözleşmelerin hacmi, 2008 yılının son çeyreğinde küresel kriz nedeniyle sektörün bilanço içi pozisyon açığını kapatmasına bağlı olarak azalış göstermiş, 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren yeniden artış trendine girmiştir.[70]

Eylül 2010 sonu itibarıyla, sektörde gerçekleştirilen türev sözleşmelerin %59,6'sı swap, %25,2'si opsiyon ve %13,2'si forward sözleşmelerinden oluşmaktadır. CDS ve CDO tarzı daha kompleks enstrümanların kullanım miktarı oldukça düşüktür.

Tablo 14: Türev İşlemlerin Vadesine göre Dağılımı – Eylül 2010
İtibarıyla (Bin USD)

					Geçen Yıl Sonuna Göre Değişme			
	1 Aya Kadar	1-3 Ay	3-6 Ay	6-12 Ay	1-5 Yıl	5-10 Yıl	10 Yıl Üzeri	Toplam
Forward	9.242.789	4.308.170	1.639.170	1.808.095	268.585	90.987	529.326	17.887.122
Swap	25.796.388	8.335.072	8.433.369	4.965.752	25.409.172	5.999.799	1.468.244	80.407.796
Future	82.825	196.243	1.092.211	732.429	0	0	0	2.103.708
Opsiyon	11.948.564	7.892.451	6.430.168	5.504.997	2.261.856	0	0	34.038.035
Diğer	304.585	35.641	32.339	9.729	147.292	58.754	0	588.339
Toplam	47.375.150	20.767.577	17.627.257	13.021.001	28.086.904	6.149.540	1.997.570	135.025.000

Kaynak: BDDK.

5) Finansal Balonların Artan Rolü

Türkiye'nin 1994,1999 ve 2001'de yaşadığı kendine özgü krizlerde ve 2007'de başlayan küresel krizin etkileri yansırken, finansal balonlar belirgin bir rol oynamıştır. Sermaye akımlarının yoğun giriş yaptığı dönemlerde tüm varlık fiyatları şişer, TL değerlenir; dünya konjonktüründe bir değişme, örneğin ABD faiz oranlarının yükselmesi veya ekonomik / politik bir gelişme nedeniyle Türkiye'ye ilişkin risk algılamasının artması halinde, ani sermaye çıkışları varlık fiyatlarını aşağı çeker, borsa endeksi düşer, DİBS faizleri fırlar, TL değer kaybeder.

Tablo 15 bile tek başına resmi ortaya koymaya yeterlidir. 2010 Kasım sonu itibarıyla yurtdışı yerleşiklerin Türkiye'de 118 milyar dolar yatırım stoku vardır. Burada yaklaşık yüzde 60 ağırlık, hisse senedi piyasalarındadır. Kasım 2010'da yabancıların hisse senedi portföyü 73 milyar dolar civarındaydı. 2007 Aralık sonunda 70 milyar dolarlık portföyün, 2008 Aralık sonunda 23.2 milyar dolara düşüp, 2009'un aynı ayında 55.5 milyar dolara çıktığı hatırlanırsa, benzer bir senaryonun her an tekrarlanması olanak dahilindedir. Finansal balonları saptamanın zorluğu bir yana, Türkiye'nin hem geçmiş sicili, hem de mevcut düzenleme rejimi (serbest kur, sermaye akışları serbestisi ve liberal finansal varlık edinme düzenlemesi) finansal balonlara elverişli bir ortam sunmaktadır.

Tablo 15: Yurtdışı Yerleşiklerin Portföy Yatırım Stoku (Milyon Dolar)

Tarih	Hisse Senedi	DİBS	Eurobond	Mevduat	Toplam
2007 Aralık	69.943	31.586	373	4.947	106.849
2008 Aralık	23.273	19.859	609	6.553	50.294
2009 Aralık	55.558	20.685	825	7.782	84.850
2010 Ocak	58.003	22.237	803	8.174	89.217
2010 Şubat	51.684	20.456	704	9.562	82.406
2010 Mart	59.519	21.880	717	9.248	91.264
2010 Nisan	63.438	25.770	747	9.457	99.412
2010 Mayıs	54.531	25.384	766	9.186	89.867
2010 Haziran	56.891	25.289	906	9.634	92.720
2010 Temmuz	63.880	27.550	905	13.854	106.189
2010 Ağustos	63.251	29.931	1.105	13.219	107.506
2010 Eylül	71.253	30.370	1.082	11.151	113.856
2010 Ekim	78.140	33.201	910	10.747	122.998
2010 Kasım	73.030	33.267	1.051	11.566	118.914

Kaynak: MKK, TCMB, BDDK

6. SONUÇ

Finansallaşma büyük ölçüde, neoliberalizmin yarattığı düşük ücretler ve zayıf yatırım eğiliminin olumsuz sonuçlarını gidermeye yönelik bir stratejidir. Özellikle son yirmi yılda küresel ekonominin göreceli bir canlılık sergilemesi, refah etkisine ve borca erişimin kolaylaşmasına bağlı olarak finansallaşmanın bir sonucu kabul edilebilir. Bu, krizi erteleme çabası 2007'den başlayarak dünya ekonomisini, daha büyük ekonomik ve insani maliyetleri bulunan bir sistemik krizle yüzyüze bıraktı.

Kapitalizmin ağırlık merkezinin üretimden finansa kayması, neoliberalizmin anahtar kavramlarından birinin, "hissedar değerinin" egemenlik kazanmasını da getirdi. Buna göre şirket yöneticisinin asli görevi, sosyal sorumluluklara, kamusal çıkara, istihdama fazlaca kulak asmadan hisse senedi sahibinin taleplerine yönelmek, dolayısıyla kârın maksimizasyonuna kilitlenmekti. Bu basınç giderek işçi ücretlerinin ve sosyal haklarının kısılması, gelir ve refah dağılımının daha da bozulması, kârları yüksek göstermek için her tür yola başvurulması gibi olumsuz sonuçlara yol açtı.

Finansallaşmanın, sürekli finansal kararlar almak zorunda bırakılan bireylerin zaman ve enerjilerini soğuran, onları daha yaratıcı insani etkilerden alıkoyan bir boyutundan da söz edebiliriz. En parlak insanların yüksek ücret ve ikramiyelere tamah ederek finans sektörüne yönelmesi, diğer yaşam alanlarının, özellikle kamu bürokrasisinin onların nitelikli emeğinden mahrum kalmasına yol açıyor, dolayısıyla toplumsal bir maliyet daha yaratıyor.

İsterseniz makalemize son noktayı koymadan, geleceğe yönelik tartışma gündemine katkı amacıyla, krizin hemen sonrasında Ekim 2008'de Pekin'de toplanan Asya-Avrupa Halkın Forumu'nun, "Küresel Ekonomik Kriz: Dönüşüm İçin Bir Tarihsel Fırsat" başlıklı metninin finans bölümündeki önerileri aktaralım:

- Sadece çürük varlıkların değil, bankaların tam ölçekli toplumsallaştırılmasının başlatılması.
- İnsan temelli bankacılık kurumlarının yaratılması ve var olan karşılıklılık ve dayanışma temelli halktan yana formların güçlendirilmesi.
- Yurttaş ve işçi örgütleri aracılığıyla, finansal sistemde tüm defterlerin halka açılmasının tam şeffaflıkla kurumsallaşması.
- Mevcut bankacılık sisteminin parlamento ve yurttaş denetimine açılması.
- Sosyal (emeğin koşullarını da içeren) ve çevresel kriterleri, işletme amaçlılar dahil tüm borçlara uygulamak.
- Toplumsal ve çevresel ihtiyaçları karşılayacak borçlara minimum faiz oranından öncelik vermek ve zaten gelişen toplumsal ekonomiyi genişletmek.
- Merkez Bankalarını demokratik olarak belirlenen toplumsal, çevresel ve genişlemeci (resesyonu göğüslemek için) hedeflere uygun biçimde elden geçirmek ve onları kamuya hesap verebilir kurumlar haline getirmek.
- Göçmenlerin ailelerine gönderdikleri dövizleri güvence altına almak ve transferlerdeki kesintileri ve vergileri sınırlayacak düzenlemeler yapmak.[71]

Notlar

1. Servet Yıldırım, "Kahtalı Mıçı'yı Üzen Grafik", Radikal 12.01.2011.
2. Nadir Eroğlu, Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi, Der Yayınları, İstanbul 2008.
3. http://hızlıbalik.blogspot.com/2008/04/gngr-uras-ve-aye-teyze.html
4. Gerald Epstein, "Introduction: Financialization and the World Economy", Gerald Epstein (der) Financialization and the World Economy, Cheltenham: Edwar Elgar, 2005, s.3
5. a.g.e., s.3.
6. Ben Fine, "Neoliberalism as Financialization", Alfred Saad-Filho ve Galip Yalman (der), Economic Transitions to Neoliberalism in Middle-income Countries: Policy Dilemmas, Economic Crises, Forms of Resistance içerisinde, s.18.
7. Costas Lapavistas, Banks for the People, Redpepper, Issue 170, Şubat/Mart 2010, s.24.
8. Andrew Glyn, Capitalism Unleashed, Oxford University Press, New York 2006, s.50-51.
9. Kari Polanyi Levitt, "The Great Financialization", John Kenneth Galbraith Prize Lecture, June 8, 2008, http://karipolanyilevitt.com/documents/ The Great Financialization, pdf., s.9.
10. a.g.e., s.8.
11. Walden Bello, A Primer on Wall Street Meltdown, mrzine.monthlyreview.org/bello 031008 html.
12. Michel Husson, "Marksist İktisat Teorisi – Çağdaş Kapitalizm ve Kriz", Yazın Yayıncılık, Mart 2010, s.22.
13. John Cassidy, How Markets Fail, Penguin Books, 2009, s.216.
14. John Bellamy Foster ve Fred Magdoff, The Great Financial Crisis – Three Years On, Monthly Review, October 2010, s.53.
15. John Bellamy Foster, The Financialization of Accumulation, Monthly Review, October 2010, s.2-3.
16. Mc Kinsey Global Institute, Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences, January 2010, s.7.
17. a.g.e., s.18-21.
18. James Crotty, Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assesment of the "New Financial Architecture", Political Economy Research Institute, Working Paper Series, s.54.
19. Martin Wolf, The New Capitalism, Financial Times, 19 Haziran 2007.
20. BIS Quarterly Review, September 2008.
21. The Economist, 25 Ekim 2008, s.75.
22. Özlem Onaran, European Capitalism, West and East, Monthly Review, Ekim 2010, s.18.
23. Daniel Cross, The New Freedom, Newsweek, Issues 2011 Özel Sayı, s.10.
24. Martin Wolf, How the Crisis Capatulped US into the Future, Financial Times, 2 Şubat 2011.

25. United Nations, World Economic Situation and Prospects 2011, s.24.
26. Ronald Dore, Financialization of the Global Economy, Industrial and Corporate Change, Volume 17, Number 6, s.1107-9.
27. Jan Toporowski, The Wisdom of Property and Politics of Middle Classes, Monthly Review, Eylül 2010, s.11-15.
28. Pınar Bedirhanoğlu, Küresel Kapitalist Krizin Yeniden Düşündürdükleri: Finansallaşma ve Devlet, Praksis Dergisi, sayı 22, Bahar 2010.
29. Roy Gren, "The New Palgrave, Marxian Economics", derleyenler: John Eatwell-Murray Milgate-Peter Newman, Norton, 2990, s.201-204.
30. Aktaran Bedirhanoğlu, a.g.m., s.48.
31. Özellikle John Bellamy Foster, The Financialization of Capitalism, Monthly Review, Nisan 2007; John Bellamy Foster & Robert W. Chesney, "Listen Keynesians, It's the System", Monthly Review, Nisan 2010; John Bellamy Foster, "the Financialization of Accumulation", Ekim 2010 temel tezlerin izlenmesi açısından temsil edici niteliktedir.
32. Joseph Choonara, "Marxist Accounts of the Crisis, International Socialism, Haziran 2009, bu tartışma için iyi bir kaynaktır.
33. Alex Callinicos, Bonfire of Illusions, Polity Pres, 2010, s.77-78.
34. Efe Peker, Krizi Arrighi ile Okumak, Praksis, Bahar 2010; Peker'in alıntıları Giovanni Arrighi, The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of our Times, London: Verso, 1994 ve Giovanni Arrighi, "Adam Smith in Beijing: Lineages of the Twenty", First Century, London, Verso 2007'dendir.
35. The Winding Paths of Capital, David Harvey'in Giovanni Arrighi ile röportajı, New Left Review, March/April 2009, s.91.
36. Ali Rıza Güngen, "Finansallaşma: Sorunlu bir Kavram ve Verimli bir Araştırma Gündemi", Praksis, Bahar 2010, s.99.
37. Costas Lapavistas, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Yordam Kitap, 2009, s.47.
38. a.g.e., s.70.
39. Greg Albo, Sam Gindin, In and Out of Crisis: The Global Financial Meltdown and Left Alternatives, PM Pres, 2010, s.126-127.
40. a.g.e., s.125-126.
41. Robert Brenner, "What is Good for Goldman Sachs is Good for America: The origins of the current crisis", 18 Nisan 2009; Dick Bryan, Randy Martin, Mike Rafferty, "Financialization and Marx: Giving Labor and Capital a Financial Makeover, Review of Radical Political Economics, Volume 41, No.4, Fall 2009, s.458-472; Ben Fine, "Locating Financialisation, Historical Materialism (18), 2010, s.97-116.
42. John Cassidy, s.207. Cassidy ayrıca Minsky'nin bu kitabının kopyalarının 2003 yazında eBay'de yüzlerce dolara alıcı bulduğunu ekliyor.
43. Ponzi modeli için bkz. Charles P.Kindleberger, Manias, Panics and Crashes, Palgrave, 4.basım, 1996, s.16-22.
44. Thomas I. Palley, "The limits of Minsky's Hypothesis", Monthly Review, April 2010.
45. Engelbert Stockhammer, "Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis", Research on Money and Finance, Discussion Paper no.19, June 2010, s.3.

46. Engelbert Stockhammer, Financialization and Global Economy, political Economy, Research Institute, Working Paper Series, November 2010, s.10.
47. Michal Kalecki, Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, Cambridge University Pres, 1971, s.78-79.
48. Till van Treeck, The Political Economy Debate on Financialization – A Macroeconomic Perspective, Hans Böckler Stiftung, Working Paper, 01/2008, s.1-2.
49. Eckhard Hein ve Achim Truger, Finance-dominated Capitalism in Crisis – the Case for a Global Keynesian, New Deal, MPRA Paper No.21175, March 2010, s.6-7.
50. Terence Mcdonough, Michael Reich, Davit Kotz (derleyenler), "Contemporary Capitalism and Its Crises", Cambridge University Pres, 2010, s.10.
51. a.g.e. içerisinde, David M.Kotz and Terence Mc Donough, Global Neoliberalism and the Contemporary Social Structure of Accumulation, s.93-120.
52. a.g.e. içerisinde, Robert Boyer, "The Rise of CEO Pay and the Contemporary Social Structure of Accumulation in the United States, s.236.
53. John Bellamy Foster & Robert W. Mc Chesney, "Listen Keynesians, It's the System!", Monthly Review, April 2010, s.55.
54. William Lazonick and Mary O'Sullivan, Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance, Economy and Society, Volume 29, Number 1, February 2000, s.13-35.
55. Michael C.Jensen and William H.Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3 (October 1976), s.305-306.
56. a.g.m., s.14.
57. John Grahl, "Globalized Finance", New Left Review, Mart-Nisan 2001, s.40-41.
58. Özgür Orhangazi, "Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2004, MPRA Paper No.7724, March 2008.
59. James Crotty, "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and "Modern" Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era, Gerald Epstein (der), a.g.e. içerisinde, s.77-110.
60. a.g.m., s.93.
61. Mother Jones, January/February 2010, s.30,
62. Bloomberg Dergisi, 7-13 Şubat 2011.
63. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010, s.61.
64. Juan Pablo Painceira, Finansallaşma Döneminde Gelişmekte Olan Ülkeler: Sürekli Açıktan, Döviz Rezervi Biriktirmeye, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Costas Lapavistas (Hazırlayan) içerisinde, Yordam Kitap, 2010, s.256-298.
65. Nuray Ergüneş, Finansallaşma Döneminde Türkiye Ekonomisi, a.g.e. içerisinde, s.328.

66. John Bellamy Foster, The Financialization of Accumulation, Monthly Review, October 2010, s.2.
67. BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2010.
68. http://iso.org.tr/tr/web/statik sayfalar/meclis_konuşmaları_22-07-09.aspx
69. United Nations, World Economic Situation and Prospects 2011, New York 2010.
70. BDDK, "Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, Eylül 2010, s.44.
71. Asya-Avrupa Halk'ın Forumu sonuç metni. The Global economic crisis: An historic opportunity for transformation, metne erişim için: http://www.casinocrash.org.

Finansallaşma ve Reel Ekonomi

Yusuf Aytürk

1. GİRİŞ

Günümüzde farklı düşünce okullarından iktisatçılar arasında kabul gören genel görüşe göre, bir ekonomide finansal sektörün gelişimi, reel ekonomik büyüme için hayati bir öneme sahiptir. Ancak, nasıl bir finansal ya da kurumsal yapının ekonomik büyümeye en fazla katkıda bulunacağı konusunda tartışma devam etmektedir. Bu tartışmanın odağında finansın ekonomideki rolünün ne olması gerektiği yer almaktadır. Finans, reel ekonominin bir hizmetkar mıdır yoksa fiktif kazançlar elde edilen bir çeşit hile düzeninin efendisi midir?

Finans sektörünün veya finans sisteminin ekonomideki temel fonksiyonları, risk yönetimini kolaylaştırma ve riskin transferi, kaynak tahsisi, şirketlerin kontrolü ve yöneticilerin izlenmesi, tasarrufların mobilize edilmesi ve malların, hizmetlerin ve sözleşmelerin mübadelesini kolaylaştırmak şeklinde sıralanabilir.[1] Ancak finans sektörünün dina-

mikleri neoliberalizmin hüküm sürdüğü son 30 – 40 yıllık dönemde önemli ölçüde değişiklik gösterdi. Neoliberal dönemin önemli bir boyutu olarak kabul edilen küresel ekonominin finansallaşması, özellikle politik iktisatçılar tarafından son on yıldır üzerinde tartışılan en önemli konulardan birisi haline geldi.

Keynesyen ekonomi politikalarının yaygın bir şekilde uygulandığı 1940 – 1970 döneminde, finansal faaliyetler sıkı bir denetim mekanizması altında uzun vadeli yatırım ve ekonomik büyüme amacına hizmet etmekteydi. Bu dönemde, finansal düzenlemeler, finansal piyasaların üretim ve yatırım sürecini desteklemesi ve finansal kurumların reel sektör işletmelerine uygun koşullarda kredi sunması üzerine kurulmuştu. Ancak 1980 sonrasında daha önce finansal piyasalarda uygulanan sıkı denetim mekanizmaları, deregülasyon süreciyle birlikte ortadan kalktı. Finansal yenilikler ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme neredeyse sınırsız sayıda yeni finansal ürün ve yatırım yöntemi ortaya çıkardı ve finansal faaliyetlerin denetlenmesi neredeyse olanaksız hale geldi. Bu durumun bir sonucu olarak finansal piyasa, kurum ve faaliyetlerin ekonomideki önemi giderek arttı.[2]

Finansallaşma, modern ekonomilerde finansal piyasaların ve finansal kurumların ölçeğinin ve öneminin artması şeklinde tanımlanabilir. Epstein[3] tarafından yapılan ve en yaygın kabul gören tanımına göre, finansallaşma "yerel ve uluslararası ekonomilerin işleyişinde finansal piyasaların, finansal aktörlerin, finansal güdülerin ve finansal kurumların daha fazla yer almasıdır."

Marksist iktisatçı Lapavitsas[4] finansallaşma kavramının genel kabul görmüş bir tanımı olmadığını, ancak finansallaşmanın dünya ekonomisinde finansın, geçmiş 20 – 30 yıllık bir dönemde olağandışı büyümesini kesinlikle kapsadığını belirtir. Gelişmiş ülkelerde finansallaşma süreciyle birlikte finansal kurumlar, özellikle bankalar, özel sektöre kredi yoluyla fon sağlama fırsatları önemli ölçüde azaldığı için faaliyet alanlarında iki önemli değişime gitmek zorunda kaldı. Bunlardan ilki, bankaların mevduat toplamak ve kredi vermek gibi klasik bankacılık işlevlerinin yanında, ücret, komisyon ve sermaye kazancı gibi yeni kâr fırsatları sağlayan yatırım bankacılığı alanında da faaliyete başlamasıdır. İkinci olarak, bankaların kârlılık kaynağı olarak bireylerin gelirlerine odaklanması ve konut, tüketici, taşıt ve eğitim kredileri ya da emeklilik yatırım fonları ve sigorta poliçeleri gibi araçlarla doğrudan ve sistematik olarak bireylerin maaş ve diğer gelirlerinden kâr elde etmesidir. Bu süreç, finansal el koyma olarak adlandırılır.

Finansallaşma kavramı geniş kapsamlı, birbiriyle bağlantılı, ancak farklı boyutları bulunan (a) finansal piyasaların küreselleşmesi, finansal yatırımların ve bu yatırımlardan elde edilen gelirlerin artışını, (b) ekonomik kararlarda hissedar değerinin artan önemini ve (c) kurumsal yönetimin değişen yapısını tanımlamak amacıyla kullanılmaktadır. Finansallaşma kavramı, sıklıkla finans sektörü dışındaki firmalar ile finansal piyasalar arasındaki ilişkide meydana gelen değişiklikleri açıklamak amacı da taşır.[5]

Greta R. Kripner'e göre finansallaşma kavramının tanımına yönelik üç farklı görüş vardır. Bu görüşlerden ilkine göre, finansallaşma kavramı kurumsal yönetimin bir unsuru olan hissedar değeri maksimizasyonu anlayışının kabul edilmesidir. İkinci gruptaki görüş ise, finansallaşmanın, sermaye piyasaları ağırlıklı bir finansal sistemin, bankacılık temelli bir finansal sistemin önüne geçmesi şeklindeki tanımı benimser. Üçüncü gruptaki görüş de finansallaşmayı, rantiye sınıfının artan politik ve ekonomik gücü olarak tanımlar. Finansallaşma kavramı, "kârın ticaret ve üretimden ziyade esas olarak finansal araçlarla elde edildiği bir birikim modelidir." şeklinde de tanımlanabilir. Buradaki finansal araçlar terimi, gelecekte faiz, temettü ya da sermaye kazancı beklentisiyle nakit sermayenin geçici transferi anlamına gelen finansal faaliyetleri kapsar.[6]

Finansallaşma sürecinin önemli göstergelerinden birisi, ulusal gelirden finans sektörünün aldığı payla finans dışındaki sektörlerin aldığı payı karşılaştırmaktır. Tablo 1'de, 1998 – 2010 döneminde Türkiye'de finansal sektör gelirlerinin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya oranı yıllar itibariyle yer almaktadır. Bu oran 1998 – 2003 yılları arasında %12 – 16 düzeyinde seyrederken 2003 yılında başlayan bir artışla 2009 yılında %20 seviyelerine ve 2010'un üçüncü çeyreğinde yaklaşık %19 düzeyine ulaşmıştır. Finansal sektör gelirleri/GSYİH oranındaki bu artış ilgili dönemde finans sektörü kârlılıklarındaki artışla açıklanabilir. Türkiye'de 12 yıllık bir süreçte bu oranın %13 düzeyinden %20 düzeyine yükselmesi, finansal sektör şirketlerinin ekonomideki ağırlığının artmakta olduğunun önemli bir göstergesidir.

Tablo 1: Sabit Fiyatlarla Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
(İktisadi Faaliyet Kollarına ve 1998 Temel Fiyatlarına Göre)

Yıl	(A) Mali aracı kuruluşların faaliyetleri	(B) Dolaylı ölçülen mali aracılık hizmetleri	(C) Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Alıcı fiyatlarıyla)	(A+B)/C (%)
1998	5.347.364	3.518.398	70.203.147	12.63
1999	5.667.013	3.621.457	67.840.570	13.69
2000	5.911.394	3.684.508	72.436.399	13.25
2001	6.854.998	4.362.050	68.309.352	16.42
2002	6.440.559	4.007.776	72.519.831	14.41
2003	6.114.679	3.721.266	76.338.193	12.88
2004	6.969.108	4.269.825	83.485.591	13.46
2005	7.915.871	4.879.828	90.499.731	14.14
2006	9.023.176	5.729.267	96.738.320	15.25
2007	9.906.091	6.245.647	101.254.625	15.95
2008	10.803.084	6.773.149	101.921.730	17.24
2009	11.722.407	7.429.415	97.143.611	19.71
2010/09	8.888.800	5.881.187	77.798.642	18.98

Kaynak: TÜİK, ulusal hesaplar.

Finansallaşma süreciyle birlikte, özellikle gelişmiş ülkelerde sermaye piyasaları olağanüstü boyutlarda gelişme gösterdi. Bu ülkelerde bankacılık temelli finansal sistemlerden sermaye piyasalarının önemli rol oynadığı finansal sistemlere geçiş yaşandı. Bu doğrultuda, şirketler banka kredileri ile fon sağlamak yerine alternatif yöntemler olan sermaye piyasalarında yeni hisse senedi ve tahvil ihracı gibi yolları daha fazla ve yaygın olarak kullanmaya başladı. Ülkemizde de sermaye piyasalarının serüveni 1980'lerde başladı. 2011 Ocak ayı itibariyle, hisse senedi piyasalarımızda toplam kapitalizasyon değeri 460 Milyar Türk Lirası olan 352 şirket işlem görmektedir. Son yıllarda finansallaşma süreciyle birlikte ülkemizde, şirketlerin halka açılmasına yönelik düzenleyici otorite olan Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB öncülüğünde faaliyetler yürütülmektedir. Sadece 2010 yılında 23 yeni şirket hisse senedi piyasalarımızda işlem görmeye başladı. İMKB tarafından "Halka Arz Seferberliği" olarak adlandırılan çalışmalar kapsamında indirimli satış kampanyalarını anımsatır bir şekilde, İMKB'nin 25. kuruluş yıldönümü nedeniyle İMKB'den halka açılacak şirketlere %25 kotasyon ücreti in-

dirimi uygulanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde özel sektör tahvil ve bono piyasaları oldukça aktif piyasalardır ve çok sayıda ihraç gerçekleşmektedir. Ülkemizde ise yıllarca kamu borçlanma gereksiniminin yüksek olması sebebiyle tahvil ve bono piyasasının tek hakimi kamu kağıtlarıydı. Ancak, faiz oranlarında ve kamu borçlanma gereksinimindeki göreceli azalış, özel sektör tahvil ve finansman bonolarını gündeme getirdi. Ülkemizde 2010 yılında 15 ve 2011 yılının ilk iki ayında ise 5 farklı şirkete ait tahvil ya da banka bonosu ihracı gerçekleşti. Ancak Türkiye'de halen bankacılık ağırlıklı bir finansal sistemin bulunduğu söylenebilir.

2000 – 2009 döneminde Türkiye ekonomisindeki seçilmiş temel ekonomik göstergeler Tablo 2'de yer almaktadır. 2000 – 2001 krizi sonrası Türkiye ekonomisindeki temel eğilim, istihdam yaratmayan hızlı büyüme, ithalat ve ihracatta artış, yüksek cari açık, sermaye hesabı fazlası, yüksek oranda rezerv birikimi ve yükselen dış borçlar şeklinde sıralanabilir.[7] Ayrıca finansal piyasalardan tetiklenen küresel ölçekli ekonomik krizin etkisiyle, Türkiye ekonomisi 2008 yılının son çeyreğinden başlayarak üst üste 4 çeyrek küçülerek, resesyona girmiştir. Ancak 2009 yılının son çeyreğindeki %6.0, 2010 yılının ilk üç çeyreğindeki sırasıyla %11.8, %10.2 ve %5.5 büyüme oranlarıyla birlikte Türkiye ekonomisinin tekrar bir büyüme ivmesi kazandığı söylenebilir.

Tablo 2: Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler

Gösterge	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GSYİH Artışı (%)	6.2	5.3	9.4	8.4	6.9	4.5	0.7	-4.7
İhracat (Milyar $)	36.1	47.3	63.2	73.5	85.5	107.2	132.0	102.1
İthalat (Milyar $)	51.6	69.3	97.5	116.8	139.5	170.0	202.0	140.9
Cari İşlemler/GSYİH (%)	-0.3	-2.5	-3.7	-4.6	-6.1	-5.9	-5.7	-2.2
İşsizlik Oranı (%)	10.3	10.5	10.3	10.3	9.9	10.6	10.7	13.5
Enflasyon Oranı TÜFE (2003=100) (%)	29.7	18.4	9.3	7.7	9.7	8.4	10.1	6.5
AB Tanımlı Borç Stoğu/GSYİH (%)	73.7	67.4	59.2	52.3	46.1	39.4	39.5	45.5
Merkez Bankası Rezervleri (Milyar $)	26.8	33.6	36.0	50.5	60.8	70.1	71.0	69.7

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı "Türkiye Ekonomisi Temel Ekonomik Göstergeler" Nisan-2010, www.hazine.gov.tr

Finansallaşma sürecinde finansal piyasa, kurum ve faaliyetlerin ekonomideki önemi arttı. Bu süreçte, emtia piyasalarında rekabetin yoğunlaşması ve tüketim eğiliminin zayıflaması gibi nedenlerle reel sektörde kârlılık oranları düşüş gösterdi. Sabit sermaye yatırımlarının getirilerindeki azalış ve kısa vadeli finansal yatırımlardan sağlanan yüksek kârlılık birçok reel sektör şirketinin finansal sektörde de faaliyet göstermeye başlamasına yol açtı. Öyle ki, reel sektörde faaliyet gösteren birçok dev kuruluş finans sektöründe de faaliyet göstermeye başladı. Ülkemizde de benzer bir durum geçerlidir. Dikkat edilirse, önde gelen hemen hemen tüm ticaret ve sanayi sermayedarlarının, bir banka, aracı kurum, yatırım şirketi ve son olarak sigorta şirketine de sahip olduğu görülür. Sabancı Holding'in Akbank'ı, Ak Yatırım'ı, Ak Sigorta'sı; Koç Holding'in Yapı ve Kredi Bankası, Yapı Kredi Yatırım'ı, Yapı Kredi Sigorta'sı; Doğuş Holding'in Garanti Bankası, Garanti Yatırın ve Eureko Sigorta'sı ve bunların kurmuş olduğu yüzlerce yatırım fonu ilk akla gelen örneklerdir. Ülkemizde finans sektörünün en önemli iki alanı bankacılık ve sigortacılıkta son yıllarda artan yabancı ilgisi söz konusudur. Bu doğrultuda, bankacılık ve sigortacılıkta gerçekleşen yabancı satın alma ve birleşmeleri sonucunda, yerli sermayedarların olağanüstü kârlarla ihya olduğu örneklere rastlanmaktadır.

Finansallaşma sürecinde, reel sektör şirketlerinin ürettikleri ya da pazarladıkları ürünleri daha kolay bir şekilde satabilmeleri amacıyla tüketici finansmanı şirketleri kurduğu gözlendi. Dünyanın en büyük ikinci otomobil üreticisi olan General Motors şirketi, ürettiği otomobilleri daha kolay bir şekilde satabilmek amacıyla, acentaları ve kendi finans kuruluşu aracılığıyla tüketicilere taşıt kredisi sağlamaktadır. Ülkemizde benzer bir amaçla kurulmuş olan Koçfinans, Koç grubunun sahibi olduğu ve başta taşıt ve konut kredisi olmak üzere eğitim, motorsiklet, beyaz eşya ve ısıtma-soğutma kredisi de dahil, tüketici kredileri sağlayan bir finans kuruluşudur. Çıkış noktası, ticaret ve sanayi olan dev holdinglerin birçoğu bugün finans sektöründe de yer almakta ve bu şirketlerin toplam kârları içerisinde finansal sektör kârları önemli düzeylerde seyretmektedir.

Post-Keynesyen makroekonomik anlayışa göre, finansallaşmanın reel ekonomiye etkilerine ilişkin üç farklı çıkarım vardır. İlk olarak, finansal olmayan şirketlerin belirlediği hedefler ve karşılaştığı kısıtlar ekonomiyi tam anlamıyla etkileyecektir. Bu kapsamda, artan hissedar gücü ile birlikte, yönetim ve çalışanların uzun vadeli sermaye birikimi anlayışının yerini, hissedarların kısa vadeli kârlılık anlayışı alacaktır. Diğer taraftan, artan temettü ödemeleri ve hisse geri satın almaları ne-

deniyle, şirketlerin yatırım projelerini finanse edecek fon kaynağında azalış meydana gelecektir. İkinci olarak, finansallaşma sürecinde hanehalkı için geçerli olan yeni fırsatlar, servet ve borçlanma bazlı tüketimi artıracaktır. Son olarak, gelirin dağılımı, hissedarlar, yöneticiler ve işçiler arasındaki güç ilişkilerindeki değişikliklerden etkilenecektir.[8] Bu bölümde finansallaşma sürecinin reel ekonomiye etkileri, post-Keynesyen anlayışla tutarlı bir şekilde, finansallaşmanın reel sektör yatırımları, hane halkı tüketimi, gelir dağılımı ve ekonomik büyüme modelleri üzerindeki etkileri şeklindeki dört alt başlıkta incelenmekte ve Türkiye'deki durum mercek altına alınmaktadır.[9, 10]

2. FİNANSAL OLMAYAN ŞİRKETLERİN YATIRIMLARI

Ekonomide finansın ağırlığının artması, bankalar, aracı kuruluşlar, sigorta şirketleri ve diğer finans sektörü şirketlerinin büyümesi şeklinde yansımaktadır. Fakat finansın ekonomideki ağırlığının artması, finansal olmayan şirketlerin davranışları üzerinde de önemli değişimlere yol açar. Bu nedenle, finansallaşma olgusunun doğru bir şekilde ve yeterli düzeyde açıklanabilmesi için hem finansal hem de finansal olmayan şirketlerin yatırım davranışlarındaki değişim izlenmelidir. Sadece finans sektöründeki değişime bakmak yeterli olmayacaktır.

Keynesyen dönemde işletmeler uzun dönemli sabit sermaye yatırımlarıyla getiri elde etme amacı gütmekteydi. Finansallaşma sürecinde, işletmelerin nihai hedefi, kısa vadede şirket hisse senedi değerinin maksimizasyonu haline geldi. Finansallaşmayla birlikte, ABD gibi gelişmiş ülkelerde şirket yönetiminde yeni mekanizmalar geliştirildi. Bu doğrultuda, sanayi şirket yöneticilerinin büyüme odaklı yaklaşımı tercih etmeleri engellendi ve yönetimin tercihleri hissedar kârlılığının maksimizasyonu hedefine yöneldi. Söz konusu süreçte, şirket yönetiminin büyüme hedefi, çeşitli yöntemlerle engellendi. Bu yöntemler, hissedarların daha yüksek temettü ödemesi talepleri, şirketlerin hisse senedi piyasalarından hisse senedi ihracı yoluyla sermaye toplama gücündeki azalma (yeni hisse senedi ihracı genellikle hisse senedi değerinin azalmasına yol açmaktadır.), finansal kaldıraca olan yüksek düzeydeki bağlılık ve hisse senedi piyasalarında artan saldırgan şirket ele geçirme tehdidi şeklinde sıralanabilir.

Finansallaşma sürecinde yaşanan belki de en önemli gelişmelerden birisi, kurumsal yönetim ve hissedar değeri maksimizasyonu kavramlarının bir sonucu olarak, geleneksel şirket yönetim politikası olan, "kârı şirkette tut ve yatırım yap" stratejisinin yerini, hissedar değeri temelli

bir strateji olan, "şirketi küçült ve kârı dağıt" stratejisinin almasıdır.[11] Keynesyen dönemin uzun vadeli sabit yatırım anlayışından, finansallaşma döneminin kısa vadeli kâr maksimizayonu anlayışına geçiş süreci, vekil maliyetleri, kurumsal yönetim, hissedar değeri devrimi ve yönetici-hakim kapitalizm kavramlarıyla açıklanabilir.

Finansallaşmanın büyük sanayi şirketlerinin sabit sermaye yatırımı kararlarındaki etkisi tartışmasızdır. Bu etki, finansal olmayan şirketlerdeki hissedar-yönetici çıkar çatışması sonucu ortaya çıkmaktadır. Hissedar-yönetici çıkar çatışması, şirket düzeyindeki "büyüme-kârlılık dengesi" varsayımından kaynaklanmaktadır. Bu dengede, yöneticiler uzun vadeli yatırımlar aracılığıyla büyüme hedefini benimserken, hissedarlar hissedar değeri maksimizasyonu doğrultusunda yüksek kısa vadeli kârlılık beklentisi içindedirler. Yüksek kısa vadeli kârlılık ise, finansal yatırımları artırırken sabit sermaye yatırımlarının düşük düzeyde kalmasına yol açmaktadır.[12]

Keynesyen iktisadi anlayışın sona ermesi ve neoliberal dönemin başlangıcı ile birlikte ulusal ve uluslararası fon akımlarındaki yeni finansal deregülasyon dalgası, finansal olmayan şirketlerin yöneticilerini, finansal kararların daha fazla önemli olduğu yeni bir dünya ile baş başa bıraktı. Bu dönemde özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, hissedar değeri devrimi ve birtakım yeni teşviklerle birlikte, artık şirket yöneticilerin temel öncelikleri, uzun dönemde şirketin gelişimi pahasına dahi olsa, kısa dönemli kâr ve hisse senedi değerinin maksimizasyonu oldu. Son yıllarda, özellikle post-Keynesyenler tarafından, büyük sanayi şirketlerine özgü olan hissedar-yönetici çatışmasının, finansallaşma ve şirket sabit kıymet yatırımlarındaki etkisi vurgulanmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde, finansal kapitalistler ve yöneticiler iki önemli ekonomik aktör olarak sahneye çıktı. Bu dönemde, finansal kapitalistler endüstri kollarında meydana gelen birleşmelerin finansmanında hayati bir rol üstlendiler. Yine bu dönemde artık dev şirketler, maaşlı profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmeye başlandı. Bu dönem, yönetici-hakim kapitalizm olarak da adlandırılır. Yönetici-hakim şirket teorisinin temelinde şirket sahipliği ve şirketin kontrolünün birbirinden ayrılması yer almaktadır. Yöneticilerin amacı, hissedarlarınkinden farklıdır. Hissedarlar, öncelikli olarak dağıtılan temettü ve hisse senedi fiyatlarıyla ilgilidir. Yöneticiler ise, genellikle kendi çıkarları doğrultusunda yüksek piyasa değeri ve hızlı büyüme ile ifade edilebilen güç ve prestije, lüks ofis ve çok sayıda çalışana sahip olmaya önem verirler. Ortaklık ve yönetimin farklı kişilerde olduğu bir

şirkette neler olduğu ve şirketteki işlemlerin nasıl yürütüldüğüne ilişkin, bir asimetrik bilgi sorunsalı her zaman vardır. Bu nedenle, yöneticiler her zaman hissedarlara kıyasla bilgisel bir üstünlüğe sahiptir.[13]

Asil-vekil sorunu, finansman ve yönetimin, ya da mülkiyet ve kontrolün ayrı olması nedeni ile ortaya çıkmaktadır. Bir yönetici, yatırımcılardan temin ettiği fonları kârlı yatırımlarda kullanabilir ya da bunları şirkette tutabilir. Yatırımcıların, fonlarının getiri sağlamasına; yöneticilerin ise yatırımcıların fonlarına ihtiyacı bulunmaktadır. İşte yatırımcılar ile yöneticiler arasındaki bu durum, asil-vekil sorununu gündeme getirmektedir. Genellikle yatırımcılar ile yöneticiler arasında bir sözleşme imzalanır. Bu sözleşmede, spesifik olarak, yöneticilerin sağladıkları fonları ne amaçla kullanacakları ve elde edilen getirinin yönetici ile fon sağlayanlar arasında nasıl paylaşılacağı belirtilir. Kurumsal yönetim, yönetim ve finansmanın ayrı olmasından kaynaklanan asil-vekil sorunu ile ilgilidir. Yatırımcı haklarının yasal düzenlemeler ile korunması kurumsal yönetimin en temel unsurunu oluşturur.[14] Asil-vekil teorisi, 1970'lerde şirket yöneticilerinin piyasa mekanizması tarafından kontrol edilmediğini ve bu nedenle yöneticilerin şirket kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanmakta olduklarını ya da en azından hissedarların aleyhine faaliyet gösterdiklerini belirtmektedir. Profesyonel yönetici uygulamasının gelişmesi ve 1970'lerde şirketlerin göreceli olarak kötü performans göstermesiyle birlikte, asil-vekil sorunu ile ilgili çalışma yürüten teorisyenler, şirketleri kontrol etme fonksiyonu olan bir piyasaya ihtiyaç duyulduğunu ve bunun kötü performans gösteren şirket yöneticilerini disiplin altında tutacağını öne sürmüşlerdir. Bu kapsamda, şirket hisse senedi getirisi, bir performans ölçütü olarak kabul gördü ve hissedar değeri maksimizasyonu, asil-vekil sorunu ile ilgilenen teorisyenler için temel bir öğreti haline geldi. Hissedar değeri anlayışı, 1970'lerde yeni bir sermaye grubu olan kurumsal yatırımcılar tarafından da destek gördü. Şirket hisse senedi sahipliğinin bireysel yatırımcılardan, yatırım fonları, emeklilik fonları ve hayat sigortası şirketleri gibi kurumsal yatırımcılara transferi, piyasa odaklı performans kontrolünü mümkün kıldı ve hisse senedi sahiplerine hisse senedi getirilerini ve piyasa değerlerini etkilemeye yönelik önemli bir güç verdi.[15]

Hissedar değeri anlayışı, 1980'lerden günümüze, özellikle gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) şirketler için bir kurumsal yönetim ilkesi olarak kabul görmektedir.[16] Bu doğrultuda, 1980'lerin başından itibaren yönetici-hakim kapitalizm anlayışının sona erdiği ve yerini hissedarların hakim olduğu hissedar değeri maksimizasyonu anlayışına bırak-

tığı söylenebilir. Hissedar değeri anlayışının hakim olduğu neoliberal dönemde, şirket stratejisinin nihai amacı, finansal varlık yatırımlarını güçlendirmek ve sermaye piyasalarında piyasa değeriyle temsil edilen hissedarların servet birikimini artırmaktır.[17] Bu görüşe göre, şirket yöneticilerinin esas görevi, şirketi hissedarların çıkarları doğrultusunda yönetmektir. Ancak şirket yöneticileri ile hissedarların çıkarları faklıdır. Bu durumda, şirket yöneticileri, hissedarların çıkarlarına aykırı kararlar aldıklarında cezalandırılır ve/veya yönetici ile hissedar çıkarları uyumlaştırılır. Yöneticilerin cezalandırılması, kısa vadeli performansa bağlı ücretlendirme sistemi ve saldırgan şirket ele geçirmeleri şeklinde gerçekleşir.

1980'lerde ABD'de hisse senedi piyasaları, çok büyük çaplı bir işletme ele geçirme/devralma hareketine sahne oldu. Yüksek oranlarda borçlanan yatırımcılar, borsada işlem gören hisse senetlerinin çoğunluğunu ele geçirdikleri işletmeleri yeniden yapılandırarak, ya da parça parça satışa sunmak yoluyla yüksek kârlar elde etmeye başladı. Bu dönemde, ABD'deki şirketlerin yarısı bu türden bir girişime maruz kaldı. Bu tip girişimlere karşı çoğu yönetici, şirketlerini ve işlerini güvence altına almak amacıyla özel temettü ödemeleri ve hisse geri alımları yoluyla hisse senetlerinin değerini yükseltmeye çalıştı. Böylelikle, yükselen hisse senedi fiyatları potansiyel alıcıları caydıracaktı. Gelişmiş hisse senedi piyasalarında şirket ele geçirme hareketi, şirket yöneticilerinin önceliklerini değiştirdi. Bu süreçte, yatırımcıların beklediği getiri kriterlerini tutturamayan şirketler, hisse senedi fiyatlarının düşmesi ve bunun sonucu olarak da bir devralma girişimine maruz kalmamak için iki yola başvurdu. Bunlar, yüksek düzeyde temettü ödemelerinin yapılması ve piyasada şirketin kendi hisse senetlerini satın alması yoluyla hisse fiyatlarını artırmasıdır.[18] ABD'de yaşanan şirket ele geçirme hareketi, asil-vekil teorisi kapsamında neo-klasik finansal iktisatçılardan da destek gördü. Neo-klasik finansal iktisatçılar, ele geçirme hareketinin hissedar-yönetici çıkar çatışmasını azaltabileceğini düşünmekteydi.[19]

Hissedar değeri anlayışının hakim olduğu dönemde, hisse senedi piyasalarındaki şirket ele geçirme tehdidinin yanı sıra, şirket üst düzey yöneticilerinin çıkarlarının hisse senedi opsiyonları aracılığıyla hissedarların çıkarlarıyla uyumlu hale geldiği gözlendi. Hisse senedi opsiyonları, genel olarak şirket yöneticilerine önceden belirlenmiş bir fiyattan yönetmekte oldukları şirketlerin hisse senetlerini satın alma hakkı vermektedir. Bu nedenle, yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda yönettikleri şirketlerin hisse senedi fiyatını, opsiyonda belirlenen fiyatın üzerine çıkarmaya çalışmaktadırlar.[20] Hissedar değeri anlayışı

çerçevesinde hissedarlar, şirket yöneticilerine potansiyel bir şirket ele geçirme girişimini tehdit ve hisse senedi opsiyonunu ise teşvik olarak benimsettiler. Böylelikle, yöneticiler de hissedar değeri maksimizasyonunu nihai amaç olarak kabul ettiler.

Bankacılık ağırlıklı bir finansal yapıya sahip Türkiye'de sermaye piyasaları yeterince gelişmemiştir. Bunun yanında kurumsal yatırımcıların hisse senedi piyasalarında ağırlıklı bir role sahip olduğu söylenemez. Bu nedenle, Türkiye gibi gelişen piyasalarda hissedar değeri yaklaşımının tam anlamıyla benimsendiği ve uygulandığı ileri sürülemez.

Bahsettiğimiz hissedar değeri yaklaşımının uygulandığı bir ekonomik sistemde şirketlerin reel yatırım süreçlerine ilişkin iki önemli değişimin gerçekleşmesi beklenir.[21]

- Hissedarlar şirket kârının önemli bir bölümünün kendilerine dağıtılmasını, diğer bir ifadeyle yüksek düzeyde temettü dağıtım oranlarının gerçekleşmesini ister ve yöneticilere bu doğrultuda baskı yaparlar. Bu durum, şirketin yeni sabit sermaye yatırımlarında kullanılabilecek olan fon kaynaklarının azalmasına neden olacaktır.
- Şirket yöneticileri kısa dönemli kârlılık ve finansal piyasa performansına dayalı bir ücretlendirme sistemine tabii olduklarından, yöneticiler ve şirketin, sabit sermaye yatırımına dayalı büyüme yönündeki tercihleri zayıflamaktadır.

Finansallaşmanın şirketler üzerindeki etkileri, şu şekilde de özetlenebilir. Yeni finansal ortamda, şirketler temettü dağıtmak konusunda aşırı baskıya maruz kalmaktadır. Bunun yanında şirketler piyasa değerlerini koruyabilmek kaygısıyla yeni hisse senedi ihraç etmez ve daha fazla borçlanma yoluna gider.[22]

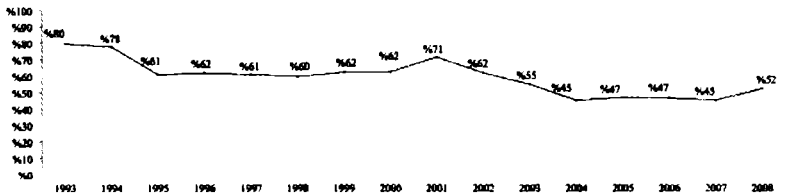
Özgür Orhangazi'nin analizine göre, finansallaşma döneminde finansal olmayan şirketler ile finansal sermaye arasındaki ilişkide iki temel değişikliğin meydana geldiği söylenebilir. İlk olarak, finansal olmayan şirketlerin hisse senetlerinin giderek artan bir kısmını kontrol eden kurumsal yatırımcılar, pasif kalmaktan ziyade şirket yönetim stratejilerinin belirlenmesinde doğrudan bir rol oynamaya başladı. Kurumsal yatırımcılar, yalnızca şirket yönetim stratejilerini değiştirmekle yetinmeyip, aynı zamanda şirket kârlarının giderek artan bir bölümünün kendilerine kâr payı olarak dağıtılmasını sağladılar. İkinci olarak, finansal faaliyet kârlılığının giderek artması sebebiyle finansal olmayan şirketler, giderek artan oranlarda finansal yatırımlara yöneldi. Böyle-

likle, bu şirketler, ana faaliyetlerine ek olarak finansal faaliyetlerden de yüksek kârlar elde etmeye başladı.[23]

James Crotty'ye göre ise, ABD'de büyük sanayi şirketleri ile finansal piyasalar arasındaki ilişkinin iki açıdan değişiklik gösterdiği söylenebilir. Finansallaşma sürecinde ilk olarak finansal aracıların görüşleri ve davranışlarında önemli bir değişim gözlendi. Finansallaşmayla birlikte finansal yatırımcılar, büyük sanayi şirketlerini uzun vadeli büyüme ve teknolojik yenilik amacıyla üretim yapan likit olmayan reel varlıklar olarak kabul etmek yerine, yöneticilerin sürekli olarak şirket hisse senedi değerini maksimize etmeye çalıştığı likit birer yatırım portföyü olarak kabul etmeye başladı. İkinci temel değişim ise, yönetimin ücretlendirme sisteminde gerçekleşti. Finansallaşma dönemi öncesinde yönetici ücretleri, şirketlerin uzun vadeli başarısı ile orantılı iken, yeni dönemde, yönetici ücretleri kısa vadeli hisse senedi fiyat hareketlerine dayanmaktadır. Yaşanan her iki değişiklik, finansal olmayan şirketlerin planlama dönemlerini kısalttı ve yöneticileri ABD ekonomisinin genel performansını kötüleştiren stratejilere adapte olmaya zorladı.[24]

Finansal piyasalar, vergi avantajı ve finansal kaldıraç yoluyla özsermaye üzerinden yüksek getiri elde imkanı sağlaması nedeniyle, şirketlerin yatırımlarını borçlanma yoluyla finanse etmesini teşvik eder.[25] Bu doğrultuda, finansallaşma olgusundan söz edebilmek için şirketlerin iç finansman kaynaklarında bir azalma, borçluluk oranlarında ise bir artışın gözlenmesi beklenir. Finansallaşma ile birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, finansal olmayan şirketlerin borçluluk oranlarında bir artış gözlenmektedir. Grafik 1'de Türkiye'de faaliyet gösteren ilk 500 büyük sanayi şirketi için 1993 – 2008 döneminde borçlar/varlıklar oranları yer almaktadır. 1993 yılında %80 düzeyinde olan borçlar/varlıklar oranı, 2008 yılında %52'ye düşmüştür. Ancak finansallaşma sürecinin finansal olmayan şirketler üzerindeki etkisinin önemli bir göstergesi olan yüksek borçluluk düzeyleri, Türkiye'de faaliyet gösteren finansal olmayan şirketler için 2008 yılı itibariyle halen yüksek bir düzeydedir.

Grafik 1: Türkiye'nin İlk 500 Sanayi Şirketine Ait Borçlar/Toplam Varlıklar Oranları (1993 – 2008)



Kaynak: ISO, Birinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Listesi (1993-2000) Yazarın kendi hesaplamasıdır.

Finansallaşma süreci, finans sektörü kârlılığının aşırı derecede artması ve bu sektördeki şirketlerin büyümesiyle sonuçlandığı gibi, finans sektörü dışında faaliyet gösteren sanayi ve ticaret şirketlerinin de sabit sermaye yatırımı kararlarında, sermaye birikimi süreçlerinde ve sermaye yapılarında radikal değişikliklere neden oldu. Bu değişikliklerin nasıl gerçekleştiğine bakacak olursak; finansallaşmayla birlikte, reel sektör şirketlerinin kısa dönemli finansal getiri elde etme olanaklarının arttığını görüyoruz. Bunun yanı sıra, kısa dönemli finansal getiri oranlarındaki artış, sabit sermaye yatırımı getirilerindeki artıştan daha yüksek düzeyde gerçekleşti. Bu durum da, finansal olmayan şirketlerin toplam varlıkları içerisindeki finansal varlıkların payının artmasına yol açtı. Artan kısa vadeli ve daha kârlı finansal yatırımlar, reel sektör şirketlerinin sabit sermaye yatırımlarını dışladı ve sonuçta büyük sanayi ve ticaret şirketlerinde sabit sermaye birikimleri ciddi düzeylerde azaldı. Şunu belirtmek gerekir ki, gelişmekte olan ülkelerde de gözlenmesine rağmen, bu olguya gelişmiş ülkelerde daha açık bir şekilde rastlanmaktadır.

1973 – 2003 döneminde ABD'deki finansal olmayan şirketlerin sermaye birikimi ile finansallaşma arasındaki ilişkiye bakıldığında, dünya üzerinde en gelişmiş finansal piyasalara sahip olan bu ülkede finansallaşmanın vardığı boyutlar, finans sektörü dışındaki şirketlerin bilanço ve gelir tablosu verilerinden yararlanarak incelenebilir. Özgür Orhangazi'ye göre, finansallaşmanın reel sektör şirketleri üzerindeki etkilerini tespit etmek amacıyla analiz edilebilecek iki temel durum söz konusudur. İlk olarak, artış gösteren finansal yatırım seçenekleri ve finansal kâr fırsatları, şirket yöneticilerinin yatırım kararlarını etkiler ve şirket içi mevcut fonların kısa dönemli kâr güdüsüyle finansal piyasalara aktarılmasına neden olur. Böylece, artış gösteren finansal yatırım

seçenekleri ve finansal kâr fırsatları reel yatırımlar üzerinde bir dışlama etkisine yol açar. İkinci durum ise, finansallaşma olgusunun yol açtığı hisse senedi değerini maksimize etmek amacı doğrultusunda şirketlerin finansal piyasalara daha çok faiz ve temettü ödemesi yapmaya başlamasıdır. Bu durum, şirketlerin iç finansman kaynaklarının azalması, şirket yönetiminin kısa vadeli planlamalara yönelmesi ve belirsizliği arttırması sebebiyle, yeni reel yatırımların yapılmasını engeller.[26]

Engelbert Stockhammer'ın yapmış olduğu analize göre, 1960 – 2000 döneminde ABD, İngiltere, Almanya ve Fransa'da faaliyet gösteren finans sektörü dışındaki şirketlerin daha yüksek finansal kâr (rentier income) elde etmesi, sabit sermaye birikimini olumsuz yönde etkilemektedir. Gerçekten de ABD, İngiltere, Almanya ve Fransa gibi gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde 1960 – 2000 döneminde finansallaşma, reel yatırımların azalmasında önemli bir rol üstlenmiştir.[27] Post-Keynesyen şirket teorisi, hissedar değeri yaklaşımının etkileri dikkate alınarak genişletilebilir. Neoliberalizmin gerçekleriyle tutarlı bir şekilde, hissedar değeri yaklaşımının yatırımları ve çıktı miktarını azaltırken, kârlılığı arttırdığı söylenebilir.[28]

Finansal liberalleşmeyle birlikte gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de finansal yatırım alternatifleri artış gösterdi, sermaye piyasalarının etkin çalışmaması ile birlikte risk ve belirsizlik düzeyi arttı ve son olarak yüksek reel faiz oranları ve finansal piyasalardaki cazip getiri oranları ortaya çıktı. Finansallaşma olgusunun yol açtığı tüm bu gelişmeler, uzun dönemli sabit sermaye yatırımları yapmaktan ziyade, şirketleri kısa dönemli finansal yatırım yapmaya teşvik etti.

Fırat Demir çalışmalarında, gelişmiş piyasalardan ziyade gelişen piyasalarda reel sektörün finansallaşmasını analiz etmiştir. Arjantin, Meksika ve Türkiye'de faaliyet gösteren finans sektörü dışındaki şirketlerin 1990 – 2003 dönemini kapsayan bilanço ve gelir tablosu verilerinin analizi sonucunda, bu ülkelerde finansal ve reel yatırım getirileri arasındaki farkın, finansal yatırımlar lehine artış göstermekte olduğu görülmektedir. Bu durum, özel sektör sanayi şirketlerinin yeni sabit sermaye yatırımlarını önemli ölçüde azaltmaktadır.[29]

Finansallaşma süreciyle birlikte, şirketlerin, kısa vadede cayılması mümkün olmayan uzun vadeli sabit sermaye yatırımlarından daha çok, esnek nitelikte olan kısa vadeli finansal varlıklara yatırım yapmayı tercih ettikleri söylenebilir. Yüksek gelirli OECD ülkelerinde, finansal olmayan şirketlerin yatırım portföy dağılımı kararlarında, yapısal bir değişimin olduğu gözlenmektedir. Finansal olmayan şirketlerin yatırım kararlarının finansallaşmasının şirket kârlılıklarını kısa vadede artırma-

sı beklenir. Şöyle ki, finansal yatırımlara artan düzeylerde ulaşabilirlik, piyasaların katı olduğu, faaliyet kârlarının azaldığı, emtia piyasalarında rekabetin arttığı ve yüksek risk seviyelerinin yaşandığı bir ortamda, finansal olmayan şirketlerin kârlılık düzeylerini devam ettirebilmelerini sağlamaktadır. Böyle bir ortamda, artan risk ve oynaklık esas faaliyet kârlarını azaltıp, kısa vadeli borçları artırırken, aynı koşullar finansal kârlılığı ve kısa vadeli finansal yatırımların değerini artırabilir.[30,31,32,33]

Fırat Demir, Türkiye'deki halka açık üretim şirketlerinin 1993 – 2003 dönemi boyunca 6'şar aylık bilanço ve gelir tablosu verilerini analiz ettiği çalışmasında, artan makroekonomik belirsizlik ve sermaye akımlarındaki oynaklığın, istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kârlılık üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu belirtmektedir. Ancak kısa vadeli finansal varlıkların toplam varlıklar içindeki payının artması, finansallaşmanın üretim şirketleri kârlılıkları üzerindeki negatif etkisini istatistiksel olarak anlamlı bir seviyede azaltmaktadır. Diğer bir ifadeyle finansal olmayan şirketlerin varlıkları içerisindeki kısa vadeli finansal varlıklardaki artış, şirket kârlılıklarını artırmaktadır.[34]

Greta R. Krippner'e göre, ABD ekonomisindeki finansallaşmanın boyutlarını ortaya koymak için iki temel göstergeye bakılabilir. Bunlardan ilki, finansal olmayan şirketler için gelirin kaynaklarıdır. Finansal olmayan şirketlerin elde ettikleri portföy gelirlerinin (faiz, temettü ve yatırımlar üzerindeki sermaye kazancı), üretimden elde edilen gelirlere göre daha fazla artış göstermesi, finansallaşmanın önemli göstergelerinden birisi olarak kabul edilir. İkinci gösterge ise, ekonomide finansal sektör kârlarının, finansal olmayan şirket kârlarına kıyasla daha fazla artış göstermesidir.[35] İkinci kriteri temsil eden mali sektör gelirlerinin milli gelire oranı, Türkiye için yıllar itibariyle daha önce açıkladığımız Tablo 1'de yer almaktadır.

Finansallaşma süreci ile birlikte, finansal olmayan şirketlerin, finansal yatırımlardan elde ettikleri gelirlerinde artış olması beklentisinin yanında, kısa vadeli değer artışı ve gelir elde etme amacı taşıyan kurumsal yatırımcıları tatmin etmek için temettü ödemelerinin artması ve finansal piyasalara borçlanma yoluyla katılımda artış olması sebebiyle, faiz ödemelerinin artması da beklenmektedir. Grafik 2, Türkiye'de faaliyet gösteren ilk 500 büyük sanayi şirketinin elde ettiği net katma değerin yüzde kaçını faiz ödemesi olarak dağıttığını göstermektedir. 1993 – 2008 döneminde azalan borçluluk düzeylerine ve faiz oranlarındaki azalışa bağlı olarak sanayi şirketlerinin faiz ödemelerinin de bu süreçte önemli ölçüde düştüğü gözlenmektedir. Ancak bu oran, 2008 sonu itibariyle halen %14,50 gibi yüksek bir düzeydedir.

Grafik 2: Sanayi Şirketlerinin Faiz Ödemeleri
(Faktör Gelirlerinin %'si olarak)



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası

Fırat Demir'e göre finansal olmayan şirketlerin finansallaşma ile birlikte değişen yapısına ilişkin üç temel gösterge vardır. Bunlar: [36]

- Finansal olmayan şirketlerin, finansal sermaye üzerinden elde ettiği getiri oranlarındaki artışın, sabit sermaye yatırımı getirilerindeki artıştan çok daha yüksek olması,
- Finansal olmayan şirketlerin finansal varlıklarında gözlenen artış,
- Finansal olmayan şirketlerin sabit sermaye yatırımı oranlarında gözlenen azalıştır.

Finansallaşma sürecinde finansal yatırımlardaki artış, şirket gelir tablolarına, artan finansal gelirler şeklinde yansımaktadır. Finansallaşmanın finansal olmayan şirketler üzerindeki etkilerinden ilki, yukarıda da bahsedildiği üzere finansal olmayan şirketlerin, finansal faaliyetler üzerinden elde ettiği getiri oranlarındaki artışın, sabit sermaye yatırımı getirilerinden çok daha yüksek olmasıdır. Türkiye'de finansallaşmanın reel sektör şirketleri üzerindeki etkilerini gözlemlemek amacıyla, İMKB 30 endeksinde yer alan finansal olmayan şirketlerin finansal gelirlerinin (faiz, temettü ve yatırımlar üzerindeki sermaye kazancı) faaliyet kârlarına oranı, 2000 – 2009 dönemi için hesaplanmıştır. Bu oran, 2000 yılında %41,19 düzeyinde iken, 2001 ve 2002 yıllarında finansal gelirler faaliyet kârını aşmış ve bu oran da %100'ün üzerine çıkmıştır. 2009 yılı itibariyle ise bu oran %29,72 düzeyindedir. Bu durum, gösterge niteliğinde olan İMKB 30 endeksinde yer alan büyük sanayi ve ticaret şirketlerinin elde ettiği kârın önemli bir kısmının, finansal gelirlerden kaynaklandığını göstermektedir.

Finansallaşma süreciyle birlikte, finansal olmayan şirketlerin finansal varlıklarında da bir artış gözlenmektedir. Türkiye'de finansal olmayan şirketlerin, finansal varlıklarında artış olup olmadığını tespit etmek amacıyla, İMKB 30 endeksinde yer alan finansal olmayan şirketlerin finansal varlıklarının toplam varlıklara oranı, 2000 – 2009 dönemi için hesaplanmıştır. Bu oran, 2000 yılında %17,64, 2005 yılında %15,15 ve 2009 yılında yaklaşık %21 düzeyindedir. Bu durum, ülkemizde finansallaşma süreciyle birlikte, finansal varlıkların reel sektör şirketlerinin bilançolarındaki ağırlığının arttığını ve finansal varlıkların toplam varlıklar içerisinde önemli bir paya sahip olduğunu göstermektedir.

Finansal ve reel yatırımlar arasında ters yönlü bir ilişki olduğu söylenebilir. Diğer bir ifadeyle, finansal ve reel yatırımlar ikame edilebilir yatırım alternatifleridir. İşletmelerdeki mevcut fonlar, finansal ya da reel varlıklara yatırılabilir. Finansal yatırımların, reel yatırım projelerinden daha fazla getiri imkânı sağladığı dönemlerde daha fazla fon finansal yatırımlara aktarılır. Bu durumda, finansal yatırımlar, reel yatırımları dışlayacaktır. Finansallaşma süreciyle birlikte, finansal olmayan şirketlerin sabit sermaye yatırımı oranlarında azalış gözlenmesi beklenmektedir. Türkiye'de finansal olmayan şirketlerin sabit sermaye yatırımlarında azalış olup olmadığını tespit etmek amacıyla, İMKB 30 endeksinde yer alan finansal olmayan şirketlerin maddi duran varlıklarının toplam varlıklara oranı, 2000 – 2009 dönemi için hesaplanmıştır. 2000 yılında bu oran, %41,79, 2005 yılında %41,57 ve 2009 yılında %40,96 düzeyindedir. İMKB 30 endeksinde yer alan finansal olmayan şirketler için sabit kıymetler, toplam varlıklar arasındaki en önemli kalemdir. Ancak finansal varlıklar/toplam varlıklar oranı da, 2009 sonu itibariyle yaklaşık %21 gibi yüksek bir düzeydedir. Dikkat çeken diğer bir nokta ise, maddi duran varlıklar/varlıklar oranında azalış meydana gelen yıllarda, finansal varlıklar/varlıklar oranında göreceli bir artışın söz konusu olmasıdır. Bu durum, sınırlı bir şekilde de olsa finansal varlıklardaki artışın, sabit kıymet yatırımlarını dışlamakta olduğunun bir göstergesidir.

Tablo 3: İMKB 30 Endeksinde Yer Alan
Finansal Olmayan Şirketlerin Seçilmiş Finansal Oranları

Yıl	Finansal Varlıklar/Varlıklar* (%)	Maddi Duran Varlıklar/Varlıklar (%)	Faiz ve Temettü Gelirleri/Faaliyet Kârı (%)
2000	17.64	41.79	41.19
2001	19.07	41.04	111.73
2002	18.90	41.34	137.96
2003	17.03	45.13	**
2004	19.27	46.60	**
2005	15.15	41.57	**
2006	16.29	38.74	48.53
2007	19.79	35.72	47.14
2008	17.65	42.80	54.15
2009	20.74	40.96	29.72

* Finansal Varlıklar = Nakit ve nakit benzerleri + Menkul Kıymetler + Finansal Duran Varlıklar
** Finansal gelirler ayrı bir kalem olarak raporlanmamıştır.

Kaynak: İMKB. Yazarın kendi hesaplamasıdır.

3. HANEHALKI TÜKETİMİ

Finansallaşmanın reel ekonomi üzerindeki etkisinin ikinci boyutu, hane halkı serveti, borçluluk düzeyi ve tüketim düzeyi arasındaki ilişkiye ve özellikle hane halkı tüketimine dayanmaktadır. Finansallaşmayla birlikte yerleşen iş ortamında, düşük tüketim eğilimi olan yüksek gelir düzeyindeki bireylerden, yüksek tüketim eğilimi olan düşük gelir düzeyindeki bireylere doğru artan borçluluk düzeyi yoluyla bir satın alma gücü transferi gerçekleşir. Bu durum, kısa vadede toplam talebi artırır. Ancak borçlar üzerindeki faiz ödemeleri daha sonra toplam talep üzerinde bir yük haline gelir. Çünkü satın alına gücü bu süreçte faiz ödemeleriyle tersine (düşük gelir düzeyindeki bireylerden yüksek gelir düzeyindeki bireylere) hareket ederek, yeniden dağılır.[37]

Finansal sektördeki deregülasyon süreciyle birlikte, tüketici kredilerine erişim kolaylaştı ve bu durum büyüme ve gelir dağılımını etkiledi. Şöyle ki, kredi temelli tüketim, finansal deregülasyon ile birlikte gayrimenkul kredileri, tüketici kredileri ve menkul kıymetleştirme kanallarıyla artış gösterdi. Kredi temelli tüketim modeli, efektif talebi ve büyümeyi uyarır. Ancak, krediler üzerindeki faiz ödemeleri genellikle

gelir düzeyi düşük emek kesimine aittir ve artan faiz yükü uzun vadede tüketici borçlanmasının büyüme üzerindeki etkisini tersine çevirecektir. Bunun nedeni ise, faiz ödemeleri yoluyla gelirin, tüketim eğilimi kuvvetli ancak gelir düzeyi düşük bireylerden, faiz geliri elde eden ancak tüketim eğilimi zayıf olan bireylere yeniden dağıtılmasıdır.[38]

Tüketim üzerinde bir servet etkisi söz konusudur. Artan finansal servet, hane halkı tüketim eğilimini artırır. Ancak, hisse senedi piyasalarına dayalı bir servet sadece "*sanal servet*"'tir ve tüketimdeki artış daha çok hane halkı borçluluk düzeyindeki artışla ilişkilidir. Bu nedenle, finansal deregülasyon servet temelli bir kredi patlamasının oldukça uzun bir süre devam etmesini sağlayabilir. Ancak, uzun dönemde tüketicilerin kredibilitesini düşürebilecek olan artan faiz yükümlülükleri nedeniyle tüketici kredilerinin büyüme üzerindeki olumlu etkileri ortadan kalkabilir.[39]

Finansal servet, özellikle sermaye piyasası temelli finansal sistemlere sahip ülkelerde tüketimin önemli bir belirleyicisidir. Bu durum, belirli ölçülerde bankacılık temelli finansal sistemlere sahip ülkeler için de geçerlidir. Türkiye'de 2003 – 2010 dönemindeki hanehalkı varlıklarının kompozisyonunu gösteren Tablo 4 incelendiğinde, Türk Lirası'nın güçlenmesiyle birlikte bireylerin toplam tasarruflarındaki Türk Lirası ağırlığının artmış olduğu, döviz birikimlerinin ise azalma gösterdiği gözlenmektedir. Kamu borçlanma araçlarının faiz oranlarının düşmesine paralel olarak, Devlet İç Borçlanma Senetleri ve Eurobond'lardaki tasarrufların ağırlığı ciddi ölçüde azalmıştır. Hisse senedi piyasalarında yaşanan artışa paralel olarak bireyler hisse senedi piyasası, yatırım fonları ve emeklilik fonlarındaki tasarruflarını önemli ölçüde artırmıştır. Türkiye'de 2003 – 2010 döneminde hane halkı varlıklarının kompozisyonunda gözlenen değişim, finansallaşma süreciyle birlikte bireylerin varlıklarının kompozisyonunu finansal piyasalardaki gelişmelere göre dinamik bir şekilde değiştirdiklerini de göstermektedir. Bu süreçte, Türk Lirası'nın değerlenmesi ve hisse senedi piyasalarında yaşanan artış sonucu, hane halkının finansal servetinin arttığı ve bu doğrultuda artan finansal servetin tüketim eğilimini artırdığı da söylenebilir.

Tablo 4: Hanehalkı Varlıklarının Kompozisyonu

Varlıklar	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Türk Parası Tasarruf Mevduatı (%)	28.55	32.41	39.62	40.61	45.47	51.30	49.90	51.10
Döviz Tevdiat Hesabı (%)	33.66	30.62	25.89	26.81	25.05	24.10	23.40	21.70
Dolaşımdaki Para (%)	6.43	6.53	8.33	8.83	8.36	8.30	8.40	9.40
DİBS+Eurobond (%)	22.41	20.53	14.86	10.08	6.25	5.40	3.30	2.20
Yatırım Fonu (%)	2.08	2.43	2.91	6.26	7.21	5.70	6.20	5.90
Hisse Senedi (%)	5.06	6.45	7.17	5.65	5.58	2.90	5.90	6.50
Repo (%)	1.78	0.86	0.67	0.72	0.61	0.60	0.50	0.70
Emeklilik Yatırım Fonu (%)	0.03	0.16	0.56	1.04	1.47	1.70	2.10	2.50
Kıymetli Maden (%)	–	–	–	–	–	0.10	0.30	0.20
* 2010/09								

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporları, 2003-2010.

Tablo 5: Hanehalkı Borçluluk ve Faiz Ödeme Oranları

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Faiz Ödemeleri/Harcanabilir Gelir (%)	2.1	3.2	4.0	3.0	3.4	5.6	5.9	4.8
Borç/Harcanabilir Gelir (%)	7.5	12.9	19.6	18.0	22.7	36.6	41.0	43.5
* 2010/09								

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporları, 2003-2010

Tablo 5'te yer aldığı üzere Türkiye'de 2003 – 2010 döneminde hanehalkı borcunun hanehalkı harcanabilir gelirine oranı çok önemli bir artış göstererek %7,50'den, %43,50'ye yükselmiştir. Bu artışta, borçlanma ihtiyacını dış borçlanma yoluyla karşılayan üretim sektörü şirketlerine kredi veremeyen bankaların tüketici kredileri aracılığıyla bireylere yönelmesinin önemli bir katkısı olduğu söylenebilir. Söz konusu süreçte, Türkiye'de finansallaşmanın etkisiyle birlikte tüketim eğilimi kuvvetli, ancak gelir düzeyi düşük bireylerin borçlanma düzeylerini artırarak tüketimlerini sıçrattıkları söylenebilir. Ayrıca hanehalkının borçluluk oranlarındaki artış, finansın, bireylerin ekonomik ve sosyal hayatları üzerindeki artan öneminin açık bir göstergesidir.

Tablo 5'te borç/harcanabilir gelir oranının yanı sıra, faiz ödemeleri/harcanabilir gelir oranı da yer almaktadır. Hanehalkının artan borçluluk düzeyi ile paralel olarak faiz ödemeleri/harcanabilir gelir oranı 2003 – 2010 döneminde %2,10'dan, %4,80'e yükselmiştir. Artan borçluluk düzeyi, faiz ödemelerinin harcanabilir gelir içerisindeki payını önemli ölçüde yükseltmiştir. Faiz ödemeleri yoluyla, gelir, tüketim eğilimi kuvvetli, ancak gelir düzeyi düşük bireylerden, faiz geliri elde eden ancak tüketim eğilimi zayıf olan bireylere aktarılmaktadır.

4. GELİR DAĞILIMI

Post-Keynesyenler, finansallaşmanın, gelirin bir taraftan kâr, temettü ve faiz, diğer taraftan ücretler şeklindeki fonksiyonel dağıtımında, ücretler aleyhine bir etkisinin olduğunu ileri sürmektedirler. Finansallaşma süreci ile birlikte, hissedarların yüksek düzeyde kâr dağıtımı şeklindeki taleplerinin, ücretli kesim üzerine ücretlerin milli gelirden daha az pay alması şeklinde yansıması beklenmektedir.[40]

En azından orta vadede satın alma, birleşme ve ele geçirmelerle birlikte, emtia piyasalarında artan fiyat rekabeti, emek kesiminin zayıflayan pazarlık gücü ve artan işsizlik (işsizlikteki artışın en önemli nedenlerinden birisi finansallaşma süreciyle hakim olan şirketlerin küçült ve kârı dağıt stratejisidir.), gelirin yeniden dağıtımını, artan temettü dağıtım oranları da göz önüne alınınca hissedarlar lehine değiştirmektedir. Bu nedenle, finansallaşma süreciyle birlikte, kısa ve uzun vadede hissedarların, gelirin yeniden dağıtımından aldıkları payın, işgücü gelir payını azaltarak, artması beklenmektedir.[41]

Grafik 3: İşgücü Gelir Payı
(Faktör maliyetlerine göre hesaplanan GSYİH'nin yüzdesi olarak)



Kaynak: İstanbul Sanayi Odası

Grafik 3'ten de görüldüğü üzere, Türkiye'de 1987 – 2006 döneminde işgücü gelir payında kısa dönemli artış ve azalışların gözlenmesine rağmen, sistematik bir azalış gözlenmemiştir. Ancak bu oran, halen %26,24 gibi düşük bir seviyededir.

Finansallaşma ve gelir dağılımı arasındaki ilişkiye başka bir açıdan bakıldığında, finansallaşma süreciyle birlikte üst düzey yönetici maaşları ile mavi yakalı ücretleri arasındaki farkın artması beklenir.[42]

5. BÜYÜME MODELİ

Finansallaşmanın reel sektör yatırımları, tüketim ve gelirin dağılımı üzerindeki olumsuz etkilerinin yanı sıra, makroekonomik büyüme rejimleri üzerinde de etkileri söz konusudur. Finans sistemi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan öncü görüşlerden birisi, "Finansal Aracılık Teorisi"dir. Bu teori çerçevesinde ortaya konan yaklaşımlar, gelişmiş ve çeşitlenmiş bir finans sektörünün öncelikle finansal tasarrufları arttıracağını ve böylece yatırımlar için ayrılacak kaynakların bollaşacağını ve bu kaynakların getirisinin, en kârlı yatırım projelerine yönlendirilmesine hizmet edeceğini vurgulamaktadır.[43]

Finansal aracıların genel hatları ile tam bilgilenme açısından güvenilir olmayan bir ortamda kaynakların zamansal ve mekansal dağılımını iyileştireceği ve böylece ekonomik etkinliğin ve büyümenin artmasına katkıda bulunacağı öngörülmektedir. Burada finansal işlemlerin gerçekleştiği ortamın tam bilgilenme açısından güvenilir olmamasının kaynağında, fonları talep eden girişimciler ile fonları arz edenler arasındaki asimetrik bilgi dağılımı yatmaktadır. Asimetrik bilgi dağılı-

mından kaynaklanan sorunların, finansal aracılar tarafından azaltılması veya ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bu noktada, genelde finans sistemlerinin tasarrufların mobilize edilmesi, projelerin denetlenmesi, risk yönetimi, yöneticilerin kontrolü, işlemlerin mübadelesinin kolaylaştırılması gibi temel fonksiyonları ön plana çıkmaktadır.[44]

Bir ulusal ekonomide finans sektörünün gelişmesi ile, kişi başına düşen milli gelirin düzeyi ve uzun dönem büyüme oranı arasında doğrudan bir nedensellik ilişkisinin varolup olmadığı konusu, modern makro iktisat teorisinin ve teorik, ampirik büyüme analizlerinin en güncel ve en tartışılan alanlarından birisidir. Söz konusu tartışmanın başlangıcı Schumpeter'e (1911) kadar uzanmaktadır. Günümüzde yapılan teorik ve ampirik çalışmaların, genelde finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin artması ile ekonomik büyüme performansı arasında, pozitif bir ilişki ortaya koyma eğiliminde olduğu söylenebilir.[45] Bu noktada, finansallaşma süreciyle birlikte öne sürülen makroekonomik büyüme modellerinden ilki, hissedar değeri anlayışının büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu, "finans-öncü büyüme" modelidir. Bu modelde rantiyelerin elde ettikleri geliri tüketime yöneltme eğilimleri oldukça yüksektir ve/veya tüketim üzerinde güçlü bir servet etkisi vardır. Böylelikle, kredilerle finanse edilen güçlü bir tüketim eğilimi ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal faaliyetlerdeki artış, büyümeye olumlu etki yapmaktadır. Finans-öncü büyüme modelinin bir alternatifi talep-izleyici büyüme modelidir. Bu modele göre ise, ilk önce reel sektörde bir genişleme olur ve reel üretim talebindeki bu artış, finansal faaliyetlerde artışa neden olur.

Harun Doğan, 1999 – 2006 döneminde Türkiye'de bankacılık ve hisse senedi piyasasının gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Türkiye'de finansal sektör ve reel sektör arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu ve bu ilişkinin de önce reel sektörde bir gelişme meydana gelir ve sonra finansal sektörde bir gelişme onu izler yönündeki talep-izleyici modeli desteklediği söylenebilir. Ayrıca, bu bulgu, Türkiye için, finansallaşma süreciyle birlikte öne sürülen makroekonomik büyüme modellerinden birisi olan hissedar değeri anlayışının, büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu "finans-öncü büyüme" modelinin geçerli olmadığını ortaya koymaktadır.[46]

6. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Şimdiye kadar, genel olarak gelişmiş ülkelerde finansallaşmanın reel ekonomi üzerindeki etkilerini inceledik. Ancak farklı bir bakış açısıyla, finansallaşmanın, devlet ve ekonomi arasındaki ilişkiyi etkiledi-

ği, merkez bankalarının değişen rolünün bu dönüşümün bir yansıması olduğu da söylenebilir. Bu bağlamda, finansallaşma sürecinde merkez bankalarının önemi arttı ve temel hedefleri de fiyat istikrarının sağlanmasına indirgendi. Finansallaşma süreciyle birlikte, enflasyon hedeflemesi politikası dünya çapında temel para politikası olarak kabul gördü. Gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermayeyi ülke içerisine çekmek için araç olarak yüksek reel faiz oranlarını kullanmaktadır. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesi programının gelişmekte olan ülkelerde uygulanmasının en önemli nedeni, aşırı rezerv biriktirirken, sermaye hareketlerinin düzenlenmesi ve yabancı sermayenin ilgili ülke içerisine çekilmesidir. Nuray Ergüneş'e göre, 2002 – 2008 döneminde Türkiye'de finansallaşma kendisini artan sermaye girişleriyle yoluyla göstermiş ve bu süreçte enflasyon hedeflemesi sermaye birikimini biçimlendirmede önemli mekanizmalardan olmuştur.[47]

Juan Pablo Paincheria'ya göre, gelişmekte olan ülkelerde finansallaşma, kamu borçları esas alınarak gerçekleşti. Rezerv biriktirme stratejisinin, gelişmekte olan ülkeler üzerinde iki önemli etkisi olduğu söylenebilir. Bunlardan ilki, gelişmekte olan ülkelerde uluslararası sermaye akışıyla birlikte cari hesap açıkları, finansal krizler ve döviz krizleri gözlenmesidir. Son dönemde, asıl sorun, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye akışının aniden tersine dönmesine karşı korunmak ve küresel finans piyasalarına daha aktif bir şekilde katılmak amacıyla, uluslararası rezervleri biriktirmesi olmuştur.[48]

Ülkemizde son yıllarda ekonomide yaşanan en önemli değişimlerden birisi de, dış borçların miktarındaki artış ve bileşenlerindeki radikal değişimdir. Tablo 6'da da görüldüğü üzere 2002 yılında dış borçların toplamı 129,523 milyar dolar düzeyinde iken, 2010 yılının ikinci çeyreği itibariyle dış borçlar iki kat artarak toplam 266,339 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Dış borç bileşenleri incelendiğinde toplam dış borçta meydana gelen artışın ana kaynağının, özel sektör orta-uzun vadeli borçlarındaki artış ve özellikle finansal olmayan özel sektör kuruluşlarının orta-uzun vadeli dış borçlarındaki artış olduğu görülmektedir. Türkiye'de finansal olmayan özel sektör kuruluşlarının toplam orta-uzun vadeli dış borcu 2002 yılında 24,358 milyar dolar iken 2010 yılının ikinci çeyreğinde bu tutar 83,139 milyar dolardır. Kısa vadeli dış borçlar için de benzer bir durum geçerlidir. 2002 yılında 16,424 milyar olan kısa vadeli dış borçlar toplamı, 2010 yılında 61,964 milyar dolara ulaşmıştır. Kısa vadeli dış borçlardaki artışın ana kaynağı, ticari bankalar ve diğer sektörlerdeki dış borç artışıdır. 2002 – 2010 döneminde hem kısa hem de uzun vadeli kamu dış borçlarında artış ise sınırlı düzeyde kalmıştır.

Tablo 6: Türkiye'nin Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)

Borç Alana Göre	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 2.Ç
Vadesine Göre (Toplam)	129.523	144.092	160.979	169.908	207.842	249.573	277.125	268.313	266.339
Kısa Vadeli	16.424	23.013	32.205	38.283	42.623	43.135	50.448	49.406	61.964
Orta-Uzun Vadeli	113.099	121.079	128.774	131.625	165.219	206.438	226.677	218.907	204.375
Orta-Uzun Vade	113.099	121.079	128.774	131.625	165.219	206.438	226.677	218.907	204.375
A. Toplam Kamu	63.619	69.503	73.828	68.278	69.837	71.361	75.037	79.854	79.101
1. Genel Hükümet	58.855	65.161	70.114	65.922	67.855	68.812	72.361	77.139	76.645
2. Finansal Kuruluşlar	984	765	656	318	487	620	590	1.106	1.219
3. Finansal Olmayan	3.780	3.577	3.058	2.039	1.496	1.929	2.086	1.609	1.237
B. TCMB	20.348	21.513	18.123	12.662	13.115	13.519	12.192	11.529	9.873
C. Özel	29.133	30.063	36.823	50.684	82.267	121.557	139.448	127.523	115.402
1. Finansal	4.791	5.285	8.576	16.073	28.515	41.913	41.106	35.494	32.263
a. Bankalar	3.023	3.133	5.798	12.341	22.077	30.941	30.049	27.993	26.481
b. Bankacılık Dışı	1.768	2.152	2.778	3.732	6.437	10.971	11.057	7.501	5.782
2. Finansal Olmayan	24.358	24.778	28.247	34.612	53.752	79.645	98.342	92.029	83.139
Kısa Vade	16.424	23.013	32.205	38.283	42.623	43.135	50.448	49.406	61.964
A. TCMB	1.655	2.860	3.287	2.763	2.563	2.282	1.874	1.776	1.511
B. Ticari Bankalar	6.344	9.692	14.529	18.295	21.548	18.330	24.761	25.545	38.206
C. Diğer Sektörler	8.425	10.461	14.389	17.225	18.512	22.523	23.813	22.085	22.247
D. Genel Hükümet	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Temel Ekonomik Göstergeler Ekim-Kasım-Aralık 2010, Dış Borçlar.

Finansal olmayan kuruluşların dış borçlarında yaşanan artış, bu kuruluşların sermaye yapılarında köklü bir değişimin gerçekleştiğinin de göstergesidir. Ülkemizde birçok sanayi kolunda üretim, ithal hammadde ya da ara malları kullanılarak gerçekleştirilmekte ve bu nedenle finansal olmayan şirketlerin döviz ihtiyacı doğmaktadır. 2002 – 2010 döneminde finansal olmayan şirketler, yurtdışındaki düşük faiz oranlarından yararlanmak ve sermaye maliyetlerini azaltabilmek adına yabancı para cinsinden borçlanma yoluna gitmiştir. Bu durum, Tablo 7'de yer alan finansal kesim dışındaki şirketlerin döviz yükümlülüklerine ilişkin veriler tarafından da doğrulanmaktadır. Finansal olmayan şirketler tarafından kullanılan döviz cinsi krediler, 2005 – 2009 döneminde önemli ölçüde artış göstererek 55,558 milyar dolardan 140,274 milyar dolara yükselmiştir. Döviz cinsi nakdi kredilerin büyük çoğunluğu yurtdışı kaynaklı kredilerdir.

Tablo 7: Finansal Kesim Dışındaki Firmaların
Döviz Yükümlülükleri (Milyon ABD Doları)

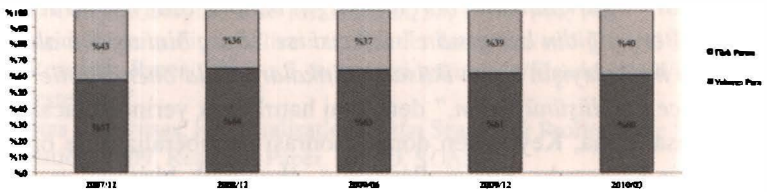
	2005	2006	2007	2008	2009
Yükümlülükler (Toplam)	72,245	99,889	139,275	160,801	157,414
A. Nakdi Krediler	55,578	82,907	119,458	144,074	140,274
-Yurt İçinden Sağlanan	20,796	29,613	41,007	46,011	49,140
-Banka Dışı Fin. Kur.dan	0	4,869	8,220	8,576	7,985
-Yurt Dışından Sağlanan	34,782	53,294	78,451	98,063	91,134
B. İthalat Borçları	11,034	11,791	14,519	14,673	15,282
C. TMSF'ce Prot. Bağl. Al.	5,633	5,191	5,298	2,055	1,858

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrat Raporu, Kasım 2008 ve Mayıs 2010.

2010 yılının ilk çeyreği itibariyle finansal olmayan şirketlerin kullandıkları toplam kredilerin %60'ı yabancı para cinsindendir. Finansallaşma süreci, finansal entegrasyon vasıtasıyla yurtdışında yabancı para cinsinden borçlanmayı kolaylaştırmıştır. Ülkemizde, finansal olmayan şirketler, hammadde, ara malı ve ticari mal temini için döviz ihtiyacı duymaktadır. Finansal olmayan şirketler, yurtdışındaki kredi faiz oranlarının düşük olması ve sermaye maliyetlerini azaltma isteği gibi nedenlerle, yabancı para cinsinden ve yurtdışından borçlanma seçeneğini tercih etmişlerdir. Ancak unutulmaması gerekir ki, yüksek düzeyde yabancı para cinsinden borçlanma, düşük faiz oranlarıyla avantajlı bir seçenek olmasının yanında, önemli düzeyde kur riski taşıyan bir finans-

man yoludur. Yüksek düzeyde yabancı yükümlülükleri olan finansal olmayan şirketler ani bir kur artışında hayati finansal sorunlarla karşı karşıya kalacaktır.

Grafik 4: Reel Sektörün Kullandığı Kredilerin
Para Birimi Bazında Dağılımı (%)



Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010.

SONUÇ

Bu bölümde finansallaşma sürecinin reel ekonomi üzerindeki etkileri, post-Keynesyenlerin sınıflandırmasıyla tutarlı bir şekilde, finansallaşmanın reel sektör yatırımları, hane halkı tüketimi, gelir dağılımı ve büyüme modeli üzerindeki etkileri şeklindeki, dört alt başlıkta incelenmiş ve Türkiye'deki durum analiz edilmiştir. Başta finansal sektör gelirlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, hanehalkı borçluluk ve faiz ödeme oranları olmak üzere bir çok gösterge, Türkiye için finansallaşmanın geldiği noktayı genel olarak ortaya koymaktadır. Hissedar değeri maksimizasyonu anlayışının tam anlamıyla ve yaygın bir şekilde uygulanmamasına rağmen, Türkiye'de finansal piyasaların ekonomideki önemi gün geçtikçe artmaktadır. Finansal olmayan şirketlerin borçluluk düzeyleri, finansal gelirlerinin faaliyet kârına yaptığı katkı ve varlıkları içerisindeki finansal varlıklar oranı gibi göstergeler, ülkemizde finansallaşma sürecinin finansal olmayan şirketleri önemli düzeyde etkilediğini göstermektedir. Ülkemizde de finansal olmayan şirketler, dönem dönem hissedar değeri ve kârlılık maksimizasyonu amacına hizmet etmek için reel yatırımlarını kısmışlar ve finansal yatırımlarını artırmışlardır. Bunun yanında, gelişmekte olan ülkelere özgü bir şekilde, finansallaşma sürecinde bu ülkelerde artan sermaye girişleri ve yüksek reel faiz gözlenmektedir. Türkiye de bu ülkeler arasında yer almaktadır ve finansallaşma sürecinde artan sermaye girişi, aşırı rezerv tutma ve yüksek reel faiz uygulanması gibi tercihler ülkemizde de yapılmıştır.

Bunun yanında, finansallaşma süreci ile birlikte şirketler küreselleşen ve entegre olan finansal sistemlerde, yurtdışından çok daha kolay bir şekilde yabancı para cinsinden borçlanabilmektedir. Ülkemizde de son on yılda finansallaşma ile ilgili olarak en dikkat çekici gelişmelerden birisi, finansal olmayan şirketlerin yabancı para cinsinden borçlarındaki artıştır. Bu durum, finansal olmayan şirketler açısından hem kur riski, hem de ödeyememe riskine yol açmaktadır. Bu nokta da Korkut Boratav'ın,[49] "*Türk halkının borçlarla ilgili iki tane özdeyişi vardır: Bir tanesi, "Borç yiğidin kamçısıdır:" ikincisi ise "Borç bini aşınca alacak olur." bu iki özdeyişin bizim iktisat politikalarımızda önemli roller oynayabileceğini düşünüyorum.*" demecini hatırlamak yerinde olacaktır.

Finansallaşma, Keynesyen dönem sonrası neoliberalizm ile ortaya çıkmış bir kavramdır. Finansallaşmanın, ekonomik birimler ve günlük hayatımızda çok farklı etkileri gözlenebilir. Ancak günümüzde en önemli ekonomik birimler olarak kabul edilen şirketler, özellikle de finansal olmayan şirketler üzerindeki etkileri ayrı bir öneme sahiptir. Finansallaşmanın finansal olmayan şirketler üzerindeki etkilerinin odağında hissedar değeri maksimizasyonu anlayışı yatmaktadır. Bu anlayışta diğer tüm kesimlerden ziyade, hissedarın finansal servetini maksimize etmek esastır. Yöneticiler de çeşitli zorlayıcı araçlarla bu amaca yöneltilmektedir. Ancak bu amaç, hissedarların finansal servetini artırırken, emek kesimi üzerinde, toplam üretim, sabit sermaye yatırımı, toplam talep ve son olarak gelirin adil dağılımı noktasında çok sayıda soruna yol açmaktadır. Bölümün başında sorduğumuz soruya dönecek olursak (finans hizmetkar mı efendi mi?), finansın bir araç olduğu, esas olanın reel üretim ve geniş kitlelerin refahı olduğu gözden uzak tutulmamalı ve sorunlu bir kavram olan "hissedar değeri maksimizasyonu", yerine "başka bir finans mümkün" perspektifinden toplumdaki tüm paydaşları kapsayacak şekilde, "paydaş değeri maksimizasyonu" anlayışının benimsenmesi düşünülmelidir.

Notlar

1. Mehmet Akif İçke, Bölgesel Finansal Entegrasyon: Finansal Küreselleşmeye Bir Yanıt, İstanbul: Derin Yayınları, 2009, s.163.
2. Özgür Orhangazi, Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış, ODTÜ Gelişme Dergisi, 2008 *(a)*, Haziran, 35, s.134, 144, 146.
3. Gerald Epstein, Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, Research Paper, 2002, s.3. www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf.
4. Costas Lapavitsas, Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation, 2009, Research Paper, No. 10, SOAS.
5. Özgür Orhangazi, Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973 – 2003, Cambridge Journal of Economics, 2008 *(b)*, Vol. 32, s.863.
6. Greta R. Krippner, The Financialization of the American Economy, Socio – Economy Review, Vol. 3, 2005, s.181.
7. Nuray Ergüneş, 2001 Krizinden Bugüne reel Sektörün Değişen Finansmanı ve Değişimin Dinamikleri, Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, 2009, s.3.
8. Eckhard Hein and Till van Treeck, Finansialisation in Post-Keynesian Models of Distribution and Growth-A Systematic Review, Working Paper, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, 2008. s.2.
9. Eckhard Hein, A (Post-)Keynesian Perspective on Financialisation, Research Paper, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, 2009. http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_studies_01_2009.pdf
10. Hein ve Treeck, a.g.m., 2008.
11. Hein, a.g.m., s.4.
12. Hein, a.g.m., s.4.
13. Engelbert Stockhammer, Financialisation and the Slowdown of Accumulation, Cambridge Journal of Economics, 2004, Vol 28, s.724.
14. İçke, a.g.e., s.186.
15. William Lazonick and Mary O'Sullivan, Maximizing Shareholder Value: A New Ideology For Corporate Governance, Economy and Society, Volume 29 Number 1, 2000, s.16.
16. Lazonick ve O'Sullivan, a.g.m., s.13.
17. Tord Andersson, Colin Haslam, Edward Lee ve Nick Tsitsianis, Financialization Directing Strategy, Accounting Forum, 32, 2008, s.263.
18. Orhangazi, a.g.m., 2008 *(a)*, s.150-151.
19. James Crotty, The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era, Review of Radical Political Economics, Vol. 35, No.3, 2003, s.273.
20. Lazonick ve O'Sullivan, a.g.m., s.24.

21. Hein, a.g.m., s.6.
22. Thomas Dallery, Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization, Review of Radical Political Economics, 41, 2009, ss.492-515.
23. Orhangazi, a.g.m., 2008 *(a)*, s.151.
24. Crotty, a.g.m., s.272.
25. Thomas I. Palley, Financialization: What It Is and Why It Matters, The Levy Economics Institute, Working Paper No. 525, s.20.
26. Orhangazi, a.g.m., 2008 *(b)*, ss.863-886.
27. Stockhammer, a.g.m., s.719-741.
28. Stockhammer, a.g.m., s.193-215.
29. Fırat Demir, Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets, Journal of Development Economics, 2009, Vol. 88, ss.314-324.
30. Stockhammer, a.g.m., ss.719-741.
31. Crotty, a.g.m., ss.271-279.
32. Gerard Dumenil ve Dominique Levy, Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis, Financialization and the World Economy, Edward Elgar :Aldershot, England, 2005. http://www.jourdan.ens.fr/levy/dle2005g.htm
33. Arjun Jayadev ve Gerald Epstein, The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries, Research Paper, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherest, 2007, Http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_101-150/WP123.pdf
34. Fırat Demir, Financialization and Manufacturing Firm Profitability under Uncertainty and Macroeconomic Volatility: Evidence from an Emerging Market, Review of Development Economics, Vol 13, No. 4, 2009, ss.592-609.
35. Greta R. Krippner, The Financialization of the American Economy, Socio – Economy Review, Vol. 3, 2005, s.182.
36. Fırat Demir, Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited, World Development, 2009, Vol. 37, No. 5, s.955.
37. Hein, a.g.m., s.11.
38. Hein, a.g.m., s.11.
39. Hein, a.g.m., s.11-12.
40. Hein, a.g.m., s.14.
41. Hein, a.g.m., s.14.
42. Hein, a.g.m., s.17.
43. İçke, a.g.e., s.91.
44. İçke, a.g.e., s.94.
45. İçke, a.g.e., s.131.
46. Harun Doğan, Türkiye'de Finans ve Reel Ekonomi İlişkisi: Schumpeter Haklı mıydı? İktisat İşletme ve Finans, 23 (272), 2008, ss.49-79
47. Nuray Ergüneş, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Ed. Costas Lapavitsas, Yordam Kitap, 2009, s.328.
48. Juan Pablo Paincheria, Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine, Çeviri Sabriye Biçen.
49. Korkut Boratav, www.tesav.org/dosya/KORKUT_BORATAV-konf.doc

Finansal Müsadere* ve Bankacılığın Değişen Yüzü

Özlem Kurtulan

1. GİRİŞ

Küreselleşme sürecinde, finansal piyasaların genişlemesi dünya reel üretiminin ve ticaretinin çok ötesinde bir gelişim göstermiş; para-sermaye ve onun kurumları, giderek, üretken ve ticari sermayeler üzerinde belirleyici konuma gelmiştir. İletişim ve bilişim teknolojilerindeki gelişmeler para-sermayenin hareketliliğini hızlandırırken, serbestleşme süreçleri de finansal piyasaların birbirine olan bağını arttırmıştır. Böylece para-sermaye, finansal piyasalar aracılığıyla dünya ölçeğinde merkezi bir önem kazanmıştır. Bugün gelinen noktada ekonominin finansallaşması olgusundan söz edilmektedir. Finansallaşma, reel biriki-

* Finansal müsadere kavramı finansal el koyma yerine kullanılmaktadır. Ancak Costas Lapavitsas'ın çalışmalarında "financial expropriation" kavramı finansal müsadere olarak çevrilmiştir.

min son yıllarda geçirdiği dönüşümün sonucudur ve bu dönüşüm finans sisteminin de dönüşüm geçirmesine yol açmıştır. Son finansal küreselleşme dalgası, hem gelişmiş ülkeler arasındaki, hem de gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ekonomiler arasındaki sınır ötesi finansal akımların artmasıyla birlikte 1980'lerin ortalarında başlamış, bu dalga, giderek karmaşıklaşan finansal varlıkların ortaya çıkmasını ve yeni finans oyuncularının sayısının artması gibi finansal yenilikleri teşvik etmiştir. Finans günümüzde gelişmiş ülkelerde toplumum tüm dokularına nüfuz etmekte ve gelişmekte olan dünyada önemini giderek artırmaktadır[1].

Bunalım dönemlerinde para-sermaye ile reel üretim arasındaki ilişkilerin zayıflaması ve finansal kesimin kendini değerlendirme yollarını yalnızca ulusal değil, uluslararası düzeyde de aramaya başlaması, yüksek getiri sağlayan alanların dünya ölçeğinde finansal sermayenin kullanımına açılmasını gerektirir. 1980 sonrası dönemde, neo-liberal politikaların gündemi belirlediği bir ortamda, Türkiye ekonomisi de dışa açılma yoluyla dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecine girmiştir. 1980'de başlayan dönüşüm, 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi ile sıçrama göstermiştir.

Sermaye birikiminin dünya genelinde gelişme eğilimlerine göre farklılaşan bankaların yer ve işlevleri de birikimin bugün gelinen noktasında daha belirgin bir hal almaktadır. Bu süreç içerisinde bankalar, kredilerle üretimin finansmanı olarak tanımlanan geleneksel aracılık rollerinden uzaklaşmaktadırlar. Bu durum banka bilançolarında kredilerin payının azalmasıyla kendini göstermektedir. Bankaların sermayenin toplam sosyal döngüsünde, kritik olan yer ve işlevleri, sermaye birikiminin dünya genelindeki gelişme eğilimlerine göre farklılaşmaktadır. Bankaların geleneksel finansal aracılık rollerinin değiştiği yıllar 1980'lere denk gelmektedir. Geleneksel bankacılık, daha önce de belirtildiği gibi, toplanan mevduatlar ile kredilerin fonlanmasının aracı olarak tanımlanabilir. Ne var ki, finansal liberalizasyon uygulamaları, mevduatın bankalar için kaynak olma özelliğini aşındırırken, kredi kullanıcılarının da alternatif finansman araçlarına yönelmeleri, kredilere olan talebi azaltmaya başlamıştır.

Finansallaşma sürecinde finansal kar kaynakları da önemli ölçüde değişmiştir. Finansal kârların doğrudan doğruya işçilerin ve diğer kesimlerin kişisel gelirlerinden elde edilmesi de giderek önem kazanmıştır. Bu sürece, finansal müsadere ismi verilmektedir. Bankaların finansal kazançları bir ölçüde kişisel gelirlerden, özellikle de sade yurttaşların tasarruflarının kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Finansallaşmanın belirgin özelliği, kapitalist işletmelerin açık finans piyasalarına yönel-

meleri ve buna bağlı olarak bankaların da hem bireylere kredi vermeye, hem de finans piyasalarında aracılık işlevini üstlenmeye başlamalarıdır. Bir finansal müsadere biçimi olarak ücretlerden doğrudan doğruya çekilip alınan değer, önemli hacimleri bulan finansal kârların kaynağını oluşturmaktadır. Neoliberalizm çok tüketen, az tasarruf eden, geliri yetmediği zamanlarda dahi talebini canlı tutan bir insan modeli kurgulamaktadır. Bu birey için borçlanmak, cüzdanını kredi kartlarıyla şişirmek, araba mı alınacak hemen tüketici kredisine başvurmak doğal ve kaçınılmazdır[2]. Türkiye'de, kalkınmış ve kalkınmakta olan bazı ülkelerde olduğu gibi, 21. yüzyılda tüketici kredisi patlaması yaşanmıştır. Hükümetlerin neoliberal ekonomik politikalarıyla ve küreselleşmeyle desteklenen bankalar, uluslararası sermaye ve teknolojik yeniliklerle güçlendi. Bankaların yeni hizmetleri, yeni bir dönem, modern hayatın rahatlıkları olarak sunulurken, 1990'ların ortalarından itibaren bankaların tüketimdeki aracı rolleri, banka kartları ve tüketici kredilerindeki artışla yükseldi. Bankalar finansal borçluluğu cesaretlendirerek, yeni pazarlama stratejileriyle 2001 yılından sonra, insanları tüketimlerini kredilendirmeye özendirmektedir. Tüketici grupları bankaların çeşitli kampanyalarını takip ederk borçlarını döndürmeye çalışırken, bankalar da bu riskli ve borçlu kişilere para satmaya çalışarak faiz geliri elde etmeye çalışmışlardır[3].

Çalışmamızın ilk bölümünde, küreselleşmenin tarihsel gelişimine kısaca göz atılacak, sonra, finansal küreselleşme konusu tartışıldıktan sonra, Türkiye'de finansal küreselleşmenin tarihsel gelişimi incelenecektir. İkinci bölümde, finansın günlük hayatımızdaki tüm işlemlerin içine geçmesini, reel sektörden daha hızlı gelişmesini ifade eden finansallaşma kavramı; finansallaşmanın küresel kriz üzerinde etkilerini ve kişisel gelirlerin finansal kârların odak noktası olmasını ifade eden finansal müsadere kavramları ele alınacaktır. Finansallaşmanın banka faaliyetleri üzerindeki etkilerinin ele alındığı üçüncü bölümde Türk Bankacılık Sektörü'nde yaşanan değişim ve gelişimler de somut verilerle ele alınacaktır.

2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME

Küreselleşme, sermaye ve üretim faaliyetlerinin ulusal sınırların kısıtlaması olmadan dünya genelinde serbestçe hareket edebilmesidir. Ancak küreselleşme aynı zamanda artan teknoloji ve uluslararası piyasaların etkisi ile ekonomik birimlerin etkileşimlerinin de artmasıdır. Küreselleşme olgusunun arkasında iki temel etken vardır: Birincisi tek-

nolojik ilerlemenin iletişimde yarattığı baş döndürücü devrimdir. Diğeri ise, ulus devlet gücünü her geçen gün aşındıran serbest piyasa ekonomisi felsefesinin genel kabul görmesidir[4]. Küreselleşmenin birçok boyutu bulunmaktadır. Ancak birbirinden sürekli etkilenen ve bu yüzden çok da ayrıştırılmayan bu boyutların en önemlisi finansal küreselleşmedir. Finans piyasalarının küreselleşmesi İkinci Dünya Savaşı sonrasında yaşanan önemli gelişmelerden bir tanesidir. Küreselleşme ile fon fazlası olanlarla bu fonları kullanmak isteyenler arasındaki bağlar çeşitlenmiş ve ilişkiler yoğunlaşmıştır. Uluslararası finans piyasalarında iş görmek olağanlaşırken, yeni dışa açılan ülkelerin iç mali piyasalarına giriş ve çıkışlar da kolaylaşmış ve hızlanmıştır. Başka bir ifadeyle, çeşitli ülkelerdeki finansal kurumlar, yabancı ülkelerde giderek artan oranlarda finansal yatırım faaliyetinde bulunmakta ve dünya finans piyasaları çerçevesinde yatırımcılara getirisi daha yüksek ve riski daha düşük olanaklar sağlamaktadırlar. Finansman ihtiyacının yerel piyasalardan karşılanamadığı durumlarda, uluslararası piyasalarda oluşan büyük miktarlardaki fonlar bu ihtiyaca cevap vermektedir[5]. Finansal piyasaların uluslararası düzeyde bütünleşmesi, ulusal ekonomilerde ortaya çıkan krizlerin finansal piyasalar aracılığıyla küresel düzeyde etkide bulunmasını beraberinde getirmiştir. Bu anlamda, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması dünya ekonomisinin işleyişi açısından da önemlidir[6].

1970'li yıllarda ABD, İngiltere ve Japonya'da finans piyasalarını sınırlayan düzenlemeleri ortadan kaldırmak amacıyla ortaya çıkmış olan yapısal uyum ve istikrar politikaları, daha sonra Latin Amerika ve gelişmekte olan ülkelerde yoğun olarak uygulanmaya başlamıştır. Finansal liberalizasyon politikaları da istikrar politikalarına bağlanmıştır. Aynı doğrultuda istikrar politikalarıyla biçimlenen özelleştirme, deregülasyon ve küreselleşme öğeleri üzerine kurulu minimal devlet, 1980'li yıllara damgasını vuran bir söylem haline gelmiştir. 1980'li yıllardan itibaren, bir yandan reel ve mali sektörlerde liberalizasyona gidilirken, diğer yandan kamu kesimini küçültüp giderek tasfiye ederek, özel girişimciliği ön plana koyan özelleştirme programları uygulanmaya başlamıştır.

Michael Chossudovsky'e göre, 1980'lerin başından bu yana IMF ve Dünya Bankası tarafından gelişmekte olan ülkelere (dış borçların yeniden görüşülmesinin bir koşulu olarak) dayatılan "makro-ekonomik istikrar" ve "yapısal uyum" programları yüz milyonlarca insanın yoksullaşmasına yol açmaktadır. Ekonomik yeniden yapılanmaya ve önemli döviz kurlarının sabit tutulmasına dayanan Bretton Woods anlaşmasının ruhuna aykırı olarak, yapısal uyum programları büyük oran-

da ulusal paraların istikrarsızlaşmasına ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin batışına katkıda bulunmuştur[7].

Gülten Kazgan mali serbestleşme sürecinin sakıncalarını şöyle açıklıyor; günümüzde, mali serbestleşme, hükümetlerin elinden makro-dengeyi kurmada kullanılan temel araçları almış, bunları uluslararası fon akımlarına bırakmıştır. Finansal liberalleşme, bir kere, döviz kurunu, bu fon akımlarının giriş-çıkışlarının oluşturduğu bir fiyata dönüştürdü, bu serbestleşmenin bulunmadığı eski düzende, döviz kuru, ekonomilerin cari işlemler (mal-hizmet işlemleri) bilançosunun etkisindeydi. Finansın küreselleşmesi ile işlevini yitiren diğer bir temel fiyat da faiz hadleridir. Eski düzende faiz hadleri makro-dengenin kurulmasında önemli işleve sahipti. Hükümet enflasyonist gidişi tersine çevirmek için bu fiyatı kullanıyordu. Harcamaları kısmak için, para arzı kısılıp faiz haddinin yükselmesine bakılıyordu; bunun etkisiyle harcamalar (yatırım-tüketim) azalıyor, ekonomi makro-dengeyi kurabiliyordu. Oysa fon akımlarının serbest olduğu bir ortamda artık bu mümkün değildi: Faiz haddi yükselince, içeri doğru fon akışı bir yandan para arzını genişletmekte ve faiz haddini düşürmekte, bir yandan harcamaları kısma politikasını etkinsizleştirmektedir. Benzer bir durum da hisse senedi fiyatlarında gözlemlenmektedir. Eski düzende hisse senedi fiyatlarının bir bütün olarak yükselişe geçmesi ekonomide durumun iyileşmesi ya da inişe geçmesi durgunluğa gidişin göstergesiydi. Artık bu da söz konusu değildir, çünkü bu fiyatların hareketi neredeyse ekonomiden bağımsızlaşmıştır. Kısacası, mali piyasaların serbestleşmesi, hükümetlerin makro-dengeleri kurmasını, ekonomiye istediği yönü verebilmesini sağlayacak temel politikalardan biri olan para politikasını artık kullanamaması demektir[8].

Küreselleşmeyi liberalleşme ile birlikte ele alan IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşları, gelişmekte olan ülkelere sağladıkları mali imkânları sürece uyum şartına bağlamakta, bu yönde telkin ve tavsiyelerde bulunmaktadır (Baker Planı, Brady Planı). Küreselleşme süreci, bu tür uluslararası kuruluşların özellikle 1980-1990 döneminde çok borçlu ülkelerin borçlarını indirmeleri, ya da ertelemeleri konusunda dışa açılma ve ticari-mali serbestleştirme şartına bağlamaları hızla yayılmıştır. Dolayısıyla, dünya finans sistemini kurmak, üçüncü dünya ülkelerinden kaynak transferini derinleştirmek ve bu ülkelerdeki kalkınmacı devleti tasfiye etmek bu tür uluslararası kuruluşların üstlendiği yeni roldür. Gelişmekte olan ülkelerin hepsine aynı standart, bütçe disiplini, devalüasyon, ticaret liberalizasyonu ve özelleştirme programı uygulanmakta, bu ülkelerin para ve maliye politikası üzerindeki denetim hakları ellerinden alınmaktadır[9].

Yeni teknolojilerin getirdiği olanakları da arkasına alan ticari, üretken ve para-sermayenin faaliyet alanı ulusal sınırların ötesine giderek dünya çapına yayılmıştır. Finans piyasalarının dünya ölçeğinde bütünleşmesi, yalnızca ülkeleri ve hükümetleri kendi amacına dönük olarak baskı altına almayı ve disipline etmeyi kolaylaştırmadı; aynı zamanda, aşırı birikim nedeniyle, kısmen üretken alanlarda değerlendirilen para-sermayenin de dünya çapında olası en yüksek kârların peşinde koşmasını sağladı. Sonuç, ekonominin büyük boyutlarda finansallaşması ve spekülatif finansal akımların çoğalması olmuştur. Bu bağlamda, 1970'lerden bu yana kârın üretimden çok spekülatif işlemlerden elde edilmesi şaşırtıcı değildir[10]

Son finansal küreselleşme dalgası, hem sanayi ekonomileri arasındaki hem de sanayi ekonomileri ile gelişmekte olan ekonomiler arasındaki hem de sınır ötesi finansal akımların artmasıyla birlikte 1980'lerin ortalarında başladı. Bu dalga giderek karmaşıklaşan finansal varlıkların ortaya çıkmasını ve yeni finans oyuncularının sayısının artması gibi finansal yenilikleri teşvik etti[11]. Kapitaizmin finansallaşmasıyla, finans ekonomik ve toplumsal yaşamın tüm dokularına nüfuz etmeye başlamıştır. Bu mekanizmayı Marksist iktisatçı Costas Lapavitsas şöyle açıklıyor: "Finans sistemi, kar kaynağı olarak işçilerin ve geniş halk tabakalarının, yani bireylerin kişisel gelirlerini hedef almaya başladı. Bu kapitalizmin yeni çıkış noktasıdır. Kârların üretim sürecinde değil, doğrudan sömürü olarak adlandıracağımız kişisel gelirlerden devşirilmesini hedef alan finansal kurumlar, giderek kârlarını konut, tüketici kredileri, emeklilik, sağlık, eğitim gibi alanlar için bireylere borç vererek sağlıyorlar. Finans kendini değişik toplumsal hizmetlerin kamusal temini yerine ikame etti. Bu işi de çok kötü yaptı; sadece günlük eşitsizlikler ve etkinsizlikler anlamında değil, neden olduğu dev kriz ve birçok insanın yaşamındaki korkunç etkiyle" [12].

Küreselleşme Sürecinde Türkiye

Türkiye ekonomisinin dünya pazarlarına açılması 1980-1983 dönüşümü ile başlamış, 1989-1990'da tamamlanmıştır. Bu süreçte, öncelikle mal piyasaları dış pazarlara açılmış ve ticaret kotalarının koruması altındaki ithalat rejimi serbestleştirilmiştir. Döviz kuru yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilmiş ve dolaylı teşviklerle birleştirilerek sanayinin ihracata yönlendirilmesinde temel bir araç görevi görmüştür.

1970'li yılların sonlarında sermaye birikim sürecinde yaşanan tıkanma, birikimin gelmiş olduğu aşama ve dünya kapitalizminin yeni-

den yapılanma süreci ile birlikte düşünüldüğünde, 1980'lerle birlikte artık Türkiye kapitalizminin yeni bir sermaye birikim sürecine geçiş aşamasında olduğu söylenebilir[13]. 1980'den itibaren Türkiye'de başlayan liberalizasyon süreci, 1989-1990 yılında alınan kararlarla sermaye hareketlerinin de serbest bırakılmasıyla doruk noktasına ulaşmıştır[14]. 11.08.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkında 32 Sayılı Karar ile kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi konusunda önemli gelişmeler sağlanmış, kısıtlama ve yasaklar büyük ölçüde yumuşatılmıştır. Türkiye, ödemeler dengesinde sermaye hareketlerini 1989 yılında 32 Sayılı Kararname diye bilinen bir politik adım ile bütünüyle serbestleştirmiştir. Böylece dış sermaye hareketleri üzerindeki bütün kontroller ve denetim kaldırılmış ve Türk finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Bu yapı altında ulusal piyasalarda Merkez Bankası'nın döviz ve faiz kurunu birbirinden bağımsız şekilde birer politika aracı olarak kullanabilme olanağı yitirilmiş ve ulusal finans piyasaları kısa vadeli spekülatif yabancı sermaye hareketlerinin denetimi altına girmiştir[15].

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra bankalar ellerindeki fonları, geri dönüşleri görece riskli olan krediler yerine, reel getirisi daha yüksek ve risksiz olan kamu kesimi borçlanma kağıtlarına yönlendirmişlerdir. Kredilerin faiz oranları da alternatif kullanım alanlarındaki yüksek getirileri telafi edecek biçimde oldukça yüksek düzeyde oluşmuştur. Bankalar, 1990'larda giderek aracılık işlevinden uzaklaşmışlardır. Yurt dışı kaynaklardan borçlanarak elde ettikleri döviz kaynaklarını, Türk Lirası üzerinden getiri sağlayan finansal araçlara yatırmakta ya da Türk Lirası kredi vermektedirler. Bu da bankaların döviz varlıkları ile döviz yükümlülükleri arasındaki farkın artması, başka bir ifadeyle açık pozisyonla çalışmaları anlamına gelmektedir.

Erinç Yeldan'a göre; Türkiye hızla, "gelirini spekülatif finans oyunlarından kazanan ve üretmeden tüketen" bir topluma dönüştürülmekteydi. 1980 sonrasında Türkiye ekonomisinde birileri paradan para kazanıp büyürken, emeği ile geçinen kitleler bu çarpıklığın maliyetlerini yüksek işsizlik, gerileyen reel ücretler ve gittikçe bozulan kamusal eğitim ve sağlık hizmetleri olarak ödemiştir[16].

3. FİNANSALLAŞMA NEDİR?

Finansallaşma; 1973-1974 Birinci Petrol Şoku'nu takip eden çığır açıcı değişikliklerin sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Savaş sonrası dönemin uzun süren iktisadi patlamasının artık sona erdiğine işaret eden

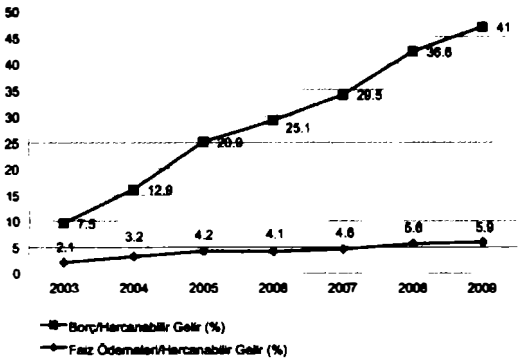
bu kriz, araya tekrarlanan iktisadi krizlerin gireceği uzun bir gerileme eğileminin de habercisiydi. Finansallaşma; finansal piyasaların küreselleşmesini, hissedar değerindeki değişimi ve finansal yatırımlardan sağlanan gelirdeki artışı da kapsayan bir çok fenemoni özetleyen bir terimdir[17].

Dünya ekonomisinin son otuz yılına finansın baskınlığı ve finansal faaliyetlerin olağanüstü büyümesi ile karakterize edebileceğimiz finansallaşma damgasını vurmuştur. Finans sistemi teknolojik gelişmelerin yardımıyla istihdam; kârlar; kurumların ve piyasaların hacmi açısından hızlı bir gelişim göstermiştir[18]. Epstein'a göre finansallaşma; "ulusal ve uluslararası ekonomilerin işlemlerinde finansal saiklerin, finansal aktörlerin, finansal piyasaların artan rolü" anlamına gelmektedir[19].

Gelişmiş ülkelerde içsel bir süreç olarak ortaya çıkmış olan finansallaşma, gelişmekte olan ülkeleri de içererek küresel bir sürece dönüştürmüştür. Gelişmekte olan ülkeler; sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından, finansallaşmanın etkilerini yoğun bir şekilde yaşamışlardır. Bu ise, doğrudan yabancı sermaye ve portföy hisse senedi yatırımları biçiminde kendini gösteren olağanüstü boyutlardaki sermaye girişleri biçiminde olmuştur. Gelişmiş ülkelerden kaynaklanan uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmişlerdir[20].

Finansallaşmanın uzun dönemli bir yönü olan kişisel tasarrufların azalması, bireylerin finans sistemine giderek daha fazla katılmasını ve bireysel borçların buna koşut olarak artmasını yansıtır. Grafik 1'den de görüleceği üzere 2003-2009 yılları arasında kişilerin harcanabilir gelirlerinin faiz ödemeleri ve borçlara ayrılan kısmında yükseliş görülmektedir[21].

Grafik 1: Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Borçluluğu ve Faiz ödemeleri



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu 2010. s. 19

Marksist klasikler de bankaların bilgi toplayarak, kaynakları toplum genelinde aktararak ve kar oranının eşitlenmesini kolaylaştırarak kapitalist bir ekonomide bütünleştirici bir rol oynadığı düşüncesi hakimdi. Ancak, finansallaşma işleri belirgin bir şekilde değiştirdi. Sözün özü finansallaşma, bankaların sınai ve ticari sermaye üzerinde hakimiyet kurması anlamı taşımaz. Daha ziyade, finans sektörünün daha özerk hale gelmesine denk gelir[22]. Açık finans piyasalarından borçlanabilen sınai ve ticari sermaye, bu sayede finansal işlemlerle daha yoğun bir şekilde haşır neşir oldu. Bunlar yaşanırken işçiler, konut, tüketim, eğitim, sağlık ve yaşlılık dönemleri gereksinimleri dahil olmak üzere, temel ihtiyaçlarını karşılamak için giderek özel finans alanının içine doğru çekildiler. Bu, üretimin istikrarsız ve düşük, reel ücretlerin durağan, finansal balonların sıkça yükseldiği bir dönem olmuştur.

Juan Pablo Painceria'ya göre de; finansallaşma, 1970'lerin başlarından itibaren reel birikimde yaşanan değişimler temelinde kapitalist ekonomilerin köklü bir dönüşüme uğramasını temsil eder. Finansal faaliyetler, yeni iktisadi sektörlere ve gündelik yaşamın pek çok alanına yayılmıştır: konut, emeklilik, tüketim ve benzeri. Eskiden devletin kontrolünde olan faaliyetlerin ve sermaye varlıklarının özelleştirilmesinin yanı sıra finans piyasalarıyla kurumlarının kuralsızlaştırılması, bu sürecin önemli unsurları olmuştur[23]. Bu kuralsızlaştırma sonucu, finansal varlıkların hacmi uluslararası ölçekte genişlemiştir. Altın Çağ döneminin finansal varlıkları göreceli olarak sınırlıydı. Genellikle mevduat ve kamu borçlanma senetlerinden oluşan bu sistemi düzenlemek (regülasyon) ve kontrol altında tutmak göreceli olarak daha kolaydı. Faiz

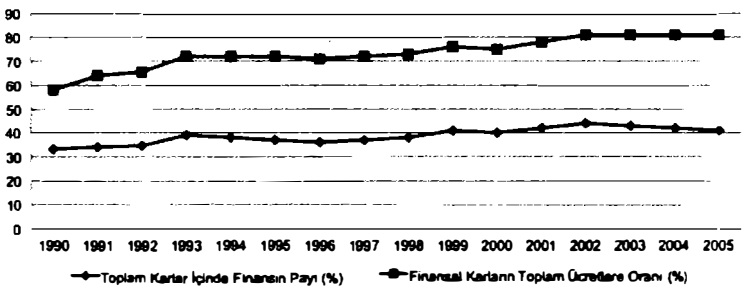
hadleri ulusal merkez bankaları tarafından düşük tutuluyor, döviz kuru üzerinde de herhangi bir spekülatif baskının oluşmasına izin verilmiyordu. Ancak 1970'lere doğru finansal sistemin hacminde, uluslararası düzeyde önemli bir genişleme yaşandı. Öncelikle, petrol fiyatlarındaki artışın olası kıldığı mali genişleme bu süreçte önemli bir rol oynamaktaydı. Petrol fiyatları 1974'de iki, 1979'da da dört misli bir sıçrama göstermiştir. Petrol ihracatçısı ülkeler elde ettikleri ihracat gelirlerini çoğunlukla Batı bankalarında değerlendirmekteydi. Petro-dolar gelirlerinin sürekli olarak bankacılık sisteminde birikmesi ve atıl kalması, kapitalizmin mantığına tümden aykırı olurdu. Bankaların petro-dolarları krediye dönüştürerek tekrardan sisteme sunması gerekmekteydi. Ancak, Keynesgil sistemin, "finans ulusal bir meseledir!" anlayışına dayalı kontrollü ve düzenleyici politikaları finans sermayesinin bu coşkulu beklentilerini değerlendirmesinde büyük bir engeldi. Batı bankalarının, başta üçüncü dünyanın yoksul ülkeleri olmak üzere, kredi arayışı içinde olan azgelişmiş ülkeleri hızla dış borçlanmaya sürüklemesi, bu arayışın ancak kısıtlı bir çözümüydü. Bu çevrelere göre "gerçek çözüm", finans piyasalarının tamamen kuralsızlaştırılarak yepyeni finansal ürünlerin – ihtiyati fonlar (hedgefunds), repolar, konut kredileri (mortgage credits) vs. geliştirilmesindeydi.

Sermaye yanlısı bir dizi siyasi müdahale ile birleştirildiğinde, 1980'lerin ortasından başlayarak ABD'de finans dışı kesimlerin kâr oranları yeniden yükselişe geçti. Kâr oranlarındaki bu artış, reel sektör şirketlerinin giderek *rantiye* gibi davranarak, kârlarının *faaliyet dışı* finansal spekülasyon yatırımlarından beslenmesiyle mümkün olabilmişti. Finansal spekülasyon ve finansal rantlar, sanayi kârlarındaki gerilemeyi telafi etmekteydi. Bu arada finansal serbestleştirilmeyle birlikte finansal sermayenin kısa dönemli, spekülatif nitelikli kararları sanayileşme hedeflerinin önüne geçiyordu. Reel sektörde kullanılan her 1 dolara karşılık, dünya finans piyasalarında 25-30 dolarlık bir işlem hacmi gerçekleştirildiğini hesaplıyor; 1970'lerde günde yaklaşık sadece 190 milyar dolar hacmi olan dünya döviz piyasası işlemlerinin, 1990'ların başında günde 1.2 trilyon dolara, günümüzde de 1.8 trilyon dolara ulaşmış durumda olduğunu belgeliyordu. Bu rakamın, dünya ticaret hacminin 70 misline ulaştığı gözlenmekteydi. Ancak bir yandan da spekülatif kazançların özendirdiği finansal şişkinlik giderek başlı başına bir istikrarsızlık unsuru haline geliyor ve kapitalizmin başıboş ve anarşik niteliklerini de gözler önüne seriyordu. Dolayısıyla, küresel ekonominin 2007 krizi kapitalizmin finansallaşma sürecinin doğrudan bir ürünüdür. Kapitalizmin merkez ülkelerinde sermaye, artık kâr oran-

larını sürdürebilmek için finansal spekülasyonun sanal rantlarına bağımlı durumdadır[24].

ILO'nun sunduğu veriler, finansal şirketlerin gerek sermaye-içinde; gerekse emeğin ücret gelirlerine görece olarak daha da önem kazandığını belgelemektedir.

Grafik 2: Gelişmiş Ülkelerde Finansal Kârların Yükselişi



Grafikten de görüleceği üzere, kapitalizmin merkez ekonomilerinde 1990'lardan bu yana sermayenin giderek finansallaşması ve ücret gelirlerine göreceli olarak da finansal kârların payının arttırılması söz konusudur. Ancak, finansallaşma olgusu sadece finansal gelirlerin göreceli olarak artmasından ibaret değildir. Finansallaşma, sermaye birikimi önceliklerinin giderek reel ekonomik faaliyetlerden uzaklaştırılması ve kısa dönemli, ancak riskli ve yüksek getirili finansal varlıklarda yoğunlaştırılması anlamını da içermektedir. Toplam kârların giderek daha yoğun olarak finansal ekonomide yaratılıyor olması, sabit sermaye yatırımlarına aktarılacak fonların da daralması sonucunu doğurmaktadır. 1970-2000 arasında işletme artığı (brüt kârlar) üzerinden sabit sermaye yatırımlarına ayrılan pay, AB ülkelerinde yüzde 47'den yüzde 40'a; İngiltere'de yüzde 48'den yüzde 42'ye; ABD'de ise yüzde 44'den yüzde 39'a gerilemiştir. Sabit sermaye yatırımlarındaki söz konusu gerileme, 1980 sonrasında tüm küresel dünyada gözlenen göreceli yavaşlamanın ve giderek 2008 krizine dönüşen sürecin ana unsurlarındandır[25].

4. FİNANSALLAŞMA VE KRİZ

Yaşamakta olduğumuz küresel krizin kaynağı; ABD'de işçilerin sahip oldukları konutların finansallaşmasında yatıyor. Küresel çaplı "genişleme ve kriz" süreci kuşkusuz insanlık tarihinde ilk defa yaşanmıyor.

Kapitalizmin yaklaşık 600 yıllık tarihi boyunca birçok kez küresel boyutta genişleme ve kriz olgularına tanıklık edilmiş, ancak, kapitalizmin küresel genişleme-kriz süreçleri hiçbir zaman basit ve tekdüze bir dalgalanmadan ibaret olmamıştır. Nitekim, mevcut kriz dalgasını bundan önceki tüm kriz süreçlerinden ayıran çok önemli bir olguya işaret etmemiz gerekmektedir: *mevcut küresel kriz, insanlık tarihinde paranın hiç bir altın ya da değerli madenin standardına bağlı olmadığı hayali değerlerin hüküm sürdüğü bir finansallaşma sürecine denk gelmiştir*[26]. Küresel ekonominin 2007 krizi kapitalizmin finansallaşma sürecinin doğrudan bir ürünüdür.

2007'de başlayan finansallaşmanın tam anlamıyla olgunlaşmış krizidir. Geçmişte yaşanan büyük kapitalist krizlerin aksine kişisel gelirlerin finansallaşmasından, özellikle de Amerikan işçilerinin en yoksul kesimlerine bile ipotek karşılığı borçlanma imkanı sağlamasından tetiklenmiştir. Bu gelişmeye, yatırım bankacılığı uygulamaları, en önemlisi de menkul kıymetleştirme eşlik ediyordu. Finans sistemini felç eden kriz, yavaş yavaş reel birikimin de aksamasına yol açmıştır. Merkez Bankaları'nın yaygın bir şekilde likidite enjeksiyonunun sonuçsuz kalması, hükümetleri bankaları kurtarmak ve resesyonu hafifletmek için doğrudan müdahale etmek zorunda bırakmıştır.

2007-2009 krizi; büyük ölçüde finansal nitelikli olmasının sebebi; sadece finansal mekanizmaların, balonların ortaya çıkmasında ve patlamasında apaçık rol oynaması değildir. Daha da önemlisi; günümüz kapitalizminin finansallaşmasıyla birlikte finans ile reel birikim arasındaki ilişkinin değişmiş olmasıdır. Üretken sermayenin yanı sıra işçilerin ve devlet kurumlarının da finansal faaliyetleri, altta yatan üretimden ve metaların satışından çok daha fazla şeyi yansıtır. Bu nedenle, son yaşanan çalkantının finansal boyutunu; krizin daha "derinlerde yatan" nedenlerini yansıttığı farz edilen "yüzeysel" bir olgu olarak değerlendirmek yanıltıcı olur. 2007-2009 krizinin özgüllükleri tam da finansallaşmanın krizi olmasından kaynaklanmaktadır[27].

Finansal genişleme mevcut koşullarda reel süreçlere dayalı sermaye birikiminin sınırlarına ulaşıldığını gösterir. Bu açıdan, finansal genişlemenin başlaması, krizin bir işareti olarak da yorumlanabilir. Kriz; başta konut olmak üzere eğitim, sağlık, emeklilik ve sigortayla ilgili harcamalara sarf edilen kişisel gelirin finansallaşmasıyla doğrudan ilgilidir. Finansallaşmanın gelişimi sırasında bankalarla diğer finans kurumlarının dönüşüm geçirmesi krizi küresel hale getirmiştir. Ticari bankalar, bir yandan ticari ve sınai sermayeden giderek uzaklaşırken, öte yandan da yatırım bankacılığını benimseyip kar kaynağı olarak bireysel gelire

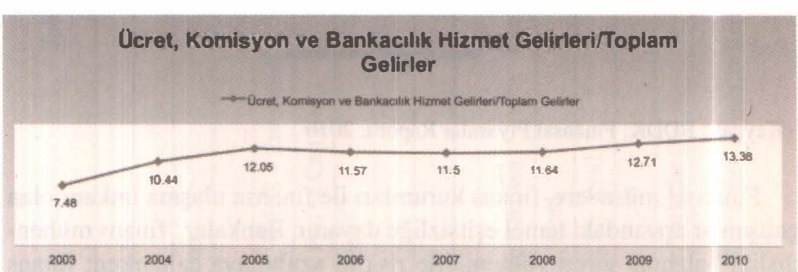
yöneldiler. Yatırım bankacılığı ve finansallaşmış kişisel gelirler bileşimi, 2001-07 arasında ABD'de ve başka yerlerde çok büyük bir balonla sonuçlamış, nihayetinde de felakete yol açmıştır[28].

Kapitalizmin merkez ekonomilerinde 1990'lardan bu yana sermayenin giderek finansallaşması ve ücret gelirlerine göreceli olarak da payının arttırılması söz konusudur. Ancak, finansallaşma olgusu sadece finansal gelirlerin göreceli olarak artmasından ibaret değildir. Finansallaşma, sermaye birikimi önceliklerinin giderek reel ekonomik faaliyetlerden uzaklaştırılması ve kısa dönemli, ancak riskli ve yüksek getirili finansal varlıklarda yoğunlaştırılması anlamını da içermektedir[29].

5. FİNANSAL MÜSADERENİN YÜKSELİŞİ

Finansal kârların doğrudan doğruya işçilerin ve diğer kesimlerin kişisel gelirlerinden elde edilmesi sürecine finansal müsadere ismini verebiliriz. Bu kârlar çoğunlukla hizmet ücretleri, komisyonlar ve kurumların kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemleri biçiminde yatırım bankacılığı vasıtasıyla elde edilen finansal kazançlara denk düşmektedir. Bu kârlar bir ölçüde de kişisel gelirden özellikle de halkın tasarruflarının kullanılmasından kaynaklanır. Finansal kârların doğrudan doğruya kişilerin gelirlerinden çıkartılması finansal müsadereyi oluşturur. Bu durum yatırım bankacılığı ile birleşince mevcut küresel krizi tetiklemiştir[30].

Grafik 3: Ücret, Komisyon ve Bankacılık Hizmet Gelirlerinin Toplam Gelirlere Oranı



Finansal müsadere dolaşım alanında ortaya çıkan ilave bir kar kaynağıdır. Sistemli bir şekilde ve iktisadi süreçler aracılığı ile gerçekleşmesi nedeniyle sömürücü bir yönü olduğu ifade edilebilir. Bireylerin sadece mübadele aracı olarak değil, ödeme aracı olarak da paraya ba-

ğımlı olması, kamunun konut, emeklilik, tüketim, eğitim ve benzeri alanlarda hizmet sunmaktan geri çekilmesi ile daha da güçlenmiştir. Paraya ulaşma imkanı bir yandan arzın ekmeğine yağ sürerken, diğer yandan da temel malları elde edebilme gücünün de giderek belirleyicisi haline gelmiştir. Böylece, gelişmiş finans kurumlarının tefeciyi andıran yönü yeniden güçlenmiş eskiye göre tek fark faizin yanı sıra hizmet ücretlerinin de finansal kar yaratması sağlanmıştır[31].

Ülkemiz de dahil olmak üzere, hemen tüm kapitalist dünyada sanayi işletmeleri gerileyen kârlarını *faaliyet dışı* finansal spekülasyon aktivitelerinin getirdiği kârlarla beslemek suretiyle ayakta kalabilmektedir. Bunun da ötesinde, başta ABD olmak üzere, kapitalizmin tüm metropol ülkelerinde ücretlilerin gelirleri reel olarak gerilemekte ve orta sınıfların alım güçleri düşmektedir. Orta sınıfların sistem içinde güçlü birer tüketici olarak korunması ancak bu kesimlere sağlanan borçlanma olanaklarıyla olasıdır. Türkiye'de bankalar tarafından bireylere kullandırılan tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payının 2002-2010 tarihleri arasındaki yükselişini Grafik 4'ten de görebiliyoruz[32].

Grafik 4: Tüketici Kredilerinin Toplam Kredilere Oranı



Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, 2010

Finansal müsadere, finans kurumları ile finansa ulaşma imkanı olan çalışanlar arasındaki temel eşitsizliğe dayanır. Bankalar "finans mühendisliği" alanına giren yöntemlerle riskini azaltmaya çalışırken; finans kurumları kadar bilgisi ve bilgiye ulaşma olanakları olmayan sabit ücret sahipleri ise kendi risklerini finans kurumları kadar yönetemezler. Ancak tüm bu eşitsizliğe rağmen bireyler varlık ve yükümlülüklerinde finansal araçları zaman içerisinda daha çok tercih etmişler ve finans dünyasının birey aktörleri haline gelmişlerdir.

Tablo 1: Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülükler

Milyar TL	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 Eyl
Varlıklar								
Birey Emek.Fon	0	0.3	1.2	2.8	4.6	6	9.1	10.9
Hisse Senedi	9.2	12.4	15.8	15.7	17.5	10.8	24.5	29,7
Kamu Borç. K. (DİBS + Eurobond)	36.1	41	33.3	27.7	19.2	19.7	13	9.1
Tas. Mev.,Kat. Fon ve Cari Hes.	100.9	124.6	147.8	185.4	215.5	288	321.1	351.3
Dolaşımdaki Para	9.8	12.4	18.2	24.4	25	29.3	34.3	42.3
Toplam	156	190.7	216.3	256	281.8	353.8	402	443.3
Yükümlülükler								
Tüketici Kred.	5.9	12.8	29.7	48	68.9	85.2	97.4	120.7
Kre. Kart. Borç Bakiyesi	1.7	4.4	7.5	10.7	12.6	14.7	19.1	21.6
Tük.Finans Şir. Kred.	0.4	0.9	1.8	1.4	1.7	1.6	1.7	2.7
Bireysel Finans Şir. Kred.	0	0	0	0.5	0.9	1	0.7	0.6
Toplam	8	18.1	39	60.6	84.1	102.5	118.9	145.6
Yükümlülükler/Varlıklar (%)	5.1	9.5	18	23.7	29.8	29	29.6	32.8

Kaynak: BDDK; Finansal Piyasalar Raporu, 2010, s. 12,

Bankaların, maaşlardan doğrudan doğruya önemli kârlar sızdırabilmeleri ancak işçilerin, konut, eğitim, sağlık ve emeklilik gibi temel ihtiyaçlarını karşılamak için finans mekanizmalarına giderek daha dahil olmalarıyla mümkündür. Gerek yükümlülükler (özellikle konut kredileri), gerekse varlıklar(özellikle emeklilik maaşı ve sigorta) açısından bireysel işçi gelirinin giderek "finansallaştığı" açıkça görülmektedir. Özellikle devletin giderek sosyal güvenlik sisteminden elini eteğini çekmesi, nüfusun hızla yaşlanması emeklilik fonlarına olan talebi artırmaktadır[33]. Tablo 2'den de görüleceği üzere Bireysel Emeklilik Fonları, 2003 yılın'dan itibaren hızla yükselmiştir.

Tablo 2'den de anlaşılacağı üzere hanehalkı finansal yükümlülükler içerisinde yer alan Kredi Kartı Borç Bakiyesi 2003 yılında 1,7 milyar TL iken, 2010 yılında 21,6 milyar TL'ye yükselmişitir. Böylelikle, cebinde kredi kartı taşıyanlar cebinde kuruş yokken tatile çıkabilir, sevgilisini yemeğe çıkarabilir, arkadaşlarına hava atabilir. Kısa bir süre, gücünün ötesinde bir yaşam standardı yakalayabilir, hayatın zevklerine uzanabilir, kapitalizmin sunduğu hazlara minnet hisleri besleyebilir. Ama ne yazık ki; çoğunlukla kabus dolu günler pek uzakta değildir. Yapılan araştırmalar; ABD'de kredi kullanımının artışıyla obezite ve boşanma oranlarındaki sıçramanın at başı gittiğine işaret ediyor[34]

6. FİNANSALLAŞMIŞ KAPİTALİZM VE BANKALAR

Finansallaşma genel olarak bankacılığın, kişilerin günlük hayatına girerek iliklerine işlemesi şeklinde tanımlanabilir. Gerçekten bugün kazançlarımıza, harcamalarımıza, ödemelerimize, tasarruflarımıza baktığımızda birçok alanda bankaların hayatımıza girdiğini görebiliriz. Örneğin;

– Maaşlarımız artık bankalara yatıyor, daha para elimize geçmeden otomatik olarak kredi kartı harcamalarımız mahsup ediliyor,
– Gerektiğinde ATM'den para çekiyoruz/yatırıyoruz,
– Internet üzerinden EFT, fatura ödemelerini bile yatırıyoruz, sınav ücretlerini hatta bağışları bile yapıyoruz,
– Cebimizde harcayacak paramız olmadığı halde kredi kartı ile harcama yapıyoruz hatta ödemeleri de istediğimiz kadar öteleyebiliyoruz.

Biraz daha düşünürsek bu yukarıdaki faaliyetleri çok daha genişletebiliriz. Peki nasıl oldu da bankalar bu kadar iliklerimize işledi?

1973-1974 petrol krizine takip eden yıllarda dünyada kurumsal ve siyasi müthiş değişimler yaşandı. 1980'lerden sonra Amerika'da Ronald Reagan, İngiltere'de Margaret Thatcher, Türkiye'de de Turgut Özal'ın başını çektiği arz yönlü ekonomi politikaları uygulamaya konuldu. Keynescilik yerini neoliberalizme devrediyordu. Arz yönlü ekonomiyi kısaca sermayenin globalleşmesi, uluslararası hareket serbestisi kazanması, özelleştirme ve deregülasyon olarak tanımlayabiliriz[35].

Sürecin devamında büyük şirketlerin bankalara olan bağımlılığının azalması ile birlikte ticari bankalar da büyük bir değişim içine girmişlerdir. Büyük şirketlerin faiz oranı ve kredi miktarı üzerindeki denetimleri fiilen devre dışı kalmış ve ciddi mevduat kayıpları yaşanmıştır. Tüm bunlar açık finans piyasalarının genişlemesinin, kuralsızlaştırılmasının zeminini hazırlamıştır. Tablo 3'ten de görüleceği üzere Türk Bankacılık Sektöründe faiz dışı gelirler 2002 yılından itibaren hızlı bir yükseliş göstermektedir[36].

Tablo 2: Banka Gelirleri (Milyon TL)

Yıl	Kredilerden Alınan Faizler	Kredilerden Alınan Ücret ve Komisyonlar	Bankacılık Hizmetleri Gelirleri	Toplam Faiz Dışı (Kar Payı Dışındaki) Gelirler
2002	10.382	910	2.468	7.731
2003	10.455	882	3.093	7.189
2004	15.543	1.143	4.194	8.146
2005	20.958	1.443	5.297	10.207
2006	28.900	1.725	6.607	14.670
2007	39.363	2.050	8.283	16.025
2008	52.110	2.518	10.022	17.422
2009	52.478	3.299	10.537	19.214
2010	47.498	3.294	11.094	23.704

Genel olarak baktığımızda enflasyonsuz ortam, faiz gelirlerinin düşmesi ve kâr marjlarının azalması, bankaların zaman içinde hizmetlere ve komisyon gelirlerine ağırlık vermesine sebep olmuştur. Kârlılığı sürdürmek için her banka, yeni ürün ve hizmetlerle komisyon gelirini artırmış; perakende bankacılık gelirlerinin artmasında, bireysel kredilerden gelen komisyon ve masraflarla bankacılık işlemlerinden alınmaya başlanan havale, EFT gibi komisyon giderleri önem taşımaya başlamıştır. Bankaların yeni ürün ve hizmetlere bağlı olarak elde ettiği ücret ve ko-

misyon gelirleri, kârlığı korumada önemli bir gelir kalemi haline gelmiş ve bu durum karşısında banka müşterileri, söz konusu maliyetlerin görece düşük olduğu internet, ATM, televizyon bankacılığı ve telefon bankacılığı gibi şube dışı hizmet kanallarından daha fazla yararlanmaya başlamıştır.

KUTU 1: Bankaların Kampanya Yarışı

Medya takip şirketi Interpress'in bankacılık sektörünün medya yansımalarını mercek altına aldığı son araştırmaya göre; bankaların Kurban Bayramı öncesi yaptıkları yeni kredi kampanyalarının haber ve reklamlarının medyada ilgi topladığı görüldü. 01-15 Kasım tarihleri arasında yazılı basında toplam 436 adet bayrama özel kredi haberi yayınlandığı saptanmıştır.

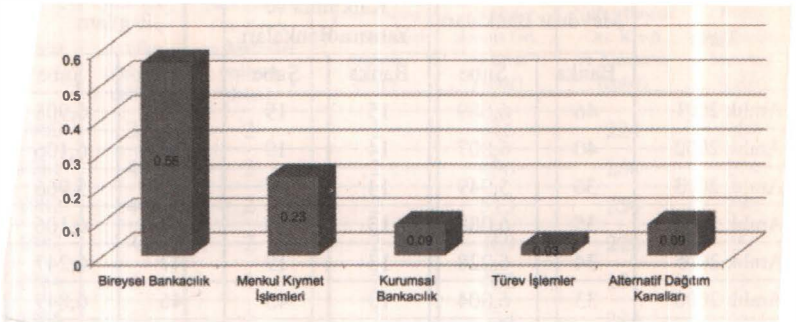
İki bine yakın ulusal ve yerel gazete ile derginin incelenmesiyle oluşan rapora göre, 01-15 Kasım tarihler arasında yazılı basında kırk iki banka hakkında toplam 1.696 adet haber çıkarken, bunların 436 tanesinin bayram kampanyalarına yönelik olduğu belirlenmiştir.

Bankacılık sektörünün Kurban Bayramı'na özel düzenlediği kredi kampanyalarını müşterilerine duyurmak için yaptığı reklam çalışmaları incelendiğinde ise, Kasım ayı başından Arife gününe kadar geçen sürede bankaların birinci sırada radyo reklamlarına ağırlık verdiği arkasından televizyon ve en son olarak yazılı basını tercih ettiği ortaya çıkmıştır.

Söz konusu medya takip şirketinin yaptığı araştırma bize bankaların kar odağı olarak kişisel gelirlere yöneldiklerini göstermektedir.

Bankacılık sektörü yöneticilerinin bankacılık ve ülke ekonomisi ile ilgili çeşitli konulardaki algılayış ve beklentilerinin izlenmesi ve şeffaflık ilkesi çerçevesinde diğer ekonomik birimler ve kamuoyu ile paylaşılmasını amaçlayan ve ilk sayısı Ekim 2005'de yayınlanan Bankacılık Sektörü Yönetici Kesimi Beklenti Anketi'nin 22. Sayısı, Ocak-Mart 2011 dönemine ait beklentileri içermektedir. Önümüzdeki 1 yıl içerisinde bankacılık sektöründe gelişme göstermesini beklediğiniz faaliyet alanlarını önem derecesine göre sıralayınız sorusuna; sektörde faaliyet gösteren bankalarda üst düzey yönetici olarak çalışan 66 katılımcının verdiği yanıtlar Grafik 6'da gösterilmiştir. Bankacılık sektöründe gelişme göstermesi beklenen faaliyet alanları ile ilgili soruda katılımcıların % 58'i bireysel bankacılığı, % 23'ü menkul kıymet işlemlerini % 9'u kurumsal bankacılığı, % 9'u alternatif dağıtım kanallarını ve % 3'ü türev işlemleri en fazla gelişecek faaliyet alanları olarak gördüklerini belirtmiştir[37].

Grafik 5: Bankacılık Sektöründe "En Fazla"
Gelişme Göstermesi Beklenen Faaliyet Alanlarının Yüzde Dağılımı



Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'na ait Finansal Piyasalar raporunda geçen "*Bankacılık sektörü, 2010 yılının üçüncü çeyreğinde büyümesini devam ettirmiştir. Ancak, büyüme sürecinde alternatif kanallara ve etkinliğe olan yönelimin artması, klasik şube kanalının, özellikle personel bileşenindeki gelişmenin yavaşlamasına yol açmaktadır. Sektör için maliyet, etkinlik ve rekabet anlamında olumlu olan bu yönelim, mevcut makroekonomik yapıda, istihdam ve yurtiçi istihdama dayalı olarak katma değer yaratma anlamında uzun vadede olumsuz olarak değerlendirilebilmektedir. Sektörün önümüzdeki dönemde erişim kanalları, müşteri kitlesi ve ürün çeşitliliğini artırarak yurt içi ve yurt dışındaki potansiyel büyüme olanaklarını kullanması beklenmektedir.*" ifadesi Türkiye'de bankaların rekabet edebilmeleri için daha az sayıda personel istihdam etmeleri ancak daha çok kişiye ulaşabilmek için dağıtım kanallarını geliştirmeleri gerektiği uyarısında bulunmaktadır.

Tablo 3: Bankacılık Sisteminde Banka ve Şube Sayısı*

Tarih	Mevduat Bankaları		Kalkınma ve Yatırım Bankaları		Toplam	
	Banka	Şube	Banka	Şube	Banka	Şube
Aralık 2001	46	6,889	15	19	61	6,908
Aralık 2002	40	6,807	14	19	54	6,106
Aralık 2003	36	5,949	14	17	50	5,966
Aralık 2004	35	6,088	13	18	48	6,106
Aralık 2005	34	6,228	13	19	47	6,247
Aralık 2006	33	6,804	13	45	46	6,849
Aralık 2007	33	7,570	13	48	46	7,618
Aralık 2008	32	8,741	13	49	45	7,790
Aralık 2009	32	8,983	13	44	45	9,027
Aralık 2010	32	9,423	13	42	45	9,465

** K.K.T.C ve yabancı ülkelerdeki şubeler dahil.*

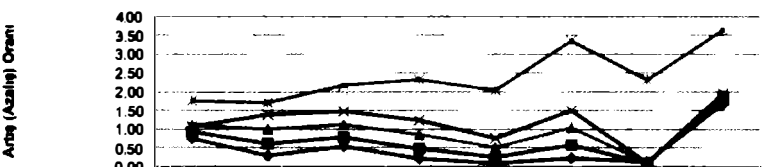
Türk Bankacılık Sektöründe şubeleşme ve istihdam artışı devam ederken, bankaların yurtdışı şubeleşme faaliyetleri de sürmektedir. Bankacılık sektöründe şube ve personel sayısında Aralık 2009 döneminde başlayan artış 2010 yılında da devam etmiştir. Bu çerçevede, sektörün personel sayısı son bir yıllık dönemde 6.975 kişi artarak, 184.205 kişiden 191.180 kişiye, şube sayısı ise 485 adet artarak 9.581'den 10.066'ya yükselmiştir. 2010 yılında personel ve şube sayısında en fazla artışın kamu bankalarında gerçekleştiği görülmektedir. 2010 yılında kamu bankalarınca 10 adet, katılım bankalarınca da 1 adet yeni yurtdışı şube açılmıştır. Mevduat bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarında çalışan sayısı son bir yılda 6.102 kişi (yüzde 3,5 oranında), Temmuz-Eylül 2010 dönemine göre ise 1.135 kişi (yüzde 1 oranında) artarak 178.504 olmuştur. 2009 yıl sonu rakamlarına göre çalışan sayısı kamusal sermayeli mevduat bankalarında 2.379 kişi, özel sermayeli mevduat bankalarında 1.363 kişi, yabancı sermayeli mevduat bankalarında 2.338 kişi, kalkınma ve yatırım bankalarında ise 31 kişi artarken, Fon bankasında ise 9 kişi azalmıştır[38].

Tablo 4: Şube ve Personel Başına Temel Göstergeler

Yıllar	Şube Başına Ort. Aktifler (milyon dolar)	Şube Başına Ort. Kredi ve Alacaklar (milyon dolar)	Şube Başına Ort. Mevduat (milyon dolar)	Nüfus Başına Ort. Aktifler (dolar)	Nüfus Başına Ort. Kredi ve Alacaklar (dolar)	Nüfus Başına Ort. Mevduat (dolar)
1980	3	2	2	416	224	204
1981	4	2	2	496	268	274
1982	4	2	2	513	256	298
1983	4	2	2	469	223	255
1984	4	1	2	462	181	271
1985	4	2	3	534	224	343
1986	5	2	3	651	296	407
1987	6	3	4	773	350	451
1988	6	2	3	702	285	394
1989	7	3	4	859	363	492
1990	9	4	5	1.030	484	577
1991	9	4	5	1.019	448	573
1992	10	4	6	1.112	465	613
1993	12	5	6	1.222	506	635
1994	9	3	5	872	340	550
1995	11	5	7	1.120	476	728
1996	13	6	9	1.330	573	912
1997	14	6	9	1.483	674	960
1998	16	6	10	1.806	693	1.186
1999	17	5	12	2.017	607	1.350
2000	20	6	13	2.285	751	1.503
2001	17	4	12	1.682	414	1.184
2002	21	6	14	1.872	496	1.253
2003	30	8	19	2.552	715	1.643
2004	38	13	24	3.223	1.086	2.076
2005	47	18	30	4.105	1.583	2.622
2006	50	23	32	4.727	2.126	3.050
2007	64	32	40	6.552	3.275	4.168
2008	53	27	34	6.486	3.371	4.167
2009	59	28	38	7.399	3.531	4.700

Finansallaşmanın gelişimi sırasında ticari bankalar büyük bir dönüşüm geçirdiler. Bu dönüşümün itici gücü; büyük şirketlerin banka finansmanına olan bağlılıklarının azalmasıydı. Gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin yatırımlarını esasen dağıtılmamış kârlarla finanse etmeleri, şirketlerin bankalara artık daha az bel bağlamasına ve finansallaşmasına yol açmıştır. Bankaların faiz oranı farklarından elde ettikleri gelirlerin önemi sürekli azalmıştır. Hanehalkları varlıklarını, banka mevduatlarından çeşitli yatırım fonlarına kaydırmışlardır ve işletmelere verilen banka kredilerinin önemi de önemli ölçüde azalmıştır[39]. Bankalar faaliyetlerini sanayi sektöründen ziyade kişilere yöneltmişlerdir. Konut kredisi, eğitim, otomobil tüketici kredilerinin arzı da buna bağlı olarak hızla yükselmiştir. 2002 yıl sonunda 4 milyar Dolar olan bireysel krediler 2009 yıl sonunda yaklaşık 90 milyar dolar olmuştur[40].

Grafik 6: GSYH; Toplam Aktif; Ticari-Kurumsal Krediler ve Toplam Bireysel Krediler (2002-2009) (% Değişim)

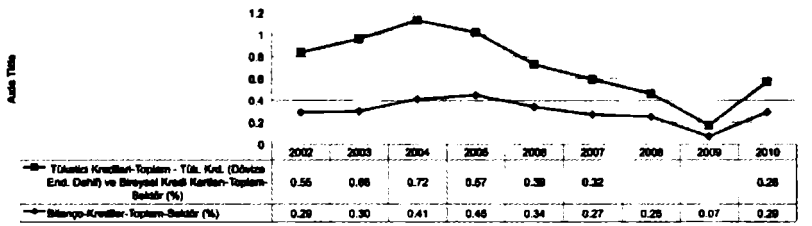


	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bireysel	0.69	0.32	0.69	1.09	1.28	1.86	2.22	1.68
Ticari-Kurumsal	-0.04	0.39	0.35	0.39	0.25	0.46	0.01	0.07
Toplam Kredi	0.18	0.39	0.35	0.39	0.25	0.46	0.01	0.07
Toplam Aktif	0.18	0.33	0.25	0.26	0.16	0.34	-0.04	0.15
GSYH	0.74	0.28	0.53	0.21	0.09	0.22	0.12	1.68

Kaynak: TBB; 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi İstatistik Ekleri; 2009.

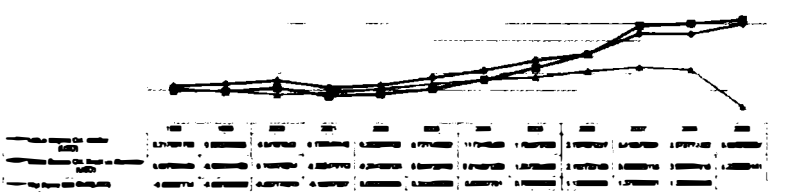
Yoğun bir şekilde bireylere verilen kredilere ve sıradan ücretlilerden doğrudan doğruya kazanç sızdırılmasına bağımlı hale gelen bankacılık, bankaların tahviller, hisse senetleri ve türev varlıklarla ilgili finans piyasası işlemlerine aracılık ettikleri ve fon temininde giderek ağırlık verdikleri sermaye piyasaları ile tamamen iç içe geçmiştir. Günümüz bankacılığı, şirketlerden ve genel halktan mevduat toplayıp işletmelere kredi vermeye ve bu ikisi arasındaki faiz oranı farkından kar elde etmeye dayanan geleneksel iş anlayışından oldukça farklı bir şeydir[41].

Grafik 7: Toplam Krediler ve Tüketici Kredilerinde Artış (Azalış) Oranları[42]



İşçilerin yaygın bir şekilde finansın mekanizmalarına dahil olmaları, finansal müsaderenin temelini oluşturur. En büyük bankalar açısından bakıldığında, bireylere verilen kredilerin banka kârları içerisinde giderek önem kazandığı kesindir. Kişisel gelire yönelen finans, işçilerin ve halkın diğer kesimlerinin konut, emeklilik, tüketim, sigorta ve buna benzer temel ihtiyaçlarını karşılamayı amaçlar. Aşağıdaki grafikten de görüldüğü üzere, 1998 ile 2009 yılları arasındaki dolar bazında kişi başına milli gelir ve kişi başına banka kredi ve alacaklarının gelişimine bakacak olursak; kişi başına milli gelir düşerken, yani kişilerin gelirlerinde düşme yaşanırken; kişi başına banka aktiflerinde ve verdikleri kredilerde artış yaşanmıştır.

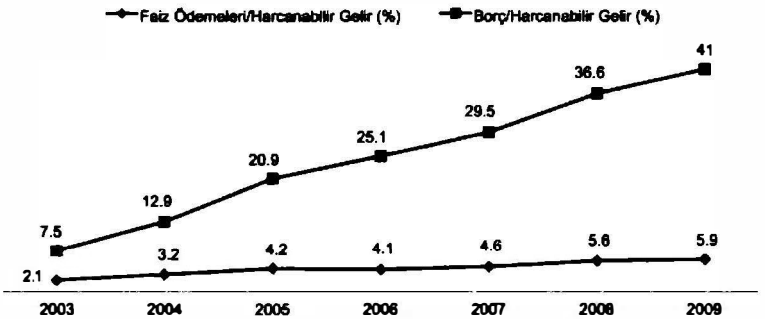
Grafik 8: Kişi Başına Banka Aktifleri; Ort. Kredi ve Alacaklar ve GSMH



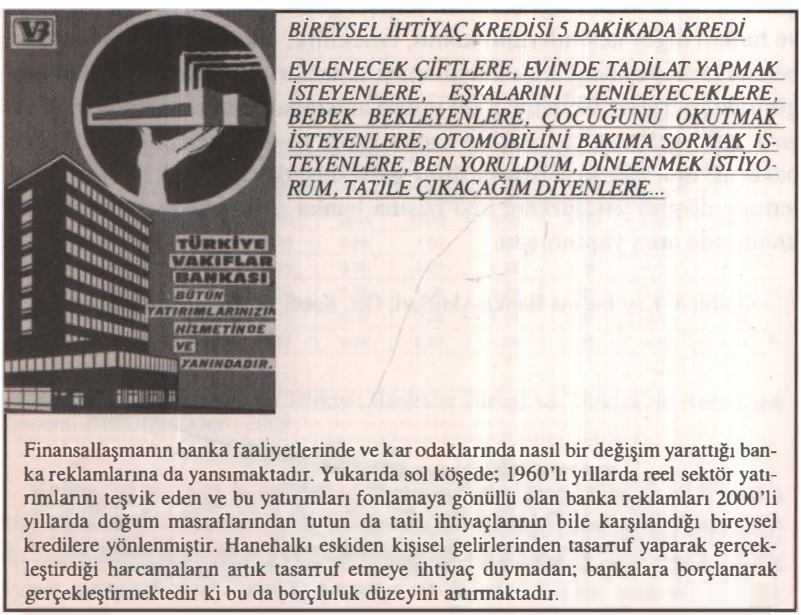
Kaynak: TBB, 2009; TCMB, 2010

Türkiye'de 2000'li yıllar boyunca reel ücretlerin sabit kalması hatta düşmesine rağmen; bankaların kişisel gelirlere yönelmeleri, bireysel borçlulukta artışa neden olmuştur[43]. Grafik 11'de de görüldüğü üzere 2003-2007 yılları arasında borçların ve faiz ödemelerinin hanehalkı gelirlere oranında yükselen bir trend gözükmektedir.

Grafik 9: Borç ve Faiz Ödemelerinin Hanehalkı Harcanabilir Gelire Oranı (%)



Kutu 2: Finansallaşmanın Banka Faaliyetlerine Etkisi



Finansallaşmanın banka faaliyetlerinde ve kar odaklarında nasıl bir değişim yarattığı banka reklamlarına da yansımaktadır. Yukarıda sol köşede; 1960'lı yıllarda reel sektör yatırımlarını teşvik eden ve bu yatırımları fonlamaya gönüllü olan banka reklamları 2000'li yıllarda doğum masraflarından tutun da tatil ihtiyaçlarının bile karşılandığı bireysel kredilere yönlenmiştir. Hanehalkı eskiden kişisel gelirlerinden tasarruf yaparak gerçekleştirdiği harcamaların artık tasarruf etmeye ihtiyaç duymadan; bankalara borçlanarak gerçekleştirmektedir ki bu da borçluluk düzeyini artırmaktadır.

7. SONUÇ

Finansallaşmanın karakteristik özelliklerinin başında finansal faaliyetlerin olağanüstü büyümesi ve finansın baskınlığı gelmektedir. Finansallaşmanın uzun dönemli bir yönü olan kişisel tasarrufların azalması,

bireylerin finans sistemine giderek daha fazla katılmasını ve bireysel borçların buna koşut olarak artmasını da yansıtmaktadır.

Finansın serbestleştirilmesi ilerledikçe büyük şirketlerin açık finans piyasalarından neredeyse hiçbir kısıtlamayla karşılaşmaksızın borçlanabilmeleriyle birlikte bankalar, bireylere kredi vererek ve finansal işlemlere aracılık ederek kar sağlama yoluna gitmişlerdir. Finansallaşma, bankaların sınai ve ticari sermaye üzerinde hakimiyet kurması anlamına gelmez. Daha ziyade, finans sektörünün daha özerk hale gelmesine isabet eder. Açık finans piyasalarından borçlanabilen sınai ve ticari sermaye bu sayede finansal işlemlerle yoğun bir şekilde ilgilenir hale gelmiştir. Finans kurumları, finansal müsadereye ve yatırım bankacılığına yönelerek yeni kar kaynağı arayışına girmişler, bu arada işçiler, konut, tüketim, eğitim, sağlık ve yaşlılık dönemi gereksinimleri dahil olmak üzere temel ihtiyaçlarını karşılamak için giderek özel finans alanın içine doğru çekilmişlerdir.

Toplumsal gereksinimlerin giderek özel sektörce sağlanması, sıradan ücretlilerin barınma, eğitim ve sağlık hizmetleri dahil olmak üzere temel yeniden üretimlerini sağlamak için paraya erişebilmelerini bir ön koşul haline getirmişir. Özellikle de reel ücretlerin durgun seyrettiği ve toplumsal eşitsizliklerin arttığı bir ortamda ücretliler, ipotek, eğitim ve tüketici kredilerinin yanı sıra özel sigorta hizmetlerinden de yararlanabilmek için finans piyasalarına yönelmek zorunda kalmışlardır. Bankaların bu faaliyetler dolayısıyla ücretli kesimle kurdukları ilişkiler, bireysel gelire dayalı büyük miktarda değere sistemli bir şekilde el koymalarını sağlayan faaliyetleri kapsamaktadır[44].

ILO, küresel krizin şiddetlenmesinden bu yana neredeyse iki sene geçmesine karşın, kuralsızlaştırılmış finans dünyasının yarattığı aşırı risk, aşırı oynaklık, ve istikrarsızlığın önüne geçebilecek yapısal dönüşümlerin gerçekleştirilmemiş olmasından duyduğu kaygıları dile getirmektedir. Erinç Yeldan ise benzer kaygıları daha vurgulu bir biçimde şöyle ifade ediyor; "2010'un tüm dünyada toparlanma ve yeniden büyümeye geçiş yılı olarak şimdiden muştulandığı bu dönemeçte, küresel sermayenin finansallaşmaya dayalı mevcut birikim anlayışının sürdürülmesi durumunda, geleceğin çok daha şiddetli krizlere gebe olduğu açıktır."[45]

Finansın günlük yaşantımızdaki her işleme dahil olmasını bir anlamda ifade eden finansallaşmayı; Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların faaliyetlerindeki ve hedef müşteri kitlelerindeki değişim de doğrulamaktadır. Artık kişiler kazandığı kadar harcamak yerine, bankaların kendilerine imkan sağladıkları sürece kazandıklarından fazla tüketime yönelebilmektedirler.

Notlar

1. Dmophanes Papadatos, Günümüz Kapitalizminde Merkez Bankacılığı: Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal Krizler, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, İstanbul: Yordam Kitap, 2009, s. 171-172
2. Hayri Kozanoğlu, Nurullah Gür ve Barış Alp Özden, Neoliberalizmin Gerçek 100'ü, İletişim Yayınları, 2008, s.100
3. Erkin Ödemiş, The Financialization of Consumption in Turkey: The Emergence of Consumer Credits, 1988-2008, Boğaziçi Üniversitesi Yayımlanmamış Doktora Tezi, 2009.
4. Gülten Kazgan, Küreselleşme ve Ulus Devlet: Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000, s.21-22
5. DPT, Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu, Ankara, Ocak 1995, s.22
6. Ufuk Başoğlu, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar", http://www.ufukbasoglu.net/makaleler/gelismekteolanulkelerde.pdf (14.05.2010), s.2
7. Micheal Chossudovsky, "Yoksulluğun Küreselleşmesi, Neşenur Domaniç (çev.), İstanbul: Çivi Yazıları, 1997, s.37
8. Gülten Kazgan, Yeni Ekonomik Düzende Türkiye'nin Yeri, 2. Basım, İstanbul: Altın Kitaplar, 1995, s.103-105
9. Nadir Eroğlu, Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyo-Politik Karşıtlıklar, s.27
10. Aylin Çiğdem Köne, Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği, Doğuş *Üniversitesi Dergisi*, 4 (2) 2003, s.235
11. Thomas I. Palley, Financialization: What It Is and Why It Matters, The Levy Economic Institute, Working Paper No: 525, 2007, s.4
12. Hayri Kozanoğlu, Küresel Krizin Anatomisi, Agora Kitaplığı, 2009, s.19-20
13. Koray Yılmaz, "Türkiye'de Kapitalizmin Gelişim Evreleri: Sermaye Birikim ve Sınıf Merkezli Bir Çerçeve", Kapitalizm ve Türkiye, Fuat Ercan ve Yüksel Akkaya (drl), Ankara: Türk Sosyal Bilimler Derneği, 2005, s.234
14. Fatih Özatay, "Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları", İktisat İşletme ve Finans, Sayı: 207, Haziran 2003, s. 7.
15. Ümit Akçay, Para, Banka, Devlet: Merkez Bankası Bağımsızlaşmasının Ekonomi Politiği, İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı, 2009, s.152
16. Erinç Yeldan, Küreselleşme Kim İçin?, İstanbul: Yordam Kitap,2008, s. 188
17. Engelbert Stockhammer, Financialization and The Slowdown of Accumulation, Cambridge Journal of Economics vol. 28 (5), s.723
18. Nuray Ergüneş, Global Integretation of the Turkish Economy in the Era of Financialisation, Researc on Money and Finance, Discussion Paper 8, 2009, s.4
19. Gerald Epstein, Financialization and the World Economy, USA: Edward Elgar Publishing Limited, 2005, s.3

20. Nuray Ergüneş, Global Integretation of the Turkish Economy in the Era of Financialisation, Research on Money and Finance, Discussion Paper 8, 2009, s4
21. TCMB, Finansal İstikrar Raporu 2010, s.18
22. Engelbert Stockhammer, Financialization and the Global Economy, Political Economy Research Institute, Working Paper Series 240, 2010, s.6
23. Juan Pablo Painceria, Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation, Research on Money and Finance, 2009, s.4
24. Erinç Yeldan, Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007-2008 Krizi: Tükiye Krizin Neresinde?, Çalışma ve Toplum, 2009 (1), s.11-13
25. Erinç Yeldan, Kapitalizmin Finansallaşma Süreci ve Küresel Kriz, Ocak 2010, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan244_06Ock10.pdf
26. Erinç Yeldan, Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007-2008 Krizi: Tükiye Krizin Neresinde?, Çalışma ve Toplum, 2009 (1), s.12
27. Costas Lapavitsas, "Finansallaşmanın Krizi", Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, İstanbul: Yordam Kitap, s. 19
28. Costas Lapavitsas, "Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation", Research on Money and Finance, Discussion Paper 10, 2009, s.9
29. Erinç Yeldan, Küresel Kriz, İşsizlik ve İş Yaratmayan Büyüme, İşveren, Temmuz-Ağustos 2010.
30. Costas Lapavitsas, Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, Research on Money and Finance, Discussion Paper 1, 2009, s.3
31. Lapavitsas, a.g.e., s.21
32. BDDK, Finansal Piayasalar Raporu, Eylül 2010
33. Kozanoğlu, a.g.e, s.101
34. Kozanoğlu, a.g.e., s.103
35. Lapavitsas, a.g.e, s.52
36. TBB, 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye`de Bankacılık Sistemi İstatistik Ekleri, 2009
37. BDDK, Bankacılık Sektörü Yönetici Kesimi Beklenti Anketi, Ocak 2011, s.32
38. BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, 2011/1, s.5
39. Paulo L dos Santos, On The Content of Banking in Contemporary Capitalism, Research on Money and Finance, Discussion Paper 1, 2009, s.5
40. TBB, 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye`de Bankacılık Sistemi İstatistik Ekleri, 2009
41. Paulo L dos Santos, "At The Heart of The Matter: Household Debt in Contemporaray Banking and the International Crisis", Research on Moneya and Finance, Discussion Paper 11, 2009, pp: 5
42. BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, Aralık 2010
43. Costas Lapavitsas, Financialisation Embroils Developing Countries, Papeles De Europa, 19 (2009), s.124
44. Costas Lapavitsas, What to Do About Banks, Public Policy Research, September-November 2009, s.158
45. Yeldan,a.g.e, s.2

Finansın Yükselen Yüzü: Borsalar

Seda Canikli

1. GİRİŞ

2007 – 2008 yılları arasında ABD'deki konut ipoteklerinde artan risk yüzünden başlayan mali kriz, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde küresel boyutlara ulaşan bir ekonomik istikrarsızlığa dönüşmüştür. Krizin bu kadar hızlı bir şekilde yayılmasının birçok nedeni olmakla beraber, en önemlisi Amerikan ekonomisinin dünyanın öncü ekonomisi olması ve para biriminin de en yaygın rezerv para, yani dünya parası olmasıdır. İkinci önemli neden ise, son otuz yılda finansı küreselleştirerek finansallaşmanın da en belirgin özelliklerini ortaya çıkaran, gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerindeki değişikliklerdir.[1] Krizi bu derecede küresel hale getiren diğer bir neden ise, bankalar ve diğer finans kurumlarının dönüşüm geçirmesidir. Örneğin ticari bankalar sınaî sermayeden uzaklaşmış, yatırım bankacılığını benimsemişlerdir.[2]

Finansallaşmanın en önemli göstergesi, mali varlıklardaki büyümedir. 1980 yılından itibaren mali varlıklarda meydana gelen artış, 1990'dan sonra hız kazanmıştır. OECD 2009 verilerine göre, mali varlıkların küresel GSMH'ye oranı 1980 yılında % 109 iken, 1990'da %20 1'e, 2000'de %294'e ve 2006'da %346'ya yükselmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki mali varlık artışı da oldukça belirgin hale gelmiştir. 1995 yılında 3,9 trilyon $ olan mali varlık tutarı, 2006'da 23,6 trilyon $'a yükselmiştir. Toplam mali varlıklar içinde gelişen ekonomilerin payı 1995'de %6 iken, 2006'da %14 olmuştur.

Finansal piyasaların toparlanması kapsamında, 1997–98 krizlerinin yanı sıra, 2008 sonunda yüzleştiğimiz küresel finans krizinde de belirleyici bir rolü olan hisse senedi piyasalarını, dolayısıyla borsaları daha yakından incelemek gerekmektedir. Çünkü hisse senedi piyasası, artık finansal varlık biçimine dönüşen yerli ve küresel sermayenin tam merkezinde yer almaktadır.[3] Borsalarda işlem hızının anlık olması sebebi ile krizlerin önceden tahmini giderek zorlaşmıştır. Ancak, gerek hisse senetleri ve diğer finansal varlıkların ihraç edilmesi, gerekse çok büyük miktarlarda finansal varlık biriktirilmesi yolu ile ortaya çıkan hayali sermaye bu piyasada oluşmaktadır.

Günümüzde kumarhane ekonomisi olarak adlandırılan kavramın altında spekülasyonlar yatmaktadır. Küresel ekonomide bu güne dek yaşanan krizlerin sadece finansal piyasalarda meydana gelen istikrarsızlıklardan kaynaklandığını söylemek pek mümkün değildir. Bu krizler daha ziyade 1990'lar boyunca süren yavaş büyüme, üretimdeki azalma ve finansallaşmanın önlenemez yükselişi nedeni ile meydana gelmiştir.

İlerleyen bölümlerde ilk olarak finansallaşmanın geniş bir çerçevesi çizilmeye çalışılacak, ardından da dünya borsalarının yanı sıra gelişmekte olan ekonomilerin ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) gelişimi, yatırımcı tabanı ve finansal çeşitliliği üzerinde durulacaktır.

2. KÜRESEL BUNALIM, SERMAYE HAREKETLERİ VE FİNANSALLAŞMA

Dünyada meydana gelen ekonomik, politik ve sosyo kültürel değişimler, yeni bir dünya düzeninin kurulmasına neden olmuştur. Böylelikle dünya hızlı bir değişim ve gelişim dönemine girmiştir. Üç kıtada kurulan serbest ticaret bölgeleri ve ekonomik amaçlı bölgesel entegrasyonlar, ülke ekonomilerini birbirine yaklaştıran, ülkeler arası işbirliğini

güçlendirerek yatırımların dünya üzerinde serbestçe dolaşmasını sağlayan oluşumlar olarak finansal sistem içerisindeki yerlerini almışlardır.

2008 yılının son çeyreğinde kapitalizm, 1930 yılında yaşadığı büyük bunalımdan sonraki en şiddetli krizini yaşamıştır. Bunun yanında, eklenmesi gereken diğer bir nokta ise, krizin 1990'larda gelişmekte olan ekonomiler olarak adlandırılan ülkelerde değil, doğrudan doğruya gelişmiş ekonomilerde, yani kapitalizmin merkezinde patlak vermesidir. Bu durumda, yaşanan krizin devlet müdahalelerinden değil de serbest piyasa düzeninin normal işleyişinden kaynaklandığını söylemek yanlış olmayacaktır. İlk başlarda sadece Amerika'daki ipotekli konut kredileri ve kalitesiz kredi piyasalarında finansal bir sarsıntı olacağı tahmin edilirken, söz konusu kriz etki alanını genişleterek tüm dünya ekonomisini etkileyen ve tehdit eden küresel bir bunalım halini almıştır.[4]

Günümüzde finansın küreselleşmesini ispat eden en önemli unsur, paranın değerini belirleyecek belirli bir standardın olmayışıdır.[5] Paranın, dolayısıyla finansal varlık değerlerinin saptanamaması, belirsizliğin bir türlü giderilememesine ve küresel piyasalarda güven unsurunun bir türlü sağlanamamasına yol açmıştır.

Artan küresel rekabet ile birlikte kapitalizmin kuralları da işlemeye başlamıştır. Kitlesel üretim artıp, bununla birlikte sermayeler arası rekabet de kızıştıkça kar oranlarında kayda değer bir düşüş meydana gelmiştir. Tüm dünyada sanayi kârları gerilemiş, Altın Çağ olarak nitelendirilen iktisadi büyümenin sonuna gelinmiştir. Sermayenin ulusal sınırlar içerisindeki aşırı hareketi, yeni yatırımlar gerçekleştirebilmek için daha yüksek kârları gerekli kılmaya başlamıştır. Ancak bu durumda sermayenin kar kapasitesi, içerisinde bulunduğu ulusal pazarın büyüklüğü ile sınırlı kalmıştır.

Ulusal pazarların söz konusu sınırlılığı, sermayenin büyüyüp, daha çok kar elde etmeyi amaçlayan kapitalist sistemi, farklı pazarlara, farklı araçlara yönlendirmiştir. Artan rekabet ile birlikte, gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkeler de bu pastadan pay alabilmek için adeta birbirleri ile yarışır duruma gelmişlerdir. İlk zamanlarda sermayenin sınırlarının kalkmasını, ülke varlıklarının yabancılar tarafından ele geçirilmesini onaylamayan, bunu özgürlüklerine indirilecek bir darbe ve bir çeşit sömürge aracı olarak gören ulusal ekonomiler, yüksek vergi uygulamaları gibi tedbirler alarak ülkeye sermaye girişini engellemeye çalışmışlardır. Kar ve sermaye transferine ve faaliyet alanlarına sınırlamalar getirerek sermayenin hareket serbestliğini sınırlayan bazı eğilimler içerisine girmişlerdir. Ancak zamanla, tüm dünyada meydana gelen finansal değişimlere kayıtsız kalınamayacağını, bazı hedefleri-

ni gerçekleştirebilmek için finansal serbestleşmeye kapılarını açmaları gerektiğini anlamışlardır. Ülkeler arasında meydana gelen bu serbestleşme küreselleşme sonucu, sınırların anlamını yitirdiğinin en belirgin göstergesidir.

Küreselleşme, mal ve hizmetlerin yanı sıra son yıllarda özellikle sermayenin bir takım engellerden arındırılarak ülkeler arasında serbestçe dolaşımını kolaylaştırmıştır. Ekonominin küreselleşmesi, genel anlamda ulusal ekonomilerin dünya ekonomisiyle entegrasyonunu, yani dünyanın tek bir pazarda bütünleşmesini ifade etmektedir. Bir başka deyişle ekonomik küreselleşme, ülkeler arasında mal, sermaye ve emek akımlarının artması sonucu ekonomik ilişkilerin yoğunlaşması ve ülkelerin birbirlerine yakınlaşması anlamına gelmektedir.

Finansal piyasaların küreselleşmesi ise, ekonomik küreselleşmenin kendini gösterdiği bir alandır. Finansal faaliyetlerin küreselleşmesi ile birlikte sermaye, herhangi bir coğrafi sınır içerisinde kalmayıp, daha düşük risk ve daha yüksek kazanç sağlamak düşüncesiyle herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan sınır-ötesi alanlara kolayca yayılmaktadır. Finansal faaliyetlerin küreselleşmesi, özellikle 1980'li yıllar ve sonrasında hızlı bir gelişme göstermiş ve bu sayede uluslararası finansal piyasaları birbirinden ayıran sınırlar hemen hemen ortadan kalkmıştır. Hızla birbirine entegre olan finans piyasaları, uluslararası sermaye hareketlerinin kaynağının, kanallarının ve hacminin değişmesine neden olmuştur. Bu gelişmenin temelinde ise gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal faaliyetleri kendi ülkelerine çekmek için uygulamaya koydukları politikalar, esnek kur rejimleri, finansal araç türlerindeki artış, telekomünikasyon araçları gibi siyasal, kurumsal ve teknik faktörler yatmaktadır.[6]

Uluslararası sermaye hareketlerini özel ve resmi sermaye hareketleri olarak iki başlık altında incelemek mümkündür.

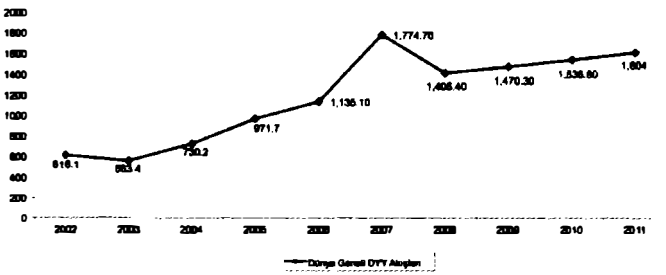
2.1. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketlerinin, gelişmekte olan piyasaların finansman ihtiyacını gidermede ne derece önemli olduğu sürekli tartışılan bir konudur. Söz konusu hareketleri kapsamında yer alan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelerdeki toplam net kaynak akışlarının büyük bir çoğunluğunu oluşturmaktadır. Her iki yatırım türü de birbirinden farklı karakter ve özelliklere sahiptir. Yatırım, genellikle çokuluslu şirketler tarafından, uzun vadeli kalma ve üretme amacıyla geliyorsa bu doğrudan yabancı yatırım kapsamına girerken, menkul kıymet transferi şeklinde geliyorsa portföy yatırımları kapsamına girmektedir.

Uluslararası özel sermaye hareketleri, sanayileşmiş ülkelerdeki büyük işletmelerin diğer ülkelerdeki pazarlara yönelik ekonomik faaliyetlerden kaynaklanan doğrudan yatırımlardan, bireysel ve kurumsal yatırımcıların risklerini dağıtmak için yaptığı portföy yatırımlarından ve uluslararası para ve sermaye piyasalarından sağlanan ticari amaçlı kredilerden oluşur. Yabancı ülkelerde tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasıyla elde edilen mali nitelikli yatırımlar portföy yatırımı olarak adlandırılmaktadır.[7]

Aşağıdaki grafikte, uluslararası sermaye hareketlerinin dünya genelindeki durumuna dair hem geçmişteki , hem de geleceğe ait tahmini değerler görülmektedir.

Grafik 1: Dünya Geneli Sermaye Akımları (Milyar $)



Anlaşılacağı üzere 2007 yılına kadar meydana gelen hızlı yükselme, 2008'de yerini düşüşe bırakmış, 2009'da büyüme tekrar ama daha düşük bir hızla gerçekleşmiştir. Ancak yine de toplamlara bakıldığında, 2002-2005 yılları ile 2006-2011 yılları arasında sermayenin serbest dolaşımı ile ilgili gelişmeleri gözlemlemek zor değildir. Zaten 2008 yılında ortaya çıkan küresel finans krizinde de bu serbestleşmenin etkisi göz ardı edilemez.

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan uluslararası portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.[8]

Bir ülkeye yönelik yabancı portföy yatırımlarının artması sonucunda, yerel sermaye piyasalarının likiditesinin ve piyasaların etkinliğinin

de arttığı söylenebilir. Piyasaların likiditesinin artması ise beraberinde piyasa derinliğini getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlar. Tüm bunlara ek olarak yurtiçi piyasalara yabancı portföy yatırımcıları tarafından sunulan yeni portföy yönetim teknikleri ve daha karmaşık ürünlerle piyasa risk yönetimi ile tanışılmaktadır.[9]

2.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir bölümü de resmi kredilerden oluşmaktadır. Resmi krediler genellikle ülkelerin kalkınmasıyla ilgili olduğu için bunlara kalkınma kredileri veya dış yardımlar da denmektedir. Resmi Kurumlar tarafından yönlendirilen bu tür sermaye hareketleri, ekonomik, politik, askeri, kültürel, tarihi, insani, ahlaki vb. nedenlerden kaynaklanmaktadır. Resmi krediler, piyasa şartlarından uzak, düşük faizli ve uzun vadeli kredilerdir.[10]

Aşağıdaki tabloda 2000 yılından itibaren dünya genelinde görülen resmi sermaye hareketlerinin 10 yıllık gelişimi verilmiştir.

Tablo 1. Resmi Sermaye Hareketleri

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Milyar$	-34.2	-0.4	-1	-50.5	-71.1	-109.9	-158	-140.7	-158.6	-135.4

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Raporu 2010.

Rakamlardan da görüldüğü üzere resmi sermaye hareketlerindeki eksi değerler borçların geri ödendiğini, bu fonların misyonunu yitirdiğini göstermektedir. Halbuki küresel yoksulluk, işsizlik, dışlanma azalmadan sürmektedir. Bunu yerine daha spekülatif, daha kısa süreli ve kalkınmaya çok da katkısı olmayan portföy yatırımlarına olan ilgi artmıştır. Özellikle 2002 yılından sonra dünya genelindeki finansal balonun şişmesi ile birlikte kalkınmaya büyük destek veren resmi sermaye hareketleri önemli ölçüde azalmaya başlamıştır. Balonun zirve noktasına ulaştığı 2006 yılında ise resmi sermaye hareketleri de minimum düzeye inmiştir. Ancak krizden sonra toparlanma sürecinde bu tür sermayenin değeri biraz daha anlaşılmış olmalı ki 2009 rakamlarında nispeten bir iyileşme görülmektedir.

2.3. Portföy Yatırımları – Makroekonomik Durum İlişkisi

Uluslararası sermaye hareketlerinin ve özellikle portföy yatırımlarının makroekonomik etkileri konusunda üç görüşün hakim olduğunu söylemek mümkündür.[11]

1. Uluslararası sermayenin makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğunu ve sıkı bir şekilde denetlenmesi gerektiği görüşü,
2. Finansal serbestleşme zamanının iyi tahlil edilmesi ve sonrasında yabancı sermayenin kontrollü bir şekilde girişinin sağlanması gerektiği görüşü
3. Yabancı sermaye üzerindeki tüm engellerin kaldırılması gerektiği görüşü

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik açıdan kalkınmasını sağlamak için genel olarak üçüncü görüş kabul görmüştür, ancak söz konusu ülkeler grubunda yaşanan finansal krizler sonrasında hem yatırımcılar, hem de hükümetler daha temkinli olmak durumunda kalmışlardır. Çünkü aniden ülke dışına çıkan sıcak paranın, ekonomik yaşamda ne gibi sonuçlara gebe olduğunu geçmiş tecrübelerden tahmin etmek pek de zor değildir.

3. DÜNYA BORSALARI VE İMKB

Bu bölümde öncelikle dünya borsalarına ait genel bir çerçeve çizilmeye çalışılacak ve ardından da Türkiye'nin bu çerçevedeki yeri, önemi ve olanakları tartışılacaktır.

3.1. Dünya Borsaları

Uluslararası sermaye piyasalarında özellikle 2000'li yıllarda ön plana çıkan ülkeler arası rekabet, son yıllarda mevzuat, teknoloji ve ürün çeşitliliği gibi konularda yoğunlaşmıştır. Rekabet, küreselleşme kavramıyla beraber yerel olmaktan çıkarak uluslararası bir kimlik kazanmıştır. Bu sebeple sermaye piyasasına fon temin eden yatırımcılar, borsaları maliyet ve getiri açısından değerlendirmeye, şirketler ise kendileri için düşük finansman ve ihraç maliyeti sunan ülkelere yönelmeye başlamışlardır.

Ancak, 2008 yılı son çeyreğinde ABD'nin ipotekli konut finansmanı (mortgage) piyasasındaki olumsuz gelişmeler, uluslararası rekabetin, teknolojik altyapının ve finansal inovasyon ve çeşitliliğin had safhaya ulaştığı sermaye piyasalarında yıkıcı bir etki yaratmıştır. Yaşanan küresel kriz, finansal mimarideki eksikliklerin, muhasebe standartları, düzenleyici ve denetleyici sistem, finansal inovasyon ve kredi derecelendirme kuruluşları gibi çok geniş bir alana yayıldığını göstermiştir. Bu noktada, ulusal bazda yapılan çalışmaların uluslararası platformlara taşınmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır.[12]

2009 yılına piyasalar önceki yılda yaşanan ciddi finans krizine ilişkin endişelerle başlamıştır. Ancak FED'in finans kurumlarının sermaye yeterliliklerini değerlendirmek üzere başlattığı "stres testlerinin" sonuçlarının olumlu çıktığına dair açıklaması, yatırımcıların finans kurumlarına yönelik endişelerinin azalmasını sağlamada çok önemli bir rol oynamıştır. Buna ek olarak daha sonra ekonomilerden düzelme sinyallerinin gelmesi ve en kötünün geride kaldığına dair inancın güç kazanmasıyla birlikte piyasalarda bir yarış başlamıştır. Bankalara ve diğer finans kurumlarına olan güvenin artması çerçevesinde, finans kurumları yeni sermaye artırımlarıyla sermayelerini güçlendirmişlerdir.

Tüm bunlar 2008 yılında riskli varlıklardan kaçan yatırımcıların sisteme olan güvenlerinin geri gelmesi çerçevesinde tekrar riskli varlıklara yönelmeleri borsalarda ve diğer riskli varlıklarda rekabet yarışına yol açmıştır. Bu çerçevede riskli varlıkların fiyatları yükselirken, hazine tahvili gibi risksiz varlıkların fiyatları düşmüştür. Bu da şirket tahvili, ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi riskli varlıkların piyasa faizlerinin önemli ölçüde gerilemesine, yatırımcıların kriz sırasında sığındıkları Amerikan Hazine tahvillerinin faizlerinin ise nisbi olarak yükselmesine yol açmıştır. Piyasalarda iyimserliğin artması ve krizin gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmış olması çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları yükselmiş, gelişmekte olan ülke borsaları gelişmiş ülke borsalarına göre daha iyi performans göstermişlerdir. MSCI endekslerine göre, 2009 yılında gelişmiş ülke borsaları %27 yükselirken, gelişmekte olan ülke borsalarındaki artış %74.5'e ulaşmıştır. Öte yandan 2009 yılı sonuna doğru Dubai şirketlerine ait borçların geri ödenmesinde sorunlar olduğunun ortaya çıkması, piyasalarda yeni bir dalgalanmaya yol açmıştır.[13]

2009 yılında sermaye piyasalarından finansman sağlama olanakları bulunan şirketler piyasalardaki olumlu ortamdan faydalanmak amacıyla tahvil ihraç etme yoluna gitmişlerdir. Avrupa'da da bankaların kredi olanaklarını kısmaları sonucunda şirketler sermaye piyasalarından borçlanma yoluna gitmişlerdir. Bununla birlikte, bankacılık kesiminin kredi koşullarının sıkılaştırmaları en çok banka finansmanına bağımlı olan küçük şirketleri olumsuz etkilemiştir.

2008 yılının son aylarında finansal piyasaları etkisi altına alan küresel krizle birlikte borsaların piyasa değerlerinde önemli oranlarda gerileme yaşanmıştır. 2008 yılında 33 trilyon dolara düşen toplam piyasa değeri, 2009 yılında %43 değer kazanarak 47 trilyon dolara yükselmiştir. 2008 yılında ilk on borsa arasında yer alan Almanya Borsası Deuts-

che Börse, 2009 yılında bu sıralamaya girememiştir. Bu borsa yerine Brezilya'daki BM & FBOVESPA, en yüksek piyasa değerine sahip borsalar arasındaki yerini almıştır.[14]

Tablo 2: Dünya Borsaları Piyasa Değerleri

	Borsaların Piyasa Değeri (2009)	Piyasa Değeri (Milyar $)	Piyasa Değeri Payı	Piyasa Değeri / GSYH
1	New York Borsası (ABD)	11.838	25.4%	83%
2	Tokyo Borsası (Japonya)	3.306	7.1%	65%
3	Nasdaq (ABD)	3.239	7.0%	23%
4	Euronext (Hollanda, Belçika, Fransa, Portekiz)	2.869	6.2%	70%
5	Londra Borsası (İngiltere)	2.796	6.0%	127%
6	Şanghay Borsası (Çin)	2.705	5.8%	57%
7	Hong Kong Borsası (Hong Kong)	2.305	5.0%	1104%
8	TSX Grubu (Kanada)	1.608	3.5%	122%
9	BM&FBOVESPA (Brezilya)	1.337	2.9%	90%
10	Bombay (Hindistan)	1.307	2.8%	105%
25	İMKB (Türkiye)	236	0.5%	38%

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), 2010.

2008 yılında %63 düşüş ile piyasa değeri 120 milyar dolara gerileyen İMKB 30. sırada yer almıştı. 2009 yılında %97 değer kazanan İMKB'nin piyasa değeri 236 milyar dolara yükselmiştir. Bu çıkış İMKB'nin sıralamadaki yerini 5 basamak yükselerek, 25. sırada yer almasını getirmiştir.

Dünya çapında piyasalarda yaşanan büyük yarış çerçevesinde, başta bankalar olmak üzere şirketler yeni sermaye artırımlarına giderken, tahvil ihraçlarında da artış yaşanmıştır. Dünya Borsalar Federasyonu verilerine göre 2009 yılında piyasalardan 1 trilyon dolarlık yeni sermaye temin edilmiştir.

Hisse senetleri borsada işlem gören yerli ve yabancı şirket sayısına göre yapılan sıralamada ise, Bombay Borsası tamamı yerli olan 4.955 şirket ile ilk sırada yer almaktadır. 1 trilyon doların üstünde piyasa değerine sahip olan bu borsayı, WFE (World Federation of Exchanges)

üyesi borsalarda kote olmuş şirketlerin %8'inin yer aldığı Kanadalı TSX Grubu izlemektedir.

Tablo 3. Hisse Senetleri Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayıları

	Ülke Borsaları (2009)	Şirket Sayıları	Toplamdaki Payı
1	Bombay Borsası	4.955	10.8%
2	TSX Grubu	3.700	8.2%
3	BME İspanya Borsası	3.472	7.6%
4	New York Borsası	3.164	6.4%
5	Nasdaq	2.852	6.5%
6	Londra Borsası	2.792	6.6%
7	Tokyo Borsası	2.335	5.1%
8	Avustralya Borsası	1.966	4.3%
9	Kore Borsası	1.788	3.8%
10	Ulusal Hindistan Borsası	1.453	3.0%
31	İMKB	315	0.7%

Kaynak: TSPAKB, İMKB, WFE..

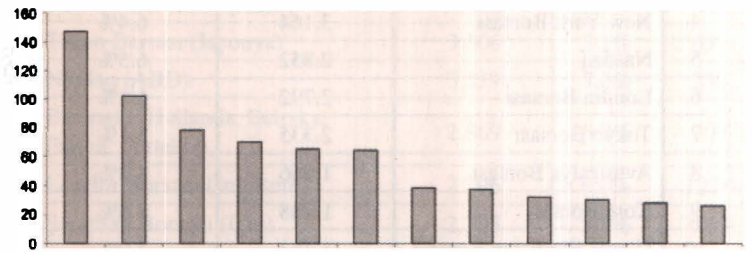
2009 yılı verileri, gelişmekte olan ülkelerdeki getirilerin gelişmiş ülkelere nazaran daha yüksek olduğunu göstermektedir. Uluslararası karşılaştırmalar yapıldığında da, %143 değer artışı ile Brezilya Borsası 2009 yılında en yüksek getiriyi sağlayan borsa olmuştur. Endeks getirilerine bakıldığı zaman İMKB performansının çok dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. İMKB, 2007 yılında dolar bazında %72 getirinin ardından 2008 yılında %63 değer kaybı ile en kötü performans gösteren borsalar arasında yer almıştı. 2009 yılındaki durum ise 2007 yılına benzer bir şekilde gelişmiş, İMKB'nin dolar bazındaki getirisi %102 olmuştur.[15]

Verileri analiz edilen borsalar arasında Brezilya'dan sonra ikinci olan İMKB, tüm dünya borsaları arasında 6. sırada yer almıştır. AB üyesi ülkeler olan Macaristan, İspanya, Yunanistan ve İtalya'daki borsaların 2009 yılındaki getirileri ise %40'ın altında kalmıştır.

2009 yılı, kriz sonrasında tüm borsaların, özellikle de gelişmekte olan ülke borsaların da önemli yükselişlerin yaşandığı bir yıl olmuştur. Dünya Borsalar Federasyonu'nun verilerine göre, 2009 yılında en çok yükseliş kaydeden borsalar Sri Lanka'nın Colombo Borsası (%125.3), Rusya'nın MICEX (%121.1) ve Çin'in Shenzen Borsası (%117.1) ol-

muştur. Dünya Borsalar Federasyonu'na üye olan borsalar arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası %96.6'lık yükselişle en çok yükselen altıncı borsa olmuştur. Bölgesel olarak en çok yükselen borsalar ise, Amerika kıtasında Buenos Aires Borsası, Asya-Pasifik bölgesinde Colombo Borsası, Avrupa-Afrika-Ortadoğu bölgesinde ise Rusya-MICEX olmuştur.[16]

Grafik 2. Dünya Borsaları Hisse Senedi Getirileri



Brezilya/Türkiye/Arjantin/İsrail/Tayland/Kore/Polonya/Malezya/Macaristan/İspanya/Yunanistan/İtalya

Borsaların ülke ekonomisindeki yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak, işlem gören şirketlerin piyasa değerinin GSYİH'ye oranı kullanılmaktadır.

2008 yılında küresel finansal krize bağlı olarak gerileyen piyasa değerleri, incelenen ülkelerdeki piyasa değerlerinin milli gelire oranının bir hayli düşmesine neden olmuştu. 2009 yılında piyasalarda yaşanan toparlanmayla beraber bu oranlarda artışlar yaşanmış, ancak karşılaştırmaya konu olan hiçbir ülkenin 2007'deki seviyelere ulaşamadığı görülmüştür. Türkiye'de ise 2007 yılında GSYH'nin %45'ine denk gelen piyasa değeri, 2008 yılında %16'ya gerilemiştir. 2009 yılında ise bu oran %40'a yükselmiştir.

Halka açık şirket sayısındaki artış, hisse senedi ihracıyla sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısını göstermektedir. Azalışlar ise, çeşitli sebeplerle borsa kotundan çıkan şirketleri ifade etmektedir. Son beş yılda olduğu gibi, incelenen ülkeler arasında en fazla halka açık şirket sayısının yer aldığı borsa Güney Kore Borsasıdır. 2005 yılında küçük ve orta ölçekli şirketlerin kote olduğu KOSDAQ Borsasının Güney Kore Borsasının bir alt pazarı konumuna gelmesiyle beraber, kote şirket sayısında hızlı bir artış yaşanmıştı. Bu konumunu korumaya devam eden Güney Kore Borsasındaki şirket sayısı 2009 yılında 5 adet azalarak 1.788'e gerilemiştir.

2004–2007 yılları arasında Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına ilgi artmış, gerek endeks getirileri, gerekse piyasa değerleri bakımından önemli yükselişler gözlenmiştir. Ancak, Ağustos 2007'de ABD'nin mortgage piyasasında yaşanan olumsuz gelişmelerle başlayan, Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklaması ile yeni bir boyut kazanan küresel kriz, finansal piyasaların derinden etkilenmesine neden olmuştur.[17]

Karşılaştırılan borsalar arasında 8. sırada yer alan İMKB'deki şirket sayısı 2009 yılı sonunda 315'e gerilemiştir. 2009 yılı içinde 7 şirket kottan çıkarılmış, yıl içinde ise bir şirketin halka arzı gerçekleşmiştir. 2 şirketin ise halka arz olmaksızın borsada işlem görmeye başladığı 2009 yılında, bir şirketin bölünmesi ve bir şirketin borsa kotuna alınması sonucunda işlem görmeye başlayan yeni şirket sayısında 5 adetlik artış meydana gelmiştir. Ancak, bu işlemlerin toplamdaki şirket sayısına etkisi 2 adetlik azalış olmuştur. 2010 yılında ise söz konusu şirketlerin sayısı İMKB verilerine göre 327'dir.

2009 yılında uluslararası yatırımların gelişmekte olan ülkelerde hangi büyüklüklerde gerçekleştiğine dair veriler Tablo 4'te yer almaktadır.[18] Söz konusu tabloya göre, 2009 yılında gelişmekte olan ekonomilerde portföy akışları 80 milyar dolar civarında azalmıştır. Bunun birçok nedeninin olduğu söylenebilir, ancak yaşanan küresel finans krizinin etkisi göz ardı edilemeyecek kadar büyüktür. Tablodan da anlaşılacağı üzere doğrudan yatırımlar, yani daha uzun vadeli, daha kalıcı, istihdam sağlayan yatırımlar, krize rağmen toplamda artı değerlerde kalmayı sürdürmüştür. Aslında buradan bir çıkarsama yapılacak olursa, portföy yatırımları ile birlikte bir ülkeye sıcak para girişi söz konusu olacaktır. Üretime katkısı olmayacak, istihdam yaratmayacak ve en ufak bir belirsizlikte ülkeyi terk ederek kendisine daha güvenli bir liman arayacaktır.

Tablo 4. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yatırımlar (2009)

Milyar $ (2009)	Doğrudan Yatırım-lar	Banka Kredileri	Portföy Yatırım-ları	Toplam Sermaye Akışı
ÇİN	148	-34	10	124
MACARİSTAN	49	18	1	68
BREZİLYA	45	-3	-1	42
RUSYA	73	-6	-27	41
HİNDİSTAN	41	9	-15	36
MEKSİKA	23	8	5	35
ROMANYA	13	17	4	34
SUUDİ ARABİSTAN	23	7	2	32
POLONYA	17	14	-4	26
ŞİLİ	17	5	3	25
TÜRKİYE	18	9	-4	23
KAZAKİSTAN	15	1	5	20
TAYLAN	10	-5	11	16
ÇEK CUMHURİYETİ	11	3	1	14
ARJANTİN	9	-5	-8	-4
MALEZYA	7	-12	-21	-26
DİĞER ÜLKELER	210	46	-41	213
TOPLAM	728	72	-80	720

Kaynak: IMF, BIS, 2010.

3.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), ülke tasarruflarının değerlendirilmesi, sermaye akışlarının verimli alanlara yönlendirilmesi, reel sektör yatırımlarına fon sağlanması, yabancı sermaye girişine katkıda bulunması ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandırması gibi işlevlerinden dolayı, ekonominin dengelerini etkileyebilecek bir konuma sahiptir.[19]

İMKB, hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985'te kurulmuş olup, 3 Ocak 1986'da faaliyete başlamıştır.[20] İMKB'de yer alan bazı kurumlara ait bilgiler de Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5: İMKB'de Yer Alan Kurumlar

YATIRIM FONLARI YATIRIMCISI SAYISI	2,998,648
ARACI KURULUŞLAR (Adet)	144
Bankalar	41
Aracı Kurumlar	103
YATIRIM FONLARI (Adet)	393
Yerli Yatırım Fonları (Adet)	316
Portföy Değerleri (Milyon TL)	29.6
Yabancı Yatırım Fonları (Adet)	77
Portföy Değerleri (Milyon TL)	58
EMEKLiLiK YATIRIM FONLARI (Adet)	130
Portföy Değerleri (Milyon TL)	9.105
YATIRIM ORTAKLIKLARI (Adet)	33
Portföy Değerleri (Milyon TL)	712
GAYRIMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI (Adet)	14
Net Aktif Değerleri	4.74
GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI	2
Portföy Değerleri (Milyon TL)	153
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ	23
Yönetilen Portföy Değerleri	40
BAĞIMSIZ DENETİM ŞİRKETLERİ (Adet)	95
GAYRİMENKUL DEĞERLEME ŞİRKETLERİ (Adet)	63
DERECELENDİRME KURULUŞLARI (Adet)	9

Kaynak: SPK, 2010.

İMKB'nin kuruluşundan itibaren işlem gören şirket sayısı ile ikincil pazarlarda işlem g ören menkul kıymetlerin işlem hacimleri Tablo 6'da sunulmuştur.[21]

Tablo 6. Menkul Kıymet İşlem Hacimleri

Yıllar	İşlem Hacimleri (Milyon TL)	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Şirket Sayısı
1988	1,490	1,128	79
1989	17,424	6,756	76
1990	153,188	18,737	110
1991	354,893	15,564	134
1992	563,391	9,922	145
1993	2,552,212	37,824	160
1994	6,508,635	21,785	176
1995	23,718,322	20,565	205
1996	29,408,647	30,329	228
1997	89,074,021	61,348	258
1998	178,513,676	33,473	277
1999	363,898,226	112,276	285
2000	1,148,168,256	68,635	315
2001	925,422,814	47,189	310
2002	1,051,486,396	33,773	288
2003	1,454,885,434	95,395	296
2004	2,066,582,141	131,297	304
2005	2,636,559,186	216,236	310
2006	3,148,940,785	227,880	324
2007	3,756,237,162	333,555	327
2008	3,207,291,090	180,880	326
2009	4,568,441,096	347,283	323
2010	5,779,009,627	460,319	347

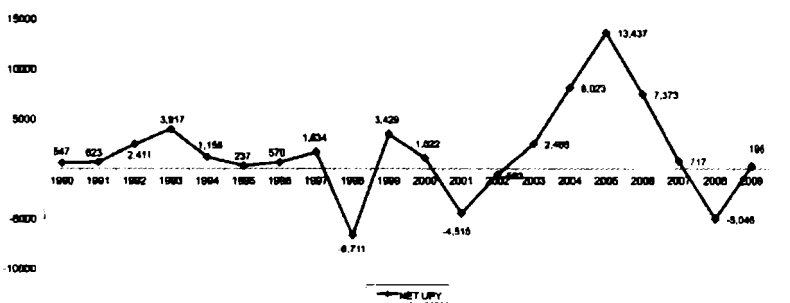
Kaynak: İMKB Piyasa Verileri, 2010.

Borsaya olan ilginin bu kadar artmasının nedenlerinden birisi de yabancı ilgisi, finansın serbestleşmesi ve dolayısıyla uluslararası portföy hareketleridir. Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre, yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtılacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedeflerken tüm fonlarını tek bir menkul kıymete yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek

ve böylece yatırımcı, yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir.

Portföy yatırımlarının azalıp artmasında yurtdışındaki ve yurtiçindeki birçok faktör etkili olabilmektedir. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi sermayelerinin güvende olması ve sermayenin onlara getirdikleri kazançlar gibi konularla ilgilenirler.[22] Bir ülkeden diğerine çok hızlı hareket eden portföy yatırımları diğer yabancı yatırımlara göre daha karmaşıktır, çünkü portföy yatırım kazançları, ülkenin makroekonomik göstergelerine daha fazla bağlıdır. Aşağıdaki grafikte de ülkemize yönelik portföy yatırımları görülmektedir.

Grafik 3. Yıllar İtibariyle Uluslararası Portföy Yatırımları (Milyon $)



Grafikten de anlaşılacağı üzere portföy yatırımları, 2001 yılında 4,5 milyar dolar seviyelerinden 2002 yılında – 583 milyon dolar gibi çok düşük seviyelere gerilemiştir. Daha sonra 2006 yılına kadar yükselmeye devam eden portföy yatırımları, 2007'de başladığı düşme trendine kriz yılı olan 2008'de devam etmiştir.

İMKB'de yatırım yapan yatırımcılara ait verilere bakılacak olursa, aşağıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere sayı olarak, yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara karşı büyük bir üstünlüğü görülecektir. Ancak portföy büyüklükleri esas alınacak olursa, durum tam tersi bir hal almakta, yerli üstünlüğü, yerini yabancı üstünlüğüne bırakmaktadır. Yine aynı şekilde kurumsal ve bireysel yatırıcılar incelenecek olursa, sayı bazında bireylere ait olan üstünlük, portföy büyüklüğünde yerini kurumsal yatırımcılara bırakmaktadır.

Tablo 7: İMKB Yatırımcı Sayıları

	YERLİ			YABANCI		
	GERÇEK	TÜZEL	TOPLAM	GERÇEK	TÜZEL	TOPLAM
2002	3.734.719	16.203	3.750.922	15.025	2.883	17.908
2003	3.345.319	16.105	3.361.424	13.887	2.738	16.625
2004	2.825.798	13.064	2.838.862	11.859	4.318	16.177
2005	2.846.166	16.535	2.862.701	9.981	4.224	14.205
2006	2.598.971	21.713	2.620.684	11.082	13.778	24.860
2007	2.569.476	23.765	2.593.241	11.054	16.926	27.980
2008	2.774.024	25.573	2.799.597	11.887	15.523	27.410
2009	2.815.038	26.443	2.841.481	11.906	18.507	30.413

Kaynak: TSPAKB, 2010.

Tablodan da görüldüğü üzere, 2002–2005 yılları arasında yatırımcı sayısının çok fazla değişiklik göstermediği dikkati çekmektedir. Ancak özellikle 2005 yılından sonra yabancıların ilgisinin ne düzeyde arttığını görmek oldukça kolaydır. Daha önceki bölümde de bahsedildiği üzere, borsa bazında bir değerlendirme yapıldığında, gelişmekte olan ekonomilerin getirilerinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Belirli bir risk düzeyi, borsa getirisini arttırmaktadır. Diğer ülkelere kıyasla daha istikrarlı bir yapıda olan Türkiye, bu açıdan yabancılar için biçilmiş kaftan durumundadır. Bu ilgi halihazırda rakamlara da yansımıştır.[23]

Ancak yatırımcı sayısının yanında portföy değerlerine bakılacak olursa, yabancıların burada çok daha önde oldukları görülmektedir.

Tablo 8. Toplam Portföy Değerleri

	YERLİ			YABANCI		
TL	GERÇEK	TÜZEL	TOPLAM	GERÇEK	TÜZEL	TOPLAM
2002	6,009,485,954	1,248,868,587	7,258,354,541	64,697,124	6,657,141,451	13,249,585,778
2003	6,204,646,897	1,551,649,798	7,756,296,695	83,361,352	5,869,234,874	5,952,596,226
2004	9,247,643,892	2,468,806,600	11,716,450,492	118,016,934	12,272,578,154	12,390,595,087
2005	15,775,062,547	8,985,285,961	24,760,348,508	180,660,496	45,456,640,833	90,732,621,170
2006	15,731,036,599	10,563,780,904	26,294,817,503	186,710,210	48,753,621,665	48,940,331,876
2007	17,482,217,774	13,841,594,878	10,200,971,982	234,344,366	81,443,300,290	81,677,644,655
2008	10,788,840,791	9,306,721,242	20,095,562,033	132,799,771	41,461,021,641	41,593,821,411
2009	24,504,644,426	16,086,751,142	40,591,395,568	440,567,541	83,255,795,039	83,696,362,580

Kaynak: TSPAKB, 2010

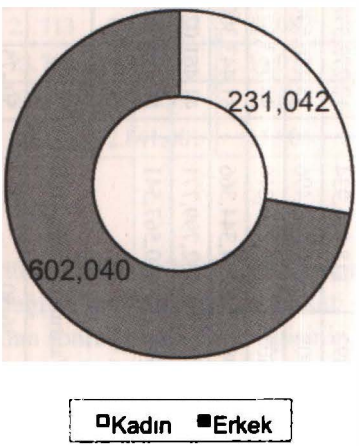
Tablo 9. Hisse Senedi Yatırımcı Profili (2009)

	0-19		20 – 35		36-50		50 -75		75 ve üzeri	
	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı
Kadın	1,595	8	1,603	156	114,167	522	103,232	508	9,225	26
Erkek	2,174	10	2,184	419	337,044	1,201	239,116	1,268	18,507	117

Kaynak: TSPAKB, 2010.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında yatırım yapan yatırımcıların öncelikle cinsiyet ve yaş grupları profilleri incelenecek olursa, 2009 yılında borsada yatırım yapan yatırımcıların çoğunun erkek yatırımcılar olduğu ve bu konuda kadınların daha çekimser olduğu görülmektedir. Bunun sebebi risk üstlenmede erkeklerin daha cesur davranmaları olabilir.

Grafik 4. Cinsiyetlerine Göre Yatırımcı Yüzdeleri



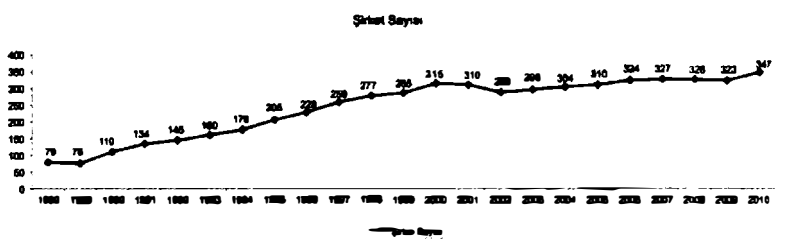
Yaş gruplarına göre ise, yaşı ileri ya da çok genç olan yatırımcılar borsaya yatırımda orta yaşlı yatırımcılardan daha geride kalmaktadır. Özellikle yaşı otuzaltının üzerinde olanlar yatırımcı tabanının neredeyse %86'sını oluşturmaktadır

Yukarıda yer alan verilerden yola çıkarak yıllar itibariyle, borsaya ve menkul kıymet yatırımlarına olan ilginin günden güne arttığını söylemek mümkündür. Yine de artık insanlar ellerinde bulundurdukları tasarruflarını değerlendirmek için farklı yollar denemektedirler. Daha kısa zamanda, daha az maliyetle ve daha çok miktarda kar elde edebilmek için maalesef üretimden, istihdamdan vazgeçilerek finansal araçlara yönelme eğilimi çok açık bir şekilde kendisini göstermektedir. Yatırım konusunda çok fazla bilgileri olmadığı halde, kulaktan dolma bilgilerle elindeki tasarrufu riskli finansal araçlarla değerlendiren yatırımcıların sayısı yok denecek kadar azdır. Finansal farkındalık gelişmekte olan ülkelerde ne yazık ki istenilen seviyelerde değildir.[24]

3.3. Halka Arz Seferberliği

Daha önce de bahsedildiği üzere Türkiye sermaye piyasası, çoğu finansçıya göre hala yeterli derinliğe ve büyüklüğe ulaşmış değildir. Hali hazırda çok az sayıda şirket borsada işlem görmekte iken, yatırımcı açısından da durum oldukça karmaşıktır. Aşağıdaki grafikte, 1988 yılından itibaren hisse senetleri borsada işlem gören şirket sayıları verilmiştir. 2002 yılına kadar istikrarlı bir şekilde artan halka arzlar, 2001 yılında yaşanan krizle birlikte yavaşlamış, hatta bir müddet gerilemiş, daha sonra yeniden toparlanma sürecine girmiştir. Ancak yine de eski hızını ve çıkışını yakaladığı söylenemez.

Grafik 5. Yıllara Göre İMKB'de İşlem Gören Şirket Sayıları



Bu bağlamda Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Halka Arz Seferberliğini başlatmışlar ve 2010 yılını halka arz yılı olarak ilan etmişlerdir. Burada amaçlanan, daha çok şirketin halka açılmasını sağlamak, tanınırlığı ve bilinirliği arttırmak ve piyasayı derinleştirerek onu daha çok büyütmek olmuştur. Dünyada eşine az rastlanır bir şekilde zirveler, paneller düzenlenerek şirketlere borsa tanıtılmış ve arada köprü kurulmaya çalışılmıştır. İstanbul ve Anadolu'dan 2000 şirket halka açılmaya hazırlanmak için 2010 yılı Mayıs ayında İstanbul'a davet edilerek bilgilendirilmişlerdir. Şirketler, halka açılmak amacıyla yatırım bankaları, aracı kurumlar, hukuk müşavirleri, denetçi firmalarla bir araya getirilerek halka arz imkânları anlatılmıştır. Böylece, büyümek isteyen firmalar, finansman maliyeti olmadan fon bularak yatırımlarını finanse edebilecekleri hususunda bilgilendirilmişlerdir.

Son bir yıl içerisinde 53 bin yeni yatırımcı borsanın yolunu tutmuştur. Ocak 2010 başında Borsa'da 1 milyon 3 bin olan yatırımcı sayısı Ocak 2011 itibarıyla 1 milyon 56 bine çıkmıştır. Son bir yıl içerisinde küresel piyasalarda dalgalanma olmasına rağmen, İMKB'deki yatırımcı sayısı 1 milyonun altına inmemiştir. Borsa'ya son dönemde yatırımcı

ilgisinin artması İMKB'nin yolunu tutacak şirketlerin sayısını da artırmıştır. Geçen yıl toplamda 22 firma halka arz edilirken, bu yılın ilk beş haftasında 5 yeni şirket daha kervana katılmıştır. Bu arada Sermaye Piyasası Kurulu'na ön başvuru yapan 20 şirket ise halka arzda sıranın kendilerine gelmesini beklemektedir. Borsaya olan yatırımcı ilgisini değerlendiren SPK uzmanları, yerli yatırımcıların Borsa'ya kazandırılmaları yönünde son dönemde yol gösterici önemli adımlar atıldığını belirterek ev hanımları ve gençlere yönelik düzenlenen seminerlerin de karşılığının alındığını belirtmişlerdir.

Ancak uzmanların bu kadar sıkı sıkıya bağlı oldukları seferberlik, aslında amacına tam olarak ulaşamamıştır. Yola çıkarken ortaya konulan hedef 2000 şirket iken neden hala İMKB'de bu rakamlara ulaşılabilmiş değildir? Bunun altında yatan en önemli neden, şirketlerin halka arzdan korkmalarıdır. Şirketlere göre İMKB'de işlem görmek denetim, şeffaflık ve yeni sorumluluklar demektir. Halka arz, bir şirketin hayatının dönüm noktasıdır. Yaşayacağı en büyük dönüşümdür. Bu noktadan sonra artık şirketlerin tüm düzenleri ve paradigmaları değişikliğe uğrayacaktır.

Belki de şirketlerin halka arz meselesine bu kadar mesafeli olmalarının diğer bir nedeni de kayıtdışılıktır. Türkiye'nin hala en çok kayıtdışılık problemi yaşayan ülkelerden biri olduğu bilinmektedir. Küçük işletmelerde zaten var olduğu herkes tarafından bilinen bu sorun, büyük ve kurumsal işletmelerde de zaman zaman karşılaşılan bir yaradır. Halka arz sürecinden sonra artık böyle bir kaçışın mümkün olamayacağı, şirketlerin her adımının, her işleminin denetleneceğinden korkulmaktadır. Bu da aslına bakılırsa şirketlerin işine gelmemektedir. Yine de İMKB ve SPK bu konudaki çabalarını tüm hızıyla sürdürmektedirler.

Notlar

1. Juan Pablo Paincheira, Financial Sector Dynamics and Central Bank Behaviour in the Global Financial Crisis, 2009.
2. Costas Lapavitsas, Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere,Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, 2009.
3. Carl Marx, Das Capital, 1976'dan aktaran Francis Wheen Das Kapital: Karl Marx , Çeviren: Candan Badem, Versus Yayınevi, 2008.
4. SPK 2009 Faaliyet Raporu
5. Aysu İnsel, Nesrin Sungur. "Semaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği:1989: III-1999:IV" Turkish Economic Association Discussion Paper, 2003.
6. İstanbul Sanayi Odası, "Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye: Durum Tespiti ve Stratejik Plan", İstanbul: İSO Yayınları, 2002.
7. Hatice Doğukanlı, "Uluslararası Finans" Adana: Nobel Kitabevi, 2005.
8. Dilek Emil. "Cumhuriyetin Kurulusundan Günümüze İzlenen Yabancı Sermaye Politikaları",Hazine Dergisi, Cumhuriyet'in 80. Yılı Özel Sayısı ,Aralık 2003.
9. Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2009.
10. Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2009.
11. Şeyda İnandım. "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005.
12. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Sermaye Piyasaları Raporu, 2009.
13. TSPAKB, Sermaye Piyasaları Raporu, 2009.
14. SPK Raporu 2009.
15. WSE, Global Capital Markets Report, 2009.
16. WSE, Global Capital Markets Report, 2009.
17. Mahfi Eğilmez "Küresel Finans Krizi", 1.bs. İstanbul: Remzi Kitabevi: 2008.
18. TSPAKB, Sermaye Piyasaları Raporu, 2009.
19. İMKB, Faaliyet Raporu, 2009.
20. İMKB, Faaliyet Raporu, 2009.
21. İMKB, Faaliyet Raporu, 2009.
22. Tuğrul Görgün . "Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesin Etkin Kurumsal Yapılanmaları", Uzmanlık Tezi, T.C.Başbakanlık Dış Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi ,Ankara, 2004.
23. İMKB, Faaliyet Raporu, 2009.
24. Gülten Kazgan "Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi", 3.bs .İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2006.

Finansallaşma ve Hayatımıza Kattıkları

Alev Dilek Aydın

1. GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE FİNANSALLAŞMA VE NEDENLERİ

Finansallaşma, özellikle 2008 krizinden bu yana küreselleşme gibi kendini günlük hayatımızda daha fazla hissettiren bir kavram haline geldi. Her ne kadar ülkeler arasında zamanlama ve derece bakımından farklılıklar mevcutsa da, finansallaşma 1970`lerden günümüze kadar gelen bir süreçtir. Bu kavram ilk kez 1993 yılında Kevin Philips tarafından Amerika Birleşik Devletleri`nde finans çevrelerinin giderek güçlenmesi ve buna tezat şekilde borç içinde yüzen Amerikan ekonomisinin giderek güçsüzleşmesini betimlemek için kullanıldı. Finansallaşma kavramının literatürdeki yerini sağlamlaştıran kişi ise Giovanni Arrighi (1994) oldu. Arrighi`ye göre finansallaşma, sistematik bir dönüşümün son aşaması olarak kar oranlarının düşüşüne cevaben, sermaye çevrele-

rinin üretimden uzaklaşarak gittikçe artan bir şekilde finansal yatırımlara yönelmesidir.[1] Arrighi bu ifadeki gibi finansallaşmayı tarihsel bir bağlama oturtan, hegemonyası can çekişen ülkelerin, son can simidi biçiminde tanımlayan kişidir.

Her ne kadar finansallaşmaya dair ortak bir tanım olmasa da, finansallaşmanın başlangıcının 1970`lerin başındaki petrol krizine kadar uzandığı yaygın bir görüştür. 1973-74 petrol krizi bir anlamda II. Dünya Savaşı`nın bitiminden beri süregelen kapitalizmin yükselişinin artık durma noktasına geldiğinin, hatta bundan sonra oluşacak gelişmelerle adeta bir krizler sürecine girdiğinin göstergesiydi.

1970`lerin ortasından itibaren düşük büyüme ve yüksek enflasyonla kendini gösteren "stagflasyon" birçok merkez ülkeyi esir aldı. O döneme kadar Almanya, Japonya başta gelmek üzere birçok kalkınmış ülke devasa üretim kapasitelerine kavuşmuş, bu durum küresel rekabeti iyice tırmandırmıştı. Buna bir de petrol fiyatlarının birkaç misline çıkması eklenince, finans dışı şirketlerin kar oranları kaçınılmaz bir şekilde erimeye başladı. İşte bu noktada devreye, o ana kadar henüz inşa sürecinde olan finans sisteminin yanında emek piyasalarının kuralsızlaştırılmasını (deregülasyon) da içeren neoliberalizm girdi. "Finansallaşma tezi" olarak adlandırılan görüşe itiraz eden John Bellamy Foster'a (2007) gore, gelişmiş ülkelerin 1970`lerden itibaren yaşadıkları düşük büyüme ve kârlılık oranları ile aşırı üretimin getirdiği adeta can çekişen yatırım oranları finansallaşmanın sonucu olarak ortaya çıkmamış, tam tersine kapitalizmin tüm bu sorunlarını çözmek için sermaye finansallaşmıştır.[2]

Neoliberalizmle finansallaşma arasındaki ilişkiye değinen farklı görüşler bulunmaktadır. Bunlardan ilki, neoliberal yapılanmanın finansallaşmaya yol açtığını öne süren görüştür. Alternatif yaklaşım ise, finansal sektörün giderek güçlenmesinin neoliberal yapılanmayı getirdiği yolundadır.[3] Bu noktada finansallaşmanın neoliberalizmin bir sonucu olmadığına dair görüşler de yaygın bir şekilde dile getirilmektedir. Örneğin Harvey (2005), neoliberalizmi, yönetim katındaki elitlerin 1970`lerde yaşanan gelişmeleri bir çeşit kaos ve tehtid olarak algıladıklarından, sermaye birikimlerini yeniden sağlamak ve kaybettikleri ekonomik gücü yeniden kazanmak için gerekli koşulları oluşturmak adına geliştirdikleri bir proje olarak görmektedir. Tüm bu farklı yaklaşımların kabul ettiği olgu ise finansal olmayan şirketlerin finansal varlıklara yatırım yaparak, faaliyet dışı kârlardaki erimeyi telafi etmeye çalışmalarıdır.

Finansallaşmanın nedenlerine inebilmemiz için, sürecin aktörlerine değinmemiz gerekmektedir. Sermayenin finansallaşması dendi-

ğinde doğal olarak karşımıza emek ve sermaye cephesi çıkmaktadır. Lapavitsas'a (2009) göre, 1970'lerin sonundan itibaren reel sektördeki ücretler parlak olmayan bir eğilim sergilerken, bankalar bu durumu lehlerine çevirerek sıradışı bir büyüme performansı gösterdiler. Kârlı yatırım olanakları peşinde koşan bankalar, geleneksel bankacılık hizmetleri yerine daha kârlı yatırım alanları bulmanın peşine düşmüş ve hanehalkı gelirlerinin de bunun önemli bir aracı olduğunu anlamışlardı. Finansal piyasaların daha az denetlenmesi ve getirilen finansal serbestliğin de etkisiyle bankalar önemli bir dönüşüm geçirdiler. Bu dönüşümün temelinde de, ücretlerinin satınalma gücü giderek eriyen işçilerin barınma, eğitim, sağlık gibi temel ihtiyaçlarını karşılamak üzere giderek daha fazla borçlanması ve finansal mekanizmalara başvurmak zorunda kalmaları yatıyor. Bu da Lapavitsas'ın (2009) "finansal el koyma" adını verdiği olguyu ortaya çıkarmıştır. Lapavitsas, işçilerin gelirlerinin bir kısmına bankalara olan borçları nedeniyle el konulması olarak tabir edilebilecek bu sürecin, ekonomi üzerinde de önemli etkileri olduğunu belirtmektedir. Bu etkinin belki de en önemli sonucu, işçilerin giderek daha fazla finansal piyasalara bağımlı olmasının getirdiği borçlanmayla birlikte, bu paraların bir bölümünün finansal piyasalara akması ve dolayısıyla finansal piyasalardaki değişimlerin günlük yaşamı şekillendirir hale gelmesidir,[4]

Öte yandan 2008 krizine kadar finansallaşmaya dair iki karşıt görüş bulunmaktaydı. Bir tanesi yukarıda da değindiğimiz gibi finansallaşmaya eleştirel bakış açısıyla yaklaşan ve finansallaşmanın özellikle emekçi kesim üzerindeki etkilerine dikkat çeken görüştür. Diğeri ise, finansallaşmanın reel sektör yatırımları üzerinde aslında olumsuz bir etki göstermediğini, tam tersine iş hayatındaki risklere ve belirsizliklere karşı reel sektörün kendini güvence altına almasını sağlayan yatırım araçları sunduğunu savunan görüştü. Bu görüşü savunanlara göre, finansallaşma ve finansal liberalizasyon sayesinde sermaye piyasaları daha da derinleşecek, aracıların aldığı komisyonlar düşecek ve asimetrik bilgi de azalacaktı. Finansallaşmayla birlikte tasarruflar daha verimli yatırımlara yönlendirilecekti.[5] Doğaldır ki, 2008 kriziyle birlikte sermaye piyasalarındaki kusurların giderilmesi bir yana makroekonomik anlamda ekonomiler büyük yara almış ve finansallaşmaya olumlu bakan görüşü savunanların sesi pek çıkmaz olmuştur.

Finansallaşma olgusu finansal aktivitelerin günlük kayatımıza ne kadar girdiğiyle ilintilidir. Bu bağlamda "finansal okuryazarlık" denen kavramın gerekip gerekmediği ya da bunun ekonomi açısından olumlu mu olumsuz mu sonuçlar doğuracağı üstünde düşünülmeye değer

bir tartışma konusudur. Tüm dünyada olduğu gibi, Türkiye'de de resmi otoriteler çeşitli finansal eğitimler aracılığıyla finansal bilgi düzeyini arttırmaya çalışmaktadırlar.[6] Peki ama bu eğitimler gerçekten de insanlara ve dolaylı olarak da ekonomiye olumlu anlamda bir katkı sağlayacak mıdır? Finansal eğitim insanları finansal ürünlere yönlendirmek yerine daha nesnel bir şekilde verilirse, topluma gerçek anlamda yarar sağlayabilir. Bu sayede bilgi asimetrisi dediğimiz, bankalar ve diğer finansal kurumlarla sıradan yatırımcılar arasındaki bilgi uçurumunu gidermeye yönelik önemli adımlar atılabilir. Bankaların ve finansal kurumların ürünlerinin giderek karmaşıklaştığı günümüzde, bu eğitim programları geniş kitelelerin sorumsuz finansal davranışlarını ancak bir nebze azaltabilir, fakat tam olarak önleyemez. Tabii bu arada, bu eğitimler kişilerin bu tür davranışlarını tam ters etki yaratarak teşvik etmezse. Bu noktada yine düzenleyici ve bilgilendirici otoritelere büyük görevler düşmektedir.

Bugün artık finansallaşma denen kavramın bir takım ortak noktaları bulunduğuna dair akademik çevrelerde yaygın görüş hakimdir. Buna göre, Dumenil ve Levy (2005), Felix (1998), Orhangazi (2008), Crotty (2005), Demir (2009) ve Epstein ve Jayadev (2005), özellikle finans dışı şirketlerin finansallaşma sendromuna bağlı olarak spekülatif kazançlardan daha fazla yarar sağlamak için daha kısa vadeli yatırım araçlarına yöneldiklerini ve sabit yatırım araçlarına daha az rağbet ettiklerini belirtmektedirler.[7] Bu noktada hem finans sektörü hem de reel sektör açısından bir dönemi sonlandırıp, yeni bir dönemi açan 2008 krizine değinmekte fayda vardır.

2. 2008 KRİZİ VE FİNANSALLAŞMA

2008 krizi dünya tarihinde yaşanan ilk küresel kriz olma özelliğini taşımaktadır. Her ne kadar geriye dönüp baktığımızda ülkemizde ve dünyada birçok ekonomik kriz yaşanmış olsa bile, bu krizler ya ulusal ya da bölgesel düzeyde etki gösterdiklerinden 2008 krizi kadar yoğun bir şekilde hissedilmemişti. 2008 krizini diğer krizlerden ayırıp, onu küresel bir kriz konumuna getiren neden ise, sermaye hareketlerinin tam serbestliğe sahip olmasıdır.[8] Tarihin hiçbir döneminde küresel sermaye bu denli rahat hareket edemedi. Bunda Çin ile dağılan Sovyetler Birliği'nin kapitalist dünyaya tam entegrasyonunun büyük rolü vardır. Ayrıca krizin merkezinin bu defa Amerika Birleşik Devletleri (ABD) olması da, zaten 2008 krizinin küresel bir kriz konumuna geleceğinin en büyük göstergesiydi.

Piyasa sistemi, yapısı gereği zaman zaman krizler çıkarmaktadır.[9] Ekonomideki bazı olumsuzlukların bir noktada patlak vermesiyle birlikte zamanla krizler kaçınılmaz olmaktadır. Küreselleşme ise bu krizlerin bulaşıcılığını arttırmakta ve artık hiçbir ülke farklı bölge ya da ülkelerde çıkan krizlere kayıtsız kalamamaktadır. Peki nedir 2008 krizinin hikayesi? Daha önce üzerinde yüzlerce kez tartışılmış olunsa da, 2008 krizinde yaşanan olayları bir kez daha hatırlamakta fayda vardır.

2008 yılında önce ABD`de başlayan, sonrasında ise neredeyse tüm dünyayı etkisi altına alan küresel krizin kökeninde gelmiş geçmiş en büyük gayrimenkul ve kredi balonu bulunmaktadır.[10] ABD`deki mortgage piyasası krizden önce yaklaşık 10 trilyon dolarlık bir hacme ulaşmıştı. Başlangıçta mortgage kredileri büyük ölçüde yüksek kredibilitesi olan müşterilere veriliyor ve buna "prime mortgage" deniyordu. Zamanla bankalar, stratejilerine düşük gelire sahip müşterileri de eklediler ve buna "subprime mortgage" adı verildi. Bu gayrimenkul balonunun oluşmasındaki en büyük nedenlerden bir tanesi de ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Alan Greenspan`in 2003`te faiz oranlarını neredeyse son 50 yılın en düşük faiz oranı olan %1`ler seviyesine indirmiş olmasıydı.[11] ABD`de ilk başlarda işler yolunda gidiyordu, ta ki büyük ölçüde değişken faizli kredileri tercih eden düşük gelir grubuna ait müşteriler FED`in peş peşe yaptığı faiz arttırımlarından zarar görene kadar. Buna bir de konut fiyatlarındaki düşüş eklenince, bu kişiler aldıkları kredileri ödeyemez hale geldiler.[12] Bu durum, sahip oldukları gayrimenkullerin fiyatlarının suni bir şekilde yükselmesiyle refahlarının arttığını düşünen ve bu yanılgıyla borçlanarak daha fazla tüketen Amerikalılar için tam bir şok oldu.

Finansallaşma, 2008 krizi öncesi insanların hayatında öyle bir noktaya gelmişti ki, örneğin ev sahibi olmak, başta A.B.D. olmak üzere menkul kıymetleştirmenin[13] tavan yaptığı ülkelerde bir barınma ihtiyacı ya da başını sokacak bir yuva olmaktan çıkıp daha ziyade bir yatırım aracı, para kazanmanın kolay bir yolu, ya da sermaye biriktirme aracı olarak görülmeye başlanmıştı.[14] Menkul kıymetleştirmenin bir sonucu olarak ev fiyatları üzerinden yapılan spekülasyonlar daha önce görülmemiş noktalara varmıştı. Emlak fiyatları arttıkça emlak talebi ve buna bağlı olarak emlağa dayalı finansal işlemlere yatırım yapanların sayısı büyük bir artış gösterdi. Herkesin yatırım amacıyla borçlanarak birden fazla gayrimenkul edinmesindeki ana neden ise, bu gayrimenkullerin günün birinde yüksek fiyatla satılabileceğine inanılmasıydı. Emlak fiyatları düşmeye başlayıp da balon patlayınca bunun böyle olmadığı anlaşıldı.

Aslında, 2008 krizinin altında emlak fiyatlarının şişkinliği kadar, banka kredilerinin el değiştirmesinden kaynaklanan finansal bir buluş olan türev ürünler[15] yatmaktadır. Kredi temerrüt swapı (CDS) denen türev ürün, kredi veren bankanın bu krediyi alan kişi tarafından borcun ödenmemesi riskini üçüncü kişilere devretmesine dayanıyordu. Böylece riskini devreden bankalar daha büyük riskler alabiliyor ve bir zincirin halkası gibi bu türev ürünler sürekli büyüyordu. Aslında sistemde riski azaltıcı etki yaratması beklenen türev ürünlerin kendisi giderek risk unsuru haline gelmişti.[16] Bu işlemler bankalar arasında giderek yaygınlaşmıştı. 2008 yılında adeta krizin resmi başlangıcını yapan gelişme ise bu işlemlerin en çok yoğunlaştığı bankalardan biri olan Lehman Brothers'ın batma noktasına gelmesi ve Amerikan hükümeti tarafından kurtarılmayacağının ilan edilmesiydi. Bu açıklama ile birlikte Lehman Brothers'dan alacaklı durumunda olan diğer bankalar büyük zararlar yazmaya başladılar.[17]

Böylece mortgage kredileriyle nereden başlayıp nerede bittiği tam belli olmayan türev ürünlerin birleşimi dünya ekonomi tarihinde adeta yeni bir sayfa açan 2008 krizine yol açmış oldu. Peki bu kriz hiç yaşanmamış olabilir miydi? Bu noktada akla kuralsızlaştırma (deregülasyon) ve denetim eksikliğinin krizin çıkmasındaki rolü geliyor. 1980'lerin başından itibaren dünyada etkili olan kuralsızlaştırma ve mali alanlardaki serbestleştirme politikalarıyla birlikte türev ürünlerin kurala bağlanarak kontrol altında tutulmasına otoriteler karşı çıkmıştı. Finansal sistem yeni alanlara girmiş, yeni ürünler türetmişti fakat bu gelişmeye paralel olarak yeterli denetime tabi tutulmamıştı.[18] Hiç kuşkusuz mali yapının kuralları önceden belirlenmiş ve gerekli denetimlerle desteklenmiş olsaydı bu kriz ya hiç yaşanmamış olacak ya da etkisi bu boyutlara ulaşamayacaktı. Bu kriz bize bir gerçeği acı bir şekilde öğretmiş oldu: Küresel sistemin gerektirdiği ekonomi politikaları sadece ulusal kurallarla ya da ulusal düzeydeki denetimlerle sağlanamaz.[19] Kuşkusuz her ülkenin kendi ihtiyaçlarına uygun yerel ekonomi politikaları olacaktır ama, gelecekteki muhtemel küresel krizleri engellemek için riskli durumlarda yatırımcıları ve finans kurumlarını uyaracak uluslararası bir mali/finans kuruluşuna ihtiyaç vardır. Bu uyarıyı dikkate almayan kişi ve kurumlar ise zararların bedelini vergi mükelleflerine ödeterek değil de kendi ceplerinden karşılamalıdırlar. Halbuki yapılacak yeni düzenlemeler ve denetimler finans aracılığıyla kazanılacak tatlı kârlara engel olacağı için, muhtemelen finans çevrelerinde büyük bir tepkiyle karşılanacak ve bu düzenlemeler hiçbir zaman finansın özüne kadar nüfuz edemeyecektir.

2008 krizinin en dikkat çekici sonuçlarından biri ise, ortaya çıkan zararların kamu tarafından üstlenilmiş olmasıdır. Piyasa sistemi tıkır tıkır işlerken kapitalizmin nimetlerini öve öve bitiremeyenler ve her fırsatta meşhur "Bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler" sözünü hatırlatanlar, finans firmaları zarar etmeye başlayınca devletin müdahele etmesi gerektiğini haykırdılar. Amerikan hükümeti başta olmak üzere birçok hükümet de "batmak için çok büyük"[20] sözünü temel hareket noktaları haline getirerek, ortaya çıkan zararı vergi mükelleflerinin sırtına yüklediler. Ancak devletler, finans sektörünün yol açtığı zararı üstlenirken finans sisteminin yapısını belirgin bir şekilde değiştirmeyip, gelecekte yaşanacak olası krizleri gözardı etmişlerdir. İlk andaki rahatlamayla birlikte vergi mükellefleri bu gerçeği görmezden gelse bile, ilerde bunun faturasını tam olarak ödemeye başladıklarında üstlenmiş oldukları zararın boyutlarının daha iyi farkına varacaklardır.

2008 krizinin diğer bir önemli sonucu ise, ulus-devletin yansıtıldığının aksine ortadan kalkmadığıdır. Tam tersine çok ilginç bir şekilde bu kriz sırasında her ülke hükümeti kendi banka ve şirketlerini kurtarmaya öncelik vermiştir. Örneğin Fransız bankalarının sırf Fransız şirketlerine ya da Alman bankalarının sırf Alman şirketlerine kredi açması gibi, AB projesiyle bağdaşmayan ve kriz öncesinde akla hayale gelmeyecek politikalar uygulanmıştır.[21] Kriz ayrıca tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de işsizlik oranlarının iyice artmasına yol açmıştır. Türkiye'deki işsizliğin en dikkat çeken yanı ise üniversite mezunu genç nüfus arasında görülen ve %25'lere varan yüksek işsizlik oranlarıdır.

Kriz ilk aşamada her ne kadar gelişmiş ülke piyasalarında ortaya çıkmış olsa bile gelişmekte olan ve kırılgan ekonomilere sahip ülkeleri de derinden etkilemiştir. Krizden en çok etkilenen ülkelerin başında ise Türkiye gelmektedir. Kriz öncesinde ülke içine akan sıcak paranın da etkisiyle TL aşırı değerlenmiş ve ithalatta daha önce görülmemiş rakamlara ulaşılmıştır. İthalattaki artışa karşılık Türkiye'nin ihracat yaptığı gelişmiş ülkelerdeki talep azalmasına bağlı olarak ihracattaki artış cari açığın sıçramasını engelleyememiştir. Şu anda sıcak paranın dünyadaki sosyo-ekonomik gelişmelere bağlı olarak her an Türkiye'yi terk etme olasılığı vardır ve bu durum ekonomide büyük bir kırılganlık yaratmaktadır.

2008 krizini anlamak için bu krize ışık tutacak kavramların başında gelen finansallaşma üzerinde durmak gerekir. Finansallaşma, 2008 krizini doğuran ana sebeplerden bir tanesi, 2008 krizi de finansallaşmanın doğrudan bir sonucudur. Krizden önce yaratılan balonun bu kadar geç patlamasının bir nedeni ise, sermayenin giderek düşen kar oranlarını

finansal işlemler aracılığıyla gidermeye çalışmasıdır. Reel sektör firmaları üretimi sürdürebilmek ve eriyen kar oranları gibi sorunlarla başa çıkabilmek için finansal işlemlerden daha fazla yararlanmışlar, fakat bunu yaparken aslında finansal piyasalara giderek daha bağımlı hale gelmişlerdir. Bu bağımlılık aynı zamanda finansal sektörün gelirlerini besleyen yüksek oranda kamu, özel şirket ve hanehalkı borçlanmasını da beraberinde getirmiştir. Bir yanda biriken yüksek miktardaki küresel finansal sermaye, diğer yanda yüksek borçlanma oranları keskin bir tezat oluşturmakta ve yeni finansal krizlere davetiye çıkarmaktadır. James Crotty`nin Amerikan ekonomisi için kullandığı "neoliberal paradoks"[22], krizlerin de küreselleşmesiyle birlikte aslında artık tüm dünya ekonomileri için geçerli hale gelmiştir. Firmaların aşırı üretim krizi sermayenin giderek finansallaşmasına, finansallaşma borçlanmaya, borçlanma ise talebin daha da kısıtlanmasına yol açmaktadır. Neoliberalizm de bu anlamda aslında dünya ekonomisinin sürmekte olan krizinin yarattığı tıkanmışlığın bir yansımasıdır.

Tabi bir de işin ucuz ithalat boyutu var. Başta Çin olmak üzere dünyanın dört bir tarafından gelen ucuz ithal ürünler Türkiye`yi adeta istila etmiş durumdadır. Bu durumun doğal sonucu olarak insanlar ücretlerinin satınalma gücünde sanki bir gerileme yokmuşçasına alışverişe devam etmektedirler. Bunu, sayıları gün geçtikçe artan alışveriş merkezlerinden de anlayabiliriz. Aslında reel anlamda çalışanların ücretleri artmadığı halde finansallaşma bireylerin sürekli daha fazla borçlanarak tüketim çılgınlığını arttırmalarını, bunun sonucunda da sanki ekonomik anlamda bir canlılık varmış gibi bir yanılgıyı ortaya çıkarmaktadır. Artık ithalatın rekor üstüne rekor kırarak dış ticaret açığını giderek büyütmesi de neredeyse kimsenin umurunda degildir. Çünkü ucuz ithalat bu çarkın dönmesine yardımcı olmakta ve alım gücü aslında giderek düşen insanları yanıltmaktadır. Bu yanılgı hali gerçek ekonomik durumumuzu görmemizi engellemekte ve biz ceplerimizdeki kredi kartlarıyla alışveriş yapmaya, 10 yıl vadeli konut kredisiyle ev almaya, tüketici kredisiyle tatile çıkmaya ve otomobil kredisiyle araba almaya devam ettikçe, ekonomik durumumuzun iyileştiğini sanmaktayız. Halbuki borçları artan insanların bilançoları bozulmakta, buna karşın, risk altında bulundukları gerçeğini görmeleri zorlaşmaktadır.

Bu noktada Türkiye`nin 2001 yılından bu yana giderek etkisini arttırmaya başlayan finansallaşmanın da etkisiyle 2008 krizini nasıl bir ekonomik karneyle karşıladığına gelebiliriz. Tarihin gerçek anlamdaki ilk küresel krizine Türkiye yüksek miktarda cari işlemler açığıyla yakalandı. Türk ekonomisinin cari açığı 2002'de sadece 626 milyon dolar

iken, bu rakam 2003'de 7,5 milyar dolara, 2004'de 14,4 milyar dolara, 2005'de 22,1 milyar dolara, 2006'da 31,9 milyar dolara, 2007'de 37,9 milyar dolara ve 2008'de 41,4 milyar dolara yükseldi. 2009 yılında ise 2008 küresel krizinin de etkisiyle 13,9 milyar dolara inen cari açık, 2010'da 2009 yılına göre %247,1'lik bir artış ile 48,5 milyar dolara yükseldi. Türkiye cari açığı milli gelirine oranla en yüksek seviyede olan ülkelerden birisi haline geldi. Cari açığın milli gelire oranı 2008'de %5,7'lik düzeyi de geride bırakarak, 2010'da %6,6 olarak gerçekleşti.[23] Bu gelişmeler Türkiye`nin ekonomik anlamdaki kırılganlığının giderek artmasına neden olmuştur. Türkiye`nin 2008 krizinden birçok gelişmekte olan ülkeden daha fazla etkilenmesinin temelinde de bu durum yatmaktadır.

Tüm bu gerçekler dış ticaret rakamlarına bakılarak açıkça görülebilir. 2010 Aralık ayı itibariyla dış ticaret açığı aylık bazda rekor kırarak %74,9 artınca yıllık dış ticaret açığı da %84,5 sıçramayla 71 milyar 563 milyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Türkiye İstatistik Kurumu`nun (TUİK) açıkladığı bu rakamlar, dış açık seviyesinin 2008 yılını da aşarak tarihi zirveye ulaştığını göstermektedir. Kuşkusuz dış ticaret açığının bu seviyeye ulaşmasındaki en büyük etken yıllık bazda ihracat artışının ithalat artışı karşısında zayıf kalmasıdır. Yıllık bazda ihracat 2010 yılında yalnızca %11,5 artarken, ithalat artışı %31,6`yı bulmuştur. Bu rekor dış ticaret açığıyla birlikte ihracatın ithalatı karşılama oranı 2010 yılında 2009'daki %72,5 oranından %61,4`e gerilemiştir. Dış ticaret verileri ortada önemli bir yapısal sorun olduğuna işaret etmektedir. Ekonominin ithal girdilere bağımlılığı artmakta, ihracat yapan sektörler daha çok ithal girdi kullanmakta ve dolayısıyla imalat sanaynin milli gelir içindeki payı giderek azalmaktadır.[24]

Tablo 1: 2009`dan 2010`a Temel Dış Ticaret Verileri

	2009	2010	Değişim (%)
İhracat	102.165	113.930	11.5
İthalat	140.928	185.493	31.6
Dış Ticaret Açığı	-38.786	-71.563	84.5
İhracat/İthalat	72.5	61.4	

Kaynak: DTM

Ülkeden ülkeye farklılık gösterse de finansal borçlululuk son yirmi yılda finansal hizmetlere ulaşımın giderek kolaylaşmasına bağlı olarak

hızla artmıştır. Borçluluk düzeyindeki artışın ana nedeni giderek daha çok tüketen bir toplum haline gelmemiz olduğu kadar, Türkiye`deki yüzbinlerce ailenin geçimlerini ancak kredi kartlarına taksitlendirme yaparak sağlamaları ya da eğitim, sağlık gibi aslında parasız olması gereken temel ihtiyaçlarını karşılamak için tüketici kredisi kullanmak zorunda kalmalarıdır. Merkez Bankası istatistiklerine göre tüketici kredilerini ve kredi kartı borçlarını ödeyemeyenlerin sayısı 2004`de 30.000 iken, bu rakam 2008`de 550.000 kişiye yükselmiştir. Bu rakamlar da açıkça göstermektedir ki, kredi kartı ve tüketici kredisi kullananların sayısı arttıkça borçlarını ödeyemeyenlerin sayısı da buna paralel olarak artmaktadır.[25]

Borcunu ödeyemeyenlerin sayısındaki artışın ana nedeni yalnızca insanların tüketirken gereğindan fazla harcaması değil, otoritelerin bankaların buna çanak tutan politikalarını hiçbir ciddi düzenlemeye tabi tutmamalarıdır. Kredi kartları ilk olarak 1989`da hayatımıza girmiş[26] ve tüketimin finansallaşmasıyla birlikte giderek alışverişi taksitlendirebilen modern ve komforlu yaşamın ayrılmaz bir parçası olarak lanse edilmiştir. Bunun doğal sonucu olarak borcunu ödeyememek birçok insanın önde gelen problemlerinden biri haline gelmiştir.

Türkiye`de 2002 yılından itibaren görülmeye başlanan ekonomideki hızlı büyümenin en büyük nedenlerinden biri kredi kartlarından ve kredili alışverişlerden kaynaklanan özel tüketim harcamalarındaki artıştır. Ekonomideki bu gelişmeye paralel olarak hanehalkının tasarruf oranı azalırken, borçluluk düzeyi de artmıştır.[27] Bu durum Türk ekonomisinin finansallaşmasının en çarpıcı sonuçlarından bir tanesidir.

2001 sonrası yaşanan büyüme döneminin bir diğer özelliği ise büyümenin merkezinde sıcak paraya dayalı dış kaynak girişinin olmasıydı.[28] Tüm dünyada 2010 yılında gelişmekte olan ülkelere akan sermaye hareketlerinin, bir önceki yıla göre %42`lik bir artışla 825 milyar doları bulacağı öngörülmektedir.[29] Gayrı Safi Milli Hasıla (GSMH) artışı da dış ticaretin büyümesine bağlı olarak ivme kazandı. Ancak büyüyen dış ticarette ithalatın daima ihracattan daha fazla artması sonucu dış ticaret açığı, dolayısıyla cari açık da giderek büyümüş ve ekonomi sürekli dışardan gelecek sıcak paraya bağımlı hale gelmiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye akımları ulusal para birimlerinin aşırı değer kazanmasına yol açmakta ve varlık fiyatları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye akımları incelendiğinde Türkiye`nin, 2010 yılı için toplamda 100 milyar dolar olarak öngörülen portföy yatırımlarından yaklaşık %15, yani 15 milyar dolar pay alacağı öngörülmektedir.

Türkiye aynı zamanda 2001 krizi sonrası değerlenen TL ve ucuzlayan dövize paralel olarak özel sektörün yüksek oranda borçlanmasına şahit olmuştur. Türkiye`nin dış borç stoku 2002 yılında 130 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, bu rakam 2007`de 247 milyar dolara, 2010 Haziran ayı itibarıyla da 266,3 milyar dolara yükselmiştir. Toplam brüt dış borç stokunun %36,1'i kamuya, %63,9`u ise özel kesime aittir.[30] Özel sektör borçlarının büyük bölümünün ihracatçı olmayan ithalatçı firmalara ait olması dikkat çekicidir.[31] Türkiye`nin 2008 krizinde yaşadıklarıyla 2001 krizinde yaşadıkları arasında belirgin farklar bulunmaktadır. 2001 krizi daha çok bankacılık kaynaklı bir kriz görünümü sergilemiş, 2008 krizi ise finans kaynaklı şekilde patlak vermiş olsa da bu kez bankacılık üzerinde değil de reel sektör üzerinden birçok soruna yol açmıştır.[32] Bunda finansallaşmanın beraberinde getirdiği özel sektörün ve hanehalkının yüksek oranda borçlanmasının yanısıra, şirketlerin kârlarını yükseltmek için ithalata bağımlı hale gelmelerinin de büyük payı vardır.[33]

3. TÜKETİMİN FİNANSALLAŞMASI, TÜKETİCİ KREDİLERİ VE KREDİ KARTLARI

Finansallaşma, Türkiye`de de dünyadaki gelişmelere paralel olarak bankaların, tasarrufların ekonomiye kazandırılmasına aracılık etme rolünü azaltarak, bu tasarrufların daha çok verimsiz fakat yüksek getiri sağlayan borçlanma enstrümanlarına aktarılmasına yol açtı. Türkiye`de de diğer birçok ülkedeki gibi özellikle son on yılda tüketici kredisi ve kredi kartları patlaması yaşandı. Dolayısıyla üretken yatırım aktiviteleri için gereken finansman olanakları temin edilememekte, bu durum ise ekonomideki istikrarsızlığın sürmesine ve finansal krizlerin giderek yaygınlaşmasına, hatta kronikleşmesine neden olmaktadır. Finansallaşma, finansal piyasalar ve sermaye akımları aracılığıyla krizleri yerel olmaktan çıkarıp 2008 krizinde olduğu gibi küresel hale getirmiştir.

1980`lerin başından itibaren Türkiye`de uygulanmaya başlanan yeni liberal ekonomik politikalar Türk ekonomisinin üzerindeki kontrolleri kaldırarak dünya ekonomisiyle entegrasyonunu sağlamayı amaçlamıştı. Buna yönelik olarak Türk finansal sektörü bir takım yasal, yapısal ve kurumsal değişimler yaşadı. Ekonomik anlamda büyüme sağlanabildiyse de Türk ekonomisi yapısı gereği dış kaynaklı rekabete alışık olmadığı için liberalizasyon çabaları sürdürülebilir olmaktan uzaktı. Türkiye`de finansal sistem zayıftı ve uygulanan birtakım programlar sonucu ekonomi giderek daha kırılgan bir yapıya büründü. Sürdürüle-

mez ekonomik politikalar ve yapısal zayıflıklar nedeniyle Türk ekonomisinde içsel ve dışsal birçok şok yaşandı.[34]

2001 krizinden sonra Türk finansal sistemi uygulanan yapısal düzenlemeler sonucu büyük bir dönüşüm yaşadı ve bankaların yüksek risklilik seviyeleri kontrol altına alındı. Uygulanan ekonomik reformlar sonucu enflasyonun %100`leri bulan rakamlardan, tek haneli rakamlara inmesiyle birlikte, Türkiye`de diğer birçok ülkedeki gibi özellikle son on yılda tüketici kredisi ve kredi kartı patlaması yaşandı. Bu durumda faiz oranlarının düşmesinin etkisi büyüktü. Tablo 2`den de görülebileceği gibi 2002 ile 2008 yılları arasında hanehalkının kullandığı kredi oranlarında büyük bir artış meydaba gelmiştir.

Tablo 2: Kullanan Çeşitlerine Göre Kredi Türleri

	2002	2008
Şirketler	86	69
Hanehalkı	14	31
Kredi Kartları	9	9
Tüketici Kredileri	5	22
Konut Kredisi	1	10
Otomobil Kredisi	1	2
Toplam	100	100

Kaynak: BDDK.

2001 krizini takip eden dönemde bankacılık sektörü 2002-2008 yılları arasında hızlı bir büyüme performansı sergileyerek varlıklarını 130 milyar dolardan 465 milyara dolara çıkarmakla kalmamış, Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYİH) olan oranını da %57`den %77`ye yükseltmiştir. Buna rağmen bankacılık sektöründeki büyüme, aynı hızda bir ekonomik büyümeyi getirememiştir. Her ne kadar banka kredileri ile GSYİH 2003 yılına kadar paralel hareket etmiş olsa da, bu tarihten sonra ikisi arasındaki mesafe açılmaya başlamıştır.[35] Kredilerdeki artış büyümeye yansımamıştır.

Dış Borç/GSMH oranının yüksek olduğu 1994,1999 ve 2001 yıllarında negatif büyüme rakamları dikkat çekicidir. Diğer bir dikkat çekici nokta ise 2005 yılından itibaren hem Dış Borç Stoku/GSMH Oranındaki yükselmenin, hem de büyüme oranlarındaki yavaşlamanın varlığıdır. Bu durum ithalatın artmasıyla birlikte, özel sektorün dış borç kullanım oranının artmış olmasına rağmen Türkiye'nin GSMH`sinde buna pa-

ralel bir büyüme sağlanamamış olmasından kaynaklanmaktadır. Türk ekonomisinin kırılgan yapısında kuşkusuz, sözünü ettiğimiz, özel sektörün yüksek dış borçlanma oranlarının da payı büyüktür. Ucuzlayan döviz, dış borçlanmayı giderek kolaylaştıran liberal uygulamalar ile, paradan para kazanma tutkusu özel sektörün aşırı borçlanmasının ana nedenleri olarak sayılabilir. Türkiye`de 1980`li yıllardaki sosyo-ekonomik dönüşüme bağlı olarak bankacılık sektörü hükümet odaklı bankacılık stratejileri yerine, bireylere yönelik yeni finansal ürünler sunmaya başlamıştır. Bu yeni finansal hizmetler alışveriş merkezlerinin birer birer açılmasıyla birlikte tüketimin daha da teşvik edildiği ve modern yaşam tarzının gereği diye dikte edildiği bir zihniyeti de beraberinde getirdi. 1990`ların ortasından itibaren bankaların tüketimdeki aracılık rolleri kredi kartları ve tüketici kredilerinin de yaygınlaşmasıyla birlikte katlanarak artmıştır. Bu dönemden itibaren bankalar, finansallaşmanın bir parçası olarak finansal borçluluğu cesaretlendirerek, insanları tüketimlerini kredilendirmeye teşvik etmiştir. Bu noktada, Türkiye`de tüketimin finansallaşmasının önemli enstrümanlarından biri olan banka kredileri ve kredi kartlarının Türkiye`deki gelişimine ve bunun ekonomideki yansımalarına göz atmakta fayda vardır.

Finansallaşmanın etkisini iyiden iyiye göstermeye başladığı 1970'lerin sonundan itibaren reel sektör firmalarının kar majlarının düşmesi ve bankaların bu durumdan etkilenmesi, her iki tarafın da kârlılıklarını tekrar arttırabilmek için işbirliği yapmasını getirdi. Günümüzde artık, yeni ve modern bankacılık hizmetlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte belirli bir sabit gelire sahip olan çalışanların eskiye oranla finansal kaynaklara erişimi de kolaylaşmıştır. İlk bakışta bu durum modern yaşam tarzının konforunu tüketicilere sunan olumlu bir gelişme gibi gözükse de, birçok olumsuzluğu beraberinde getirmiştir. Bu olumsuzluğun başlıca kaynağı ise, maaşlarının satınalma gücü iyice eriyen çalışanların banka kredisi ya da kredi kartları yoluyla aslında sahibi olmadıkları parayla borçlanarak, hatta bazen sahip oldukları varlıklarını karşılık gösterek kendilerini tüketim ekonomisinin çarklarına kaptırmalarıdır. Bu nedenle Türk toplumunda emek gelirlerinin yetmeyişinden dolayı zaten az olan tasarruf miktarı iyiden iyiye erimiş ve Türk toplumu borçlanarak tüketimini sağlayan bir görünüme bürünmüştür. Türkiye, özel tüketimin GSMH`sine orani %68-70 gibi yüksek seyreden bir ülkedir. Bu oran Çin`de %35, Hindistan`da %54, ve AB genelinde ise %57`dir. ABD gibi tüketim toplumu olan bir ülkede bile bu oran ancak Türkiye kadar, yani %70'dir.[36] Türkiye maalesef tasarruf ve yatırım yapmadan tüketen ve borçlanan bir ülkedir ve bu da ekonomik durumdaki kırılganlıkları arttırmaktadır.

Finansallaşma, satınalma gücü giderek azalan ücretlerine rağmen çalışanların tüketimlerinin belli seviyede tutulmasını, hatta bazen arttırılmasını sağlamaktadır. Bu durumun en vahim sonucu ise, son finansal kriz çıktığından bu yana insanların gerek kredi kartı gerekse banka kredisi borçlarını ödemede çektikleri güçlükler sonucu haciz oranlarında yaşanan büyük artıştır. Bu artışın temelinde insanların son krizle birlikte işlerini kaybetmeleri kadar, gelir-gider dengelerine bakmadan yapmış oldukları gereksiz harcamalar da yatmaktadır. Bu noktada sorulması gereken bir soru ise, Türk halkının alım gücünün düşmesiyle, finansallaşma arasında nasıl bir bağlantı olduğudur. Yaklaşık 36 bankadan alınan verilere bağlı olarak son bir yılda tüketici ve konut kredisi kullananların gelir dağılımı Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3: Gelir Gruplarına Göre Dağılım (Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri)

		Kullandırılan Miktar, Milyon TL						
Dönem		0 - 1.000 TL	1.001-2.000 TL	2.001-3.000 TL	3.001-5.000 TL	5.001 + TL	Sınıflandırma yapmayanlar	Toplam
2009 Eylül	TP	4.044	4.263	2.440	2.235	3.009	1.086	17.077
	YP	0	0	0	1	2	4	7
	Toplam	4.044	4.264	2.440	2.236	3.011	1.090	17.084
2009 Aralık	TP	4.686	5.779	3.277	3.032	4.331	1.737	22.842
	YP	0	0	1	1	1	3	6
	Toplam	4.686	5.780	3.278	3.034	4.331	1.740	22.848
2010 Mart	TP	5.091	5.382	3.015	2.530	3.875	1.439	21.332
	YP	0	0	1	1	1	1	4
	Toplam	5.091	5.382	3.015	2.531	3.877	1.440	21.337
2010 Haziran	TP	5.799	6.223	3.747	2.956	4.283	1.761	24.769
	YP	0	0	1	0	2	2	6
	Toplam	5.799	6.224	3.748	2.956	4.285	1.763	24.775
2010 Eylül	TP	5.879	6.356	3.929	3.062	3.920	1.630	24.774
	YP	0	0	1	0	1	4	6
	Toplam	5.879	6.356	3.929	3.062	3.921	1.634	24.780

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri / Eylül 2010.
TP: Türk parası
YP : Yabancı para

Türkiye'de tüketici kredisi kullananların sayısı 1989 yılında yalnızca 195.312 kişiyken, bu sayı 2001 yılında 1,3 milyon kişiye, 2008 yılında 5,8 milyon kişiye[37] ve 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla ise yaklaşık 10,5 milyon kişiye çıkmıştır. Kullandırılan kredi miktarı ise yine rekor bir artışla 2010 Eylül ayında yaklaşık 110,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu rakam bir önceki yılın aynı dönemine göre bakiye kişi sayısı olarak %20, bakiye miktar olarak ise %33 artış anlamına gelmektedir.

Tablo 4: Bakiye Gelişmeler*

		Yüzde (%) değişme	
	Temmuz-Eylül 2010	Temmuz-Eylül 2009 dönemine göre	Nisan-Haziran 2010 dönemine göre
Bakiye Kişi sayısı	10.387.711	20	6
Bakiye Miktar (Milyon TL)	110.557	33	8

** 3 aylık dönem sonunda tüketici kredisi ve konut kredisi bakiyesi = Dönem başı değeri + dönem içinde kullandırılan kredi - dönem içinde geri ödemesi yapılan kredi*

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/Eylül 2010.

Temmuz-Eylül 2010 döneminde 2 milyon kişiye, yaklaşık 25 milyar TL tutarında tüketici ve konut kredisi kullandırılmıştır. Kredi kullananların sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre % 19 oranında, söz konusu dönemde kullandırılan kredi miktarı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %45 oranında artmıştır.

Tablo 5: Akım Gelişmeler

		Yüzde (%) değişme	
	Temmuz-Eylül 2010	Temmuz-Eylül 2009 dönemine göre	Nisan-Haziran 2010 dönemine göre
Kişi sayısı	2.009.853	19	-1
Kredi miktarı (Milyon TL)	24.780	45	0

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/Eylül 2010.

Temmuz-Eylül 2010 döneminde tüketici kredileri ve konut kredilerinin mal ve hizmet gruplarına göre dağılımında ihtiyaç kredileri %62

ile en büyük paya sahiptir. Bunu sırasıyla, %28 ve %7 ile konut ve taşıt kredileri izlemektedir. Aynı dönemde ihtiyaç kredileri yaklaşık 1.8 milyon kişi tarafından (15,3 milyar TL), konut kredileri yaklaşık 100.000 kişi tarafından (6,9 milyar TL) ve taşıt kredileri ise yaklaşık 45.000 kişi tarafından (1.7 milyar TL) kullanılmıştır.

Tablo 6`da görüldüğü gibi bir önceki yılın Temmuz-Eylül dönemine göre taşıt kredileri %47, konut kredileri %14 ve ihtiyaç kredileri ise %55 oranında artmıştır.

Tablo 6: Mal ve Hizmet Gruplarına Göre Dağılım

		Yüzde (%) pay	Yüzde (%) değişme	
	Temmuz-Eylül 2010 (Milyon TL)	Temmuz-Eylül 2010	Temmuz-Eylül 2009 dönemine göre	Nisan-Haziran 2010 dönemine göre
Akım				
Taşıt	1.717	7	47	-12
Konut	6.853	28	14	-9
İhtiyaç *	15.303	62	55	6
Diğer **	907	4	2.249	-1
Bakiye				
Taşıt	4.479	4	2	8
Konut	52.105	47	31	6
İhtiyaç	46.763	42	21	6
Diğer	7.209	7	2.395	45

** Dayanıklı tüketim malları, mesleki amaç, eğitim, tatil, gıda, giyim vb. amaçlar için kullanılan krediler.*

*** Bu grupların herhangi birisinde sınıflandırılamayan krediler.*

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar / Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/Eylül 2010.

Tablo 7: 2009 – 2010 Döneminde Mal ve Hizmet Gruplarına Göre Tüketici ve Konut Kredileri Dağılımı

			Bakiye Miktar, Milyon TL			
Dönem		Taşıt	Konut	İhtiyaç *****	Diğer ******	Toplam
2009 Eylül	TP	4.370	39.691	38.687	289	83.038
	YP	16	25	4	0	44
	Toplam	4.386	39.716	38.691	289	83.082
2009 Aralık	TP	4.208	42.705	40.766	596	88.275
	YP	14	28	3	0	45
	Toplam	4.222	42.733	40.769	596	88.320
2010 Mart	TP	3.997	45.433	43.258	1.350	94.038
	YP	13	29	3	0	45
	Toplam	4.010	45.462	43.261	1.350	94.082
2010 Haziran	TP	4.150	49.203	44.108	4.978	102.439
	YP	11	33	4	0	48
	Toplam	4.161	49.236	44.112	4.978	102.488
2010 Eylül	TP	4.470	52.070	46.759	7.209	110.507
	YP	10	36	4	0	49
	Toplam	4.479	52.105	46.763	7.209	110.557

Kaynak: TBB Istatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/ Eylül 2010.

Temmuz-Eylül 2010 döneminde tüketici kredileri ve konut kredilerinin mal ve hizmet gruplarına göre dağılımında ihtiyaç kredilerinin %62 gibi yüksek bir oranda olması, hem ailelerin mali durumları hem de finansallaşmanın geldiği noktayı göstermesi açısından çok çarpıcıdır.[38] Aileler bozulan finansal durumlarını düzeltmek için tek çare olarak borcu borçla kapamayı denemektedirler ve bu nedenle borçlanma olgusu giderek bir yaşam tarzı haline gelmektedir. Bu durumun faturası ise, ödeyememe noktasına gelindiğinde aileler için çok ağır olmaktadır. Bundan dolayı kredi kartları ve banka kredileri daha ciddi bir şekilde denetlenmeli ve çok geç olmadan gerekli düzenlemeler yapılarak borçlanmadan kaynaklanan risk düzeyi düşürülmelidir.

Tablo 8: 2009 – 2010 Döneminde Mal ve Hizmet Gruplarına Göre Tüketici ve Konut Kredileri Kullanan Kişi Sayısı

		Bakiye Kişi Sayısı				
Dönem		Taşıt	Konut	İhtiyaç *****	Diğer ******	Toplam
2009 Eylül	TP	330.534	829.673	7.474.322	36.760	8.671.289
	YP	561	240	93	1	895
	Toplam	331.095	829.913	7.474.415	36.761	8.672.184
2009 Aralık	TP	351.172	973.832	8.504.795	81.221	9.911.020
	YP	496	272	77	1	846
	Toplam	351.668	974.104	8.504.872	81.222	9.911.866
2010 Mart	TP	285.615	921.799	8.176.438	192.301	9.576.153
	YP	483	295	81	1	860
	Toplam	286.098	922.094	8.176.519	192.302	9.577.013
2010 Haziran	TP	273.559	970.438	7.768.339	813.575	9.825.911
	YP	460	358	85	1	904
	Toplam	274.019	970.796	7.768.424	813.576	9.826.815
2010 Eylül	TP	276.617	1.012.338	7.889.065	1.208.782	10.386.802
	YP	425	399	85	0	909
	Toplam	277.042	1.012.737	7.889.150	1.208.782	10.387.711

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/ Eylül 2010.

Tablo 9`da belirtildiği gibi Temmuz-Eylül 2010 döneminde kredi kullananlar bazında ortalama tüketici ve konut kredisi miktarı 12,3 bin TL'dir. Bu büyüklük konut kredilerinde 70,3 bin TL ve taşıt kredilerinde 38,3 bin TL`yi bulmuştur. Temmuz-Eylül 2010 dönemi sonundaki bakiye verilerine göre ise, ortalama tüketici kredisi ve konut kredisi miktarı 10,6 bin TL'dir. Bu miktar konut kredilerinde 51,5 bin TL, taşıt kredilerinde ise 16,2 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 9: Mal ve Hizmet Gruplarına Göre
Ortalama Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri

	Kredi Miktarı (Milyon TL)	Kişi Sayısı	Ortalama (Bin TL)
Akım			
Taşıt	1.717	44.859	38,3
Konut	6.853	97.443	70,3
İhtiyaç *	15.303	1.742.430	8,8
Diğer **	907	125.121	7,2
Toplam	24.78	2.009.853	12,3
Bakiye			
Taşıt	4.479	277.042	16,2
Konut	52.105	1.012.737	51,5
İhtiyaç	46.763	7.889.150	5,9
Diğer	7.209	1.208.782	6,0
Toplam	110.557	10.387.711	10,6

*** Dayanıklı tüketim malları, mesleki amaç, eğitim, tatil, gıda, giyim vb. amaçlar için kullanılan krediler.**
**** Bu grupların herhangi birisinde sınıflandırılamayan krediler.**

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri / Eylül 2010.

Özellikle 2001 krizinden bu yana bankalardan tüketici ve konut kredisi alan kişi sayısında büyük bir artış yaşanmıştır. Bunun doğal sonucu olarak bankalara borcunu ödeyemeyen kişi sayısı artmış ve kanuni takipteki tüketici ve konut kredilerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Tablo 10 ve Tablo 11'de rakamlar 2009 ve 2010 yıllarındaki durumu özetlemektedir. Tablo 10' a göre, Temmuz-Eylül 2010 dönemi itibariyla 3,7 milyar TL olan takipteki krediler, tüketici ve konut kredileri toplamının %3,34'ünü oluşturmaktadır.

Tablo 10: Takipteki Kredilerin Bakiye Miktara Oranı (%)

	Temmuz-Eylül 2009	Nisan-Haziran 2010	Temmuz-Eylül 2010
İdari Takipteki Kredi	0.21	0.18	0.11
Kanuni Takipteki Kredi	4.20	3.56	3.23
İdari + Kanuni Takipteki Kredi	4.41	3.74	3.34

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/Eylül 2010.

Tablo 11'den de görüleceği üzere Temmuz-Eylül 2010 döneminde kullandırılan tüketici kredileri ve konut kredilerinden kanuni takibe takılan kredi miktarı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %25 oranında azalarak 714 milyon TL olmuştur. Söz konusu kredilerin %13'ünü taşıt, %25'ini konut, %54'ünü ihtiyaç ve %8'ini diğer krediler oluşturmuştur.

Tablo 11: Kanuni Takipteki Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri

		Kullandırılan Miktar, Milyon TL				
Dönem		Taşıt	Konut	İhtiyaç	Diğer	Toplam
2009 Eylül	TP	154	215	584	1	955
	YP	0	0	0	0	0
	Toplam	154	215	584	1	955
2009 Aralık	TP	139	215	520	2	876
	YP	0	0	0	0	0
	Toplam	139	215	520	2	876
2010 Mart	TP	116	172	441	1	731
	YP	0	0	0	0	0
	Toplam	116	172	441	1	731
2010 Haziran	TP	100	161	383	37	682
	YP	0	0	0	0	0
	Toplam	100	161	383	37	682
2010 Eylül	TP	93	182	385	54	714
	YP	0	0	0	0	0
	Toplam	93	182	385	54	714

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/ Eylül 2010.

Tablo 12: Kanuni Takipteki Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri (Kişi Sayısı)

		Kişi Sayısı				
Dönem		Ücretli	Serbest Meslek	Diğer	Sınıflandırma yapmayanlar	
2009 Eylül	TP	939.775	119.639	553.89	69.412	1.682.716
	YP	3	0	64	37	104
	Toplam	939.778	119.639	553.954	69.449	1.682.820
2009 Aralık	TP	1.063.661	145.668	618.998	88.861	1.917.188
	YP	0	2	47	24	73
	Toplam	1.063.661	145.670	619.045	88.885	1.917.261
2010 Mart	TP	946.321	145.783	635.262	90.999	1.818.365
	YP	2	0	43	24	69
	Toplam	946.323	145.783	635.305	91.023	1.818.434
2010 Haziran	TP	1.079.796	150.132	688.497	103.896	2.022.321
	YP	0	0	31	53	84
	Toplam	1.079.796	150.132	688.528	103.949	2.022.405
2010 Eylül	TP	1.093.467	136.762	661.657	117.900	2.009.786
	YP	0	0	27	40	67
	Toplam	1.093.467	136.762	661.684	117.940	2.009.853

Kaynak: TBB İstatiki Raporlar/Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri/ Eylül 2010.

Türkiye`de gelir dağılımındaki adaletsizlik her geçen yıl artmaktadır. Özellikle son finansal krizle birlikte bu durum giderek kötüleşmiştir. Alım gücünün düşmesine paralel olarak bankalar firmalarla işbirliği yaparak tüketici kredileri, kredi kartına taksit ya da başka yöntemler kullanarak tüketicileri cezbetme telaşı içindedirler. Türkiye`de özellikle 2001 krizinden bu yana bankalarla firmalar arasında dünyada örneği görülmemiş sıkı bir işbirliği vardır. Peşin fiyatına taksitten tutun da, talep etmeden gelen kredi kartı ve tüketici kredisi tekliflerine kadar Türk insanı aslında finansla iyice haşır neşir olmuş durumdadır. Kişi başına düşen kredi kullanım miktarı sürekli artmıştır. Halk 1980`lere kadar borç almadan ve gereksiz tüketim alışkanlığı olmadan yaşadığı halde, 1980`lerdeki neoliberal politikalar sonucunda kendini tüketim çılgınlığı ve buna bağlı olarak giderek artan bir borçlanmanın içinde bulmuştur. Bireylerin borçluluk düzeylerindeki bu artış aslında finansal ürünlerin insan hayatını kolaylaştırmasının değil, aksine, finansın, bireylerin ekonomik ve sosyal yaşamlarını kontrol altına aldığının göstergesidir. Yabancı bankaların Türkiye`de banka satın alarak yoğun bir

şekilde Türk finansal sistemine dahil olmak istemelerindeki asıl neden de, Türk insanının artan tüketim alışkanlıklarının yanısıra, bireylerin düşük olan alım güçlerinin bankalar ve firmaların işbirliği sonucu suni bir şekilde yükseltilerek borçlandırılmalarıdır. Yabancı bankaların Türkiye`de tüketici kredilerindeki büyük potansiyeli görmeleri ve piyasadan pay kapma istekleri, onların sektöre girmelerindeki en büyük etkenlerden biridir. Türk bankaları da bu trende ayak uydurarak sanayi sektöründen ziyade ev, eğitim, otomobil gibi bireysel tüketici kredilerine ağırlık vermeye başlamışlardır. Bu gelişmeye paralel olarak, tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payı 2002`de yalnızca %13,4 iken 2007`de %33,3`e kadar yükselmiştir. Ülkemizde bankaların faiz ve komisyon gelirlerinin gelişmiş ülkelerdeki bankalara göre daha yüksek olması da, yabancı bankalar için Türk pazarını cazip kılan bir başka etkendir. 2010 yılı itibarıyla yabancı bankaların sektördeki payı %40'lı rakamlara ulaşmıştır ve artık yabancı bankalarla ilgili bir strateji belirlenmelidir.[39] Unutulmamalıdır ki 2008 krizinden yara alan bir çok yabancı bankanın Türkiye'de faaliyetleri vardır ve son krizde olmasa bile bu durum, ilerdeki olası krizlerde Türk insanının da zarar görmesi olasılığını beraberinde getirmektedir.

Her ne kadar 1990'ların başından itibaren kredi kartı hayatımıza modern ve yaşamımızı kolaylaştırıcı bir mekanizma olarak sunulduysa da, özellikle 2001 krizinden sonra bankalar, pazarlama stratejilerinin ana eksenine, tüketicilerin alışverişlerini taksitlendirmelerini koydular ve bu sayede bireylerin tüketimlerini arttırmalarını sağladılar. Aralarındaki rekabetin gittikçe kızışmasıyla birlikte, bankaların reklam stratejilerinin merkezinde, artık tasarrufun değil de tüketimin teşvik edildiği görülmektedir. Bu anlamda özellikle 2001 krizinden sonra azalan tüketimi arttırmak için bankalarla reel sektör firmalarının sıkı bir işbirliğine girdiği aşikardır. O tarihe kadar daha çok, devlete borç vererek devletin borcunu finanse etmek bankalar açısından daha kârlıydı. Makroekonomik iyileşmelerin ardından yeni finansal enstrümanların piyasaya girmesiyle birlikte, faizler giderek düştü ve bankalar bireylere yöneldiler. Bu gelişmede devletin yasal düzenlemelerdeki kısıtlamaları kaldırmasının da payı büyüktür.

TCMB verlerine göre 2003 yılında tüketici kredileri toplam kredilerin sadece onda birini oluştururken, 2009 yılı itibarıyla bu oran dörtte bire kadar yükselmiştir.[40] Tüketim çılgınlığı ve kredi kartı kullanımı artık o noktaya gelmiştir ki, birçok insan her ay kredi kartı borcunun sadece asgari miktarını ödeyebilmektedir. Bu durumun en büyük sebeplerinden biri insanların birden çok kredi kartına sahip olmaları ve

gelirlerinin çok üstünde kredi limitlerine erişmiş olmalarıdır. Bankalar ciddi bir yaptırıma tabi olmadıkları için, alım gücü düşük insanlara kredi kartları vermekte ve ödeyemedikleri miktar üstünden faiz uygulayarak bu kişiler üzerinden ciddi miktarda faiz geliri elde etmektedirler. Daha fazla insanın ekonomik anlamda canı yanmadan, bankaların kredi kartı politikaları üzerinde ciddi kısıtlamaya gidilmesi gerekmektedir. Örneğin kişinin gelirine göre alabileceği kredi kartı sayısı ile kredi limiti sınırlandırılmalıdır. Ülkemizde henüz kredi kartı kullanıcılarını bir merkezden takip etmek mümkün olmadığı için, insanlara kredi kartlarıyla ilgili bir düzenleme getirilememektedir. Böyle bir sistemin en kısa zamanda kurulması, toplumsal olarak büyük fayda sağlayacak ve bu sayede geleceğe yönelik ciddi önlemler alınabilecektir. Vatandaşın her ne kadar davranışlarında kendi sorumluluğu olsa bile, devlet yetkililerinin de önceden çeşitli tedbirler alarak piyasayı düzenlemeleri ve olası sorunları bu düzenlemelerle gidermeleri görevleridir.

Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de insanlar gelirlerinden daha yüksek limitli kredi kartlarına eriştikçe nakte göre harcamalarını arttırmaktadır. Ayrıca düşük gelir grubundaki insanlar için kredi kartlarının faiz oranlarından ziyade, o ayki tüketimlerini yapabilecekleri kredi miktarı daha fazla anlam ifade etmektedir. Türkiye'de son zamanlarda giderek artan işsizlik sorununun da etkisiyle, kredi kartı kullanıcıları ekonomik anlamda zorlanmaktadır. Böyle bir sosyo-ekonomik ortamda düşük gelire sahip insanların tüketime özendirilmesi çok yanlıştır. Bu durum düşük gelir grubundaki kişilere ancak geçici bir rahatlama sağlar, halbuki onlar için borçlarını ödeyememe riski artar.

Bankalar tüm önemli günlerde adeta kredi vermek için birbirleriyle yarışmaktadırlar. Böylece tüketici kredilerinin ve kredi kartlarının yaygınlaşması ve tüketimin finansallaşmasıyla birlikte hanehalkı tüketimi artmakta, tasarruflar ise azalmaktadır. Tüketim toplumu haline gelmemiz konusundaki en dikkat çekici açıklamalardan birisi de Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) başkanı Tevfik Bilgin'e aittir. Türkiye'de 26 milyon insanın kredi kartı kullandığını söyleyen Bilgin, yaklaşık 2 milyon 282 bin kişinin kredi kartından dolayı takibe alındığını belirtmiştir. Takipteki kredi kartı oranının yaklaşık %10 olduğunu belirten Bilgin, bu konuda hem bankaların hem de vatandaşların hatası olduğunu belirtmektedir. Bankaların gereğinden fazla kredi kartı dağıtarak hata yaptığını belirten Bilgin, "Gelir durumunu göz önüne almadan kart dağıttılar. Vatandaşın hatası ise kredi kartı bir ödeme aracıyken onu bir yaşam biçimi haline getirmesidir"[41] diyerek, adeta bugün gelinen noktayı özetlemektedir.

4. SONUÇ

Her ne kadar 2008 kriziyle daha çok olumsuz yönleriyle ön plana çıkmış olsa da, günümüzde finansallaşma kavramı küreselleşmeyle popülerlikte adeta yarışmakta ve giderek günlük hayatta daha yaygın kullanılmaktadır. Kapitalizmin finansallaşması, finansın tüm dünyada ekonomik ve toplumsal yaşamın adeta hücrelerine kadar nüfuz etmesidir ve 2008 krizi de kapitalizmin finansallaşmasının doruk noktası kabul edilebilir. Günümüzde bireyler tüketici kredileri ve kredi kartlarının çekiliciğiyle tüketim üzerindeki kontrollerini neredeyse kaybetmişlerdir. Başta bankalar olmak üzere finansal kurumlar insanların günlük hayatına daha önce görülmemiş derecede dahil olmuşlar, bu da bireylerin tüketim davranışlarında büyük değişiklikler yaratmıştır.

Kuşkusuz bu makalenin en önemli amacı, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye`de de önemli sonuçlar doğurmuş olan finansallaşmayı irdelemektir. 2001 krizinde adeta dibe vurmuş olan Türk ekonomisinin, o tarihten bu yana uygulanan ekonomik reformların da etkisiyle hızlı bir büyüme trendi sergilediği ortadadır. Halbuki vurgulanması gereken nokta, bu büyümenin yapısal bir büyüme değil, dünyadaki, özellikle de Türkiye`nin ana ticari partneri olan AB ülkelerindeki büyüme trendine paralel, son derece kırılgan ve hassas bir büyüme olmasıdır. Zaten bu büyümeye rağmen istihdam düzeyi artmamış, işsizlik oranı ise yükselmiştir.

Türkiye, özellikle 2001 yılından bu yana uluslararası sermayeyle bütünleşmek için, ekonomisini, kanuni düzenlemeleri bir tarafa bırakarak finansallaşmanin etkisine sonuna kadar açmıştır. Bunun sonucunda Türkiye, son yıllarda tarihinde hiç görmediği kadar yabancı sermaye girişine şahit olmuş ve bu durum Türk ekonomisinin tüm unsurlarını etkilemiştir. Türkiye dünyanın en yüksek faizini ödeyen, uluslararası yatırımcılara dünyanın en yüksek getirilerinden birini vaat eden bir ülke haline gelmiştir.[42] Tüm bunların sonucu olarak Türkiye, finansallaşmanın da etkisiyle son sekiz yılda dış ticaret açığının rekor üstüne rekor kırdığı, ithalata bağımlı, Cumhuriyet tarihinde görülmemiş oranda yüksek kamu ve özel sektör borcu olan, işsizliğin özellikle diplomalı genç nüfus arasında zirve yaptığı, işi olanlarınsa günü kurtarmak adına kredi kartları ve tüketici kredilerine bağımlı hale geldiği bir ülke haline gelmiştir.

Finansallaşmayı savunanların ana söylemi, finansal liberalizasyon ve kuralsızlaştırmanın (deregülasyon) reel sektör firmalarının finansal yatırımlara daha kolay ve hızlı şekilde erişmesini temin ederek fayda

sağlayacağıdır. Aslında finansallaşmanın reel sektöre ve ekonomiye yarardan çok, spekülasyon yoluyla zarar getirdiği ve firmaların uzun vadeli yatırım ve büyüme planlarına adeta sekte vurduğu son krizle birlikte iyice ortaya çıkmıştır. Bu gerçeklerin ışığı altında, uzun vadede sonuç verecek birkaç öneride bulunulabilir.

Temel nokta, ulusal ve uluslararası düzeyde finansal sistemin reforma tabi tutularak tasarrufların, spekülatif ve yüksek derecede istikrarsızlığa sahip yatırımlardan ziyade büyümeyi arttırıp istihdam yaratacak üretken yatırımlara yönlendirilmesi olacaktır. Bu hedefleri gerçekleştirebilmek için yapılması gereken uygulama ise kontrolsüz bir şekilde adeta bir ülkeden diğerine akan ve girdiği piyasalara istikrarsızlık getiren sermaye akımlarının Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı'nın (UNCTAD) 2006'da önerdiği şekilde sermaye kontrollerine tabi tutulmasıdır. Bu sayede finansallaşmanın etkisini hissettirmeye başladığı 1970`lerin sonundan itibaren yaşanan krizlerle, ekonomik belirsizlik, dalgalanma, enflasyonist baskılar ile döviz kurları üzerindeki baskıların da önüne geçilebilecektir.[43] Böylece kontrolsüz bir şekilde dolaşan ve özellikle de Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri hedef alan sıcak paranın getirdiği şoklar da bu kadar keskin sonuçlar doğuramayacaktır.

Günümüzde artık finansal krizler daha önce görülmemiş şekilde sık ve şiddetli olmakta, bu durum da sermayenin giderek daha fazla küreselleşmesinden dolayı milyonlarca insanın canını acıtmaktadır. 2008 krizi, 1929 Büyük Buhranı`ndan bu yana kapitalist ekonomileri bu derecede sarsan ilk krizdir. Ne finansallaşma kavramı 2008 krizinden, ne de 2008 krizi finansallaşma kavramından ayrı düşünülemez. Mali reformların gerekli olduğu ve gelecekte başka krizlerin yaşanmaması için finansal piyasaların daha sıkı düzenlemeye tabi tutulması gerektiğini savunanların sesleri her ne kadar artık daha gür çıksa da, uygulamanın nasıl gerçekleşeceği belirsizliğini korumaktadır.

Bugün tüm dünyada olduğu gibi Türkiye`de de kısa vadeli, günü kurtarmaya yönelik politikalar yerine, uzun vadeli iyileşmeler sağlayacak yapısal ekonomik politikalara ihtiyaç duyulmaktadır. Finansallaşma bu anlamda ele alınacak konuların başında gelmektedir. Türkiye 2008 krizinden en çok etkilenen ülkelerden birisidir. Ne kadar çabuk önlem alınırsa, ilerde yaşanacak olası krizler o kadar hafif atlatılacaktır. 2008 krizi bu anlamda kalıcı ve tutarlı ekonomik ve finansal politikaların ortaya konması için iyi bir fırsattır. Aksi takdirde, finansal istikrarsızlık tam da geçti derken krizin kendini daha şiddetli şekilde hissettirerek, finansallaşmanın sonunu getirip getirmeyeceğini hep birlikte yaşayarak göreceğiz.

Not: Bu raporda yer alan veriler, Türkiye Bankalar Birliği (TBB) üyesi bankalardan tüketici kredisi kullandıran 36 bankanın bilgilerinden oluşmaktadır. Raporda yer alan veriler "Bankalarca Kamuya Açıklanacak Finansal Tablolar ile Bunlara İlişkin Açıklama ve Dipnotlar Hakkında Tebliğ"deki değişikliğe paralel olarak yayınlanmaktadır. Söz konusu Tebliğ kapsamında yayınlanan tüketici kredileri toplu sonuçları ile bu raporun toplulaştırılmış bakiye sonuçları arasında farklar bulunmaktadır. Bu fark bazı bankaların reeskontlarını henüz dağıtamamış olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bu rapordaki bilgiler gerçek kişilerce kullanılan ve ticari amaçlı olmayan bireysel kredileri kapsamakta olup kredili mevduat hesaplarını içermemektedir. Bazı bankaların, ilgili tebliğe göre hazırladıkları tüketici kredileri bilgileri kredili mevduat hesaplarını içermektedir; bu nedenle, bu raporda yer alan tüketici kredileri bilgileri ile bu konuda da farklılıklar oluşmaktadır. Bilgi gönderen 36 bankanın listesi yazının sonunda yer almaktadır.

Bilgi Gönderen Bankalar

1. Akbank T.A.Ş.
2. Aktif Yatırım Bankası A.Ş.
3. Alternatif Bank A.Ş.
4. Anadolubank A.Ş.
5. Arap Türk Bankası A.Ş.
6. Bank Mellat
7. Bank Pozitif Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş.
8. Birleşik Fon Bankası A.Ş.
9. Citibank A.Ş.
10. Denizbank A.Ş.
11. Eurobank Tekfen A.Ş.
12. Finans Bank A.Ş.
13. Fortis Bank A.Ş.
14. GSD Yatırım Bankası A.Ş.
15. HSBC Bank A.Ş.
16. ING Bank A.Ş.
17. İller Bankası
18. Millennium Bank A.Ş.

Notlar

1. Ali Rıza Güngen, Finansallaşma: Sorunlu bir Kavram ve Verimli bir Araştırma Gündemi, Praksis 22, 2010, s.86-87.
2. Güngen, a.g.m., s. 89.
3. David M. Kotz, Financialization and Neoliberalism, Amherst: University of Massachutsetts, 2008, s. 10.
4. Güngen, a.g.m., s. 99.
5. Engelbert Stockhammer, Financialization and the Global Economy, Working Paper Series, No 240, Political Economy Research Institute, 2010, s. 6-7.
6. İsmail Ertürk, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adem Leaver ve Karel Williams, The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions, Review of International Political Economy, 14(4), 2007, s. 558.
7. Fırat Demir, Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited, World Development , 37 (5), 2009, s. 955.
8. Mahfi Eğilmez, Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi, İstanbul: Remzi Kitabevi, 6. Basım, 2010, s.9.
9. Eğilmez, a.g.e., s. 10.
10. Till van Trick, The Political Economy Debate on Financialization – a Macroeconomic Perspective, Working Paper, 2008, s. 19-20.
11. Mustafa Sönmez, 100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye, İstanbul: Alan Yayıncılık, 2009, s. 25.
12. Eğilmez, a.g.e., s. 67.
13. İngilizcesi "securitization" olan bu kavram bir gerçek veya tüzel kişinin ticari faaliyetlerinden kaynaklanan varlıkları ve gelecekteki gelirlerini karşılık göstermek sureti ile borçlanma senedi ihraç ederek finansman sağlaması olarak tanımlanabilir.
14. Fiona Allon, Speculating on Everyday Life: The Cultural Economy of the Quoditian, Journal of Communication Inquiry, 34 (4), 2010, s. 376.
15. Getirisi başka bir kıymetin getirisine bağlanmış, başka bir deyişle başka bir kıymetin getirisinden türetilmiş mali araçlardır. Futures ve opsiyon sözleşmeleri bu araçlara örnek olarak verilebilir.
16. Eğilmez, a.g.e., s. 67-68.
17. Richard B. Freeman, It's Financialization, International Labour Review, 149 (2), 2010, s.168.
18. Freeman, a.g.e., s. 177.
19. Eğilmez, a.g.e., s. 126.
20. İngilizcesi "too big to fail" olarak çeşitli kaynaklarda yer almaktadır.
21. Hayri Kozanoğlu, Küresel Krizin Anatomisi, İstanbul: Agora Kitaplığı, 2009, s. 2-3.
22. Gerald Epstein, Financialization and the World Economy, Cornwall: Edward Elgar, 2005.
23. Türkiye'nin cari açığı ve dış ticaret açığı ile ilgili daha fazla bilgi için bakı-

nız Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK) internet adresi www.tuik.gov.tr.
24. Korkut Boratav, Bir Krizin Hikayesi, Ankara: Arkadaş Yayınevi, 2009, s. 70-71.
25. Erkin Ödemiş, The Financialization of Consumption in Turkey: The Emergence of Consumer Credits (1988-2008), Yayınlanmamış Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, 2009, s.3.
26. Ödemiş, a.g.e., s. 114.
27. Nuray Ergüneş, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi Ed. Costas Lapavitsas, İstanbul: Yordam Kitap, 2009, s. 317-318.
28. Sönmez, a.g.e., s. 80.
29. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2010, Sayı 19, s. 5.
30. Türkiye`nin dış borç stokuyla ilgili daha fazla bilgi için bakınız www.tuik.gov.tr.
31. Sönmez, a.g.e., s. 97.
32. Sönmez, a.g.e., s. 99.
33. Boratav, a.g.e., s. 126-127.
34. Cem Dişbudak, Analyzing the Bank Credit-Economic Growth Nexus in Turkey, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 23, 2010, s. 38.
35. Dişbudak, a.g.m., s, 38-39.
36. Kozanoğlu, a.g.e., s. 119.
37. Ödemiş, a.g.e., s. 2.
38. Sönmez, a.g.e., s. 150-151.
39. Ergüneş, a.g.e., s. 324-325.
40. Ödemiş, a.g.e., s. 72.
41. Tevfik Bilgin'in konuşmasının detayları için bakınız http://www.borsanet.com/haber-bddk-baskani-bilgin-yabanci-bankalarin-sektordeki-payi-yuzde-40-larda-1243.html.
42. Eğilmez, a.g.e., s. 142.
43. Demir, a.g.m., s. 961.

Türev Ürünler ve Finansallaşma

Ahmet Özcan

1.GİRİŞ

Dünya ekonomisinin küreselleşmesine paralel olarak son yıllarda hızlı bir gelişme sürecine giren türev piyasalar yatırımcılar ve şirketler tarafından büyük bir ilgi görmektedir. Türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalar, önceden belirlenmiş bir tarihte finansal enstrümanın ve malın teslimat ve nakit uzlaşması yapılarak alım- satım yapılmasına imkan veren piyasalardır. Türev piyasalar da swap, futures, forward ve opsiyon işlemleri gerçekleştirilmektedir. Swap kelime anlamı olarak trampa anlamına gelmektedir. Swap sözleşmeleri, iki tarafın üçüncü kişilere karşı var olan yükümlülüklerini daha önceden belirlenmiş kurallar dahilinde birbiriyle takas etmelerine imkan veren bir türev aracıdır. Futures sözleşmeleri piyasada var olan takas merkezinin garantörlüğünde belli nitelikteki ve belli bir miktardaki malın ve finansal aracın, daha önceden belirlenmiş bir fiyattan ileri bir tarihte teslimini konu

olan sözleşmelerdir. Genellikle bankalar ve finansal kuruluşlar arasında yoğun olarak kullanılan forward sözleşmeleri, ileri bir tarihte teslim edilecek olan belli bir finansal ürünü veya malı, fiyatını ve miktarını daha önceden belirleyen bir türev aracıdır. Future ve forward sözleşmelerindeki temel mantık birbirlerine oldukça benzemektedir. Forward ve future sözleşmeleri arasındaki temel fark, future işlemlerin piyasada faaliyet gösteren bir takas merkezi tarafından garanti altına alınmasıdır. Opsiyon sözleşmeleri bir miktar primin peşin olarak ödenmesi karşılığında belirli miktardaki bir varlığı daha önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya bu tarihe kadar olan süre içersinde satın alma ya da satma konusunda serbesti tanıyan bir haktır.

1980'li yıllarda dünyanın hızlı bir küreselleşme sürecine girmesi nedeniyle, temel amacı kar maksimizasyonu olan ticari işletmelerde uluslararası faaliyetler hızlı bir artış gösterdi. Yaşanan hızlı küreselleşme süreci şirketlere birçok avantaj sunarken, şirketlerin geleceğini tehdit eden bir takım riskleri de beraberinde getirdi. Finansal piyasalarda küreselleşme sürecinde kamuya ait olduğu varsayılan iradenin, özel sektöre ve sermayeye devredilmesi yönünde yapılan yasal düzenlemeler olarak adlandırılan deregülasyonun uygulanması, bu risklerin ortaya çıkmasındaki en önemli nedenlerden biridir. Küresel ticarete egemen olan büyük ölçekli şirketler, riskleri en aza indirecek bir yöntem üzerinde tartışırken, türev ürünler, küreselleşme sürecinde şirketlerin maruz kaldığı riskleri elimine edebilecek finansal enstrümanlar olarak geliştirildi.

Uluslararası piyasalarda yükselen oynaklık türev ürünlerin önemini arttırdı ve türev araçların gelişmiş ülkelerin en önemli finansal enstrümanları arasına girmesini sağladı. Sistematik risklerin azaltılması, ülke sınırları içinde veya uluslararası boyutta risk transferine imkân vermesi nedeniyle, türev piyasaların kurulmasına finansal piyasaları gelişkin ülkelerin düzenleyici kurumları büyük önem verdi.

Ekonomik büyümenin anahtarını küresel ekonomiye entegre olmakta arayan gelişmekte olan ülkeler, ekonomik anlamdaki gelişmeyi destekleyecek ileri finansal yapıya kavuşmak için türev piyasalarına özel bir önem verdi. Küresel finansal piyasaların başlıca aktörleri, türev ürünlerin varlığının uluslararası yabancı sermaye için güven hissi sağladığını düşünmektedirler. Bu nedenden dolayı birçok gelişmekte olan ya ülke türev piyasalarını kurdu, ya da halen kurma çabası içerisindedir. Türev piyasalarının varlığı sayesinde küresel finansal piyasalar birbiriyle daha fazla etkileşim içerisine girdi. Genel olarak gelişmiş ülkelerde türev piyasalar riskten korunma yöntemi olarak düşünülürken, geliş-

mekte olan ülkelerde türev ürünlerin yatırım aracı olarak kabul edilme eğilimi ağır basar.

2.TÜREV PİYASALARIN TARİHÇESİ

Türev piyasaların ortaya çıkması oldukça eskilere dayanmaktadır. Vadeli işlemler, ilk çağda tarım toplumunun ihtiyacını karşılamak için ortaya çıktı. Tarım ürünlerinin ekim ve hasat tarihinin farklı olması ve var olan ihtiyaçtan daha az üretilmesi fiyat riskini meydana getiriyordu. Çiftçiler kendilerini fiyat dalgalanmalarından korumak için, ekmiş oldukları ürünün hasattan çok daha önce satın alınması şekliyle türev uygulamalarını başlattı.

Hıristiyanlığın kutsal kitabı İncilde türev ürünlerinin varlığı ile karşılaşmak mümkündür. Yakup dayısı Lavan'nın kızı Rahel ile evlenmek istiyordu. Dayısı Lavan ise, bu istek karşılığı kendisine yedi yıl çalışma şartı koydu. Bu durum bir opsiyon sözleşmesine benzetilebilir. Burada Yakup opsiyon satın alan taraf, dayısı Lavan ise opsiyon satan taraf gibi görülebilir. Fakat yedi yıl sonra dayısı Lavan yükümlülüğünü yerine getirmeyip kızı Rahel'in Yakup ile evlenmesine izin vermedi. Lavan vaat ettiği kızının yerine onun ablasının Yakup ile evlenmesine izin verdi. Yakup ancak yedi yıl daha hizmet ettikten sonra Rahel ile evlenebildi.[1]

Ortaçağın sonunda yeni ticaret yollarının keşfedilmesiyle ticari hayat önemli bir şekilde canlandı. Dünya'da uluslararası ticaret hacmi önemli bir şekilde artarken, ticari şirketlerin maruz kaldığı riskler kimlik değiştirdi. Ticari işletmelerin sahip olduğu finansal enstrümanların bu riskleri elimine etmede yetersiz kalması, türev ürünlerinin ortaya çıkışını hızlandırdı. 15. yüzyılın başında Amsterdam borsasında tarım ürünleri üzerine yapılan vadeli işlemler, türev ürünlerin ilk gerçek örnekleri olarak tarihte kendine yer buldu. Hızlı bir gelişme dönemi geçiren türev ürünler, tarım dışındaki ürünler için de kullanılmaya başlandı. Organize borsalarda yapılan ilk vadeli işlem sözleşmelerine, Japonya'nın Osaka kentindeki Yodoya pirinç pazarında rastlanmaktadır.[2] Chicago Ticaret Odası (Chicago Board of Trade, CBT), türev ürünlerin düzenli ilk işlem borsasıdır. 1848'de kurulan Chicago Ticaret Odasını bünyesinde barındıran Chicago'nun dünyanın tahıl merkezi olma özelliğinden dolayı, vadeli işlemler genellikle tahıl üzerineydi. CBT ilk düzenli vadeli işlem borsası olmasının yanında günümüzde işlem hacmi en yüksek vadeli işlem borsası olma özelliğini de taşımaktadır.

1971 yılında ABD'nin kendi para birimi doları altına endekslemekten vazgeçtiğini açıklamasıyla çöken Bretton Woods sistemi, türev piyasalarının gelişimini etkileyen önemli gelişmelere yol açtı. Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte, uluslarası mali ve ticari kurumlar ciddi kur riskine maruz kaldı ve benzer şekilde bu dönemde uluslararası para piyasalarında şiddetli faiz dalgalanmaları yaşandı. Uluslararası mali ve ticari kurulusların maruz kaldığı döviz ve kur riskine karşı koruma amacıyla geliştirilen türev araçları, dünya ticaretinin küreselleşmesine bağlı olarak hızlı bir gelişme gösterdi.[3]

Finansallaşma sürecinde türev araçların önemi iyice arttı. Buna kanıt olarak, Fortune dergisi tarafından her sene yapılan ciro bakımından dünyanın en büyük 500 şirket sıralamasında kendine yer bulan 471 şirketin, türev araçlarını dünya ticaretinde önemli bir rekabet avantajı elde etmek için kullanması gösterilebilir.

3. TÜREV ÜRÜNLER

Türev piyasalarını oluşturan ürünler, küresel finansal piyasaları etkileyen finansallaşma sürecinden etkilenmektedir. Türev ürünlerini forward işlemler, futures işlemler, swap işlemler, ve opsiyon işlemler olmak üzere dört ana gruba ayırmak mümkündür. Bu ürünler tüm dünyada organize piyasalarda ve tezgâhüstü piyasalarda işlem görmektedir.

3.1. Futures Sözleşmeleri

Belli nitelikteki ve belli bir miktardaki bir malın veya finansal enstrümanın gelecekte belirlenen tarih ve fiyattan teslimini öngören sözleşmelerdir. Standartlaşan futures sözleşmelerin vade süresi, sözleşme büyüklüğü ve teslim şartları, ilgili vadeli işlemler borsası tarafından belirlenmektedir. Futures sözleşmelerinde vade sonunda taraflar yükümlülüğünü yerine getiremezse, ilgili piyasanın takas merkezi yükümlülüğü yerine getirmektedir. Takas merkezi her borsa üyesinden işlem teminatı ve güvence fonu alır. Alınan işlem teminatı ve güvence fon tutarı, vadeli işlem ve opsiyon borsasının durumuna göre belirlenir. Alınan işlem teminatı ve güvence fonu piyasadaki güvenin sürdürülmesini ve piyasada işlemlerin sorunsuz olarak gerçekleşmesini sağlamaktadır. Future sözleşmelerin faaliyet gösterdiği organize piyasalarda takas merkezinin varlığı, karşı taraf riskini önemli bir biçimde azaltmıştır. Organize borsalarda işlem gören future sözleşmeler ikincil piyasada alınıp satılabilir. Future sözleşmelerinde taraflar, kar ve zararı günlük olarak hesaplayabilmektedir. Future sözleşmeler satın alınırken ülke

ekonomisinin ileride sahip olacağı durumun çok iyi bir şekilde tahlil edilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde şirketler çok büyük kayıplar ile karşı karşıya kalabilir. Bu kayıplara örnek olarak, Alman endüstri şirketi Metallgesellschaft'ın 1993 yılında petrol fiyatlarındaki ani düşüşten dolayı yaklaşık 1,4 milyar Amerikan Doları, bir başka ifade ile o yıl kicirosunun 20%'sini kaybetmesi gösterilebilir.[4]

3.2. Forward Sözleşmeleri

İleri bir tarihte teslimat özelliğinden dolayı vadeli işlem olarak görülen forward sözleşmeler standartları önceden belli olmayan bir malın veya finansal enstrümanı konu alan sözleşmelerdir. İkincil piyasalardan yoksun olan forward sözleşmelerde, taraflar birbirini çok iyi tanıyan ve karşılıklı güven duygusuna sahip kişilerden oluşmaktadır. Forward ve futures işlemlerin en önemli ortak özelliği sözleşmeyi satan ve alan, belirlenmiş olan vade sonunda ilgili işlemi gerçekleştirmeyi taahhüt eder. Her ne kadar forward sözleşmeleri birbirini çok iyi tanıyan taraflar arasında yapılsa da, şirketler, organize bir piyasanın ve takas kurumunun olmaması nedeniyle forward sözleşmelerinden dolayı zarara uğrayabilir. Örnegin bir petrol şirketi olan Showa Shell Sekiyu K.K. 1993 yılında bir forward sözleşmesinden dolayı 1,5 milyar Amerikan Doları kaybetti.[5] İşlemi garanti altına alan bir takas merkezi olması durumunda böyle bir zarar meydana gelmeyecekti. Tezgâhüstü piyasalarda büyük işletmeler ve yatırımcılar tarafından çok sayıda işlem forward sözleşmesi yapılmaktadır. Ancak takas kurumunun olmaması sebebiyle, forward sözleşmelerin hacmi konusunda bilgi sahibi olmak güçtür. Forward sözleşmelerinde taraflar borsa payı, harç ve komisyon gibi giderleri ödemezken, vade sonunda olması beklenen takası garantileyen bir kurumun olmaması önemli bir handikap olarak ortaya çıkmaktadır.

Özellikle Anadolu'da yaygın olarak kullanılan alivre satışlar forward sözleşmelerine oldukça benzemektedir. Önceden satış olarak da adlandırılan alivre satışın konusunu, genellikle tarladaki mahsul veya ağaçtaki meyveler oluşturur. Alivre satışına konu olan varlığın şartnamede yazılı olan belli bir süre içinde teslim edilmesi gerekmektedir. Alivre sözleşmelerinde forward sözleşmelerinde olduğu gibi yüksek kredi riski bulunmaktadır. Aynı zamanda standart olmayan alivre sözleşmelerin başkasına devri oldukça zordur. Osmanlı Devletinin son zamanlarında, kredi olanakları çok az olan çiftçiler sendikalaşan alıcı firmalara ürettikleri malları yok pahasına satmak zorunda kalmıştır. Günümüzde kredi olanakları oldukça genişleyen çiftçiler alivre satışlara pek fazla itibar etmemektedir.

3.3 Swap İşlemleri

1970'li yılların sonunda finansal piyasalarda şirketler ve yatırımcılar tarafından kullanılmaya başlanılan swap sözleşmeleri, global sermaye piyasalarında en hızlı büyüyen ve yeni tekniklerin üretildiği türev araçlarıdır. Swap sözleşmeleri özellikle bankalar tarafından yoğun olarak kullanılmaktadır. Swap sözleşmeleri bankaların finansal tablolarında bilanço dışı hesap olarak takip edilmesi dolayısıyla sermaye yeterliliğini zorlamaması, bankaların swap sözleşmelerini yoğun olarak kullanmasının nedenleri arasındadır. Faiz oranları ve döviz kurundaki dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkan nakit akış riskini en aza indirmeye çalışan swap sözleşmelerinde, iki taraf arasında karşılıklı bir vadeli işlem söz konusu değildir. Kelime anlamı, iki tarafın konusu ve tutarı aynı olan ekonomik ve mali değerleri birbiriyle takas etmeleri anlamına gelir. Organize bir borsadan yoksun olan swap işlemleri genel ifade ile tarafların yüklendikleri faizi yada döviz cinsini değiştirmek süretiyle gerçekleştirmiş oldukları takas sözleşmeleridir. Opsiyon sözleşmeleri ile birlikte entegre kullanabilmelerinden dolayı hızlı büyüme trendine içine giren swap sözleşmeleri, 1982 yılında 60 milyar dolardan 1990 yılında 600 milyar dolara ulaştı. Swap sözleşmeleri ilk kez 1. Dünya savaşında döviz sıkıntısı yaşayan ülkelere yardım etmek için taraf ülkelerin merkez bankaları tarafından kullanılırken, günümüzde finansallaşmanın etkisi ile çok uluslu işletmeler ve bankalar tarafından yoğun olarak kullanılmaktadır.[6]

2001 yılından 2007 yılında patlak veren subprime mortgage krizine kadar kesintisiz olarak büyüyen faiz swapları, en yüksek işlem hacmine sahip swap sözleşmelerini oluşturmaktadır. 2001 yılında 60 milyar dolar düzeyinde olan faiz swap sözleşmeleri 2007 yılında 3 trilyon dolar seviyesine ulaştı. 2007 yılında faiz swap işlem hacminde düşüşün nedeni olarak şirketlerin ticari faaliyetlerinin tüm dünyayı etkisi altına alan finansal kriz nedeniyle azalması gösterilebilir.

3.4. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmesi sahibine prim adı verilen bir miktar paranın peşin olarak ödenmesi karşılığında, belirli miktardaki bir varlığı kararlaştırılan fiyattan gelecek bir tarihte veya bu tarihe kadar olan süre içerisinde satın alıp almama ya da satıp satmama hususunda serbesti tanıyan bir haktır.[7]

Opsiyon terimi Latince kökenli olup tercih anlamına gelmektedir. Opsiyon sözleşmesine konu olan varlık, fiziksel bir mal olabileceği gibi finansal bir ürün de olabilir. 17. ve 18. yüzyıllarda deniz aşırı dünya

ticaretinin büyük bir kısmını kontrol altında tutan İngiltere ve Hollanda fiziksel malları konu edinen opsiyon sözleşmeleri kullanarak fiyat riskinden kaçınmaya çalıştı. Hollanda opsiyon sözleşmelerinin gelişiminde önemli roller oynayan ülkeler arasındadır. Hollanda'da faaliyet gösteren lale soğan üreticileri ve satıcıları, lale soğanın fiyatındaki dalgalanmalardan korunmak için ileri bir tarihte geçerli olan bir fiyattan alım ve satım yapmalarını sağlayan opsiyon sözleşmelerini ortaya çıkardı.[8] Türev piyasalarda opsiyon sözleşmeleri genel olarak ikiye ayrılır. İlk grup olarak Avrupa tipi opsiyon, sözleşmelerde tanımlanmış olan hakkın vade bitiminde veya vade sonundan hemen sonra kullanılmasına imkan verirken, ikinci grup olan Amerikan tipi opsiyon, sözleşmelerde belirtilen hakkın vadenin bitmesinden önceki bir tarihte de kullanılmasına izin verir. Görüleceği gibi, Avrupa ve Amerikan tipi opsiyon sözleşmelerin ayrımında vadeye ilişkin fark rol oynamaktadır. Vadeye ilişkin esneklik nedeniyle Amerikan tipi opsiyon sözleşmeler yatırımcılar için Avrupa tipi opsiyon sözleşmelerine göre daha avantajlı olarak görülür. Opsiyonun tanımından da anlaşılabileceği gibi opsiyon sözleşmesindeki alıcı taraf opsiyon sözleşmesinden doğan hakkını kullanıp kullanmama konusunda sınırsız bir serbestiye sahiptir. Bu hakkı kullanmaması durumunda ise zararı işlemin başında ödemiş olduğu primle sınırlıdır. Opsiyonu satın alan taraf, opsiyonu piyasa fiyatının lehine değişmesi halinde kullanmaktadır. Opsiyon sözleşmesindeki satan taraf vazgeçilmez yükümlülük altına girmesinden dolayı sınırsız riskle karşı karşıya kalmaktadır.

Opsiyon sözleşmeleri her zaman amaçlanan sonucu vermeyebilir. Örneğin, İngiliz gıda ve perakende şirketi olan Allied-*Lyons 1991 yılında kur riskine karşı* dövize dayalı opsiyon sözleşmesi nedeniyle 270 milyon Amerikan Doları, yani o yıl beklenen kârının yaklaşık %20'sini kaybetti.[9]

Opsiyon sözleşmelerinin Türkiye'de ilk olarak Kapalıçarşı ve Tahtakale gibi tezgâhüstü piyasalarda kullanıldığı söylenilebilir. Türkiye'de bankacılık sektörünün opsiyon sözleşmelerine ilgisi 1989 yılında Özal hükümetinin ülke ekonomisini uluslararası ekonomiye entegre etmek için çıkartmış olduğu kararlardan biri olan 32 sayılı karar ile başladı.

Fakat opsiyon sözleşmelerinin İMKB gibi organize piyasalarda işlem görmesi için 1992 yılına kadar beklemek gerekti.1990'lı yıllarda finansal liberalizasyon neticesinde Türk finansal sistemine kısa dönemde yüksek kâr *elde* etmek amacıyla giriş yapan fonlar, opsiyon sözleşmelerin gelişiminde önemli rol oynadı. Altının organize bir piyasada işlem görmesi için 26 Temmuz 1995 tarihinde kurulan İstanbul Altın Borsa-

sında, sadece külçe altın alımı ve satımı yapılmamakta, aynı zamanda opsiyon sözleşmeleri de gerçekleştirilmektedir. Türkiye'de opsiyon *sözleşmelerin Avrupa ve Amerika'da uzun yıllardan beri işlem gören opsiyon sözleşmeleri gibi istenilen düzeyde gelişememesinin birçok sebebi vardır. En önemli sebeplerden biri Türkiye'de kronik hale gelen yüksek enflasyon sebebiyle, alış hakkı veren* opsiyon *sözleşmesinde satıcı olan tarafın yüksek bir riske maruz kalmasıdır. Ayrıca ekonomideki yapısal sorunlar, finansal sistemin işleyişi için gerekli olan mevzuat ve altyapı eksikliği de,* opsiyon *sözleşmelerinin gelişememesinin nedenleridir.*

Sadece şirketler maruz kaldıkları riskleri en aza indirmek için opsiyon sözleşmelerini kullanmıyorlar, hızlı bir endüstrileşme sürecini yaşayan futbol kulüpleri de futbolcu transferlerinde opsiyon sözleşmelerine yoğun olarak başvuruyorlar. Futbol dünyasında alım opsiyonlu transfer sözleşmeleri yıldız futbolcu adayı transferlerinde son yıllarda oldukça popüler oldu. Futbol kulüpleri belli bir dönem için kiraladıkları futbolcuyu sözleşmenin sonunda eğer takım kadrosunda tekrar tutmak isterlerse, futbolcunun bonservisini elinde bulunduran kulübün belirlemiş olduğu bonservis bedelini ödeyip, aynı bonservis bedeliyle ödeyip futbolcuyu transfer etmek isteyen diğer kulüplere rağmen futbolcunun transferini gerçekleştirir. Futbol federasyonu ve FIFA, futbol dünyasında opsiyon sözleşmelerini düzenleyen ve denetleyen bir kurum olarak karşımıza çıkıyor.

Geçtiğimiz yıllarda Fenerbahçe Kulübü opsiyon hakkını kullanarak sözleşmesini uzatmak istediği futbolcu Marco Aurelio'nun bedelsiz olarak İspanya'nın Real Betis takımına gitmesinden dolayı, Türkiye Futbol Federasyonu'na yaptığı başvurudan sonuç aldı ve Marco Aurelio'nun Fenerbahçe kulübüne 5 milyon 250 bin dolar tazminat ödemesine karar verdi. Aurelio ise bu karara tepki olarak Uluslararası Spor Tahkim Mahkemesi (CAS)' a başvurdu. Uluslararası Spor Tahkim Mahkemesi ise dava sonucunda Fenerbahçe'yi haklı buldu.

4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN TÜREV PİYASA DENEYİMLERİ

Türev piyasalarının etkin bir biçimde faaliyet gösterebilmesi için ekonomik ve politik istikrar şarttır. Gelişmiş ülkelerin sahip olduğu ekonomik ve politik istikrar türev piyasalarının istenilen düzeyde gelişmesini sağladı. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketler gelecekte karşılaşabilecekleri fiyat, kur ve nakit akım riskine karşı risk yönetimi çerçevesinde türev araçları kullanmaktadır.

Türev piyasalar ilk olarak gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında kuruldu. Küreselleşen ekonomiye entegre olmak *için yoğun bir finansallaşma sürecine giren gelişmekte olan ülkeler son yıllarda türev piyasalarına büyük bir ilgi göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin türev piyasalara önem vermesinin altında yatan diğer önemli neden ise, türev piyasaları kapsayan gelişmiş bir finans sisteminin ekonomik büyümeye yapabileceği katkıdır.*[10]

Gelişmekte olan ülkelerde devaülasyon, politik istikarsızlık ve kronik hale gelen yüksek enflasyon, türev araçların vadelerinin kısalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerdeki türev piyasaları ile gelişmiş ülkelerdeki türev piyasaların farklı olduğu söylenebilir. Türev piyasaların varlığının yatırımcıya güven duygusu aşıladığı ve ilgili ülkeye prestij sağladığı düşünülür.

Gelişmekte olan ülkelerde türev piyasaların gelişememesinin en önemli nedenleri olarak, sözleşmeye konu olan varlık çeşidinin sınırlı olması, teminatların yüksekliği ve yüksek işlem maliyeti gösterilebilir. Fakat gelişmiş ülkelerde türev piyasasında yoğun bir ürün çeşitliliği ve düşük işlem maliyeti gözlenir. Gelişmiş olan ülkelerde yeni finansal ürün tasarlama (finans mühendisliği) maliyeti gelişmekte olan ülkelere göre daha azdır. Teorik olarak gelişmiş türev piyasaların bulunduğu ülkelerde faaliyet gösteren şirketler hedging (korunma) ve çeşitlendirme yoluyla ileri risk yönetimine sahiptir. Bu durum şirketlerin finansal performansına ve ilgili ülke ekonomisine önemli katkı sağlar.

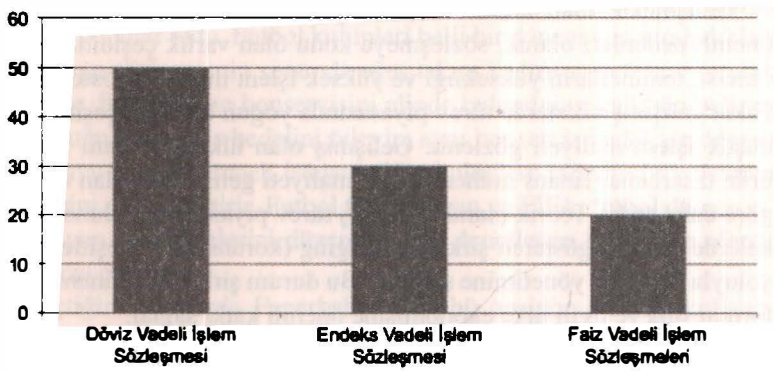
4.1. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Türev Piyasa İşlem Hacimleri

2010 Nisan ayında, 33 gelişmekte olan ülkelenin toplam türev piyasası işlem hacmi yaklaşık 1.2 trilyon Amerikan dolarıdır. Bu işlem hacmi başka bir ifade ile bu ülkelerin toplam Gayri Safi Milli Hâsılası (GSMH) 'nın % 6'sına tekabül etmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki türev piyasası işlem hacmi ise 13.8 trilyon Amerikan dolarıdır. Bu tutar gelişmiş ülkelerin Gayri Safi Milli Hâsılası (GSMH) 'nın % 36'sına eşittir. [11]

Uluslararası Ödeme Bankası'nın (Bank for International Settlement) 2010 yılında yayınlamış olduğu gelişmekte olan ülkelerde türev piyasaları raporuna göre, gelişmekte olan ülkelerde türev piyasaları gelişmiş ülkelerdeki türev piyasalarından daha hızlı büyümektedir. 2001 yılından sonra gelişmekte olan ülkelerde toplam türev piyasalar işlem hacmi, oluşturulan mevzuat, altyapı ve ürün çeşitliliği sayesinde %300 oranında arttı. Son yaşanan finansal krize rağmen gelişmekte olan ülkelerdeki türev piyasalarındaki işlem hacmi %27 oranında artmaya devam etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde türev araçları tezgâhüstü piyasalarda ve organize borsalarda eşit oranda işlem görürken, gelişmiş piyasalarda toplam işlem hacminin üçte ikisi organize borsalarda gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin finansallaşma sürecinde yaşadığı en büyük sorunlarından biri olan döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar, şirketleri kur riskine karşı döviz vadeli işlem sözleşmelerini satın almaya yöneltti. Gelişmekte olan piyasalarda toplam işlem hacminin yarısını döviz vadeli işlem sözleşmeleri oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki türev piyasalarında ise, işlem hacminin yaklaşık %70'ini faiz vadeli işlem sözleşmeler oluşturmaktadır.

Gelişmekte Olan Piyasalarda Çeşitli Türev Ürünlerinin
Toplam İşlem Hacmindeki Payı



Gelişmekte olan piyasalardaki toplam türev ürünleri işlem hacminin büyük bir kısmı Güney Kore, Brezilya, Hong Kong ve Singapur'da gerçekleşmektedir. 1953 yılında Kore savaşından sonra Kore'nin ikiye ayrılması sonucu kurulan Güney Kore, ABD'nin desteği ile ihracat odaklı büyümeyi esas alan otoriter kapitalizmi benimsedi. Bir zamanlar Türkiye için model ekonomi olarak gösterilen Güney Kore, sahip olduğu finansal piyasaların ekonomik büyümeyle paralel gelişen yapısı ve türev araçların yüksek işlem hacmi sayesinde dünyanın önde gelen türev piyasalarından birine sahip olmayı başardı.[12]

The Economist dergisinin 2014 yılından önce İngiltere ve Fransa ekonomisini geride bırakacağını düşündüğü Brezilya ekonomisi ise, son yıllarda Lula da Silva yönetiminde yapılan Real'in istikrarını sağlayan yapısal reformlar sayesinde hızlı bir büyüme sürecine girdi.

Brezilya'nın diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla en büyük avantajlarından birisi sahip olduğu demokrasi geleneğidir. Herhangi bir dinsel yada etnik problemin yaşanmadığı Brezilya, finansallaşma sürecini az hasarla atlatabilecek az sayıdaki gelişmekte olan ülkelerden birisidir.

Brezilya'nın türev borsası olan Bolsa de Mercadorias & Futuros, sözleşme çeşitliliği, işlem hacmi ve katılımcı sayısı açısından en gelişkin türev borsalarından biridir. Genelde gelişmekte olan ülkelerde türev araçlar tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde tezgâhüstü piyasalarda düzenlemenin yetersiz olması nedeniyle işlem yapan tarafların riskini belirlemek zordur. Ancak Brezilya'nın türev borsası olan Bolsa de Mercadorias & Futuros bir organize borsadır. Brezilya'da ki türev piyasaların yabancı yatırımları çekmesindeki en önemli sebeplerinden birisi, gerçekleşen işlemlerin çok büyük çoğunluğunun organize borsalarda gerçekleşmesidir.[13]

5.TÜRKİYE ve TÜREV PİYASALAR

Amerika'da meydana gelen ve dünyayı etkisine alan subprime mortgage krizinin en önemli sebeplerinden biri olarak finansallaşmayı gösteren Mısır doğumlu ünlü ekonomist Samir Amin'e göre finansallaşma, şirketin esas faaliyet kârlarını maksimize etmeye çalışan yönetim anlayışı yerine, şirketin sahip olduğu finansal varlıkları arttırmayı amaçlayan yönetim anlayışını temsil eder.[14] Finansallaşma, aynı zamanda reel sektördeki gelirlerin çok hızlı bir şekilde finans sektörüne transferine ve bunun sonucunda yüksek işsizlik ve toplumsal travmaya neden olur. Türkiye'de ve birçok gelişmekte olan ülkede bankacılık sektörü, finansallaşma sürecinin en önemli aktörüdür. Türkiye'de son zamanlarda finans sektöründe bankalar dışında yeni aktörler ortaya çıksa da, bu kurumlar bankalara bağlı kuruluşlardır. Türkiye'de 2000'li yıllardan sonra hızını arttıran finansallaşma süreci, yüksek cari açık, kamu ve özel sektörün borç yükünün önemli bir şekilde artması, bireylerin çeşitli finansal araçları kullanarak aşırı borçlanması, gelir eşitsizliği ve kronik işsizlik olarak karakterize edilebilir. Türkiye'de yaşanan hızlı finansallaşma sürecinin en önemli adımlarından biri olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının kurulması gösterilebilir.

4 Şubat 2005'te faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)'nın en önemli amacı döviz kurları, faiz oranları ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan yatırımcıyı ve üreticiyi korumaktır. VOB, bunun yanında arbitraj yapmak amacı ile de kullanılmaktadır. VOB'un işlemlerine başlamasına kadar yaşanan önemli olaylara aşağıda yer verilmiştir.

15 Aralık 1999	Sermaye Piyasası Kanununun da yapılan değişiklikle Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsalarının Türkiye'de kurulmasıyla ilgili düzenleme yapılmıştır.
23 Şubat 2000	Resmi Gazete'de "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayımlanmıştır.
19 Ekim 2000	Bakanlar Kurulu Kararı ile VOB' un kurulmasına izin verilmiştir.
4 Temmuz 2002	VOB kurulmuştur.
5 Mart 2004	SPK'dan faaliyet izni alınmıştır.
30 Kasım 2004	VOB'da işlem gören sözleşmeler SPK tarafından onaylanmıştır.
26 Ocak 2005	VOB üyelik ve işlem esasları ile vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin genelgeler yürürlüğe girmiştir.
4 Şubat 2005	VOB' da işlemler başlamıştır.

Kaynak: www.vob.org.tr

VOB'da hissedar sayısı 11'dir. Sermayesi 9 trilyon olan VOB'un hissedarlarının büyük bir çoğunluğu bankalar ve onlara bağlı alt kuruluşlardır. VOB'un en büyük 2. hissedarı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'dır. İMKB'nin VOB'un diğer hissedarlarından hisse satın almak istemesinin nedenleri olarak, VOB'da ki işlem hacminin İMKB'de ki işlem hacmine yaklaşması ve daha hızlı bir şekilde işlem hacmini artması olarak gösterilebilir. İMKB bünyesinde yapılan varant işlemleri VOB'da gerçekleştirilen opsiyon işlemlerine benzetilebilir. Bir hisse senedini daha önce belirlenmiş bir fiyattan ileri bir tarihte satın alma hakkı veren varant sözleşmeleri işleyiş olarak alım opsiyon sözleşmesine oldukça benzemektedir. Şirket payları üzerinden veya şirketlerin kendileri tarafından ihraç edilebilen varantlar menkul kıymet haline dönüştürülmüş olan opsiyon işlemi olarak da görülebilir. Yatırımcının sadece uzun pozisyon alabileceği varant işlemlerinde. Garanti Bankası hisseleri ilk varant olarak İMKB pazarında yerini aldı. VOB'un hissedarları ve onların payları aşağıda verilmiştir.

Hissedar	Pay
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)	25%
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)	18%
İzmir Ticaret Borsası (İTB)	17%
Yapı ve Kredi Bankası A. Ş	6%
Akbank T.A..Ş	6%
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6%
Garanti Bankası T.A.Ş	6%
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş	6%
Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği	6%
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş	3%
Türkiye Sınaî Kalkınma Bankası A.Ş	1%

Kaynak: www.vob.org.tr

Türk finansal sistemine yön veren bankalar VOB'un hissedarları olarak dikkat çekiyor. VOB' un sermayesinin yaklaşık 1/3 'ünün kontrolünü Türk bankaları ve onlara bağlı alt kuruluşlar elinde tutuyor.

Organize bir piyasa olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında takas merkezi, alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumuna geçerek katılımcıların hak ve yükümlülüklerini teminat altına almaktadır. Başka bir ifade ile karşı taraf riskini ortadan kaldırmaktadır. Vadeli işlem piyasasında işlem teminatı, başlangıç teminatı, ve sürdürme teminatı olarak üç çeşit teminat türü vardır. İşlem teminatı, borsada satın alınmak istenen ya da daha önceden alınmış olan açık pozisyonlar için Takasbank'a yatırılması gereken tutara denilmektedir. Başlangıç teminatı, borsada pozisyon almak için gerekli olan teminat tutarıdır. Sürdürme teminatı, borsada oluşan zararlar veya teminatların değerlerinin düşmesi nedeniyle başlangıç teminat tutarının inebileceği en düşük seviyedir. Takas merkezi işlem teminat tutarının sürdürme teminatı seviyesi veya bu seviyenin altına inmesi durumunda borsa üyesine teminat tamamlama çağrısı yapar.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında genel olarak 4 çeşit ürün kullanıma sunulmuştur. Bu ürünler sırasıyla döviz sözleşmeleri, emtia sözleşmeleri, faiz sözleşmeleri ve hisse senedi endeks sözleşmeleridir. Farklı işlem hacmine sahip olan bu ürünlerden hisse senedi endeksi sözleşmeleri en fazla işlem görenidir. VOB'da şu an işlem gören on tane sözleşme bulunmaktadır.

Sözleşme	Açıklaması
VOB-İMKB 30	İMKB 30 Endeksi değerine dayalı VİS*
VOB-İMKB 100	İMKB 100 Endeksi değerine dayalı VİS
VOB-G-DİBS	Gösterge DİBS'lerin fiyatına dayalı VİS
VOB-TLDolar (Nakdi)	TL/USD Paritesine dayalı VİS
VOB-TLEuro (Nakdi)	TL/EUR Paritesine dayalı VİS
VOB-TLDolar (Fiziki)	TL/USD Paritesine dayalı VİS
VOB-TLEuro (Fiziki)	TL/EUR Paritesine dayalı VİS
VOB-Anadolu Kırmızı Buğday	Anadolu kırmızı sert baz kalite buğdayın fiyatına dayalı
VOB-Egepamuk	Ege Standart 1 baz kalite pamuğun fiyatına dayalı VİS
VOB-Altın	995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altının fiyatına dayalı

VİS*: Vadeli İşlem Sözleşmesi

Vadeli İşlemler ve Opsiyon borsasında bazı önemli kavramların bilinmesi, bu borsanın temel dinamiklerini anlamada yardımcı olabilir. Bu kavramlar sırasıyla, açık pozisyon, kısa pozisyon, uzun pozisyondur.

Açık pozisyon, vadeli işlem sözleşmesine ilişkin alım ve satım emri gerçekleştiğinde, vadeli işlem açık pozisyonuna sahip olunur. Açık pozisyon sayısı, vadeli işlem ve opsiyon borsasındaki kısa ve uzun pozisyon sayısına eşittir. Açık pozisyona sahip kişi, vade sonu gelmeden ters bir pozisyon alarak açık pozisyonu kapatabilir. Yani ters işlem, alım karşısında satım, satım karşısında alım yönünde işlem yapmaktır. Yatırımcıların sahip olabilecekleri maksimum pozisyonlara, mutlak pozisyon sınırlaması ve oransal pozisyon sınırlaması getirilmektedir. Vadeli işlem ve opsiyon borsasında pozisyon limitinin uygulanmasının temel nedenleri olarak muhtemel manipülatif işlemleri en aza indirmek ve piyasanın daha etkin olmasını sağlama amacı gösterilebilir. Mutlak pozisyon limiti, vadeli işlem pozisyon limiti döviz kontratlarında maksimum pozisyon sayısı 20.000 ve döviz dışı sözleşmelerde ise 10.000'dir. Oransal pozisyon limiti, bir hesabın sahip olduğu mutlak pozisyon limiti aşılmasından sonra devreye girer. Oransal pozisyon limiti, ilgili sözleşmenin toplam açık pozisyon miktarının daha önceden belirlenmiş yüzdesi kadar açık pozisyona sahip olabileceğini göstermektedir. Vadeli işlem ve opsiyon borsasında pozisyon limitleri piyasa katılımcıları,hesap ve sözleşme tipine göre farklılık göstermesi mümkündür.

Kısa pozisyon, vadeli işlem sözleşmesinde satıcı pozisyonunda bulunan taraf için kısa pozisyon sahibi veya kısa taraf denilmektedir. Bu durumda kısa pozisyon sahibi açığa satış işlemi yapmış gibidir. Uzun pozisyon, vadeli işlem sözleşmesinde alıcı olarak bulunan kişi için uzun pozisyon sahibi veya uzun taraf denir.[15]

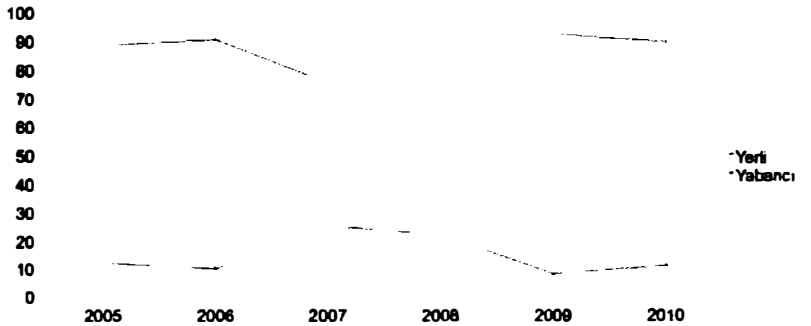


Uzun taraf sözleşmeye dayanak olan varlığı teslim alma yükümlülüğüne sahip iken, kısa taraf bu varlığı teslim etme yükümlülüğü altındadır. Sözleşmeye dayanak oluşturan malın fiyatı artması halinde uzun pozisyon sahibi kar elde ederken, kısa pozisyon sahibi ise ilgili malın fiyatı düşmesi halinde kar elde edecektir.[16]

Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin Yüzdesel Dağılımı	
Hisse Senedi Endeks Vadeli Sözleşme	88.38 %
Döviz Sözleşmeleri	11.38 %
Emtia Sözleşmeleri	0.01 %
Faiz Sözleşmeleri	0. 23 %

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında iki tür hisse senedi endeks vadeli sözleşme senedi işlem görür. Bunlardan birincisi İMKB 100 endeksidir. İMKB 100 endeksi borsadaki trendi temsil edebilecek hisse senetlerini kapsar ve İMKB 30'daki hisse senetleri bunlar arasındadır. İMKB 30 endeksi ise, İMKB'nin en büyük 30 şirketini bünyesinde bulundurur. Genel olarak İMKB 30'u takip etmek stratejik açıdan daha fazla tercih ediliyor. Çünkü Türkiye'de ki büyük kurumsal yatırımcılar ve yabancı yatırımcılar, finansal yapıları görece güçlü olan İMKB 30'da yer alan şirketlere yatırım yapmaktadırlar.

Yüksek kar marjını gelişmiş piyasalarda yakalamakta artık çok zorlanan yabancı sermaye, gelişmekte olan piyasalarda çok kısa zamanda büyük kârlar elde etmek istiyor. Yüksek kar marjını çeşitli spekülasyonlarla yakaladığı zamanlar oluyor.



2007 yılında toplam işlem hacmindeki payını %25'e kadar çıkartan yabancı sermayenin, Amerika'da meydana gelen mortgage krizin etkisiyle işlem hacmindeki payı, %8'e kadar geriledi. İMKB'de ki yabancı payı VOB'a kıyasla daha fazladır. Şubat 2010 itibariyle İMKB'de ki yabancı payı %64 olup, toplam 80 milyar Amerikan Doları değerindedir. Krizden önceki dönemde İMKB 100'de ki yabancıların payı %77 iken, krizin etkisi ile bu oran hızlı bir düşüş gösterip %62'ye kadar geriledi. İMKB ve VOB piyasalarındaki işlem hacminde, yabancı yatırımcıların mortgage krizi nedeniyle Türk finansal piyasalarını terk etmesiyle büyük düşüşler meydana geldi.

1970'lere kadar ekonomide yaşanan sorunları aşmada devlet müdahalesini savunan egemen geleneksel iktisat teorisi, daha sonra 1973'te meydana gelen petrol krizinde devlet müdahalesine rağmen yaşanan yüksek işsizlik ve enflasyon sonucu devlet müdahalesi karşıtı görüşlere yöneldi. Bir ülkede yaşanan finansallaşmanın ülkedeki reel sektöre olumlu bir katkısı olduğu savunulmaktadır. Milton Friedman, finans piyasalarının ülkedeki ekonomik faaliyetlere olumlu bir etkisi olabileceğini ifade ederek, adeta finansallaşma sürecine açık destek vermiştir. Bu bağlamda finansallaşma sürecinin önemli bir kurumu olarak ortaya çıkan türev piyasaları, ülke ekonomilerinin önemli bir aktörü haline gelmiştir. Vadeli İşlem ve Opsiyon borsası, şirketlerin gelecekte karşılaşacakları fiyat, faiz ve nakit akim riskinden korunmalarını sağlamaktadır. Bu yüzden VOB'un İMKB'de işlem gören şirketlerin performansında önemli bir katkısı olabileceği düşünülmektedir.

Yıl	VOB İşlem Hacmi	Kişi başına düşen GSMH	İşsizlik oranı	Yoksulluk sınırının altında yaşayan nüfus
2005	3,341,728,580.00	11,005,798.00	9.30	20.50%
2006	17,876,421,234.00	12,106,671.00	10.20	17.81%
2007	118,035,442,771.00	12,900,758.00	10.20	17.79%
2008	207,962,600,500.00	13,123,883.00	9.90	17.11%
2009	334,172,858,081.00	12,465,938.00	10.70	18.08%
2010	430,000,000,000.00	13,392,158.00	14.10	19.08%

2005 yılında faaliyete geçen VOB'da, işlem hacmi çok hızlı bir şekilde artmaktadır. Amerikan sermaye piyasalarındaki vadeli işlemleri düzenleyen kurum olan Vadeli Emtia İşlem Komisyon (*Commodity Futures Trading Commission,* CFTC), yatırımcıların İMKB 30 endeksine dayalı vadeli kontratlar yapmasına yeşil ışık yaktı. Vadeli Emtia İşlem Komisyonun (*Commodity Futures Trading Commission,* CFTC) aldığı bu kararın, VOB' daki işlem hacminin daha yüksek rakamlara ulaşmasına katkı yapacağı düşünülmektedir. Diğer ürünlere dayalı vadeli işlemlere hala onay verilmemesi, Vadeli Emtia İşlem Komisyonun hala Türkiye'deki türev piyasalarına yeterince güvenmediği anlamına gelmektedir. Vurguladığımız gibi İMKB 30'a, Türkiye'nin finansal yapıları çok güçlü olan şirketleri kote olabiliyor.

Finans sektöründeki gelişmelerin reel ekonomik göstergelerde dikkat çekici bir olumlu bir katkısı olacağını savunan çevreler, Türkiye'deki makro ekonomik göstergelerin VOB'daki 2005 ve 2010 yılları arasındaki işlem hacmindeki önemli artışlara eşlik etmediğini görünce hayal kırıklığına uğrayabilir. VOB'daki işlem hacmindeki büyük artışlar, VOB'u sadece şirketlerin kullanmadığını, aynı zamanda bireysel yatırımcıların spekülatif kazançlar elde etmek için pozisyon aldığının işaret etmektedir.

Eğer VOB'daki işlem hacminin önemli bir kısmı reel sektörde faaliyet gösteren şirketler tarafından gerçekleştirilmiş olsaydı, teoriye göre bu şirketlerin kazançlarına olumlu bir şekilde yansıyıp tablodaki makroekonomik göstergelerin daha iyi bir seviyede olmasını sağlardı. Çünkü şirketler VOB'da işlem yaparak ileride kendilerini bekleyen riskleri bertaraf edip, operasyonlarını sağlıklı bir şekilde gerçekleştirmiş olurdu. 2005 yılında yatay seyreden işsizlik oranı, küresel finansal kriz nedeniyle hızlı bir biçimde yükseldi. Buna karşın VOB'daki işlem hacmi hızlı artışını sürdürdü.

Sermaye piyasalarının, şirketlerin daha az maliyetli fon temin etmesini, onların modern yönetim tekniklerine kavuşmasına ve faaliyet gösterdiği ekonomik çevrede itibar kazanmasını amaçladıkları düşünülür. Fakat ülke ekonomilerinin hızlı bir finansallaşma sürecine girmesi nedeniyle, bu amaçlarından bir hayli uzaklaşmışlardır. Yatırımcıların arbitraj ve spekülasyon yoluyla borsalarda yaptıkları işlemler, finansallaşma sürecinin bir parçası haline gelmiştir. Türkiye'de kişi başına düşen GSMH ve işsizlik oranı gibi makroekonomik verilerin daha iyi bir noktaya ulaşması için, reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin fon ihtiyaçlarını finansallaşma sürecinin bir mağduru olan sermaye piyasalarından ziyade, farklı bir kanaldan temin etmesi mantıklı görülmektedir.

Türkiye'deki yatırımcıların VOB'da işlem yaparak çok büyük kazançlar elde ettiğini örnekler bulmak mümkündür. 2009 yılında, 24 yaşındaki Gökhan Fındık 2 sene içerisinde VOB'da işlem yaparak 500 TL ile girdiği borsadan yaklaşık 600 bin TL kazandı. Hisleriyle borsa oynadığını ifade eden açıköğretim fakültesi öğrencisi Gökhan Fındık'ın borsada kazanmış olduğu 600 bin TL herhangi bir ekonomik değer yaratmamaktadır. Ayrıca türev piyasalarda " sıfır toplamlı" bir oyun oynanmaktadır. Toplam zararlarla, toplam kârlar alt alta yazılırsa, sonuç sıfır çıkar. Akıllara ise hemen şu soru gelmektedir, son yıllarda çok popüler olan İddia bahis oyunu ile VOB'da işlem yapmanın ortak yönünün olup olmadığı.

6.TÜREV PİYASALARI VE KRİZ

2 Nisan 2007'de ABD'nin en büyük ikinci subprime mortgage kredi (yüksek risk ve yüksek faizli kredi) sağlayıcısı olan New Century'nin iflas için mahkemeye başvurması ile mortgage piyasasında sorunlar ortaya çıktı ve bu tür kredileri portföyünde tutan fonlar ve kuruluşlar çok zor günler geçirdi. 2007 yılında Fortune dergisi tarafından en beğenilen yatırım şirketi olarak seçilen Bear Stearns, yönetmiş olduğu iki hedge fonun yüksek oranda subprime mortgage kredisi tutması yüzünden iflas etti ve daha sonra Amerikan hükümeti tarafından JP Morgan Chase'e devredildi.[17] Özellikle Eylül 2008'de ABD'nin dördüncü büyük yatırım şirketi olan Lehman Brothers'ın batmasıyla şiddetini daha da artıran finansal kriz, ünlü yatırımcı Warren Buffet tarafından Amerikan ekonomisinin Pearl Harbor'ı olarak tanımlandı.

Subprime mortgage krizi iki temel sebepten dolayı meydana geldi. Bunlardan ilki Amerikan emlak piyasasındaki balon, ikincisi ise

FED'in 9/11 terör olaylarından sonra yavaşlama trendi içine giren ekonomiyi canlandırmak için uygulamış olduğu 1%'lere varan düşük faiz politikasıdır. Aşırı değerlenmiş olan konutları mortgage kredileri ile sahip olmaya çalışan düşük gelirli bireylerin çok kolay bir şekilde kredi almaları ve bu kredileri ödemede önemli sorunlar yaşamaları, ekonomide talep daralmasına ve bankacılık sektöründe krize neden oldu. Finans sisteminde yaşanan krizleri türev ürünlerinden bağımsız olarak düşünmemek gerekir.

Türev ürünlerin krizlerde oynadıkları roller pek çok araştırmaya konu oldu. 1987 yılı Ekim ayında NYSE'de (New York Stock Exchange) yaşanan hisse senedi fiyatlarındaki 23%'lük değer kaybının sorumlusu olarak türev ürünleri gösterilmektedir. ABD'de sermaye piyasalarının sahip olduğu mekanizmaları incelemekle görevli bir çalışma grubu tarafından yayınlanan Brady raporuna göre, hisse senedi fiyatlarının düşmesinden sonra portföy yöneticileri ellerinde bulundurdukları futures sözleşmeleri zararlarını kapatmak için satma yoluna gitti ve bunun sonucunda bu sözleşmelerin fiyatı düştü. Futures sözleşmeleri satın alan yatırımcılar arbitraj kârı elde etmek için ellerindeki hisse senetlerini satmıştır.[18] Kara Pazartesi olarak da anılan borsa krizinde toplam kayıp, 500 milyar Amerikan Dolarına kadar ulaştı ve bir günde dünya borsalarının tüm zamanların en çok değer yitirdiği gün olarak tarihe geçti.[19]

1998 Rusya krizinde forward sözleşmeleri önemli rol oynadı. Rus şirketlerin dolar/ruble üzerine yazılmış forward sözleşmelerin yükümlülüklerini yerine getirememesi, krizin çok ciddi sonuçlar doğurmasına neden oldu. 1998 Rusya krizinde IMF'nin rolü de yadsınamaz. IMF tarafından Rusya'ya sağlanan kaynakların bir anda kesilmesi ile yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi Rusya'yı büyük bir kriz ile başbaşa bıraktı.

ABD'den diğer ülke ekonomilerine hızla yayılan finansal krizin oluşumunda türev ürünler, önemli bir role sahiptir. FED eski başkanı olan Alan Greenspan, geçmiş yıllarda türev araçların ekonomik faaliyetlere olumlu bir katkı yaparak insanların hayat standardını yükseltebileceğini iddia etmekteydi. Fakat finansal krizin hemen ardından, türev ürünlerin krizde çok önemli bir payı olduğunu itiraf etmek zorunda kaldı.

Bankaların vermiş olduğu farklı kredibiliteye sahip riskli ipotek krediler, (teminatlandırılmış borç senetleri, CDO) , adı altında havuzlanıp birçok bankaya, yatırımcıya ve hedge fona satıldı. CDS sözleşmeleri, borçlunun borcunu ödeyememesi durumunda anaparayı sigortalayan bir türev ürün, bu işlemlerde önemli rol oynadı. Amerikan sigorta

şirketi AIG, CDS pazarında yaklaşık 440 milyar dolar tutarında bir paya sahipti, ve bunun yaklaşık 60 milyar dolarlık kısmının subprime kredilere dayalı olmasından dolayı, kriz döneminde çok zor günler geçirdi ve ancak Amerikan hükümetinin 85 milyar dolarlık kredi ve borç yükümlülüklerini garanti altına alması sayesinde rahat bir nefes aldı.[20] Washington Post yazarlarından Daniel Gross, kaleme aldığı köşe yazısında birçok yatırımcının CDS'leri yatırım yapmak yerine, kumarhane fişi gibi kullandığını iddia etti. CDS hacmi 2001 yılında 1 trilyon Amerikan doları iken, krizden hemen önce 62 trilyon Amerikan dolarına ulaştı.

Yatırımcılar tarafından yoğun spekülasyonlara maruz kalan CDS'lerin değeri, yatırım bankaları tarafından belirleniyordu.[21] CDS'lerin spekülasyona açık yapısı, örneğin bir yatırımcının sahip olmadığı bir tahvili bile sigortalatabilmesi nedeniyle, o şirketin batması durumunda bu kumarı oynayanlar büyük kazançlar elde etmekteydi.[22] Değerlerleme sürecinde yapılan hatalar, portföyün de CDS tutan yatırımcıların kriz dönemindeki kayıplarını daha da arttırdı.

Emlak fiyatlarındaki sert düşüşler CDO'ların değerini de önemli derecede düşürdü. Kredi derecelendirme kuruluşları CDO'ları hatalı derecelendirdi ve bu durum yatırımcıların, portföylerinde tuttukları varlıkların riskini tam olarak doğru algılamasını engelledi. Amerika ve diğer ülke merkez bankaları bu CDO'ları satın alarak, finans piyasasına sürekli olarak likidite pompalayarak krizi aşmaya çalışıyordu. Finansal krizin dünya ekonomisini etkilediği ilk günlerde, Amerikan Merkez Bankası (FED) öncülüğündeki dünya merkez bankaları piyasalara 620 milyar dolar tutarında likidite sağladı. 330 milyar doları FED, 290 milyar doları ise Avrupa Merkez Bankası ve 8 merkez bankası tarafından temin edildi. Fakat finans piyasalarındaki güven eksikliği, hükümetlerin bu çabalarının etkisini azaltmaktaydı.

7. SONUÇ

Finansallaşmanın etkisiyle, küresel finansal piyasaların hayatımızdaki yeri artmaktadır. Küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla dünya ticaret hacminin artması, yeni finansal araçların kullanımını arttırdı. Bu dönemde şirketler tezgahüstü ve organize piyasalarda işlem gören türev araçlarına başvurmaya başladı. Türev araçları şirketlerin fiyat riski, kur riski, ve faiz riskinden korunmak için, yatırımcıların ise spekülasyon ve arbitraj amacıyla alıp satmaları beklenir.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde türev piyasalar, finansal ve ekonomik sistemin bir tamamlayıcısı olarak görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde, türev araçları göreceli olarak sağlam altyapı ve mevzuat sayesinde yüksek işlem hacmine sahiptirler. Buna karşın küresel finansal krizde, özellikle CDS ve CDO enstrümanlarına ilişkin yeterli düzenleme eksikliği, çok ciddi risklerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, politik ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle, ekonomik büyümeye katkı yapabilecek bir finansal sisteme hiç sahip olamadılar. Bundan dolayı, gelişmekte olan ülkelerde faliyet gösteren şirketler, türev araçları çok daha sonra kullanmaya başladı. Bu ülkelerde, türev araçların alınıp satılabileceği borsalar kurulmasının nedenlerinden biri olarak, bu ülkelerin küresel finansal sisteme entegre olmak amacı gösterilebilir.

2005 yılında kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon borsasının, rekabet koşullarının ağırlaştığı bir dönemde işletmelerin maliyetlerini azaltmada rol alabileceği düşünülmekteydi. İşletmeler, VOB'da işlem yaparak döviz kuru, faiz,fiyat ve nakit akım riskinden korunarak, kurum riskini azaltabilir. Böylelikle kârları artan şirketler, ülkedeki ekonomik büyümeye katkı yapabilir. Fakat VOB'daki işlem hacmi inanılmaz bir şekilde artarken, kişi başına düşen GSMH ve işsizlik oranı gibi makroekonomik veriler, toplumdaki refahın aynı ölçüde artmadığına işaret etmektedir.

Teknolojinin ilerlemesi ve küresel ticaret hacminin artması, türev ürünlerin temel dinamiklerini etkileyecek ve yeni finansal araçların ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Notlar

1. Weber, Ernst Juerg , A Short History of Derivative Security Markets (June 2008). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1141689
2. Garry J. Schinasi , R. Sean Craig, Burkhard Drees, Charles Kramer, Modern banking and OTC derivatives markets: the Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk, International Monetary Fund, 2000
3. S.S.S. Kumar, Financial Derivatives, Eastern Economy Edition, 2008
4. Andrew Chisholm, Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options, Second Edition, 2010
5. Beate Reszat, The Japanese Foreign Exchange Market, Routledge Co., 1998,
6. Richard Flavell, Swaps and Other Derivatives, Second Edition, 2010
7. İsmail KIRCA, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, 2000
8. Donald Spence, Introduction to Futures and Options, Woodhead Publishing Ltd., 1997
9. Laurent L. Jacque, Global Derivatives Debacles: From Theory to Practice, World Scientific Publishing Co., 2010
10. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, International Monetary Fund, December 2002
11. Derivatives in Emerging Markets, BIS Quarterly Review, December 2010,
12. Dimitris N. Chorafas, Introduction to Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging, McGraw-Hill, 2008
13. Emerging Markets Finance &Trade, Volume 44, Issue 2
14. Samir Amin, The Battlefields Chosen by Contemporary Imperialism: Conditions for an Effective Response from the South, 2009.
15. Nurgül R. Chambers, Türev Piyasalar, Beta Basım, 2007
16. Yalçın Karatepe, Türev Piyasaları, A.U Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 2000
17. Patricia Clarke Annez, Robert M. Buckley, Urbanization and Growth, World Bank, 2009
18. Burton Gordon Malkiel, The Brady Commission Report, 1988
19. Maureen Burton, Reynold Nesiba, Bruce Brown, An Introduction to Financial Markets and Institutions, M.E. Sharpe Inc. 2010
20. Gerald P. Dwyer, Paula Tkac, The Financial Crisis of 2008 in Fixed-

Income Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta
21. Robert W. Kolb, Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future, Kolb Series in Finance
22. Hayri Kozanoğlu, Küresel Krizin Anatomisi, Agora Kitaplığı

Kaynakça

Kitap, Makale ve Bildiriler

Alex Callinicos, Bonfire of Illusions, Polity Pres, 2010.

Ali Rıza Güngen, Finansallaşma: Sorunlu bir Kavram ve Verimli bir Araştırma Gündemi, Praksis 22, 2010, ss.85-108.

Andrew Chisholm, Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options, Second Edition, 2010.

Andrew Glyn, Capitalism Unleashed, Oxford University Press, New York, 2006.

Arjun Jayadev ve Gerald Epstein, The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries, Research Paper, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherest, 2007. Http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_101-150/WP123.pdf

Aylin Çiğdem Köne, Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği, Doğus Üniversitesi Dergisi, 4 (2) 2003.

Aysu İnsel ve Nesrin Sungur, Semaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği:1989: III-1999:IV, Turkish Economic Association Discussion Paper, 2003.

Beate Reszat, The Japanese Foreign Exchange Market, Routledge Co., 1998.

Ben Fine, "Neoliberalism as Financialization", Alfred Saad-Filho ve Galip Yalman (der), Economic Transitions to Neoliberalism in Middle-income Countries: Policy Dilemmas, Economic Crises, Forms of Resistance içerisinde.

Ben Fine, Locating Financialisation, Historical Materialism (18), 2010.

Cem Dişbudak, "Analyzing the Bank Credit-Economic Growth Nexus in Turkey", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 23, 2010, ss. 34-47.

Charles P. Kindleberger, Manias, Panics and Crashes, Palgrave, 4.basım, 1996.

Costas Lapavistas, Banks for the people, Redpepper, Issue 170, Şubat/Mart 2010.

Costas Lapavistas, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Yordam Kitap, 2009.

Costas Lapavitsas, "Financialisation, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation", Research on Money and Finance, Discussion Paper 10, 2009.

Costas Lapavitsas, Financialisation Embroils Developing Countries, Papeles De Europa, 19, 2009.

Costas Lapavitsas, Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, Research on Money and Finance, Discussion Paper 1, 2009.

Costas Lapavitsas, What to Do About Banks, Public Policy Research, September-November 2009.

Daniel Cross, The New Freedom, Newsweek, Issues 2011 Özel Sayı.

David M. Kotz and Terence Mc Donough, Global Neoliberalism and the Contemporary Social Structure of Accumulation.

David M. Kotz, Financialization and Neoliberalism, Amherst: University of Massachutsetts, 2008.

Dick Bryan, Randy Martin, Mike Rafferty, Financialization and Marx: Giving Labor and Capital a Financial Makeover, Review of Radical Political Economics, Volume 41, No.4, Fall 2009.
Dilek Emil, "Cumhuriyetin Kurulusundan Günümüze İzlenen Yabancı Sermaye Politikaları", Hazine Dergisi, Cumhuriyet'in 80. Yılı Özel Sayısı, Aralık 2003.
Dimitris N. Chorafas, Introduction to Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging, McGraw-Hill, 2008.
Dmophanes Papadatos, Günümüz Kapitalizminde Merkez Bankacılığı: Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal Krizler, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, İstanbul: Yordam Kitap, 2009.
Donald Spence, Introduction to Futures and Options, Woodhead Publishing Ltd., 1997.
Eckhard Hein and Till van Treeck, Finansialisation in Post-Keynesian Models of Distribution and Growth-A Systematic Review, Working Paper, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, 2008.
Eckhard Hein ve Achim Truger, Finance-dominated Capitalism in Crisis – the Case for a Global Keynesian, New Deal, MPRA Paper No.21175, March 2010.
Eckhard Hein, A (Post-)Keynesian Perspective on Financialisation, Research Paper, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, 2009. http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_studies_01_2009.pdf.
Efe Peker, Krizi Arrighi ile Okumak, Praksis, Bahar 2010.
Engelbert Stockhammer, Financialisation and the Slowdown of Accumulation, Cambridge Journal of Economics, 2004, Vol 28.
Engelbert Stockhammer, Financialization and the Global Economy, Political Economy Research Institute, Working Paper Series 240, 2010.
Engelbert Stockhammer, Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis, Research on Money and Finance, Discussion Paper no.19, June 2010.
Erinç Yeldan, Kapitalizmin Finansallaşma Süreci ve Küresel Kriz, Ocak 2010, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan244_06Ock10.pdf
Erinç Yeldan, Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007-2008 Krizi: Tükiye Krizin Neresinde?, Çalışma ve Toplum, 2009 (1).
Erinç Yeldan, Küresel Kriz, İşsizlik ve İş Yaratmayan Büyüme, İşveren, Temmuz-Ağustos 2010.
Erinç Yeldan, Küreselleşme Kim İçin?, İstanbul: Yordam Kitap,2008.
Erkin Ödemiş, The Financialization of Consumption in Turkey: The Emergence of Consumer Credits (1988-2008)", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, 2009.
Ernst Juerg Weber, A Short History of Derivative Security Markets (June 2008). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1141689
Fatih Özatay, "Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları", İktisat İşletme ve Finans, Sayı: 207, Haziran 2003.
Fırat Demir, Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited, World Development, Vol. 37, No. 5. 2009.

Fırat Demir, Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets, Journal of Development Economics, Vol. 88, 2009.
Fırat Demir, Financialization and Manufacturing Firm Profitability under Uncertainty and Macroeconomic Volatility: Evidence from an Emerging Market, Review of Development Economics, Vol 13, No. 4, 2009.
Fiona Allon, Speculating on Everyday Life: The Cultural Economy of the Quoditian", Journal of Communication Inquiry, 34 (4), 2010 ss. 366-381.
Garry J. Schinasi, R. Sean Craig, Burkhard Drees, Charles Kramer, Modern banking and OTC Derivatives markets: the Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk , International Monetary Fund, 2000.
Gerald Epstein, Financialization and the World Economy, USA: Edward Elgar Publishing Limited, 2005.
Gerald Epstein, Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, Research Paper, 2002, www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_ Epstein.pdf.
Gerald P. Dwyer, Paula Tkac, The Financial Crisis of 2008 in Fixed-Income Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta.
Gerard Dumenil ve Dominique Levy, Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis, Financialization and the World Economy, Edward Elgar :Aldershot, England, 2005. http://www.jourdan.ens.fr/levy/dle2005g.htm
Giovanni Arrighi, Adam Smith in Beijing: Lineages of the Twenty, First Century, London, Verso 2007.
Giovanni Arrighi, The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of our Times, London: Verso, 1994.
Greg Albo, Sam Gindin, In and Out of Crisis: The Global Financial Meltdown and Left Alternatives, PM Pres, 2010.
Greta R. Krippner, The Financialization of the American Economy, Socio – Economy Review, Vol. 3, 2005.
Gülten Kazgan "Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi", 3.bs .İstanbul: BilgiÜniversitesi Yayınları, 2006.
Gülten Kazgan, Küreselleşme ve Ulus Devlet: Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.
Gülten Kazgan, Yeni Ekonomik Düzende Türkiye'nin Yeri, 2. Basım, İstanbul: Altın Kitaplar, 1995.
Harun Doğan, Türkiye'de Finans ve Reel Ekonomi İlişkisi: Schumpeter Haklı mıydı? İktisat İşletme ve Finans, 23 (272), 2008.
Hatice Doğukanlı, Uluslararası Finans, Adana: Nobel Kitabevi, 2005.
Hayri Kozanoğlu, Küresel Krizin Anatomisi, Agora Kitaplığı, 2009.
Hayri Kozanoğlu, Nurullah Gür ve Barış Alp Özden, Neoliberalizmin Gerçek 100'ü, İletişim Yayınları, 2008.
İsmail Ertürk, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver, ve Karel Williams, The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions", Review of International Political Economy, 14(4), s. 553-575, 2007.

İsmail Kırca, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, 2000.
James Crotty, Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assesment of the "New Financial Architecture", Political Economy Research Institute, Working Paper Series.
James Crotty, The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era, Review of Radical Political Economics, Vol. 35, No.3, 2003.
Jan Toporowski, The Wisdom of Property and Politics of Middle Classes, Monthly Review, Eylül 2010.
John Bellamy Foster & Robert W. Chesney, Listen Keynesians, It's the System, Monthly Review, Nisan 2010.
John Bellamy Foster ve Fred Magdoff, The Great Financial Crisis – Three Years On, Monthly Review, October 2010.
John Bellamy Foster, The Financialization of Accumulation, Monthly Review, October 2010.
John Bellamy Foster, The Financialization of Capitalism, Monthly Review, Nisan 2007.
John Cassidy, How Markets Fail, Penguin Books, 2009.
John Grahl, Globalized Finance, New Left Review, Mart-Nisan 2001.
Joseph Choonara, "Marxist Accounts of the Crisis, International Socialism, Haziran 2009.
Juan Pablo Painceria, Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation, Research on Money and Finance, 2009.
Juan Pablo Paincheria, Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine, Çeviri Sabriye Biçen.
Kari Polanyi Levitt, "The Great Financialization", John Kenneth Galbraith Prize Lecture, June 8, 2008, http://karipolanyilevitt.com/documents/ The Great Financialization, pdf.
Karl Marx, Das Capital, 1976'dan aktaran Francis Wheen, Das Kapital: Karl Marx , Çeviren: Candan Badem, Versus Yayınevi, 2008.
Koray Yılmaz, "Türkiye'de Kapitalizmin Gelişim Evreleri: Sermaye Birikim ve Sınıf Merkezli Bir Çerçeve", Kapitalizm ve Türkiye, Fuat Ercan ve Yüksel Akkaya (drl), Ankara: Türk Sosyal Bilimler Derneği, 2005.
Korkut Boratav, Bir Krizin Hikayesi, Ankara: Arkadaş Yayınevi, 2009.
Laurent L. Jacque, Global Derivatives Debacles: From Theory to Practice, World Scientific Publishing Co., 2010.
Mahfi Eğilmez "Küresel Finans Krizi", 1.bs. İstanbul: Remzi Kitabevi: 2008.
Mahfi Eğilmez, Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi, İstanbul: Remzi Kitabevi, 6. Basım, 2010.
Martin Wolf, How the Crisis Capatulped US into the Future, Financial Times, 2 Şubat 2011.
Martin Wolf, The New Capitalism, Financial Times, 19 Haziran 2007.
Maureen Burton, Reynold Nesiba, Bruce Brown, An Introduction to Financial Markets and Institutions, M.E. Sharpe Inc. 2010.

Mc Kinsey Global Institute, Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences, January 2010.
Mehmet Akif İçke, Bölgesel Finansal Entegrasyon: Finansal Küreselleşmeye Bir Yanıt, İstanbul: Derin Yayınları, 2009.
Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, October 1976.
Michal Kalecki, Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, Cambridge University Pres, 1971.
Micheal Chossudovsky, "Yoksulluğun Küreselleşmesi, Neşenur Domaniç (çev.), İstanbul: Çivi Yazıları, 1997.
Michel Husson, "Marksist İktisat Teorisi – Çağdaş Kapitalizm ve Kriz", Yazın Yayıncılık, Mart 2010.
Mustafa Sönmez, 100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye, İstanbul: Alan Yayıncılık, 2009.
Nadir Eroğlu, Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyo-Politik Karşıtlıklar.
Nadir Eroğlu, Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi, Der Yayınları, İstanbul 2008.
Nuray Ergüneş, 2001 Krizinden Bugüne Reel Sektörün Değişen Finansmanı ve Değişimin Dinamikleri, Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, 2009.
Nuray Ergüneş, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi Ed Costas Lapavitsas, İstanbul: Yordam Kitap, 2009.
Nuray Ergüneş, Global Intregretation of the Turkish Economy in the Era of Financialisation, Research on Money and Finance, Discussion Paper 8, 2009.
Nurgül R. Chambers, Türev Piyasalar, Beta Basım, 2007.
Özgür Orhangazi, Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973 – 2003, Cambridge Journal of Economics, Vol. 32, 2008.
Özgür Orhangazi, Financialization of the U.S. Economy and Its Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Massachussetts Üniversitesi, 2006.
Özgür Orhangazi, Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış, ODTÜ Gelişme Dergisi, 2008, a, Haziran, 35.
Özlem Onaran, European Capitalism, West and East, Monthly Review, Ekim 2010.
Patricia Clarke Annez, Robert M. Buckley, Urbanization and Growth, World Bank, 2009.
Paulo L dos Santos, At The Heart of The Matter: Household Debt in Contemporaray Banking and the International Crisis, Research on Moneya and Finance, Discussion Paper 11, 2009.
Paulo L dos Santos, On The Content of Banking in Contemporary Capitalism, Research on Money and Finance, Discussion Paper 1, 2009.
Pınar Bedirhanoğlu, Küresel Kapitalist Krizin Yeniden Düşündürdükleri: Finansallaşma ve Devlet, Praksis Dergisi, sayı 22, Bahar 2010.

Richard B. Freeman, It's Financialization, International Labour Review, 149 (2), s.163-182, 2010.
Richard Flavell, Swaps and Other Derivatives, Second Edition, 2010.
Robert Boyer, The Rise of CEO Pay and the Contemporary Social Structure of Accumulation in the United States.
Robert Brenner, What is good for Goldman Sachs is good for America: The origins of the current crisis, 18 Nisan 2009.
Robert W. Kolb, Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future, Kolb Series in Finance.
Ronald Dore, Financialization of the global economy, Industrial and Corporate Change, Volume 17, Number 6.
Roy Gren, The New Palgrave, Marxian Economics, derleyenler: John Eatwell-Murray Milgate-Peter Newman, Norton, 2009.
S.S.S. Kumar, Financial Derivatives, Eastern Economy Edition, 2008.
Samir Amin, The Battlefields Chosen by Contemporary Imperialism: Conditions for an Effective Response from the South, 2009.
Şeyda İnandım, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005.
Terence Mcdonough, Michael Reich, Davit Kotz (derleyenler), "Contemporary Capitalism and Its Crises", Cambridge University Pres, 2010.
Thomas Dallery, Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization, Review of Radical Political Economics, 41, 2009.
Thomas I. Palley, Financialization: What It Is and Why It Matters, The Levy Economic Institute, Working Paper No: 525, 2007.
Thomas I. Palley, The limits of Minsky's Hypothesis, Monthly Review, April 2010.
Till van Treeck, The Political Economy Debate on Financialization – A Macroeconomic Perspective, Hans Böckler Stiftung, Working Paper, 01/2008.
Tord Andersson, Colin Haslam, Edward Lee ve Nick Tsitsianis, Financialization Directing Strategy, Accounting Forum, 32, 2008.
Tuğrul Görgün, Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesin Etkin Kurumsal Yapılanmaları, Uzmanlık Tezi, T.C.Başbakanlık Dış Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, 2004.
Ufuk Başoğlu, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, http://www.ufukbasoglu.net/makaleler/gelismekteolanulkelerde.pdf (14.05.2010).
Ümit Akçay, Para, Banka, Devlet: Merkez Bankası Bağımsızlaşmasının Ekonomi Politiği, İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı, 2009.
Walden Bello, A Primer on Wall Street Meltdown, mrzine.monthlyreview.org/bello 031008 html.
William Lazonick and Mary O'Sullivan, Maximizing Shareholder Value: A New Ideology For Corporate Governance, Economy and Society, Volume 29 Number 1, 2000.
Yalçın Karatepe, Türev Piyasaları, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 2000.

Diğer Kaynaklar

Asya-Avrupa Halk'ın Forumu sonuç metni. The Global economic crisis: An historic opportunity for transformation, metne erişim için: http://www.casinocrash.org.

BDDK, "Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, Eylül 2010.

BDDK, Bankacılık Sektörü Yönetici Kesimi Beklenti Anketi, Ocak 2011.

BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2010.

BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, Aralık 2010.

BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Aralık 2010.

BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Ocak 2011.

BIS Quarterly Review, September 2008.

Bloomberg Dergisi, 7-13 Şubat 2011.

Burton Gordon Malkiel, The Brady Commission Report, 1988.

Derivatives in Emerging Markets, BIS Quarterly Review, December 2010.

DPT, Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu, Ankara, Ocak 1995.

Emerging Markets Finance & Trade, Volume 44, Issue 2

Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, International Monetary Fund, December 2002.

Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2009.

İMKB, Faaliyet Raporu, 2009.

İstanbul Sanayi Odası, "Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye: Durum Tespiti ve Stratejik Plan", İstanbul: İSO Yayınları, 2002.

Korkut Boratav, www.tesav.org/dosya/KORKUT_BORATAV-konf.doc

Mother Jones, January/February 2010.

Servet Yıldırım, "Kahtalı Mıçı'yı üzen grafik", Radikal 12.01.2011.

SPK 2009 Faaliyet Raporu

TBB, 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi İstatistik Ekleri, 2009.

TBB, Tüketici Kredileri ve Konut Kredileri Eylül 2010, Rapor Kodu: DT01, Aralık 2010.

TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010.

The Economist, 25 Ekim 2008.

The Winding Paths of Capital, David Harvey'in Giovanni Arrighi ile röportajı, New Left Review, March/April 2009.

TSPAKB, Sermaye Piyasaları Raporu, 2009.

United Nations, World Economic Situation and Prospects 2011, New York 2010.

WSE, Global Capital Markets Report, 2009.

http://hızlıbalik.blogspot.com/2008/04/gngr-uras-ve-aye-teyze.html

http://iso.org.tr/tr/web/statik sayfalar/meclis_konuşmaları_22-07-09.aspx

10 Ocak 2011 günü Taksim meydanını eylem mekânı olarak seçenler, Japon yeni ve İsviçre frangı ile kredi alıp ma[illegible] popüler medyaya, "[illegible] çarptı" biçiminde ya[illegible] Mıçı olarak tanınan t[illegible] teğet geçti bizleri ezdi [illegible] ağlıyor" türü dövizle[illegible] yapan grubun içeris[illegible] sonunda bir doların [illegible] bir konjonktürde, düşük yen faizlerinden faydalanarak, 110 bin lira borçlanmış. Zaman içinde yen değerlenip, bugünkü bir dolar=83 yen paritesine vurunca borç taksitleri tahammül edilemez bir hal almış. Teknik ifadesiyle, Mıçı faiz riskinden kaçarken kur riskine tutulmuş.

Aslında küçük bir kesitini verdiğimiz bu olaylar dizisi, tüm dünyada yaygınlaşan finansallaşma sürecinin, farklı coğrafyalarda yerleşik sade yurttaşların gündelik yaşamına nüfuz etmesi, gün be gün zuhur eden oynaklıkların nadiren yüz güldürürken, çoğunlukla bu insanların dünyasını karartmasından ibaretti.

Uç(ur)amayan Balon: Finans kitabı Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'ndeki "Risk Yönetiminde İleri Konular" isimli bir doktora dersinden doğdu. Günlük hayatımızın her dokusuna nüfuz eden finansallaşma ile ilgili Türkçe'deki çalışmaların hemen hemen hepsinin makro ekonomi ağırlıklı olduğunu, bankacılık ve finans sistemi ile ilgili mikro verilere fazla değinmediğini gözlemledik. Umudumuz, *Uç(ur)amayan Balon: Finans*'ın yeni tartışmaların önünü açması, daha eşit ve adil bir Türkiye'nin ve dünyanın özlemini çeken öğrencileri, araştırmacıları, sade yurttaşları daha fazla düşünmeye, sorgulamaya teşvik etmesidir.



AYRINTI YAYINLARI • SCHOLA
ISBN: 978-975-539-609-5
9 789755 396095

17 TL