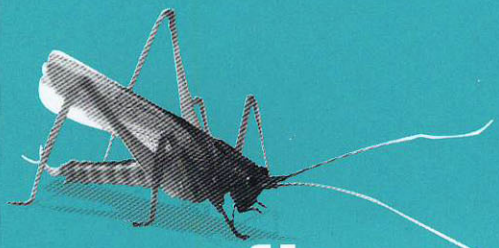
Kuram / İktisat

Hazırlayan
Costas Lapavitsas



finansallaşma ve kapitalizmin krizi

İngilizceden Çeviren: Tuncel Öncel



Yordam Kitap

Eserin orijinal adı:

A Crisis of Financialisation

(Eser ilk olarak Türkçe yayınlanmaktadır,
İngilizcesi önümüzdeki aylarda Brill Yayınevi'nce yayınlanacaktır)



FİNANSALLAŞMA VE KAPİTALİZMİN KRİZİ

Hazırlayan
Costas Lapavitsas

İngilizceden Çeviren
Tuncel Öncel

Yordam Kitap: 98 ✣ **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi** ✣ Costas Lapavitsas
ISBN-978-605-5541-01-9 • *Çeviri*: Tuncel Öncel
Düzeltme: Mehmet Tayak • *Kapak ve İç Tasarım*: Savaş Çekiç
Sayfa Düzeni: Gönül Göner • *Birinci Basım*: Nisan 2010
Yayın Yönetmeni: Hayri Erdoğan
© Costas Lapavitsas, 2009; © Yordam Kitap, 2009

Yordam Kitap Basın ve Yayın Tic. Ltd. Şti.
Çatalçeşme Sokağı Gendaş Han No: 19 Kat: 3 Cağaloğlu 34110 İstanbul
T: 0212 528 19 10 **F:** 0212 528 19 09 **W:** www. yordamkitap. com
E: info@yordamkitap. com

Baskı: **Pasifik Ofset**
Baha İş Merkezi
Haramidere - İstanbul
Tel: 0212 412 17 77

iktisat

FİNANSALLAŞMA VE KAPİTALİZMİN KRİZİ

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ: FİNANSALLAŞMANIN KRİZİ *Costas Lapavitsas* 9

FİNANSALLAŞMIŞ KAPİTALİZM:
KRİZ VE FİNANSAL MÜSADERE *Costas Lapavitsas* 25

IRKA DAYALI DIŞLAMA VE
İKİNCİ KALİTE İPOTEK KREDİLERİ KRİZİNİN
EKONOMİ POLİTİĞİ *Gary A. Dymski* 75

GÜNÜMÜZ KAPİTALİZMİNDE
BANKACILIĞIN İÇERİĞİ ÜZERİNE *Paulo L. dos Santos* 121

GÜNÜMÜZ KAPİTALİZMİNDE MERKEZ BANKACILIĞI:
ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE FİNANSAL KRİZLER
Demophanes Papadatos 171

İKİNCİ KALİTE FİNANSAL KRİZİNİN
TARİHSEL ÖNEMİ VE TOPLUMSAL
MALİYETİ: JAPONYA DENEYİMİ *Makoto Itoh* 203

FİNANSAL SERMAYENİN KÜRESELLEŞMESİ: 1997-2008
Carlos Morera Camacho ve *José Antonio Rojas Nieto* 225

FİNANSALLAŞMA DÖNEMİNDE GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELER: SÜREKLİ AÇIKTAN, DÖVİZ REZERVİ
BİRİKTİRMEYE *Juan Pablo Painceira* 256

FİNANSALLAŞMA DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN
KÜRESEL BÜTÜNLEŞMESİ *Nuray Ergüneş* 299

YAZARLAR HAKKINDA 333

GİRİŞ:
FİNANSALLAŞMANIN KRİZİ



Costas Lapavitsas

1. ALIŞILMADIK VE SİSTEMİK BİR KRİZ

Ağustos 2007'de uluslararası para piyasaları, ABD konut piyasasıyla bağlantılı finansal varlıkların, özellikle de ikinci kalite ipoteklerin likit olmaktan çıktığına işaret ettiler. Küresel finansın nabzı birdenbire düzensiz atmaya başladı. Bunu takip eden bir yıllık çalkantılı dönemin ardından, ABD konut piyasasındaki Hükümet Destekli Kurumların çöküşün eşiğine gelmesi ve en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle birlikte finans sistemi, ağır bir kalp krizi geçirdi.

Eylül-Ekim 2008'de hüküm süren finansal panik, iktisat tarihçilerinin on yıllardan bu yana dikkatini çeken nadir olaylardan biriydi. Bu aylar boyunca, ABD'de ve gelişmiş dünyanın büyük bir kısmında faaliyet gösteren bankalar sistemik bir çöküşle karşı karşıyaydılar. İleri kapitalist ülkelerin Ekonomi Bakanlıkları ile Merkez Bankalarının eşgüdümlü hareket etmesi ve devletin daha önce görülmedik bir ağırlıkla müdahale etmesi sayesinde böyle bir çöküşten kaçınıldı. Gene de, dünya ekonomisi 2008'in sonuna doğru ve 2009'un büyük kısmında derin bir durgunluğa sürüklendi. 2007-09 küresel krizinin sıra dışı özellikleri bulunuyor. Kriz,

ABD'nin yanı sıra başta İngiltere olmak üzere diğer gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan devasa konut balonunun sonunda baş gösterdi. 2001-07 balonunu besleyen asıl unsur, ABD'de izlenen gevşek para politikasına dayanan ucuz yurtiçi kredilerdi. 2001-04 döneminde New York Borsası'nda ortaya çıkan daha önceki balonun patlamasının ardından Federal Rezerv, durgunluğun önünü almak için faiz oranlarını çok düşük düzeylere indirmişti. Bu, daha önceki yıllarda tekrar tekrar denenen Greenspan "hamlesi"nin yeniden sahneye konmasıydı: Finans sektörü balonu patlatmış, bunun olumsuz sonuçlarıyla devlet ilgilenmiş, böylece yeni bir balonun ortaya çıkmasının koşulları hazırlanmıştı.

2001-07 balonu da ABD'ye dışarıdan gelen ödünç verilebilir fonlarla beslenmişti. Ancak bu fonların kaynağı, geçmişteki finansal aşırılık vakalarının aksine esas olarak ileri kapitalist ülkeler değildi. 2004'ten sonra ABD piyasaları için temel ödünç verilebilir dış fon kaynağı yoksul ülkelerdi. Üstelik, bu fonları sağlayanlar da ticari kararlar alan özel sektör kapitalistleri değil, bu ülkelerin para politikası otoriteleriydi. Yoksul ülkeler, 1997-98 Asya krizinden sonra döviz kuru krizlerine karşı önlem olarak döviz rezervleri biriktirmek mecburiyetinde kaldılar. Bu, ABD'deki düşük faiz oranlarına karşın ABD devlet tahvilleri satın almak anlamına geliyordu. Dünyanın yoksul ülkeleri, zor kazandıkları artıkları ABD finans piyasalarına göndermeye zorlanarak böylece ABD hükümetini sübvanse ediyor, düşük getiriler sağlayıp balona destek oluyorlar.

Ancak, balonu besleyen kredilerin yine de bazı özgün özellikleri vardı. 2001-07 döneminde yoğun bir şekilde borçlananlar kapitalist şirketler, hatta küçük ve orta ölçekli işletmeler bile değildi. Kredi borcu en fazla olanlar, işçi sınıfının en yoksul, daha önceden "bankaların ilgi göstermediği" bazı katmanlarının da aralarında yer aldığı bireysel işçilerdi. Amerikan işçilerinin borçları hızla artarak 2007'de harcanabilir gelirin %130'unu aştı. Bu düzeyin ötesine geçen tek grup, borç düzeyleri %160 civarında değişkenlik gösteren İngiliz işçileriydi.

Bankaların birdenbire yoksullara yönelmesine, yani herkesin konut sahibi olmasının önünü açtığı düşünülen kredilerdeki bu "demokratikleşme"ye, açık finans piyasalarında gerçekleştirilen menkul kıymet işlemleri eşlik etti. Bankalar borcu "menkul kıymetleştirdi"ler, yani piyasada alınıp satılabilir parçalar hâlinde paketleyip sattılar. Kârlar, ipoteklerin faizlerinden çok ticaretlerinden alınan hizmet ücretleri ile komisyonlardan elde ediliyordu. Dolayısıyla, kredileri menkul kıymetleştirmek için konut kredilerini sürekli artırmak bankalar açısından oldukça cazipti. Bankalar, menkul kıymetleştirmeyi finanse etmek için giderek daha fazla fona gereksinim duyuyorlardı ve bunu da para piyasalarından elde etmeye çalışıyorlardı. Menkul kıymetleştirmeyle en fazla haşır neşir olan bankalar aynı zamanda para piyasası fonlarına en yoğun şekilde bel bağlayan bankalardı da.

Bu süre boyunca bankalar, nihai borçlanıcıların, yani ipotekleri alan işçilerin durumunu doğru dürüst soruşturmak konusunda sistemli bir şekilde başarısız oldular. Her şeyden önce, menkul kıymetleştirilmiş ipotekler oluşturulur oluşturulmaz satıldığı için kaliteleri kredi verenler açısından pek önem taşımıyordu. Ayrıca bankalar, menkul kıymetlerin fiyatlarını hesaplarken ve riski yönetirken, sistemli bir şekilde yoğun bilgisayar kullanımını gerektiren yeni tekniklere bel bağlıyorlardı. Bu teknikler, banka işlemlerine sahte bir bilimsel nesnellik havası veriyordu. Görünüşte risk, finans kurumlarının yeni yöntemleri sayesinde "bölünmüş ve daha küçük parçalara ayrılmış"tı. Menkul kıymetleri en sonunda ellerinde tutanlar, ne kadar risk üstlendiklerini tam olarak biliyor ve güya uygun tedbirleri alıyorlardı. Bu nedenle, borçlanıcıların takip edilmesi geleneksel görevi, aralarında kredi derecelendirme kuruluşlarının da yer aldığı başka birimlere havale edilebilirdi. Bankalar, para piyasasında borçlanıp yeni ipotekler vermeye, kredileri menkul kıymetleştirmeye, başlangıçta harcadıkları parayı çıkarmak için menkul kıymetleri satmaya ve bununla bağlantılı hizmet ücretleriyle komisyonlardan müthiş kârlar elde etmeye odaklanabilirlerdi.

Bu döngünün ilelebet devam edemeyeceği daha o zaman belliydi –ve geriye dönüp bakıldığında aslında gözleri kamaştıracak kadar açıktı. İpotek menkul kıymetleştirilmesinden sağlanan kârların son tahlilde kaynağını oluşturan işçi ücretleri, balon sırasında fiilen değişmeden kaldı. "İkinci kalite" borçlanıcıların büyük bir kısmının, ödeme yükümlülüklerini karşılama şanslarının kesinlikle olmadığı daha en başından belliydi. Finans alanının akbaba sürüsü, konut sahibi olma ve ev fiyatlarının gitgide yükseleceği umuduna kapılan ABD'deki yoksulların üzerine çöreklenirken, kurbanlarına fahiş ücretler dayatıyordu. Faiz oranlarının 2004'ten sonra yavaş yavaş yükselmesiyle birlikte yoksulların üzerindeki finansal baskı artınca, borçlarını ödeyemeyenlerin sayısı giderek artmaya başladı. 2006'ya gelindiğinde ABD konut balonu sona ermişti.

Bunun ardından patlak veren krizi esas tetikleyen şey, balonu besleyen kredi mekanizmalarının çözülüp dağılması oldu. Kredilerin, aralarında en yoksulları da olmak üzere işçileri kapsayacak şekilde genişlemesinin büyük bir küresel krizin yol açması, kapitalizmin tarihinde asla görülmemiş bir şeydi. Yoksullar ipoteklerini ödeyemedikçe, menkul kıymetleştirilmiş borçları ellerinde tutanlar arasında dağıtılacak olan faizi toplayan "özel amaçlı kurumlar"ın üzerindeki baskı şiddetlendi. Sonuçta, bu "kurumlar" destek bulmak için ana bankalarına yöneldiler. Uygulamada kötü ipotekler hızla bankaların defterlerine geri döndü, kayıplar çığ gibi büyüdü ve bankaların para piyasasından borçlanmaları giderek zorlaştı.

Yani kriz, tipik bir kapitalist krizde olduğu gibi para piyasasında baş gösteren likidite kıtlığıyla başladı, ancak bu sefer kıtlığın nedeni üretimle satışların aşırı yükselmesi değil, işçilerin konut talepleriydi. İpotek menkul kıymetleştirilmesi işine en fazla bulaşan bankaların olası kayıpları kaldıramayacağının anlaşılmasıyla birlikte bir ödeme gücü krizine dönüştü. Sonunda hisse senedi piyasasının da tehlikenin boyutunu kavraması, banka hisse sene-

di fiyatlarındaki şiddetli düşüşler nedeniyle ödeme gücü krizini ağırlaştırdı. Bu ise tekrar likidite kıtlığı sorununu şiddetlendirdi, çünkü 2008 ortası itibariyle aklı başında hiç kimse, hisse senedi fiyatları çökerken Lehman Brothers gibi bir ev korsanına ticari kredi vermeyecekti.

Likiditenin giderek azalmasıyla ve ödeme gücünün tehlike arz etmeye başlamasıyla birlikte bankalar açtıkları kredileri hızla azalttılar. Kredilerin buharlaşması yüzünden büyük şirketlerle küçük ve orta ölçekli işletmeler ücret giderlerini bile karşılamakta zorlanmaya başladılar. Üretim düşürülüp stoklar eritilirken, işçi çıkarmalar başladı. Panik şoku, tüketimdeki düşüşleri şiddetlendirerek işçilerin borçlarını sınırlandırma çabalarına hız kazandırdı. Çöken tüketici talebi, üretimi olduğu kadar ihracatı da olumsuz etkiledi. Böylece kriz hızla önde gelen ihracatçı ülkelere sıçradı –Almanya ile Japonya'nın yanı sıra Çin ile gelişmekte olan diğer ülkelere. Üretim, 2008'in sonu ile 2009'un başında dünya genelinde eş anlı olarak inanılmayacak bir hızla geriledi. ABD konut balonunun patlaması, küresel bir durgunluğa dönüşmüştü.

2007-09 krizi, 1990'larda Japonya'da yaşanan krizin aksine daha en başından itibaren küreseldi. Çünkü menkul kıymetleştirme, Amerikan finansçılarının fevkalade maharetlerinin meyvelerinden dünyanın geri kalanının da nasiplenmesine izin veriyordu. Alman bankaları, menkul kıymetleştirilmiş kâğıtları en yoğun şekilde satın alan bankalar arasındaydı; 2000'lerde kendini akıntıya bırakıp sonunda fiilen iflas eden Union Bank of Switzerland de aynı durumdaydı. ABD finans piyasalarında yaşanan spekülatif cümbüşle hiçbir ilgileri olmamasına karşın, girdaba küçük bir sürü ülke daha kapıldı.

2. KURTARICI DEVLET

Özel sektör sermayesini ve sermaye piyasalarını kurtarmayı amaçlayan kararlı ve kapsamlı devlet müdahalesi sayesinde, te-

lafisi olmayan bir felaketten kaçınılabildi. Bu durumun taşıdığı ideolojik çelişki muhtemelen bundan daha çarpıcı olamazdı. "Piyasa iyidir – devlet kötüdür" anlayışı, yıllardır süren neoliberal egemenliğin 1970'lerin sonundan bu yana hâkim ideolojisi olagelmişti. Serbest piyasaların olduğu varsayılan faziletleri, bilhassa finans alanında kulakları sağır edercesine dile getiriliyordu. 2007-09 krizi, kısıtlanmayan finans piyasalarının felakete yol açtığını kesin bir şekilde ortaya koydu. Yine bu kriz sayesinde, devletin müdahalesi olmadan günümüz kapitalizminin işlemesinin neredeyse imkânsız olduğu da açıkça gösterilmiş oldu. İdeolojik bir sis perdesi işlevi gören serbest piyasalar, liberalizm ve özel teşebbüsün kendi kendini düzeltme özellikleri gibi söylemlerin perde arkasına bakıldığında, modern kapitalizmin aslında güdümlü bir kapitalizm olduğu görülür.

Devlet müdahalesi çeşitli biçimlerde oldu. Öncelikle, faiz oranları hızla sıfıra yakın düzeylere düşürülerek bankalar açısından fon maliyetleri asgari düzeye indirildi. İkinci olarak, likidite kıtlığını yatıştırmak amacıyla Merkez Bankası eliyle devasa miktarları bulan kamu kredileri verildi. Üçüncü olarak, büyük miktarda kamu fonu bankalara kanalize edilerek bankaların ipotek zararlarına göğüs gerebilmeleri sağlandı ve ödeyememe riski azaltıldı. Dördüncü olarak, banka mevduatlarının garanti kapsamına alınması, halkın bankalara hücum etmesi olasılığını azalttı. Beşinci olarak, iflas tehlikesiyle karşı karşıya kalmayacakları konusunda büyük bankalara güvence verildi. Altıncı olarak, bankacılık sistemi genelindeki baskıyı hafifletmek için güçlü bankaların zayıf olanları devralması teşvik edildi. Sonuncu olmamakla birlikte yedinci olarak, devlet, özel kesim talebinin çökmesi karşısında mali harcamalarını sürdürerek üretimdeki gerilemeyi ve işsizlikteki artışı yavaşlattı.

Devlet müdahalesi, ağırlıklı haliyle, günümüzde ekonomi politikasının temel gücü olarak ortaya çıkan Merkez Bankalarına dayanmıştır. Merkez Bankaları, (devletin garantisi altındaki) ni-

hai ödeme aracı üzerindeki tekelleri sayesinde daha önce görülmemiş hacimlerde likidite yaratabiliyorlardı –likiditeyi genellikle özel sektörün daha az güvenilir olan varlıklarını alarak artırıyorlardı. Böylece, kamu kredisi doğrudan doğruya kötü özel sektör kredisinin yerini alarak riski kamunun sırtına yükledi. Ancak devlet müdahalesi, vergi kaynaklarına ve Hazinenin borçlanma gücüne de dayanıyordu. Kamu, güç kaybeden çok sayıdaki büyük bankanın ödeme gücünü artırmak maksadıyla bu bankaların hisse senetlerini aldı. Kısacası, toplumsal kaynaklar, spekülatif faaliyetlerle uğraşıp başarısız olan özel sektör bankalarının emrine verilmiş oluyordu.

Bu bağlamda ve 2008'in sonuna yaklaşırken kısa bir süreliğine, bankaların millileştirmesi olasılığı Washington'da ve başka yerlerde ciddi olarak dikkate alınıyordu. Ancak, bankalar üzerindeki özel mülkiyeti kısa dönemde bile rahatsız etmeyecek geçici bir çözüm olarak sermaye enjekte edilmesini savunanlar sonunda galip geldiler. Yoğunlaşmanın oldukça fazla olduğu İngiliz bankacılık sektöründe de benzer görüşler hâkim oldu; sonuçta, devletin önemli bankalarda çoğunluk hissesine sahip olmasına karşın, yönetimi doğrudan kontrolü altına almamayı seçtiği saçma bir durum çıktı ortaya.

Kısacası, devlet müdahalesi bankaları kurtarmak için kamu kaynaklarını ve kredileri seferber etti, ancak bankacılık sektöründe özel mülkiyete ve yönetime özünde dokunmadı. Bu arada, sermaye yeterliliği şartlarının sıkılaştırılması, banka ikramiyeleriyle ilgili kontroller ve büyük bankaların batmasına izin verecek yeni yöntemler aracılığıyla bankaların "düzenlenmesi" konusunda bitmek bilmeyen tartışmalar yapılıyordu. Bankalar, büyük hacimlerde kamu yardımı almakla kalmayıp, kamuoyunda bankacılık reformuyla ilgili tartışmaları, bankaların üstünlüğüne zarar vermeyecek mecralara yöneltmeyi de başardılar.

Bu somut sonuçlara kısa süre sonra ulaşıldı da. Büyük mik-

tarlarda kamu fonları ve kamu kredileri enjekte edilmesi, finans sektörüne duyulan güveni tazeledi. Düşük faiz oranları, bankalar için maliyetleri düşürerek yeniden büyük kârlar elde etmelerine olanak sağladı. Kamunun devralma tehdidini geri püskürten bankalar kendilerine daha fazla güvenmeye başladılar. Finans piyasaları Mart 2009'dan sonra yavaş yavaş yeniden yaşam belirtileri göstermeye başladı, banka kârları toparlandı, büyük ikramiyeler geri döndü ve menkul kıymetleştirme faaliyetleri ılımlı da olsa yeniden canlandı. Greenspan "hamle"sini bir kez daha yapmıştı, ancak bu sefer daha büyük bir ölçekte ve kelimenin tam anlamıyla en son anda.

Ancak, finansın 2009'un ortalarında istikrar kazanmasına karşın işler normale dönmedi. Bireysel borçlar yüksek olmaya devam etti, bankalar daha önceki menkul kıymetleştirmelerden kaynaklanan batık kredileri taşımaya devam ettiler; gelişmiş ülkeler genelinde yatırımlar azalmıştı, işsizlik durmadan yükseliyordu ve tüketimde hareketlenme gözlenmiyor; bankaların açtıkları krediler, her ne kadar azalmasa da canlanma belirtisi de göstermiyordu. İflas riskinden kurtulan özel bankalar, bilançolarını temizlerken kârlarını da yükseltmeye çalışıyorlardı. Üretimi yükseltip işsizliği azaltacak kredileri artırmakla ilgilenmiyorlardı.

Devlet müdahalesi 2009'un sonlarına gelindiğinde, gelişmiş ekonomilerde finansal istikrarı sağlamak ve yeni bir Büyük Bunalım yaşanması olasılığını sınırlamak konusunda başarılı olmuştu. Ancak, gelişmiş ekonomilerde sermaye birikimi düşük ve kararsız bir büyüme rotasına yerleşmiş gibi gözüküyordu. Devlet, bankaları kurtarmak için muazzam kaynaklar kullanmıştı, ancak bunu yaparken finans sisteminin yapısını belirgin biçimde değiştirmemiş, dolayısıyla sonraki yıllarda birikimin vasat bir performans sergilemesi riskini göze almıştı.

3. TEORİ MUAMMASI

2007-09 krizi ana yolcu iktisadı hazırlıksız yakaladı. Bunu söylerken, pek çok iktisatçının, hatta Uluslararası Ödemeler Bankası ve Merkez Bankaları gibi saygıdeğer kurumlarda çalışan iktisatçıların borç konusunda uyarılarda bulunduklarını göz ardı etmiyoruz. Ancak, ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesinin doğurduğu sistemik tehlikeler genellikle dikkate alınmadı. İlk bakışta bu, göründüğü kadar şaşırtıcı bir şey olmayabilir. Ana yolcu iktisat finans piyasalarının "etkin" olduğunu, yani piyasaların arzı, talebi ve fiyatları gerektiği şekilde ayarlayacak mevcut bütün bilgileri kullandığını varsayar. Bu açıdan bakıldığında, ipotek menkul kıymetleştirmesi hızla artmış olabilir, ancak risk ekonomi genelinde piyasalara yayılmıştır ve riski uygun önlemleri almış olan kişiler üstlenmiştir. Öyle ki, Federal Rezerv başkanı, endişe kaynağı olabilecek bazı yerel nedenlerin olduğunu, ancak 2001-07'de ABD ekonomisinde balon olmadığını tahayyül edebiliyordu.

Bunun aksine, Keynes sonrası [*post-Keynesçi*], özellikle de Minsky'nin çalışmalarından etkilenen iktisatçılar, borç birikiminin gündeme getirdiği sistemik riskin farkına çok daha fazla vardılar ve yüksek sesle defalarca uyarılarda bulundular. Bu nedenle, krizin patlak vermesinden sonra Minsky kökenli teoriler kısa bir süreliğine birdenbire ilgi odağı hâline geldi. Ne yazık ki, "işlerin her zamanki gibi" olmaya başlamasıyla birlikte bu şöhret de fazla uzun sürmedi. Keynes sonrası iktisatçıların tipik olarak öne sürdükleri reform önerilerinin mizacı da sistemik risk teşhislerine kıyasla yetersiz gözüküyordu. Eğer ekonomik istikrarı sağlamanın ön koşulları "büyük banka" ve "büyük hükümet" ise, ekonomi politikasını yapanlar bu araçlara zaten sahiplerdi ve bunları gayretle kullanmışlardı.

Öte yandan, Marksist ekonomi politik için kriz farklı zorlukları gündeme getirdi. Marksist teori, kapitalist krizlerin (son kertede kapitalist üretimin sömürücü mizacından kaynaklanan) siste-

mik mizacına şüphesiz vurgu yapıyordu. Ancak, krizin öne çıkan finansal bir yönü vardı. Ayrıca Marksist iktisatçılar, her ne kadar 2001-07 balonunun şüpheli mizacının farkında olsalar da, dünya ekonomisinde adım adım şiddetlenen finansal gerilimlerle ilgili belirgin bir analiz ortaya koymamışlardı. Kriz Ağustos 2007'de para piyasalarında patlak verdiğinde, Marksistlerin çoğu gerçekte neyle karşı karşıya olduğumuzun farkında değildi.

Marksist ekonomi politik de o dönemde yanlış bir kaygının etkisindeydi. Eğer krizin kaynakları hakkındaki analiz finansın rolünü vurgulamış olsaydı, bu krizin bir şekilde daha az gerçek ve derinlikten yoksun gözükmesine yol açacaktı. Krizin, kendisini finans alanında gösteren bir aşırı üretim krizi olduğunu göstermek önemli gibi görünüyordu. Ayırt edici özellikleri kârların çökmesi ve reel birikimin daralması olan 1973-74'teki çığır açıcı krizlerle benzerlikler arandı. Ne var ki, 1973-74 ile 2007-09 arasında bir benzeşme olmadığı açıktı. Aslında gerilemenin işaretleri 2007'den önce, özellikle de Amerikan konut balonunun 2006'da sönmesiyle birlikte ortaya çıkmıştı, ancak kârlılıkta çöküş yoktu. Keza, kriz öncesinde reel birikimde patlama olduğuna dair hiçbir işarete de rastlanmıyordu. 2001-07 döneminde yaşanan şey tam olarak bir balondu.

Aynı ana fikirden kaynaklanan başka bir görüşe göre, henüz başlangıç aşamasında olan bir aşırı birikim krizi 1970'lerin ortalarından bu yana gelişmiş ekonomilerde varlığını hissettiriyordu, ancak krizin fiilen patlak vermesi çeşitli araçlar sayesinde, hepsinden önemlisi de finansal balonlar sayesinde sürekli ertelenip duruyordu. 2001-07 balonu patladığında, altta yatan esas kriz kendisini gösterebildi. Ancak, günümüz kapitalizmiyle ilgili bu "askıda bekleyen kriz" görüşü ikna edici olmadığı gibi sağlam teorik temellerden de yoksundu. Marx'ın ya da önde gelen diğer iktisatçıların görüşlerinde, sürekli ertelenip duran bir kriz durumunda olmanın kapitalist ekonominin olağan hâli olduğu anlayışını destekleyecek hiçbir şey bulunmuyordu. Kapitalist ekonomi-

ler, sürekli olarak yeniden yapılandırılarak birikimi yeni bir temel üzerine oturtuyorlar.

2007-09 krizi, büyük ölçüde finansal nitelikliydi. Bunun sebebi, finansal mekanizmaların, balonların ortaya çıkmasında ve patlamasında apaçık rol oynaması değildir. Daha da önemlisi, günümüz kapitalizminin daha da 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" (dolayısıyla "gerçek") nedenlerini yansıttığı farz edilen "yüzeysel" bir olgu olarak değerlendirmek yanıltıcı olur. 2007-09 krizinin özgüllükleri tam da finansallaşmanın krizi olmasından kaynaklanmaktadır.

Bu noktanın iyice anlaşılması önem taşıyor, sırf analitik amaçlarla değil. Krizin altta yatan "hakiki" nedenlerini ararken "yüzeysel" finans olgusunu devre dışı bırakma arzusu, pratikte Marksist ekonomi politiğin ideolojik ve siyasi mücadeleye müdahale edebilme gücünü azaltmıştır. 2007-09 krizinin suçlusunun bir "sistem" olarak kapitalizm olduğuna kesinlikle şüphe yok ve bu elbette üretken kesimi de kapsıyor. Ancak, "sistem"in son 20-30 yıllık dönemdeki tikel biçimlenmesi, finansı gelişmelerin tam göbeğine yerleştirmiştir. Analiz yaparken finansa odaklanılması, konuyu saptırmak şöyle dursun, toplum nezdinde inandırıcı olabilecek sonuçlar peşinde olan son sistemik dönüşümü anlamak için kaçınılmazdır. Bu yaklaşım, Marksist ekonomi politiğin şimdiye kadar ancak kıyısından köşesinden dahil olduğu kapitalist ekonomiyle ilgili güncel siyasi tartışmalara daha etkin bir şekilde katılmasını mümkün kılacaktır.

Makalelerden oluşan bu kitapta, 2007-09 krizinin çok yönlü gerçekliği ele alınırken böyle bir anlayışla hareket ettik. Krizin kökenleri, üretim alanı ile dolaşım alanı, özellikle de finans arasındaki değişen ilişkide yatmaktadır. Finansın öne çıkan rolü yü-

zeysel bir olgu olmaktan çok uzaktır. Tam tersine, finansallaşmanın krizinin ayrılmaz bir parçasıdır.

4. KİTABIN HAZIRLANMASI

Bu kitap, başta para ve finans olmak üzere günümüz kapitalizminin gelişimini inceleyen ekonomi politikçilerin oluşturduğu bir ağ olan Para ve Finans Araştırmaları (RMF) grubunun bir çalışmasıdır. Küresel finans sisteminin büyük gerilimlere gebe olduğu daha 2007 yazında açıkça görülüyordu. Bir yandan ana yolcu iktisadın yaklaşımı ile finansın ampirik gelişimi hakkında bilgi sahibi olurken, öte yandan da Marksist ekonomi politiğe yaslanacak bir analiz yapma ihtiyacı aciliyetini hissettiriyor; her şeyden öte, finansallaşmayı, kapitalist ekonominin son 30 yıllık dönemde geçirdiği yapısal bir dönüşüm olarak incelemek gerekiyordu.

Çalışma, *Historical Materialism* dergisi için finansallaşma ve kriz konulu bir sempozyum düzenlenmesi olasılığının ortaya çıktığı 2007'nin sonlarında şekillenmeye başladı. Mart 2008'de, Kadir Has Üniversitesi'nde RMF'nin ve Türkiye'den ekonomi politikçilerin katıldığını bir çalıştay düzenlendi. RMF'nin argümanlarının, tam da o sırada yaşanan Amerikan yatırım bankası Bear Sterns'in çöküşü de dahil, güncel olayları açıklayıcı gücü olduğu belirginleşmişti. Ardından RMF, Londra'da Mayıs 2008'de Doğu ve Afrika Çalışmaları Okulu'nda uluslararası bir konferans düzenledi. Marksist, Keynes sonrası ve diğer Heterodoks teorisyenlerin geniş katılımıyla finansallaşma ve finansal istikrarsızlık konularında kapsamlı tartışmalar yapıldı.

2008 yazında küresel finansın gittikçe kötüye gittiği ve büyük bir krizin kaçınılmaz olduğu açıktı. Ancak, Eylül-Ekim 2008'de felaket boyutuna varan bir patlama olacağını hiç kimse tahmin edememişti. Finans sistemlerin tamamen çökmenin eşiğine geldiği ve dünya ekonomisinin derin bir resesyona doğru gittiği bu ortamda, Marksist ve Heterodoks fikirleri takip edenlerin sayısı hızla arttı. Örgütler, işçiler ve aydınlar hakkındaki ana yolcu, pi-

yasa yanlısı fikirlerin güç kaybeder gibi gözüktüğü kısa bir ideolojik hengâme döneminden geçtik.

Ancak, 2009'un başlarına gelindiğinde ana yolcu görüş kendini toparlamıştı. Eğer yapılacaksa, reformlar finans kesimi tarafından dikte edilecek ve finansallaşmayı tehdit etmeyecekti. Neoliberal ideoloji hiç şüphesiz ki büyük bir darbe almıştı, ancak politika oluşturulmasında, üniversitelerde ve uluslararası kurumlarda en önemli mevkileri hâlâ denetimi altında tutuyor; işlerin her zamanki gibi devam etmesi giderek hâkim görüş hâline geliyordu. Ancak, resesyonun boyutu ve derinliği neoliberal ideoloji açısından işleri güçleştirmişti. Marksist ve heterodoks kriz analizleri için hâlâ yer vardı, ancak yaşanan çalkantıyı, finansallaşmanın daha geniş parametreleri içine yerleştirmek hayati önem taşıyordu.

Historical Materialism dergisi, 17.2 numaralı sayısında Lapavitsas, Dymski ve Dos Santos'un makalelerinden oluşan finansallaşma ve kriz sempozyumunu işte böyle bir bağlamda gerçekleştirdi. Dergi, büyük bir nezaket örneği göstererek bu makalelerin elinizdeki kitapta kullanılmasına izin verdi. Finansın ve günümüz kapitalizminin daha kapsamlı yönlerini ele alan beş makale daha hazırlanarak günümüz kapitalizminin yapısal dönüşümü olarak finansallaşmanın daha somut bir resmini çizmek mümkün oldu.

Kitap iki kısımdan oluşuyor. Birinci kısımda finansallaşmanın ülke içiyle ilgili yönlerine odaklanılıyor ve krizin, gelişmekte olan ülkelerin finans sistemlerinin işleyişinin kökenleri araştırılıyor. Lapavitsas'ın kaleme aldığı makalede, finansallaşmanın kapitalist ekonomilerin yapısal dönüşümünü temsil ettiği, üretimle dolaşım arasındaki dengeyi ikincinin lehine olacak şekilde değiştirdiği savunuluyor. Finansallaşmanın belirgin özelliği kapitalist işletmelerin açık finans piyasalarına yönelmeleri ve buna bağlı olarak bankaların da hem bireylere kredi vermeye hem de finans piyasalarında aracılık işlevini üstlenmeye yönelmeleridir.

Bir finansal müsadere biçimi olarak ücretlerden doğrudan doğruya çekilip alınan değer, önemli hacimleri bulan finansal kârların kaynağını oluşturuyor. Dymski, zengin ampirik ayrıntılar sunan makalesinde, finansal kârların ABD'nin en yoksul kesimlerinin gelirinden çekilip alınmasını inceliyor. Irksal (siyahi ve Latin kökenli borçlanıcıları hedef alan) bir yönü de bulunan yağmacı nitelikteki uygulamalar, 2001-07'de ABD'de yaşanan balonun ayırt edici özelliklerini oluşturuyordu. Dymski, Amerikan balonu ile krizin, sömürücü ve aslında pek de gizli olmayan ırksal bir yöne sahip olduğunu gösteriyor.

Ardından Dos Santos, finansallaşma sırasında bankaların bireysel işçilere yönelmesini daha ayrıntılı olarak inceliyor. Dos Santos, büyük ve uluslararası çapta faaliyet gösteren bankalardan oluşan bir örnekleme kullanarak, bankaların kârlarında bireysel kredilerin öneminin giderek arttığını ortaya koyuyor. Tüketim ve konut ihtiyaçlarını karşılamak için borçlanan işçiler, parasal gelirlerinin önemli bir kısmını üretim noktasındaki sömürüyü andıran (ama aynı olmayan) şartlarda bankalara aktarıyorlar. Bu süreçler, finansallaşma açısından kapitalist ekonominin yapısal değişimi kadar büyük bir önem taşıyorlar. Aynı kısımda, Papadatos Merkez Bankalarını ele alıyor. Finansallaşmış kapitalizmin rakipsiz politika üretme kuruluşları olarak ortaya çıkan Merkez Bankaları, 2007-09 kriziyle mücadelede kilit bir rol üstlendiler. Papadatos, Merkez Bankası müdahalesinin, finansal rahatsızlıkları esnek bir şekilde yönetebilmek adına önceden izlenen enflasyon hedeflemesi stratejisini terk etmeyi gerektirdiğini gösteriyor. Sonuçta, finansın yarattığı kayıplar toplumsallaştırılırken, finans kurumlarının kârları korunmuştur.

İkinci kısımda, dikkatimizi finansallaşmanın uluslararası yönüne çeviriyoruz. Itoh, çalkantının gündeme getirdiği en dikkat çekici konularından birini, yani 1990'larda Japonya'da yaşanan krizle 1930'ların Büyük Bunalımı arasında ne gibi benzerlikler olduğunu değerlendiriyor. Itoh, 2007-09 krizinin, Japonya'daki

krizden çok daha büyük bir balondan kaynaklandığını tespit ediyor. 1980'lerde Japonya'da yaşanan spekülatif patlama, hisse senedi ve konut piyasaları kapsamasına karşın 2001-07 döneminde ABD'de yaşanan spekülatif patlamadan daha küçük çaplıydı. Ancak Itoh, özellikle devletin şu anda ekonomide çok daha büyük bir rol oynaması nedeniyle krizin 1930'lardaki kadar ağır olmasının pek muhtemel olmadığını da savunuyor.

Morera ve Rojas, finansallaşmanın en dikkat çekici uluslararası özelliği olan küresel sermaye akımlarını ele alıyorlar. Zengin ampirik malzemeyle destekledikleri çalışmalarında, ABD doları ekseni etrafında dönen uluslararası sermaye akımlarının büyümesini ve karmaşıklığını gösteriyorlar. Dolar hegemonyası, ulusal piyasalarla finans sistemlerini birbirlerine bağlayan dünya finans alanının pekiştirilmesini kolaylaştırmıştır. Morera ile Rojas'ın bu konuda kanıt olarak gösterdikleri petrol piyasasının rolü özellikle dikkat çekici. Painceira, net sermaye akımlarında 2000'lerde yaşanan çarpıcı tersine dönüşü de ele alarak sermaye akımlarını daha yakından değerlendiriyor. Gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervi biriktirmeye yönelmeleri, son 10 yılda dünya ekonomisinde yoksulların zenginlere finansman sağladıkları anlamına geliyor. Bir dizi gelişmekte olan ülkenin ABD'ye üstü kapalı bir şekilde sübvansiyon sağlaması, günümüz emperyalizminin belirgin özelliğini oluşturuyor. Bu süreç, 2007-09 balonunda da kilit bir rol oynamıştır.

Son olarak Ergüneş, finansal gelişmenin en yeni ama en az araştırılmış yönünü, yani orta gelir düzeyindeki ülkelerde yurtiçi finansallaşmanın ortaya çıkışını yakından inceliyor. Kısmen uluslararası sermaye akımlarının, kısmen de yabancı bankaların gelişinin teşvik ettiği yurtiçi finans, 2000'lerde gelişmekte olan pek çok ülkede büyük ölçüde değişim yaşamıştır. Türkiye üzerine odaklanan Ergüneş, bankaların bireylere açtıkları kredilerin 2001'den bu yana hızla arttığını gösteriyor. Öyle gözüküyor ki, orta gelir düzeyindeki ülkelerde yerli ve yabancı bankalar yatırım

kredileri vermek yerine tüketimi teşvik ediyorlar. Bunun gelişme ve iç istikrar üzerinde derin içermelerinin olması muhtemeldir.

Finansallaşmanın ve 2007-09 krizinin son derece karmaşık bir olgu olduğunu ve bu kitabın ilgili konuların ancak küçük bir kısmını kapsadığını söylemeye dahi gerek yok. Yine de kriz, neoliberal ideolojiyi zayıflatırken ekonomi politiğe alan açmıştır. Bu kitapta bir araya getirilen katkıların, ekonomi politiğin günümüzde karşı karşıya olduğu en yakıcı konulardan biri olan finansallaşmış kapitalizmin mizacı hakkında yeni tartışmalara vesile olacağını umut ediyoruz.

FİNANSALLAŞMIŞ KAPİTALİZM: KRİZ VE FİNANSAL MÜSADERE[1]

Costas Lapavitsas

1. GİRİŞ: FİNANSALLAŞMANIN ÇEŞİTLİ BOYUTLARI

Ağustos 2007'den bu yana dünya ekonomisini yavaş yavaş etkisi altına alan fırtına, finansallaşmış kapitalizmin tam anlamıyla olgunlaşmış krizidir. Kriz, halihazırda birikimde önemli aksamaya yol açmış olmasına karşın, doğrudan doğruya üretimdeki bir sıkıntıdan kaynaklanmadı. Krizi ABD'li işçilerin en yoksul kesimlerinin konut borçlarının, kapitalizmin tarihinde daha önce eşi görülmemiş bir şekilde ortaya çıkması hızlandırdı. Dolayısıyla 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 hâle getirdi. Ticari bankalar, bir yandan sınai ve ticari sermayeden giderek uzaklaşırken, öte yandan da yatırım bankacılığını benimseyip kâr kaynağı

1 Bu makalenin ilk taslakları Mart 2008'de Kadir Has Üniversitesi'nde yapılan atölye çalışmasında ve Mayıs 2008'de SOAS'ta düzenlenen bir konferansta sunulmuştur. SOAS Para ve Finans Araştırmaları grubu üyelerine getirdikleri yorumlardan ötürü özellikle teşekkür etmek istiyorum. Ayrıca, isimlerini burada tek tek sayamayacağım pek çok kişiye de teşekkür borçluyum.

olarak bireysel gelire yöneldiler. Yatırım bankacılığı ve finansallaşmış kişisel gelirler bileşimi, 2001-07 arasında ABD'de ve başka yerlerde çok büyük bir balonla sonuçlanmış, nihayetinde de felakete yol açmıştır.

Olgun kapitalist ekonomiler finansallaşırken, balon sırasında finansal kâr kaynaklarının önemli ölçüde değiştiği iyice belirginleşti. Finansal kârların doğrudan doğruya işçilerin ve diğer kesimlerin kişisel gelirlerinden elde edilmesi giderek önem kazanmıştır. Bu sürece finansal müsadere ismini verebiliriz. Bu kârlar, çoğunlukla hizmet ücretleri, komisyonlar ve kurumların kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemleri [*proprietary trading*] biçiminde yatırım bankacılığı vasıtasıyla elde edilen finansal kazançlara denk düşmektedir. Bu kârlar bir ölçüde de kişisel gelirden, özellikle de halkın tasarruflarının kullanılmasından kaynaklanır.

Finansal müsadere ile yatırım bankacılığından sağlanan kârlar, toplumsal yapıda değişikliklere tekabül ediyor. Bu kârlar, finans ve sanayi kesimlerinde çalışan yöneticilerin yanı sıra avukatlar, muhasebeciler ve teknik analistler gibi daha alt kademelerdeki çalışanlar arasında paylaşılıyor. Bu eğilim rantiyenin geri dönüşü gibi gözüküyor, ancak modern rantiyeler tahvil kuponlarını kesmekten olduğu kadar finans sistemi içindeki göreli konumlarından da gelir elde ediyorlar. Sıra dışı ödemeler, (maaşlar, ikramiyeler ve hisse senedi opsiyonları dahil) meşru farz edilen hizmetler için alınan karşılıklar biçiminde gerçekleşiyor. Günümüzün rantiyeleri finansallaşmanın sonucudur ama onun itici gücü değildir.

Ayrıca, ekonomi politikasının üretilmesinden sorumlu olan kurumlar da finansallaşma sürecinde önemli ölçüde değişmiştir. Yasal ve pratik bağımsızlıkla güçlenen merkez bankaları egemen hâle gelmiştir. Spekülatif finansal aşırılıkları müşfik bir bakışla seyreden merkez bankaları, toplumsal kaynakları finansçıları krizden kurtarmak amacıyla seferber etmişlerdir. Ancak kriz ilerledikçe merkez bankalarının gücünün de sınırlarının olduğunun ortaya çıkması, merkezi devletin müdahalesini gerektirmiştir.

Finansallaşma, emperyalizmin karmaşıklığını da derinleştirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin büyük miktarlarda uluslararası rezervler tutmaya zorlanması, yoksulların zenginlere net olarak borç vermeleri sonucunu doğurmuştur. Özel sermaye yüksek getiriler elde etmek için gelişmekte olan ülkelere akmış, ancak gelişmekte olan ülkelerin (karşılığında pek az getiri elde ettikleri) rezerv biriktirme çabaları aksi yönde daha büyük bir akıma yol açmıştır. Her ne kadar bahsettiğimiz bu anarşik sermaye akımları ABD'de 2001-07 balonun ortaya çıkmasına katkıda bulunmuş olsa da, uluslararası ödeme aracı ihraççısı olması nedeniyle bu akımlarından en fazla yararlanan ülke yine ABD olmuştur.

Finansallaşma son olarak finansın sahip olduğu etik, ahlak ve zihniyet anlayışının toplumsal ve bireysel yaşama nüfuz etmesini mümkün kılmıştır. Finansçının yaptığı uygulamaların bayağı bir şekilde resmileştirilmesinden ibaret olan "risk" kavramı halk arasındaki konuşmalarda öne çıkmıştır. Konutların ve emeklilik maaşlarının "yatırımlara" dönüşmesinin açığa çıkardığı açgözlülük dalgaları, bireyleri finansal balonların içine çekmiştir. Elbette direnişler ve toplumsal alternatif arayışları da olmuştur, ancak koşulları dünya genelinde belirleyen finans olmuştur.

Bu makale, finansallaşmanın ve beraberinde ortaya çıkan krizin analiz edilmesi için atılmış bir adımdır. Bunu yaparken, Marx'ın çalışmalarından ve Marksistlerin 20. yüzyılın eşiğinde yaptıkları emperyalizm tartışmalarından yararlanmaya çalıştım. Makalenin başında ABD finansal balonunun ortaya çıkışını kısaca tartıştıktan sonra 2. Kısım'da balonun patlamasını ele alacağım. Bu kısımda, daha önce benzeri görülmemiş bu olayın, yatırım bankacılığının yükselişinin eşlik ettiği kişisel gelirin finansallaşmasından kaynaklandığı gösterilmektedir. Krizin kökenlerini daha iyi kavrayabilmek amacıyla 3. Kısım'da finansallaşmanın tarihsel ve kurumsal arka planını yine kısaca inceleyeceğiz.

Ardından 4. Kısım'da, finansal kârın sızdırılmasının nasıl bir süreç vasıtasıyla küresel iktisadi çalkantıya yol açtığını analiz edeceğiz. Bu kısımda, finansal müsadere ile yatırım bankacılığı

arasındaki etkileşimin ticari bankalar açısından likidite ve ödeme gücüyle ilgili gerilimi şiddetlendirdiği gösteriliyor. En büyük ticari bankaların birçoğunun fiilen iflas durumunda olması reel birikimi felce uğratmıştır. Krizin esas çıkış yeri olan ABD analizimizin odak noktasını oluşturuyor, ancak belli başlı kapitalist ekonomilerde gözlenen genel yapısal eğilimleri de gözler önüne sereceğiz. Makalenin 5. Kısmı'nda günümüzün rantiyelerini tartışırken finansallaşmanın sınıf bileşimi açısından doğurduğu sonuçları ele alacağız. 6. Kısım'da Marksist finans kapital kavramının günümüzde anlamını ne ölçüde koruduğunu tartışacağız.

2. FİNANSALLAŞMA KRİZİNİN KISA ANATOMİSİ

2.1 Konutlar, menkul kıymetleştirme ve balonun şişmesi

Yaşamakta olduğumuz krizin kaynağı, ABD'de işçilerin sahip oldukları konutların finansallaşmasında yatıyor. İpotek karşılığı borçlanma 2001-03 arasında hızla yükseldikten sonra gerilemiş, yine de 2006'ya gelinceye değin yüksek düzeyde kalmaya devam etmişti.

Tablo 1. ABD'de İpotek Karşılığı Borçlanma: 2001-06 (milyar $)

Yıl	Toplam İpotekler	Genel Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)	İkinci Kalite	Menkul Kıymetleştirilmiş İkinci Kalite	İkinci Kalite Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)	AFİK
2001	2.215	60,7	160	96	60,0	355
2002	2.885	63,0	200	122	61,0	679
2003	3.945	67,5	310	203	65,5	1.034
2004	2.920	62,6	530	401	79,8	1.464
2005	3.120	67,7	625	508	81,3	1.490
2006	2.980	67,6	600	483	80,5	1.340

Kaynak: Inside Mortgage Finance; İpotek Kredisi Göstergeleri, Ürünlere Göre İpotek Kredileri, Ev İpotekleri için Menkul Kıymetleştirme Oranları.

2001-03 arasında ipotek karşılığı borçlanmada gözlenen hızlı artış, yüksek gelirli hanehalklarının konut talebini karşıladı. Bu talebin karşılanmasının ardından ikinci kalite [*subprime*] ipotek karşılığı borçlanma, özellikle 2004-06 arasında hızla yükselerek 1,75 trilyon dolara (toplam ipotek karşılığı borçlanmaların %19,5'una) ulaştı. Borçlananlar ABD işçi sınıfının daha yoksul kesimlerine mensup kişiler, çoğunlukla siyah ya da Latin kökenli kadınlardı.[2] Genellikle bu insanlar, tipik olarak düşük bir faiz oranıyla başlayıp akabinde ayarlanarak yükseltilen Ayarlanabilir Faizli İpotek Kredilerinden (AFİK) faydalanmışlardı. AFİK'in toplam büyüklüğü 2004-06 arasında 4,3 trilyon dolara (toplam ipotek karşılığı borçlanmaların %47,6'sına) yükseldi.

Dolayısıyla, balonun oluşması sırasında kişisel gelirlerin finansallaşması ABD işçi sınıfının en yoksul kesimlerine kadar ulaştı. O zamanlar finansın "demokratikleşmesi" olarak görülen bu gelişme, geçmiş dönemlerde bankaların yoksulların üzerine "kırmızı çizgi çekme" uygulamasına birdenbire son verdiklerine işaret ediyordu. Ne var ki konut sorunlarının özel finans aracılığıyla çözüme kavuşturulması çok geçmeden milyonlarca kişiyi evsiz kalma riskiyle karşı karşıya bırakacak bir felakete dönüşecekti.

İkinci kalite ipotek kredisi piyasası, büyümesine karşın ABD (dolayısıyla dünya) finans sistemini doğrudan doğruya tehdit edecek kadar büyük değildir. Ancak, özellikle ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi sayesinde yatırım bankacılığının da eşzamanlı olarak büyümesi nedeniyle beklenmedik bir etki yaptı: 2004-06 arasında 1,4 trilyon dolar (toplamın %79,3'ü) büyüklüğünde ikinci kalite ipotek kredisi menkul kıymetleştirildi. Bütün ipotek kredileri için ortalama menkul kıymetleştirme oranının %63,9 olduğu düşünülürse, bu oldukça yüksek bir orandı. Basitçe söylemek gerekirse menkul kıymetleştirme, ipoteklerin küçük parçalara bölünüp, daha büyük bileşimler içinde paketlenmesi ve bunların da yeni menkul kıymetler olarak satılmasını ifade eder. Böylece, ikinci kalite ipotek borçlarından oluşan ufak parçalar, dünyanın

2 Bkz. Dymski (2009).

dört bir yanındaki finans kurumlarının ellerinde tuttukları menkul kıymetlere katıştırılmış oldu.

Konut patlamasının gerisinde, kişisel gelirin finansallaşmasının diğer biçimlerinin yoğunlaşması vardı. Konut fiyatlarının yükselmesi konut sahiplerini yeniden ipotek ettirmeye ve aldıkları paraları başka amaçlarla kullanmaya teşvik etti. "Net varlık edinimi" denilen bu süreç balonun önemli bir özelliğiydi:

Tablo 2. ABD'de İpotek Refinansmanı: 2000-07

Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam İpotekler (trilyon $)	1,1	2,2	2,9	3,8	2,8	3,0	2,7	2,3
Refinansman (%)	20,5	57,2	61,6	66,4	52,8	52,0	48,6	49,8

Kaynak: İpotek Bankacıları Birliği; Toplam İpotek Tahminleri, 24.03.2008 tarihinde güncellenmiştir.

Buna koşut bir diğer sonuç, harcanabilir gelire oranı yüzde sıfıra yaklaşan kişisel tasarrufların çökmesi oldu (Tablo 3). Finansallaşmanın uzun dönemli bir yönü olan kişisel tasarrufların azalması, bireylerin finans sistemine giderek daha fazla katılmasını ve bireysel borçların buna koşut olarak artmasını yansıtır. 1970'lerde ve 1980'lerin başlarında harcanabilir gelirin %9-10'u kadar olan kişisel tasarruflar bu dönem boyunca sürekli gerilemiştir. Ancak, bu oranın ABD'de %0,4 düzeyine düşmesi oldukça çarpıcıdır ve tarihte olgun kapitalist bir ülkede daha önce benzeri görülmemiş bir gelişmedir.

Tablo 3. ABD'de Kişisel Tasarruflar: 2000-07

Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tasarruflar (milyar $)	168,5	132,3	184,7	174,9	181,7	44,6	38,8	42,7
Harcanabilir Gelirin %'si olarak Tasarruflar	2,3	1,8	2,4	2,1	2,1	0,5	0,4	0,4

Kaynak: Federal Rezerv Bankası, Fon Akımı, çeşitli sayılar.

Tasarruflar çökerken, ABD'nin zaten büyük olan ticaret dengesi açığı hızla artarak 2006'da 762 milyar dolar düzeyine yükseldi. Bu açıklar, ABD'nin 2001-07 arasında yaşadığı belirgin büyüme ve refah döneminin temellerini oluşturuyordu.

Tablo 4. ABD Dış Ticaret Açığı: 2000-07 (milyar $)

Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	379,5	367,0	424,4	499,4	615,4	714,6	762,0	708,6

Kaynak: Federal Rezerv Bankası, Fon Akımı, çeşitli sayılar.

2.2. Kredilerin balonu beslemesi

Para politikası, balonun ortaya çıkışına ve patlamasına doğrudan katkıda bulundu. Federal Rezerv, 1999-2000 teknoloji balonunun ardından faiz oranlarını hızla indirmiş ve düşük düzeylerde tutmuştu. 2004'ten sonra faiz oranlarının yavaş yavaş yükselmesi balonun sonunu getirdi.

Tablo 5. Efektif Federal Fonlar Oranı: 2000-2007

Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	6,24	3,88	1,67	1,13	1,35	3,22	4,97	5,02

Kaynak: Federal Rezerv Bankası, Faiz Oranları, çeşitli sayılar.

Fed'in sağladığı ucuz kredilerin yanı sıra, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke 2000'lerin ortalarında kendilerini büyük ticaret fazlalarıyla (yurtiçi tasarrufların yatırımlardan fazla olması) karşı karşıya buldular. Bu gelişmenin karşı tarafında, ABD ile İngiltere'de ticaret açıkları ve tasarruf eksikliği vardı (bu, aynı ölçüde olmasa da Fransa, İtalya ve başka yerler için de geçerliydi).

Tablo 6. Tasarruf-Yatırım Farkı (GSYİH'nin %'si olarak)

Yıl	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ABD	-4,2	-5,1	-5,5	-6,0	-5,9	-5,1
İngiltere	-1,6	-1,3	-1,6	-2,5	-3,9	-4,9
Almanya	2,0	1,9	4,3	4,6	5,0	5,6
Japonya	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8
Gelişen Asya	2,4	2,8	2,6	4,1	5,9	6,8
Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT)	6,4	6,3	8,3	8,6	7,4	4,5
Ortadoğu	4,8	8,3	11,8	19,7	20,9	19,8
Afrika	-1,7	-0,4	0,1	1,8	2,8	0,3

Kaynak: IMF, World Economic Outlook 2008.

Ticaret fazlası veren ülkeler, döviz kurlarını savunmak ve sermaye akımlarının aniden yön değiştirmesinden korunmak amacıyla âdeta dünya parası konumuna sahip olan dolar rezervleri biriktirmeye çalıştılar. Rezerv biriktirme stratejisi, başta Uluslararası Para Fonu (IMF) olmak üzere uluslararası örgütlerin gelişmekte olan ülkelere dayattıkları bir stratejiydi aynı zamanda. Sonuç, yoksullaşan Afrika'nın bile yabancı döviz rezervleri biriktirmesi oldu.[3]

Tablo 7. Rezerv Birikimi, Seçilmiş Gelişmekte olan Ülkeler ve Bölgeler (milyar $)

Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam	800,9	895,8	1.072,6	1.395,3	1.848,3	2.339,3	3.095,5	4.283,4
Çin	168,9	216,3	292,0	409,0	615,5	822,5	1.069,5	1.531,4
Rusya	24,8	33,1	44,6	73,8	121,5	156,5	296,2	445,3
Hindistan	38,4	46,4	68,2	99,5	127,2	132,5	171,3	256,8
Ortadoğu	146,1	157,9	163,9	198,3	246,7	351,6	477,2	638,1
Sahra Altı Afrika	35,0	35,5	36,0	39,9	62,3	83,0	115,9	144,9

Kaynak: IMF, World Economic Outlook 2008.

3 Bkz. Painceira (2009). Rezervlerin tahmini toplumsal maliyeti için bkz. Rodrik (2006).

Rezerv biriktirme, merkez bankalarının Amerikan devlet tahvilleri satın alması anlamına geliyordu. Dolayısıyla, faiz oranlarının görece düşük olmasına ve doların değer kaybetmesi durumunda sermaye kaybı olasılığının bulunmasına karşın, ticaret fazlalarının büyük bir kısmı ABD'ye aktı. Gelişmekte olan ülkelerin böylece ABD ile ilişkilerinde net sermaye ihraççısı hâline gelmeleri, Fed'in tam da kredileri kısmaya başladığı 2005-06 yıllarında ödünç verilebilir sermaye miktarını bollaştırmış oluyordu.

2.3. Balonun patlaması ve likidite kıtlığı

Kriz, ABD konut patlamasının 2006'da tamamen tükenmesinden sonra ortaya çıktı. Konut fiyatları 2007'de %5-10 azaldı ve azalma 2008 boyunca hızlanarak devam etti. 2007'nin dördüncü çeyreğinde, ödemelerini zamanında yapamayanların sayısı 2,1 milyon kişiye ulaştı. Bu çöküşün merkezinde yüksek riskli AFİK'ler yer alıyordu: AFİK'ler toplam ipoteklerin %7'sini oluştururken, haczedilen ipotekli konutların %42'si bu kategoride yer alıyordu. Birinci kalite (daha az riskli) AFİK'ler de sorunluydu: Toplam ipoteklerin %15'ini oluştururken, haczedilen ipotekli konutların %20'si bu kategoride bulunuyordu. 2008'in ikinci çeyreğinde haciz oranları daha önce görülmemiş düzeylere yükseldi: ikinci kalite AFİK'lerde %6,63'e ve birinci kalite AFİK'lerde %1,82'ye.[4] İkinci kalite ipoteklerde başlayan kriz birincilere de sıçramıştı. Yalın mekanizmalar açıktır: Faiz oranlarının yükselmesi ve konut fiyatlarının düşmesi, giderek artan sayıda AFİK sahibinin borcunu ödeyememesine yol açmıştır.

Balonun patlamasının analitik açıdan en önemli özelliği, bankaların likidite ve ödeme gücü sorunlarının birbirini destekleyerek, krizi adım adım ağırlaştırmasıydı. Bu, kişisel gelirin finansallaşması ile yatırım bankacılığının yaygınlaşmasının doğrudan bir sonucuydu. Yatırım bankacılığı uygulamalarının yaygın bir

4 İpotek Bankacıları Birliği, Ulusal Temerrüt Araştırması [*National Delinquency Survey*], çeşitli sayılar.

şekilde benimsenmesi, ticari bankalar açısından likidite ile ödeme gücü arasındaki gerilimi şiddetlendirdi. Bu arada bağımsız yatırım bankaları *en masse*[5] baskılara maruz kalıyorlardı.

Ağustos 2007'de bankalar arası para piyasasında likidite kıtlığının baş göstermesiyle başlayan finansal çalkantı, yavaş yavaş bir ödeme gücü krizine dönüştü.[6] Sebep, ABD ve diğer gelişmiş ülke bankalarının ellerinde ipoteğe dayalı menkul kıymetler tutmaları ya da bu tür menkul kıymetleri ellerinde bulunduran finans kurumlarını desteklemek zorunda olmalarıydı. Geri ödenmeyen ipotekler arttıkça bu menkul kıymetler de giderek satılamaz hâle gelmiş, bankaların ödeme gücüyle ilgili kuşkuların doğmasına yol açmıştı. Bankalar, likit kaynaklarını yeni krediler açmakta kullanmak yerine ellerinde tutmayı tercih ediyorlardı.

Likidite kıtlıkları, 3 aylık LIBOR[7] oranı (bankalar arası borçlanma oranı) ile 3 aylık Gecelik Endeksli Swap (OIS) oranının (finansal türevlerin bankalar arası alım-satımında temel öneme sahip risksiz oran) birbirinden ne kadar uzaklaştığına bakılarak anlaşılabilir. Normalde birbirine oldukça yakın düzeylerde seyreden bu iki oran Ağustos 2007'den sonra birbirinden epeyce uzaklaşmış, 2007'nin sonu ve 2008'in başı itibariyle LIBOR ile OIS arasındaki fark %1'in üzerine çıkmıştı.[8] Ne var ki bu fark, Eylül/Ekim 2008'de ulaştığı düzeyle karşılaştırıldığında yine de önemsiz kalıyordu.

Balonun patlaması böylece basındaki ekonomik hava tahmini uzmanlarını oldukça zorlayacak bariz bir çatışkıya yol açtı: Piyasalarda sermaye bolluğu hüküm sürüyor ama likidite kıtlığı yaşanıyordu. Bu olgu aslında ne çelişkili ne de yeni bir şeydi. Finansal krizlerde para büyük önem kazanır: Kapitalist ekonomi değerle dopdolu olabilir, ancak yalnızca para biçimindeki değer işe

5 (Fransızca) Topluca, hep birlikte –*çev*.

6 Para piyasasının Marksist ekonomi politiğin bakış açısıyla yapılmış bir analizi için bkz. Lapavitsas (2003), 4. Bölüm ve Lapavitsas (2007).

7 Londra Bankalar Arası Faiz Oranı –*çev*.

8 Miskin (2008).

yarar ve gömüleme nedeniyle para genellikle ortada gözükmez.[9] Bu durum, 2007-08 yıllarında küresel finans sisteminde hüküm sürmeye devam etti. Ödünç verilebilir sermaye bolluğu vardı, ancak finans kurumlarının gömüleme tutumu yüzünden yükümlülüklerin karşılanmasında kullanılabilecek likidite (yani para) kıtlığı söz konusuydu.

2.4. Bankaların ödeme gücü ve devlet müdahalesi

Merkez bankaları, kalıcı hâle gelen likidite kıtlığıyla mücadele edilmesine yönelik devlet girişimlerine öncülük ettiler. Fed ve diğer merkez bankaları, Açık Piyasa İşlemleri, reeskont penceresi kredileri, Vadeli İhale Kolaylıkları (TAF), yatırım bankalarına doğrudan borç verme, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin devlet tahvilleriyle değiştirilmesi, sanayi ve ticaret şirketlerinin bonolarının satın alınması gibi sıra dışı yöntemlere başvurdular. Verilen bu borçların bir kısmı için karşılık gösterilen teminatların yetersiz olması nedeniyle kredi riski merkez bankalarına aktarılmış oluyordu. Aynı zamanda merkez bankası faiz oranları 2008 boyunca tedricen aşağı çekildi (ABD'de %0'a yaklaştı). Düşük faiz oranları, kaynak maliyetini azaltarak bankalara sağlanan bir sübvansiyon işlevi görüyordu.

Ancak likidite enjeksiyonları, finansallaşmış gelir ile yatırım bankacılığının iyice bozulan işleyişini tek başına düzeltmekten uzaktı. 2008'de kriz, likidite ile ödeme gücü arasındaki gerilimden kaynaklanan ve devlet müdahalesinin sınırlarını gözler önüne seren iki önemli doruk noktasından geçti. İlki, Ağustos 2007 itibariyle henüz geri ödenmemiş türev araçları olarak 12,1 trilyon dolarlık itibari değere sahip dev bir yatırım bankası olan Bear Sterns'in Mart ayında çökmesiydi.[10] İpoteğe dayalı varlıkları yüzünden borçlarını ödeyemeyen banka, kendisini para piyasasından borçlanamaz hâlde buldu. ABD Hazinesi ile birlikte hareket

9 Marx (1976), 1. bölüm.

10 Bear Sterns (2007), s. 55.

eden Fed, bankanın JP Morgan tarafından devralınmasını sağlayarak çöküş sürecini yönetti (Bu amaçla JP Morgan'a 29 milyar dolar kredi açıldı). En önemlisi de tahvil sahipleri ve bankanın diğer alacaklıları paralarını geri aldılar.

Bear Sterns'in iflası, yatırım bankacılığı ile finansallaşmış kişisel gelirin başarısız birlikteliğinin tipik bir örneğiydi. ABD devleti, bankanın çöküşünün yol açtığı şok dalgalarını yatıştırmayı başarmış, ancak finansallaşma mekanizmalarının kökleri daha derinlerde yatan başarısızlığını kavrayamamıştı. Hisse senedi alıcılarının neler olup bittiğini en sonunda anlamaya başlamasıyla birlikte hisse senedi piyasalarının Aralık 2007'den sonra sürekli değer kaybetmesi durumu daha da güçleştirdi. Aralık 2007'de 13.300 düzeyinde olan Dow Jones endeksi Ağustos 2008'de 11.300'e gerilemişti. Banka hisse senetlerinin hızla değer kaybetmesi, bankaların ipoteğe dayalı ve diğer menkul kıymetlerden kaynaklanan kayıplarını destekleyecek özel sermaye bulmalarını giderek zorlaştırdı. Likidite ve ödeme gücü sorunlarının bankalar açısından ölümcül bir bileşim olduğu ortaya çıkmıştı.

Kapitalist bankacılık tarihine geçen ikinci önemli doruk noktası Eylül-Ekim 2008'de yaşandı. ABD konut piyasasında borç ödememe vakalarının artması, Fannie Mae ile Freddie Mac[11] kurumlarını çöküşün eşiğine getirmişti. ABD'de bir yılda gerçekleştirilen ipoteğe dayalı menkul kıymet işlemlerinin yaklaşık yarısını üstlenen devlet destekli bu iki kurum genellikle yalnızca birinci kalite menkul kıymet satın alırlar. Ancak, balonun oluşumu sırasında ikinci kalite ipotekler dahil olmak üzere, daha riskli yatırım bankacılığı faaliyetlerine bulaşmak zorunda kalmaları, devleti bu kurumları kamulaştırmak zorunda bıraktı. Bundan yalnızca birkaç gün sonra bir diğer yatırım bankası devi Lehman Brothers, Bear Sterns'inkine benzer bir durumla karşı karşıya kaldı. Bu sefer Hazine, Fed'in de göz yummasıyla zor durumdaki bankanın

11 Sırasıyla Federal Ulusal İpotek Kurumu (Fannie Mae) ve Federal Konut Kredileri ve İpotek Kurumu (Freddie Mac).

iflas etmesine izin verdi ve hem hissedarlar hem de alacaklılar paralarını kaybettiler.

Bu son olay aptalca ve çok büyük bir hataydı, çünkü bankanın iflas etmesine göz yumulması bankalar arasında geriye kalan son güven kırıntılarını da tamamen yok etti. Para piyasası katılımcıları, birine yapılan bir uygulamanın herkes için geçerli olacağı zımni öncülüne göre hareket ederler. Bear Sterns'in alacaklıları paralarını geri alırken Lehman Brothers'ınkilerin alamaması, bankalar arası borçlanmanın temelini yıkmış oldu. Daha da kötüsü Lehman'ın çöküşü, kişisel gelirin finansallaşması ile yatırım bankacılığı birlikteliğinin telafi edilemez bir şekilde başarısız olduğunu kesinlikle teyit etmiş oluyordu. Lehman aşırı girişken davranmış olabilir, ancak aslında diğer bankalardan farklı bir şey yapmamıştı.

Lehman şokunun olumsuz etkiye yol açması pek de şaşırtıcı değildi, asıl şaşırtıcı olan bu etkinin boyutuydu. Likidite tamamen bulunmaz oldu, bankaların hisse senetleri hızla değer kaybetti ve finans piyasalarında tam bir panik havası esmeye başladı. LIBOR ile OIS arasındaki farkın %4'e çıkması bankaların işlerini yapmalarını imkânsızlaştırdı. Geriye kalan ABD yatırım bankaları Merrill Lynch, Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in bağımsız birer kurum olarak varlıkları sona erdi. ABD'de ve Avrupa genelinde zorunlu banka kurtarma ve devralma operasyonları yapıldı. Küresel finans sisteminin artık uçurumun tam eşiğinde olduğunu söylemek hiç de bir abartı olmayacaktı.

Lehman şoku, devletin finans alanındaki müdahalesinin her şeye kadir olmadığını ve devletin her şeyi bilmediğini gösterdi. Devlet, yanlış teori ve çıkar çevrelerinin teşvikleri yüzünden çok büyük hatalar yapabilir. Felaketle karşı karşıya kalan ABD devleti tutumunu hızla değiştirerek, bundan sonra bankaların iflas etmelerini fiilen önleyecek bir politika izlemeye başladı. Kamu kaynakları, bu politika doğrultusunda bankaların ödeme sorunlarını çözümlemekte kullanıldı. 2008'in sonuna gelinirken ABD,

Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programını (TARP) uygulamaya geçirdi ve bu amaçla 700 milyar dolar kaynak ayırdı. İngiltere'de ve başka yerlerde de benzer planlar kabul edildi.

Ancak bu programlar açıklanırken, dünyanın büyük bir resesyona girdiği artık iyice açıklık kazanmıştı. Bankaların ve piyasaların sağladığı kredilerin daralması, işletmeleri üretimi ve istihdamı azaltmak zorunda bıraktı. Endişelenildiği üzere tüketim geriledi ve aşırı borçlanmış olan işçiler harcamalarını yeniden düzenlemek zorunda kaldılar. Başta otomobil ve tüketici elektroniği ürünleri olmak üzere ihracat pazarları çöktü. Sermaye akımlarının sorunlu hâle gelmesiyle birlikte gelişmekte olan ülkeler de sıkıntılar yaşamaya başladılar ve ortaya acil borçlanma ihtiyacı çıktı. Finansal bir şok olarak başlayan kriz küresel bir resesyona dönüşmüştü.

Yeniden özetleyecek olursak, finansallaşmanın tam anlamıyla olgunlaşmış krizi 2007'de başladı. Geçmişte yaşanan büyük kapitalist krizlerin aksine kişisel gelirin finansallaşmasından, özellikle de Amerikan işçilerinin en yoksul kesimlerine bile ipotek karşılığı borçlanma imkânı sağlanmasından kaynaklanmıştı. Bu gelişmeye, yatırım bankacılığı uygulamaları, en önemlisi de menkul kıymetleştirme eşlik ediyordu. Finans sistemini felç eden kriz yavaş yavaş reel birikimin de aksamasına yol açtı. Merkez bankaları yaygın bir şekilde müdahalelerde bulundular, ancak bu girişimlerin sonuçsuz kalması hükümetleri bankaları kurtarmak ve resesyonu hafifletmek için müdahale etmek zorunda bıraktı.

Bu nedenle, bu krizin ilk bakışta gözüken nedenlerinin ötesine geçebilmek için, finans sisteminin dönüşümünü kapitalist gelişme bağlamında değerlendirmek, dolayısıyla da finansallaşmanın içeriğini ayrıntılı olarak tespit etmek gerekiyor. Böyle bir analizi yapabilmek için Marksist ekonomi politiğin kendi kavramlarını geliştirmesi ve yaklaşımını genişletmesi gerekiyor. Buraya kadar yaptığımız tartışmalar, sermayeyi geniş ölçekli bir yeniden yapılanmaya zorlamasına karşın, krizin aslında aşırı sermaye birikiminden kaynaklanmadığını göstermiştir. Aksine, yaşadığımız

kriz, finansın son 20-30 yıllık dönemde geçirdiği dönüşümün yanı sıra işçilerin gelirleriyle, borçlanmayla ve tüketimle ilgili olan alışılmadık bir krizdir. Kısacası, finansal müsadereyle ve bununla bağlantılı finansal mekanizmalarla ilgili olan bir krizdir. Bundan sonraki kısımlarda ilgili eğilimleri ve iktisadi ilişkileri analize tabi tutacağız.

3. TARİHSEL BİR BAKIŞ AÇISIYLA FİNANSALLAŞMA

Finansallaşma, 1973-74 birinci petrol şokunu takip eden çığır açıcı değişikliklerin sonucu olarak ortaya çıktı. Savaş sonrası dönemin uzun süren iktisadi patlamasının artık sona erdiğine işaret eden bu kriz, araya tekrarlanan iktisadi krizlerin gireceği uzun bir gerileme eğiliminin habercisiydi.[12] Bu dönemde bilgi-işlem ve telekomünikasyon alanlarında gerçekleştirilen teknolojik devrimin dolaşım alanı üzerinde belirgin bir etkisi oldu.[13] Yine aynı dönemde, başta emek piyasalarının ve finans sisteminin kuralsızlaştırılması [*deregülasyon*] olmak üzere köklü kurumsal ve siyasi değişiklikler olurken, Keynesçiliğin uzun patlaması yerini neoliberalizme bıraktı.[14]

Bu süreçlerin finansallaşmayı özellikle ilgilendiren üç yönü bulunuyor. İlk olarak, üretkenlik artışı 1970'lerin ortalarından 1990'ların ortalarına gelinceye kadar sorunlu olmuştur (ABD'de özellikle belirgindi).[15] Yeni teknoloji 20 yıl boyunca üretkenlikte

12 Bu konuyla ilgili ekonomi politik yazını hayli zengindir. Gerileme eğiliminin, şiddetlenen rekabetin kârlılığı düşük tutmasından kaynaklandığını savunan Brenner'ın çalışmaları (1998, 2002) bu alanda yapılmış en yeni ve en yaygın şekilde tartışılan katkılardır. Brenner'ın bir eleştirisi için bkz. Fine, Lapavitsas ve Milonakis (1999).

13 Esnek uzmanlaşmanın yanı sıra, Fransız Düzenleme Okulu ile bağlantılı post-Fordizm tartışmaları dahil, bu konularla ilgili oldukça geniş bir ekonomi politik yazını vardır.

14 Neoliberalizmin yükselişini tartışan, ekonomi politik alanındaki iki önemli katkı için bkz. Dumenil ve Levy (2004), Glyn (2006).

15 Başta hizmetlerde olmak üzere, üretkenliğin ölçülmesi konusu âdeta kavramsal bir mayın bir tarlasıdır. Bu makalede, tartışmanın referans noktaları olarak ana yolcu ölçütler kullanılmıştır.

önemli artışlara yol açmadı. 1995'ten sonra mikroişlemci sanayisinde önemli kazanımlar sağlanması, ABD ekonomisinde üretim artışının hızlanmasına uygun bir zemin hazırladı.[16] Bankacılıkta olmasa da finansal işlemler alanı dahil olmak üzere hizmetler sektöründe bile, üretkenlik artışı hızlanmıştı.[17] Ancak, 2001-07 balonu sırasında üretkenlik artışı yeniden yavaşlamış gibi gözüküyor. Ayrıca, İngiltere gibi diğer önemli kapitalist ekonomilerde benzer kazanımlar elde edilmemiştir. Bu nedenle, yeni teknoloji ile üretkenlik artışı arasındaki ilişki hâlâ belirsizdir.

İkinci olarak, kısmen teknoloji ve düzenleme alanındaki değişikliklerin, kısmen de dönemin önemli dönüm noktalarında yüksek işsizliğin güçlü etkisiyle çalışma süreci dönüşüme uğramıştır. Süreksiz emeğin[18] ortaya çıkışı ve kadınların işgücüne katılımı, çalışma pratikleri üzerinde güçlü bir etki yapmıştır.[19] Bilgi teknolojisi, çalışmanın iş saatlerinin dışında özel yaşamı da işgal etmesini, parça başı iş yapmayı ve eve iş verme pratiklerini teşvik ederken, ücretli emek ile karşılığı ödenmeyen emek arasında muhtemelen yeni bir denge oluşmuştur. Marksist anlamda ifade edersek emek yoğunlaşmış ve karşılığı ödenmeyen emek yaygınlaşmıştır. Örneğin, iş memnuniyetiyle ilgili geniş yazına bakıldığında, yeni teknolojiyle bağlantılı olarak çalışma temposunun artması, işçilerin işle ilgili konularda takdir haklarını artık kullanamamalarının da etkisiyle gelişmiş ülkelerde iş hayatında memnuniyetsizliğe yol açan temel sebep olmuştur.[20]

Üçüncü olarak, birbirini takip eden birleşme ve devralma dalgalarının sonucunda küresel üretim ve ticaret çok uluslu işlet-

16 Bu konuyla ilgili yoğun tartışmalar söz konusudur, ancak nihayetinde bu doğrultuda genel bir görüş birliği sağlanmıştır. Bkz. Oliner ve Sichel (2000, 2002), Jorgenson ve Stiroh (2000), Gordon (1999, 2004).

17 Bu konuyla ilgili ana yolcu yazın daha sınırlıdır. Bkz. Triplett ve Bosworth (2001, 2003).

18 Süreksiz emek (*casual labour*): Devamlı bir işi olmadan çalışan emek kesimi –*çev*.

19 Yeni teknolojinin çalışmayla ilişkisi üzerine oldukça geniş bir ana yolcu yazın vardır. Örneğin bkz. Brynjolfsson ve Hitt (2000, 2003), Autor, Levy ve Murnane (2003).

20 Green (2004a, 2004b), Green ve Titsianis (2005).

melerin hâkimiyetine girmiştir. Günümüzde Doğrudan Yabancı Yatırımların (DYY) büyük bölümü gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşiyor, ancak azgelişmiş ülkelere yönelen DYY akımlarının 1990'ların ortalarından itibaren önem kazandığı ve 2000'den sonra hızla arttığı da gözleniyor.[21] Rekabet küresel olarak şiddetlenmiştir, ancak bu özel ticaret ve yatırım imtiyazlarının tanındığı bölgeler ya da resmi karteller olmadan gerçekleşmiştir. Çok uluslu şirketlerin yükselişine, üretim artışının en dinamik olduğu yerlerinin Batı'dan uzaklaşması (özellikle Çin'e kayması) eşlik etmiştir. Güney-Güney DYY akımlarının oldukça büyük bir hacme ulaştığı görülmektedir.[22] Almanya ile Japonya, imalat sektörü sayesinde büyük ticaret fazlaları vermeye devam ediyorlar. Yine de Batı'da ve tipik olarak ABD ile İngiltere'de, kapitalist faaliyetlerde finansal ve diğer hizmetlere doğru genel bir kayma yaşanmıştır.

Finansallaşma, tutuk bir seyir izleyen üretkenlik artışının, değişen çalışma pratiklerinin ve üretim kapasitesindeki küresel kaymaların şekillendirdiği bu arka plan göz önünde bulundurularak anlaşılmalıdır. 1970'lerin sonlarından bu yana reel birikim pek parlak olmayan ve güven vermeyen bir artış gösterirken, istihdam, kârlar, kurum ve piyasaların büyüklüğü açılarından finans sıra dışı bir şekilde büyümüştür. Kuralsızlaştırma, teknolojik ve kurumsal değişim, yenilikler ve küresel bir genişleme yaşanmıştır. Günümüzde gelişmiş ülkelerde toplumu tüm yönleriyle etkisi altına alan finans, gelişmekte olan dünyada da varlığını giderek daha güçlü bir şekilde hissettirmektedir. Reel birikim vasat bir performans sergilerken kapitalist sınıf, finansın düzeltilerek yenilenen mekanizmaları aracılığıyla yeni kâr kaynakları bulmuştur. Bu konudaki en önemli gelişme belki de işçilerle halkın diğer kesimlerinin finansal müsadere altına alınmasıdır.

Bu karmaşık dönüşümün iktisadi yönlerini, kredi sisteminin eksenini oluşturan ticari bankalar üzerine odaklanarak aşağıda inceleyeceğiz. Yapacağımız analizde, esasen Marx'ın çalışmala-

21 Dünya Bankası (2006).

22 Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) (2006).

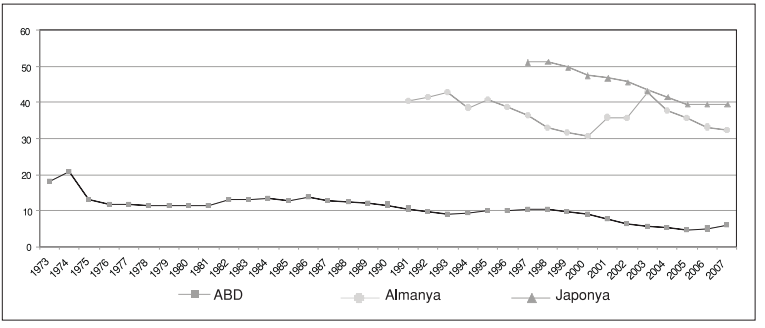
rından türetilen Marksist ekonomi politik çerçevesine bağlı kalacağız. Yine de, başta Hilferding olmak üzere daha sonra yapılan Marksist ekonomi politik çalışmaları da en az Marx'ın eserleri kadar önemlidir; hatta bazı daha üstün yönlerinin olduğunu da söyleyebiliriz.

4. FİNANSALLAŞMANIN İKTİSADİ YÖNLERİ: FİNANSAL MÜSADERE VE YATIRIM BANKACILIĞI

4.1. Ticari bankaların bireylere yönelmesi: Finansal müsaderenin yükselişi

Finansallaşmanın gelişimi sırasında ticari bankalar büyük bir dönüşüm geçirdiler. Bu dönüşümün itici gücü, büyük şirketlerin banka finansmanına olan bağlılıkların azalmasıydı. Gelişmiş ülkelerdeki şirketler (net olarak ölçüldüğünde) yatırımlarını esasen dağıtılmamış kârlarla finanse ederler.[23] Şirketlerin dış finansman kaynaklarına bakıldığında, açık piyasalardan borçlanmanın giderek önem kazandığını görüyoruz. Bunu, ABD, Almanya ve Japonya ile ilgili aşağıdaki şekilden gözleyebiliriz:

Şekil 1. Banka Kredileri (Şirket Finansal Yükümlülüklerinin %'si olarak)



Kaynak: Fon Akımı Hesapları: ABD, Japonya ve Almanya.

23 Bkz. Corbett ve Jenkinson (1996, 1997).

Bu konuda ülkeler arasında farklar bulunuyor. Örneğin, Amerikan şirketleri ağırlıklı olarak tahvil ihracına bel bağlıyorlar. Bu farklar, 6. kısımda kısaca tartışacağımız Alman-Japon finans sistemlerinin Amerikan sisteminden farkını yansıtıyor: İlki banka temelli, ikincisi piyasa temelli bir yapı arz ediyor fakat eğilim kuşkuya yer bırakmayacak kadar belirgin.

Marksist terimlerle ifade edecek olursak tekeller, sabit sermayelerini finanse etmek için banka kredilerine artık daha az bel bağlıyorlar. Öte yandan, dolaşır sermaye için ticari kredilerden ve banka kredilerinden yararlanmaya devam ediliyor. Ancak burada bile tekeller, başta şirket bonoları ihracı olmak üzere, finans piyasalarına doğrudan doğruya başvurma olanağına sahiptirler. Dolayısıyla, tekeller finansla daha fazla haşır neşir olmuşlardır; öyle ki ticari krediler ve finansal menkul kıymetlerle ilgili faaliyetleri için ayrı bölümler kurmuşlardır. Kısacası, şirketler bankalara artık daha az bel bağlarken finansallaşmışlardır.

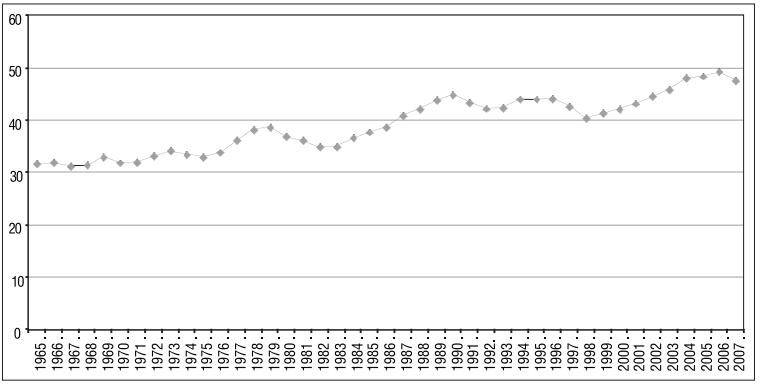
Bu temel gelişmenin daha derinlerde yatan sebepleri muhtemelen bilgi ve telekomünikasyon teknolojisinin mizacıyla ve buna denk düşen sabit sermaye şişkinlikleriyle (veya eksiklikleriyle) ilgilidir. Modern şirketlerin iç örgütlenme yapısındaki değişiklikler ve devir zamanındaki [*turnover time*] değişmeler de önemlidir. Ancak daha derinlerde yatan bu sebeplerden bağımsız olarak, bankaların şirketlere borç verme olanakları da azalmıştır.

1960'ların sonlarından bu yana devam eden finansal kuralsızlaştırma süreci, büyük şirketler ile bankalar arasındaki mesafenin artmasından kaynaklanmaktadır. Büyük şirketlerin, faiz oranları ile kredi miktarları üzerindeki denetimleri fiilen devre dışı bırakarak açık finans piyasalarını canlandırmaları, kuralsızlaştırmanın zeminini hazırlamıştır. Kuralsızlaştırma resmiyet kazandığında ticari bankalar, eskiden faaliyetlerini sürdürmelerinde hayati bir rol oynayan ve ister istemez bankalara yatırılan mevduatları kaybetmişlerdir. Geleneksel ticari bankacılığın faaliyet alanı daha da daralmıştır.

Bankalar, kâr olanaklarının azalmasına çeşitli şekillerde tepki gösterdiler, ancak bunlardan ikisi diğerlerine göre daha öne çıkmıştır. Birincisi, bankalar kâr kaynağı olarak işçilerin ve halkın diğer kesimlerinin kişisel gelirine yöneldiler. İkincisi, bankalar finans piyasası aracılığına odaklandılar (yani giderek yatırım bankacılığı işlevlerini üstlenmeye başladılar). Bu iki gelişme birbiriyle yakından ilişkilidir; ilkini bu kısımda, ikincisini ise bir sonraki kısımda analiz edeceğiz.

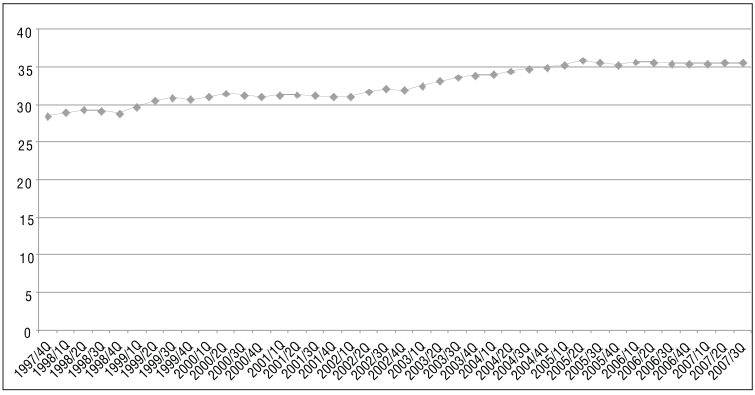
Bankaların kâr elde edebilecekleri bir alan olarak kişisel gelire yönelmeleri, her ülkenin kendi özgün tarihsel ve kurumsal gelişimine bağlı olarak ülkeler arasında önemli farklılıklar gösterir. Ancak genel eğilim şüpheye yer bırakmayacak kadar açıktır:

Şekil 2. ABD'de Tüketici Kredileri ile Gayrimenkul Kredilerinin Toplam Banka Kredilere Oranı



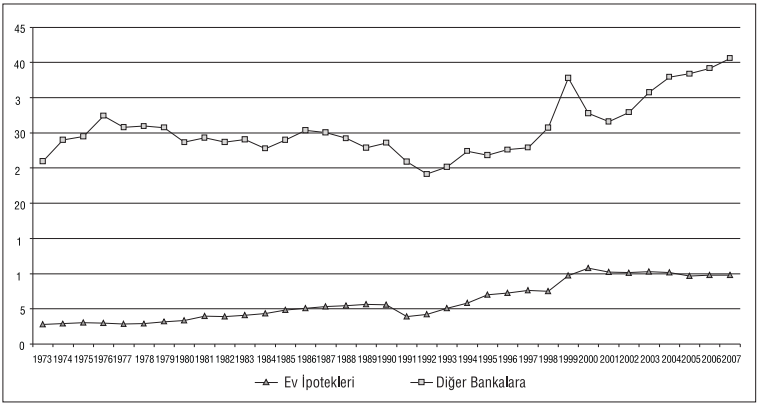
Kaynak: Federal Rezerv, Fon Akımı Hesapları.

Şekil 3. Japonya'da Bireylere Açılan Kredilerin Toplam Banka Kredilerine Oranı



Kaynak: Japonya Merkez Bankası, Finans Kurumlarının Varlık ve Yükümlülükleri.

Şekil 4. (Batı) Almanya'da Bankaların Ev İpoteklerine ve Diğer Bankalara Açtıkları Kredilerin Toplam Kredilere Oranı

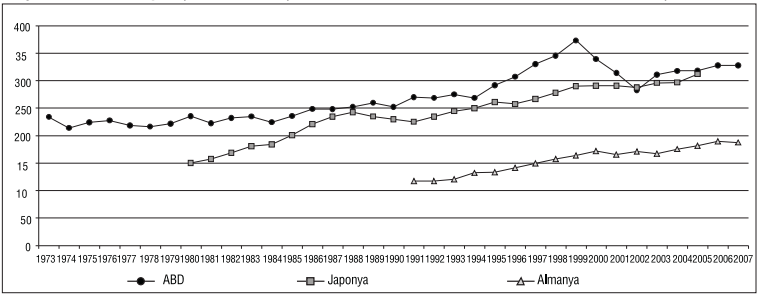


Kaynak: Almanya Mali Hesapları.

Bu temel eğilim mantıken, işçilerin, konut, eğitim, sağlık ve emeklilik gibi temel ihtiyaçlarını karşılamak için finans mekanizmalarına giderek daha fazla dâhil olmalarını gerektirir. Bankaların, ücretlerle maaşlardan doğrudan doğruya önemli

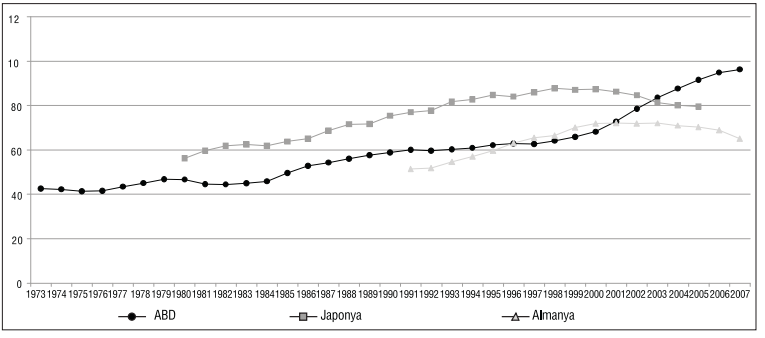
kârlar sızdırabilmeleri ancak bunun gerçekleşmesiyle mümkün olabilir. Yine burada gelişmiş ülkeler arasında tarihi, kurumları, örf ve âdetleri yansıtan önemli farklar vardır. Ama gerek yükümlülükler (ekseriyetle konut sahibi olmak için borçlanma), gerekse varlıklar (ekseriyetle emeklilik maaşı ve sigorta) açısından bireysel işçi gelirinin giderek "finansallaştığı" açıkça görülmektedir:

Şekil 5. ABD, Japonya ve Almanya'da Hanehalkı Finansal Varlıklarının GSYİH'ye Oranı



Kaynak: ABD Fon Akımı Hesapları, Almanya Mali Hesapları, OECD.

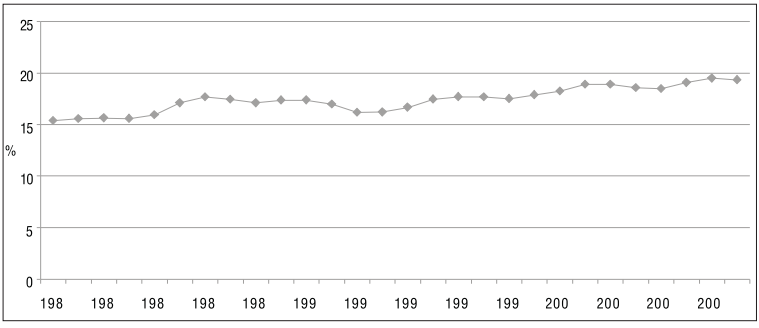
Şekil 6. ABD, Japonya ve Almanya'da Hanehalkı Yükümlülüklerinin GSYİH'ye Oranı



Kaynak: ABD Fon Akımı Hesapları, Almanya Mali Hesapları, OECD.

İşçilerin yaygın bir şekilde finansın mekanizmalarına dahil olmaları, finansal müsaderenin temelini oluşturur. Ancak, işçi gelirinin bankalara ve diğer finans kurumlarına giden kısmını toplam olarak ölçmek zordur. Yine de en büyük bankalar açısından bakıldığında, bireylere verilen kredilerin banka kârları içerisinde giderek önem kazandığı şüphesizdir.[24] Ayrıca Amerikan örneği, son dönemde gözlenen eğilimler hakkında genel düzeyde bazı ipuçları sunmaktadır:

Şekil 7. ABD'de İpotek, Tüketici, Otomobil Kredileri Ödemeleri ile diğer Kredi Ödemeleri + Sigorta Ödemeleri + Konutla İlgili Diğer Ödemeler (Bireysel Harcanabilir Gelirin %'si olarak).



Kaynak: Hanehalkı Borç Servisi ve Finansal Yükümlülük Oranları, Federal Rezerv Bankası.

Öyleyse finansal müsaderenin, son 20-30 yılda sistemli bir şekilde ortaya çıkan bir kâr kaynağı olduğu söylenebilir. Finansal müsaderenin, üretimde sistemli olarak gerçekleşen ve günümüz kapitalist ekonomilerinin köşe taşını oluşturan sömürüden açıkça ayrı tutulması gerekiyor. Finansal müsadere, 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 olmasına karşın,

24 Dos Santos (2009).

sistemli bir şekilde ve iktisadi süreçler aracılığıyla gerçekleşmesi nedeniyle sömürücü bir yönü vardır.[25]

Marksist teoride, dolaşım alanı sömürünün doğal zemini değildir, çünkü meta ticaretinin tipik olarak *quid pro quo*[26] temelde yapıldığı varsayılır. Dolaşımda sömürü, ancak tüccarların değerler konusunda yanlış bilgilendirilmeleri ya da iktisat dışı gücün kullanılması söz konusu olduğunda ortaya çıkabilir. Bu, hem sistemli hem de niteliği itibariyle iktisadi olan olağan kapitalist sömürüden farklı bir sömürü çeşididir. Ancak finansal işlemler, üretilmiş metaların değil, paranın ve ödünç verilebilir parasermayenin ticaretiyle ilgilidir. Bu işlemler, doğrudan *quid pro quo* yerine güvene dayanan, karşılıklı taahhüt ve yükümlülükleri içerir. Değerin finansal işlemin tarafları arasındaki nihai aktarımı kurumsal yapıya, yasal düzenlemelere, bilgi akışına ve hatta toplumsal güce dayanır.

Finans kurumlarının bilgi ve güç açısından sahip oldukları avantajlar, bu kurumların bireylerle ilişkilerinde, kapitalist işletmelerle olandan farklı bir şekilde davranmalarını mümkün kılar. Kapitalist işletmeler makul ölçülerde bilgiye ulaşma imkânına sahiptirler, toplumsal ve iktisadi güçleri finans kurumlarından daha az değildir. Bu işletmelerin aldıkları finansal hizmetler, değerin ve artık değerin üretimi ve dolaşımı için gereklidir. Bu hizmetler karşılığında alınan bedeller, her dönemde ödünç verilebilir sermayenin mevcudiyetine ve reel birikimin kârlılığına bağlı olarak belirlenen sınırlar içerisinde kalır. Bunun aksi söz konusu olsaydı, kapitalist işletmeler ilke olarak mevcut finansal mekanizmaları devre dışı bırakabilirlerdi (örneğin ticari kredilerden daha fazla

25 Bu makalenin taslak metinlerinde finansal müsadereye doğrudan sömürü ya da finansal sömürü denilmişti. Ancak, finansal müsadere, hem üretim noktasında gerçekleşen sömürüyle karıştırılma tehlikesini ortadan kaldırması, hem de finansal mekanizmaların oynadığı kilit rolü daha iyi yansıtması anlamında daha yerinde bir ifadedir. Bu söylediklerimiz, dolaşım alanında sömürücü süreçlerin varlığını imkânsızlaştırmaz.

26 (Latince) Tam olarak bedeli üzerinden, değeri üzerinden –*çev.*

yararlanarak ya da *ab ovo*[27] alternatif mekanizmalar kurarak). Başka bir ifadeyle, finansın kapitalist kullanıcıları, kendi sermaye devrelerinin mantığının emrettiği ekonomik hesaplamayla meşgul olurlar. Sonuçta ve ortalamaya vurulduğunda, finansal işletmelerin, üretici ve ticari işletmelerle olan işlerinde talep ettikleri bedeller toplam toplumsal sermayenin buyruklarına riayet eder.

Bunun aksine, kişisel gelire yönelen finans, işçilerin ve halkın diğer kesimlerinin konut, emeklilik, tüketim, sigorta ve buna benzer temel ihtiyaçlarını karşılamayı amaçlar. Kapitalist üretime ya da dolaşıma yönelen finanstan niteliksel olarak farklıdır. Bireyler kullanım değeri elde etmeye odaklanırken, işletmeler değeri büyütmeyi amaçlarlar. Sonuç olarak, bireylerin finansal eylemlerini farklı amaçlar, güdüler, bilgiler, alternatiflere ulaşabilme imkânı ve işletmelere nazaran "ekonomik davranabilme" güçleri belirler. Üstelik, temel ihtiyaçlarını (özellikle bu ihtiyaçların kamu eliyle sağlanmasının sınırlı olduğu bir bağlamda) finans aracılığıyla karşılamaya çalışan bireysel işçilerle halkın diğer kesimlerinin, finans sisteminin mekanizmalarını devre dışı bırakmak ya da bu mekanizmaların yerine başkalarını geçirmek konusunda fazla seçenekleri yoktur. Bu koşullarda bireysel gelir finansal müsaderenin hedefi hâline gelebilir.

Finansal müsadereden elde edilen kâr, tefeci kârını çağrıştırır. Tefeci kârı tipik olarak üretimin ticarileşip, (kapitalist olmayan) üreticileri ödeme aracı olarak paraya bağımlı hâle getirmesiyle ortaya çıkar.[28] Ayrıca, başta lüks metaları tüketenler olmak üzere, tüketicilerin ödeme aracı olarak paraya bağımlı hâle gelmelerinden de kaynaklanır. Tefecinin aldığı faiz, hem üreticilerin hem de tüketicilerin elde ettikleri parasal getirilerden sağlanır ve yeniden üretim için gereken asgari getirileri bile kemirerek tüketebilir. Tefeci faizi, finans kurumlarının üretici kapitalistlere borç ver-

27 (Latince) Daha en başından –*çev*.

28 Marx, tefeci kârını çeşitli yerlerde tartışmıştır; örneğin bkz. 1861-63, s. 14-19 ve 1894, 36. bölüm.

meleri karşılığında üretimde sistemli olarak yaratılan kârdan elde ettikleri faizden farklıdır. Aynı şekilde, gelişmiş finans kurumları tefecilerden ayrılırlar. Ancak kriz dönemlerinde finans kurumları, faizi kârdan değil de borçlunun sermayesinden elde ederek tefeci gibi davranabilirler.[29]

Finansallaşmış kapitalizmde, çalışanların olağan varoluş koşulları giderek finans sisteminin etki alanı içine girer. Bireyin sadece mübadele aracı olarak değil, ödeme aracı olarak da paraya bağımlı olması, kamunun konut, emeklilik, tüketim, eğitim ve benzeri alanlarda hizmet sunmaktan geri çekilmesiyle daha da güçlenmiştir. Paraya ulaşabilme imkânı, bir yandan arzı tayınlarken, öte yandan da temel malları elde edebilme gücünün de giderek belirleyicisi hâline gelir. Böylece, gelişmiş finans kurumlarının tefeciyi andıran yönü yeniden güçlenir; eskiye göre tek fark artık faizin yanı sıra hizmet ücretlerinin de finansal kâr yaratmasıdır.

Bireysel işçiler finans kurumlarına bağımlı olmaya zorlandıkça, bu kurumların bilgi, güç ve motivasyon bakımından sahip oldukları içkin avantajlardan faydalanarak işlemleri kendi çıkarlarına olacak şekilde yönlendirmeleri kolaylaşır. Her ne kadar üretimdeki sömürüyle hiçbir doğrudan benzerlik taşımasalar da, bu ilişkilerde üstün olma-tabi olma öğeleri bulunur.[30] Buna rağmen, finansal müsadere, finans kurumları ile finansa ulaşma imkânı olan çalışanlar arasındaki temel eşitsizliğe dayanır.

4.2. Bankaların finans piyasası aracılığına yönelmesi: Yatırım bankacılığının ilerleyişi

Esas olarak hisse senetlerini, tahvilleri ve türevleri kapsayan açık finans piyasalarının büyümesi, bankalara yeni kâr olanakları sunmuştur. Hisse senedi ve tahvil fiyatları, gelecekteki ödemelerin, gösterge değer olarak (risk için ayarlanmış) faiz oranı kulla-

29 Marx (1894), s. 734.

30 Marx, bunların sömürüde temel öneme sahip olduğunu düşünüyordu (1876, s. 1027).

nılarak iskonto edilmesiyle ortaya çıkar.[31] Marx, bu sürece "hayali sermaye"nin oluşumu diyerek, üretimde değer yaratılmasından ne kadar ayrı bir şey olduğunu kavramıştı.[32] Türev piyasaları, riski yönetmek ya da sadece spekülasyon yapmak amacıyla katılımcılara bir nevi bahse girme olanağı sağlar.[33] Türev ürünlerin fiyatları hayali bir öğe taşır, ancak bu kurumsal pratiklerden ve alım-satım normlarından kaynaklanır. Finansallaşmanın gelişimi sırasında Black-Sholes modelinin (ya da bundan türetilen modellerin) ortaya çıkması, türev fiyatlarına bir çeşit nesnel gerçeklik havası kazandırmıştır.[34]

Açık finans piyasaları, ticari bankacılıktan önemli ölçüde farklı olan yatırım bankalarının doğal faaliyet alanıdır.[35] Yatırım bankaları, menkul kıymetlere yatırılmak üzere kısa vadeli fonları harekete geçiren finans piyasası aracılarıdırlar. Küçük mevduatları kabul etmezler ve yükümlülükleri para işlevi görmez. Buna ilaveten, ticari bankaların tabi oldukları mevduat sigortası ve sermaye yeterliliği gibi düzenleyici çerçevenin dışında kalırlar. Yatırım bankalarının kârları, taraflar hakkında bilgi sağlama, menkul kıymetlerin alıcılara ulaştırılması, işlem maliyetlerinin azaltılması, menkul kıymetlerde aracılık yüklenimi

31 Hilferding'in (1981, 8. bölüm) hisse senedi fiyatlarıyla ilgili özgün analizi, Marksist ekonomi politiğin hâlâ en güçlü analizidir.

32 Marx (1894), 29. bölüm.

33 Marksist ekonomi politik yazınında türevlerle ilgili yol gösterici nitelikte çalışma oldukça azdır. Bryan ve Rafferty (2007), türevleri hatalı bir şekilde para gibi ele almalarına karşın, bu konuda analitik bir çerçeve oluşturmaya yönelik bazı adımlar atmışlardı.

34 MacKenzie, yayınladığı bir dizi makalede bu sürece dair keskin görüşlü bir sosyolojik analiz sunmuştur; örneğin bkz. MacKenzie (2003, 2004), MacKenzie ve Millo (2003).

35 Ayrıca, sigorta şirketlerinin, para tröstlerinin, yatırım fonlarının, para fonlarının, riskten sakınma fonlarının ve emeklilik fonlarının da doğal faaliyet alanıdır. Bu aracılar bankalardan önemli ölçüde farklılaşırlar, çünkü yükümlülükleri para biçiminde değildir ve doğrudan doğruya üretime yönelik amaçlar için kredi vermezler. Devletin refah devleti hizmetlerinden, özellikle de emeklilikle ilgili hizmetlerden çekilmesi, bu aracı kurumların son yıllarda giderek büyümesinin nedenlerinden biridir. Toporowski (2000), bu aracıların büyümesine gayet yerinde bir deyişle "emeklilik fonu kapitalizmi" adını vermiştir.

ve benzeri yollarla menkul kıymet işlemlerini kolaylaştırmaları karşılığında aldıkları hizmet ücretleri ile komisyonların yanı sıra kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemlerinden kaynaklanır. Bu faaliyetlere, finans piyasası aracılığı denilebilir.

Yatırım bankası kârları, ekonomi politik açısından zorlu sorunlar doğurur. Hilferding, bu kârların, girişim sahibinin ya da kurucunun kârının bir parçası, yani hisse senetlerinin faiz oranından iskonto edilmiş değeri ile (daha yüksek olan) kâr oranından iskonto edilmiş değeri arasındaki farkın bir parçası olduğunu öne sürmüştü.[36] Hilferding'e göre bu fark, İlk Halka Arz (İHA) sırasında hisse senetlerinin satıcısına toptan ödenen meblağ olarak işletmenin gelecekteki kârıdır. Ancak Hilferding'in analizini tekrar gözden geçirmek gerekiyor, çünkü finans piyasalarını bölümlere ayırmaksızın aynı beklenen getiri akışına farklı iskonto oranları uygulanması pek de geçerli gözükmemektedir. Ayrıca, işletmenin gelecekteki kârları muhtemelen hisse senetlerini satanlara değil, işletmeyi yönetmeye devam edenlerin payına düşecektir.

Yatırım bankası kârlarının, açık finans piyasaları aracılığıyla harekete geçirilmiş ödünç verilebilir sermayenin (ve bildiğimiz paranın) paylaştırılmasından kaynaklanması daha makuldür. Mevcut atıl para stoku ya dolaylı olarak bankalar aracılığıyla ya da doğrudan doğruya açık finans piyasaları aracılığıyla harekete geçirilir.[37]

Ancak doğrudan harekete geçirme hâlâ bankalar ve diğer finans kurumları eliyle olur ve alım-satımı yapılan toplam hisse senedi değerine göre banka ve kurumlara hizmetlerinin karşılığı ödenir. Hayali fiyatlar temel alınarak gerçekleşmesi nedeniyle bu süreç duyarlılıklara, dedikodulara ve dalaverelere açıktır.

Ticari bankaları, 1970'lerin sonlarından itibaren yatırım bankacılığı işlevlerini üstlenmeye teşvik eden iki temel eğilimden bahsedebiliriz. Birinci olarak, "finansallaşmış" şirketler arasında

36 Hilferding (1981), s. 128-9.

37 Bu konuda daha fazlası için bkz. Lapavitsas (2000).

birbirini takip eden birleşme ve satın alma dalgaları yaşanmıştır. Son yıllarda hisse senedi piyasaları sabit yatırımların finansmanı için önemli bir kaynak olmamıştır, ancak İHA'lar, kaldıraçlı satın almalar ve benzeri işlemlerle sermayenin yoğunlaşıp merkezileşmesini kesinlikle kolaylaştırmıştır.[38]

İkinci olarak, işçilerin ve halkın diğer kesimlerinin tasarrufları devlet politikası sayesinde açık finans piyasalarına yönlendirilmiştir. ABD'de 1978'de uygulamaya konulan 401K düzenlemesi, emeklilik tasarruflarının hisse senedi piyasasına yatırılmasının önünü açtı. Bireysel Yatırım Planları (BYP), Vergiden Muaf Özel Tasarruf Hesapları (VMÖTH) ve Bireysel Tasarruf Hesapları (BTH) gibi uygulamalarla İngiltere'de de benzer bir süreç yaşandı. Bunlar, işçilerin gelirinin "finansallaşması"nı tamamlayan öğelerdir.

Glass-Steagall Yasası'nın 1999'da lağvedilmesiyle, ABD'de ticaret bankalarının finans piyasası aracılığına yönelmeleri teyit ve teşvik edilmiş oldu. 1930'ların büyük krizinden bu yana yürürlükte olan bu yasa, ticari bankaların resmi olarak yatırım bankacılığı faaliyetleri yürütmelerini yasaklıyordu. Bu işlevlerin resmi olarak birbirinden ayrılması, likidite ve ödeme gücü gereksinimleri açısından bu iki bankacılık türü arasındaki içkin farklılığı yansıtıyordu. Likidite için ticari bankalar para benzeri mevduatlara bel bağlarken, yatırım bankaları ise açık piyasalardan yoğun bir şekilde borçlanırlar. Benzer şekilde, ticari bankalar üretim projelerine verilen kredilerden kaynaklanabilecek zararları karşılamak için sermayeye ihtiyaç duyarken, görece kısa sürelerle elde tutulan menkul kıymetlere yatırım yapan yatırım bankalarının bu ihtiyacı daha sınırlıdır.

İki bankacılık türünün iç içe geçmesi felakete yol açabilir

38 Bu durum, şirket yönetişimi ve "hissedar değeri" gibi önemli meseleleri gündeme getirmiştir; bkz. Lazonick ve O'Sullivan (2000). Bu tartışmanın uzun bir şeceresi vardır ve kökeni kısmen Marksist yazına dayanır; bkz. Marx (1894), s. 512-4, Hilferding (1981), 7. bölüm. Bu makalede bankalara odaklandığımız için bu konuyu daha ayrıntılı bir şekilde ele almamız gerekmiyor.

–özellikle de mevduat sahiplerinin ürkerek, yatırım bankacılığı faaliyetlerine bulaşan ticari bankalardaki paralarını geri çekebilecekleri düşünülürse. 1930'ların büyük bunalımına katkıda bulunan nedenlerden biri olan bu iç içe geçme, aşağıda tartışacağımız üzere bugünkü krize de benzer bir şekilde katkıda bulunmuştur.

4.3. Finansal müsadere ile yatırım bankacılığının ölümcül karışımı

Bugünkü krize damgasını vuran likidite ile ödeme gücü arasındaki yıkıcı etkileşimin kökleri, yukarıda açıkladığımız eğilimlerde yatmaktadır. Ticari bankalar, esas itibariyle uzun vadeli krediler açmak için kısa vadeli borçlanma yapan aracılardır –yoğun bir şekilde "kaldıraçlı"dırlar. Dolayısıyla, mevduatların çekilmesiyle başa çıkabilmek için makul ölçülürde likit olan varlıklar tutmaları gerekir. Kredi verme faaliyetlerini finanse etmek için düzenli bir likit yükümlülükler girişini de sürdürmeleri gerekir. Son olarak, kredi faaliyetlerinden kaynaklanan zararları karşılamak ve borçlarını ödeyemez duruma düşmemek için önemli miktarda özsermaye tutmak zorundadırlar. Maliyetli olan bu gereksinimler, ticari bankaları likidite ile ödeme gücü arasındaki hassas dengeyi sürekli gözeterek çalışmaya zorlar.[39] Finansallaşma bu süreci derinden sekteye uğratmıştır.

Öncelikle bankacılığın kredi verme tarafına, yani bilançonun aktif tarafına bakalım. Ticari bankalar açısından finansal müsadereyle uğraşmak esas olarak ipotek kredileri ile tüketici kredileri anlamına gelir. Ancak ipotek kredileri tipik olarak uzun vadeli

39 Geçmişi bankacılığın ortaya çıkışı kadar eski olan bu konu klasik ekonomi politikçilerin de dikkatini çekmişti. Örneğin Steuart (1767, IV. cilt, I. kısım, 1. bölüm), bankaların uzun vadeli, büyük ölçüde likit olmayan krediler vermelerini savunması nedeniyle ödeme gücüne vurgu yapıyordu. Öte yandan Smith (1789, II. cilt, II. bölüm) likiditeye vurgu yapıyordu, çünkü bankaları kısa vadeli dolaşım fonları sağlayan kurumlar olarak görüyordu. Bu ikisi arasındaki denge, tarihin her döneminde reel birikimin, kurumsal yapının, hukukun ve geleneksel banka pratiklerinin ihtiyaçlarına göre belirlenir.

olduğu için bu faaliyete ağırlık verilmesi, banka bilançolarının tehlikeli ölçüde likit olmamasına yol açacaktır. Çözüm menkul kıymetleştirme, yani yatırım bankacılığı tekniklerinin benimsenmesiydi. İpotek kredileri yaratılıyor, ancak bilançoda tutulmuyordu. Bunun yerine bankalarca yaratılan Özel Amaçlı Kurumlara (ÖAK) [*Special Purpose Vehicle*] aktarılıyor ve bu kurumlar da ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihraç ediyorlardı.

Güvenilirlikleri derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen bu menkul kıymetler, bu konuda uzmanlaşmış kredi sigortacıları tarafından da garanti (akreditifli) altına alınıyordu. Bu menkul kıymetler satıldığında başlangıçta vermiş oldukları ipotek kredisini geri alan bankalar yeni krediler açma imkânına kavuşuyorlardı. İpotek ödemeleri menkul kıymetleri ellerinde tutanlara faiz olarak ödenirken, ipoteği düzenleyen kurum dahil diğer taraflar hizmet ücretleri kazanıyorlardı.

Böylece, ticari bankalar açısından yatırım bankacılığı pratiklerinin benimsenmesi, (faiz kazanmak için) kredi vermeyi (hizmet ücreti elde etmek için) menkul kıymetlerin dolaşıma sokulmasına aracılık etmeye dönüştürdü. Menkul kıymetleştirmenin uygulanma alanı genişleyerek, kredi kartı alacakları, otomobil kredileri, ev denkliği kredileri gibi diğer varlıkları da doğal olarak kapsamaya başladı. Bu yolla bağımsız yatırım bankaları, ipotekler, tüketici kredisi, olağan tahviller, hatta ipoteğe dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere çeşitli dayanak varlıkların karışımını menkul kıymetleştirerek Teminata Bağlanmış Borç Yükümlülükleri (TBBY) yarattılar. Bankalar, bilançoların aktif tarafını her zaman likit tutarken, sürekli olarak yeni krediler açma olanağına sahip olmanın bir yolunu bulmuş gibi gözüküyorlardı. Bu harika keşfe "yarat ve dağıt" bankacılığı modeli deniliyordu.

Ticari bankalarla yatırım bankaları, hazırlayıp diğerlerine sattıkları büyülü karışımdan uzak durabilmiş olsaydılar, kendilerini en kötü ihtimalin gerçekleşmesinden uzak tutabilirlerdi. Ancak balonun oluşumu sırasında ipoteğe dayalı menkul kıy-

metler yüksek getiriler sağlıyordu ve kredi ucuzdu. Böylelikle bankalar, Yapılandırılmış Yatırım Araçları (YYA), yani TBBY'ler dahil menkul kıymetleştirilmiş varlıkları satın almak için para piyasasından kaynak toplayan finansal şirketler kurmaya başladılar. Ayrıca bankalar, aynı amaçla (riskten sakınma fonları [*hedge funds*] dahil) başka bir dizi finans kurumuna da borç verdiler (ya da kendileri böyle kurumlar kurdular).

Son olarak, yatırım bankalarının Kredi Borcu Takas Sözleşmeleri (KBTS) alım-satımıyla uğraşmaları bankaların varlıklarını büyüttü. KBTS'ler, alıcının düzenli bir prim ödemesi koşuluyla, satan tarafın bir dayanak borcun değerini alıcı tarafa tamamen geri ödemeyi taahhüt ettiği türevlerdir. Balonun doruk noktasında KBTS'ler akılları durgunluk veren bir hızla büyüdü:

Tablo 8. Kredi Borcu Takas Sözleşmeleri, Henüz Ödenmemiş Nominal Miktar (milyar $)

Haziran 2005	Aralık 2005	Haziran 2006	Aralık 2006	Haziran 2007
10.211	13.908	20.352	28.650	42.850

Kaynak: BIS, çeşitli.

Sigorta sözleşmelerine benzeyen KBTS'ler, bankalara varlıklarını genişletirken korunma sağlıyormuş gibi gözükür. Ama bunlar aynı zamanda spekülasyona son derece uygun araçlardır –söz gelimi altta yatan borç, bankanın iflas edebileceğini düşündüğü bir şirketin tahviliyse. Spekülasyonun KBTS ticaretinin başlıca amacı hâline gelmesi, çöküşün yıkıcı gücünü pekiştirmişti.

Şimdi bu pratiklerin banka bilançolarının pasif tarafını nasıl etkilediğine bakalım. Menkul kıymetleştirme yoluyla genişlemeyi sürdürebilmeleri için bankaların büyük çapta likiditeye ulaşabilme, yani para piyasasından borçlanabilme imkânına sahip olmaları gerekir. Bağımsız yatırım bankaları, para piyasasında kâğıt ihracına giderek daha fazla bel bağlayarak bu eğilimde başı çek-

mişlerdi. Kaçınılmaz olarak ticari bankalar da onlara katıldılar.[40] Krizin ilk önce para piyasasında patlak vermesinin nedeni buydu.

Ödeme gücüyle ilgili içermeleri de aynı ölçüde derindi. Yatırım bankaları, yaptıkları işin farklı bir mizaçta olması nedeniyle faaliyetlerini geleneksel olarak ticari bankalardan daha düşük sermaye gereksinimiyle yürütürler. Bir sonraki kısımda açıklayacağımız nedenlerle yanlış bir düşünceye kapılarak genişleyen varlıklarının güvende olduğuna inanan yatırım bankaları, balon sırasında sermayelerini son derece düşük düzeylere düşürdüler. Balon sürerken çok kârlı olan bu durum, sonuçta ortaya çıkan kayıpları kaldıramamaları nedeniyle nihayetinde yatırım bankalarının çöküşüne katkıda bulundu.

Öte yandan ticari bankalar sermaye oranlarını genellikle yüksek tutarlar. Keza bu bankaların sermaye yeterlilikleri sıkı biçimde denetlenir. 1988'de resmiyet kazanan Basel I düzenlemeleri, uluslararası alanda faal olan bankaların özsermayelerinin varlıklara oranının en az %8 olmasını şart koşmuştu. 1990'ların sonlarında şekillenmeye başlayan Basel II bankaların, ellerindeki belli bazı varlıkların daha düşük bir risk ağırlığına sahip olması durumunda, bir sonraki bölümde tartışacağımız modern risk yönetimi yöntemlerini kullanarak faaliyetlerini daha düşük bir sermaye oranıyla sürdürmelerine izin veriyordu. Açıktır ki düzenlemelerin amacı bankaların ödeme gücünü kuvvetlendirmekti. Fiili sonuç bunun tam tersi oldu.

Çünkü bankalar açısından sermaye tutmak pahalıdır. Sonuçta ticari bankalar, varlıkları bilanço dışına çıkararak ve ellerindeki varlıkların risk ağırlığını düşüren KBTS işlemleri yaparak düzenlemelerden kurtulmaya çalıştılar. Bu nedenle, Basel II uygulamada menkul kıymetleştirmeyi teşvik etti. Yatırım bankacılığı pratikleriyle uğraşan ticari bankalar, gerek bilanço içindeki gerekse dışın-

40 Japon bankaları, balon patladığında yeni pratiklerle daha henüz ilgilenmeye başlamış olmaları nedeniyle son derece talihliydiler. Bu sayede varlıklarına oranla büyük bir mevduat akışını sürdürebildiler.

daki varlıklarını büyütürken, sermaye sınırlamalarına riayet eder gibi gözükerek sermayelerini sürekli olarak alım-satım yapmak için kullanabiliyorlardı. Bu harika dünyada bankalar, daha likit hâle gelirken ödeme gücünü de güvenceye almış gibi gözüküyorlardı.

Konut balonu patladığında, bu pratiklerin bankalar açısından yaygın ödeme gücü sorunları yaratmış olduğu ortaya çıktı. İpoteğe dayalı varlıkların değersizleşmesiyle birlikte, aşırı düşük sermaye oranları yüzünden bağımsız Amerikan yatırım bankaları fiilen iflas etmiş duruma düştüler. Aynı nedenden ötürü ticari bankalar da kendilerini oldukça tehlikeli bir durumla karşı karşıya buldular. Daha da kötüsü, krizin ilerlemesiyle birlikte bankalar, tam da kayıpların giderek arttığı ve taze sermayenin aşırı kıtlaştığı bir zamanda, Basel düzenlemeleri nedeniyle sermaye oranlarını yeniden güçlendirme yükümlülüğüyle karşı karşıya kaldılar.

Dünya ekonomisini etkisi altına alan felaketin kökenleri artık daha kolay görülebiliyor. ABD'de ipoteklerin nihai hamilleri işçilerdi, genellikle de gelir düzeyi en düşük olan işçilerdi. Daha yüksek gelir düzeyindeki işçilerin reel ücretleri bile balonun oluşumu sırasında artmamıştı. Dolayısıyla, hem ipotekleri hem de ipoteğe dayalı varlıkları son tahlilde muteber kılacak değer kaynağı ümitsizce zayıftı. Finans sistemi, bu güvenilmez temel üzerine muazzam bir borç üstyapısı kurmuş, kendi likiditesinin ve ödeme gücünün altını tehlikeli şekilde oymuştu.

İkinci kalite ipoteklerin geri ödenmemesi 2006'da ciddi bir sorun olmaya başladığında, menkul kıymetleştirilmiş varlıklar son derece riskli hâle geldiler. Kolayca satılamayan bu varlıkların fiyatları düşmeye başladı. Bu gelişmenin sonucunda, YYA'lar ile riskten sakınma fonlarının ellerinde tuttukları varlıkların fiyat ve nitelik açısından kötüleşmesi, bu fonların para piyasasından borçlanmalarını imkânsızlaştırdı. İflas tehlikesiyle karşı karşıya kalınca, daha önce kendilerine fon sağlamış olan bankalara başvurmak zorunda kaldılar. Sonuç olarak, zarar etmeye başlayan bankalar sermayelerini takviye edip açtıkları kredileri kısıtla-

mak zorunda kaldılar. Bankaların para piyasasında doğal olarak birbirlerine kredi açmakta isteksiz davranmaları likidite sıkışıklığını daha da ağırlaştırdı. Korkunun hisse senedi piyasalarının gerilemesine yol açması, bankaların ödeme gücü sorunlarını iyice tehlikeli hâle getirdi. Likidite ile ödeme gücünün yıkıcı etkileşimi iflaslara, kredilerin çökmesine, talebin daralmasına ve ufukta durgunluğun belirmesine yol açtı.

4.4 Riskin yanlış yönetilmesi ya da finansallaşmış kapitalizmde bankaların rolü

Bankaların balonun gelişimi sürecinde oldukça kötü bir performans sergilemeleri, finansallaşmış kapitalizmde bankaların rolüne dair daha kapsamlı soruları akla getiriyor. Marksist klasikler bankaların bilgi toplayarak, kaynakları toplum genelinde aktararak ve kâr oranının eşitlenmesini kolaylaştırarak kapitalist bir ekonomide bütünleştirici bir rol oynadığını düşünüyorlardı.[41] Ancak, finansallaşma işleri belirgin bir şekilde değiştirdi.

Bankalar, riski değerlendirmek ve uygun düzeyde sermayeyi ellerinde tutmak için kendilerinden borçlananlar hakkında bilgi edinmeye ihtiyaç duyarlar. Ana yolcu iktisat, bankaların niteliksel ("yumuşak") ve niceliksel ("katı") şekillerde bilgi edindiklerini kabul eder.[42] İlki, borçlularla düzenli iletişim kurulmasını, kişisel ilişkileri, borçlunun faaliyetlerini yürüttüğü yerin ziyaret edilmesini ve şirket yönetim kuruluna personel yerleştirilmesini içerir. İkincisi ise hem şirketlerle ilgili hem de genel olarak piyasalarla ve ekonomiyle ilgili nicel verilerin analizini içerir.

Yatırım bankacılığı ile birlikte finansal müsadere, bankaların bilgi edinmek için "yumuşak", "ilişkilere dayalı" yöntemlerden

41 Lenin (1964, s. 223), bankaların gerçek anlamda "evrensel karakterde" kurumlar hâline kapitalist toplumda geldiklerini düşünürken, Hilferding (1981, s. 368) ise Alman ekonomisinin "altı büyük Berlin bankası" aracılığıyla kontrol edilebileceğini tasavvur ediyordu.

42 Bunlar kullanışsız terimlerdir, ancak anlamları açıktır. Bkz. Berger ve Udell (1995); Berger, Klapper ve Udell (2001).

uzaklaşarak "katı", istatistiklere dayalı tekniklere yönelmelerine neden oldu. Daha özgül olarak bakıldığında bankalar, ipotekler ve tüketici kredileri verirken "kredi notu" yöntemini benimsediler. Bu yöntem, bireysel bir not belirlenmesini sağlayan ve istatiksel açıdan istendiği gibi değiştirilebilecek, gelir, yaş, sahip olunan varlıklar gibi sayısal bilgilerin toplandığı "mesafeli" teknikleri kapsar.[43] Bireyin kredi notu ancak belli bir eşik değerin üzerinde olursa kredi açılır. İkinci kalite ipotekler, eşik değerin düşük olduğu kredilerdir.

Ayrıca bankalar, geçmişteki geri ödenmeme oranlarından faydalanan matematiksel tabanlı modeller kullanarak ellerindeki varlıkların temerrüt riskini tahmin etmeye başladılar. Büyük ölçüde geçmiş eğilimlerden dış değerlendirme [*ekstrapolasyon*] yoluyla elde edilen bu tahminler, verilerin işaret ettiği sınırlar dahilinde stres testlerine tabi tutulur. Benzer şekilde bankalar, (tarihsel olarak tahmin edilen) varlık fiyatları ile (hisse senedi piyasası fiyatlarından tahmin edilen) oynaklık arasındaki bağıntılara [*korelasyon*] dayanan Riske Maruz Değer (RMD) yöntemlerini uygulamayı da öğrendiler.[44]

Bu temel üzerinde bankalar, Riske Maruz Günlük Kazançlarını (RMGK), yani ellerinde tuttukları varlıkların değerinin günlük olarak belli bir düzeyin altına düşme olasılığını tahmin ederler. Sonuçta, RMGK'yı kabul edilebilir sınırlar içine getirmek için varlıklarının karışımını yeniden ayarlayabilirler. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için banka varlıkları tarihi fiyatları değil, cari piyasa değerlemelerini yansıtmalıdır. Bu nedenle, finansallaşmanın gelişimi sırasında bir muhasebe pratiği olarak "piyasa göre değerleme"[45] pratiği egemen olmuştur.

43 Mester (1997).

44 Standart analizler için bkz. Saunders ve Allen (2002), s. 84-106; Duffie ve Singleton (2003), s. 31-42.

45 Piyasaya göre değerleme (hesapların güncelleştirilmesi) (*marking to market*): Bir menkul kıymetin değerinin cari piyasa değeri üzerinden günlük olarak hesaplanması –*çev*.

Çıkarıma dayalı, hesaplama tekniklerinden yoğun bir şekilde faydalanan risk yönetimi "katı" gibi gözükür ve bilimsellik havası taşır. Ayrıca, ticari bankaların üstlendikleri yatırım bankacılığı işlevleriyle de uyumludur.[46] Balon sırasında bankaların riski "parçalayıp, paketleyip fiyatlandırmakta" uzmanlaştıkları yaygın olarak iddia ediliyordu. Bankalar, menkul kıymetleştirme vasıtasıyla riskin, riski gerçekten göze alanlarca tutulmasını sağlayarak finansal istikrarı artırıyor gibi gözüküyorlardı.[47]

Bankaların çıkarıma dayalı risk yönetimi felaketlere gebeydi. Her şeyden önce bağıntıları hesaplamakta geçmiş fiyatların kullanılması, krizlerin karakteristik özelliği olan fiyatların eşi görülmemiş şekilde birlikte hareket ettiği dönemlerde pek de işe yaramaz. Ayrıca bu teknikler, finansal aracıların karar alma süreçlerinde homojenliği [*tektürdeşlik*] artırarak, fiyat dalgalanmalarını ve genel istikrarsızlığı şiddetlendirmiş olabilir.[48]

Daha temelde bu teknikler, bir bütün olarak finans sisteminin riski gerektiği şekilde değerlendirmek için gereken bilgiyi toplayamamasına yol açmış gibi gözüküyor.[49] İpotekler, "kredi notu"na dayanarak ve hızla menkul kıymetleştirecekleri anlayışından hareketle verildiler. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerlendirilmesi, ücretlerini bankalardan alan ve bu nedenle de hızla satılmalarını sağlamak için menkul kıymetlere mükemmel notlar vermeleri kendi çıkarlarına olan kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılıyordu. Ayrıca, bu kuruluşlar da risk değerlendirmelerini yaparken çıkarıma dayalı teknikleri kullanıyorlardı. Bu durumda alıcılar, her şeyin iyi olduğu kör varsayımıyla yeni menkul kıymetleri satın alıyorlardı.

46 Allen ve Santomero (1998, 1999), bu değişikliklerin, günümüz kapitalizminde bankaların asıl işlevinin riski biçimsel olarak yönetmek olduğunu gösterdiğini savunurlar.

47 Bankalar bilgi teknolojilerini yaygın olarak benimseyip kullanmış olmasaydılar, bu değişiklikler elbette mümkün olmayacaktı.

48 Persaud (2002).

49 Goodhart'ın (2008) buna "riskin yanlış fiyatlandırılması" demesi, kendisinden beklenmeyecek bir hatadır. Esas mesele riskin kavranmasında sistemik olarak bütünüyle başarısız olunmasıdır.

Sürecin hiçbir aşamasında, başlangıçta verilen kredilerle ve ardından yapılan menkul kıymetleştirmelerle ilgili gerekli özen gerçek anlamda gösterilmiyordu. Bankalar, menkul kıymetleştirme sayesinde riski başkalarına aktardıklarını düşünüyorlardı. Aslında tek yaptıkları riske, YYA'ya, riskten sakınma fonlarına ve benzerlerine açılan krediler olarak farklı bir biçim vermekten ibaretti. İpotek borçları geri ödenmemeye başladığında riskin gerçek boyutu ortaya çıkmaya başladı ve bankalar perişan oldular.

Başka bir deyişle, bankaların finansal müsadereye ve finans piyasası aracılığına yönelmeleri, "ilişkilere dayalı" temelde bilgi toplama ve riski değerlendirme gücünün kaybedilmesiyle sonuçlandı. Bankalar bir ölçüde simsar olma niteliği kazanırken, finansal aracı olma niteliklerini kısmen kaybettiler. Bu durum, borçlananların kredi verilebilirliğinin toplumsal olarak geçerli bir şekilde değerlendirilmesinde sorunlara yol açtı. Çünkü kapitalist bir ekonomide bu görev geleneksel olarak bankalar ile finans sistemindeki diğer kurum ve piyasalar arasındaki kısmen "ilişkilere dayalı" olan etkileşimler aracılığıyla gerçekleştiriliyordu.[50]

Ticari bankalar için ufukta fırtına bulutları belirmeye başlamıştı. Şirketlerin en önemli yatırım finansmanı sağlayıcısı olma konumlarını kaybeden ticari bankalar, bilgi toplama ve riski değerlendirme güçlerini önemli ölçüde yitirdiler ve işçilerin ihtiyaçlarının karşılanmasına aracılık etmeleri felaketle sonuçlandı. Öyleyse kapitalist ekonomide bankaları acaba nasıl bir gelecek bekliyor? Para yaratılmasında ve ödeme mekanizmasının işletilmesinde hayati bir rol oynamaya devam edeceklerine şüphe yok. Ancak, bu özgül olarak bankacılığa has bir faaliyet değildir, posta ofisleri gibi diğer kurumlar da bu işlevi yerine getirebilirler. Finansallaşmış kapitalizmin büyük bankaları için gelecekte bankacılık rolü olacak mı? Yaşadığımız krizin gündeme getirdiği en karmaşık sorunlarından biri olan bu sorunun belli bir cevabı yok. Bu soru elbette, tarihi oldukça eskiye uzanan bir sosyalist talebi,

50 Bkz. Lapavitsas (2003), 4. bölüm.

yani bankaların kamu mülkiyeti ve denetimi altına alınması meselesini akla getiriyor.

5. FİNANSALLAŞMANIN TOPLUMSAL YÖNLERİ: RANTİYENİN GERİ DÖNÜŞÜMÜ MÜ?

Yaşadığımız krizin finansallaşmanın, yani finans sistemi etrafında dönen ve yeni kâr kaynakları içeren kapitalist ekonominin geçirdiği sistemli dönüşümün sonucu olduğunu yukarıda gösterdik. Bu makalenin geri kalan kısmında, finansallaşmanın toplumsal ve siyasi yönlerini ele alarak yukarıda yaptığımız analizi daha geniş bir bağlama yerleştireceğiz. Dolayısıyla bu bölümde, finans sektörü aracılığıyla edinilen gelir ve servetle ilişkilendirilen ve bu dönem boyunca eşitsizliğin artmasına katkı yapmış olan rantiyelerin yeniden önem kazanması konusunu ele alacağız. Acaba finansallaşma yeni bir rantiye çağı mıdır ve eğer öyleyse bu ne şekilde gerçekleşmektedir?

Finansallaşma hakkındaki yazının büyük bir bölümünde, aylak rantiyenin çağdaş kapitalizmin ayırt edici özelliği olduğu (kimi zaman zımnen) varsayılır.[51] Bu görüş, rantiyenin ya etkin kapitalistleri fonlardan mahrum bırakarak ya da faiz oranlarını yükselterek birikimin ritmini yavaşlattığını savunan Keynesçi yaklaşımın özünü oluşturur. Finansallaşmayı, aylak rantiye ile çalışan kapitalisti birbirine karşıt kutuplara yerleştirerek analiz etmenin önemli sorunları barındırdığını aşağıda göstereceğiz.

Rantiyenin analizi Marksist ekonomi politikte bulunabilir –ara sıra doğrudan Marx'tan kaynaklanan göndermelere rastlanabilir.[52] Bu konuda en güçlü etkiyi, klasik emperyalizm teorisindeki "asalak rantiyeler" tartışmasıyla Lenin yapmıştır.[53] Lenin bu fikri, emperyalizmi liberal açıdan eleştiren Hobson'dan almıştı.[54] Öte

51 Bkz. Stockhammer (2004), Crotty (2005), Epstein ve Jayadev (2005), Pollin (2007), Orhangazi (2008).

52 Örneğin Marx (1984), 22. bölüm.

53 Lenin (1964), s. 276-285.

54 Hobson (1938), 4. bölüm.

yandan Lenin'in iktisadi analizinin büyük bir kısmı, çalışmasında "asalak rantiye"den hiç bahsetmeyen Hilferding'e dayanır. Hilferding finansı rantiyelerle ilişkilendirmemişti, ancak Marx'a dayanarak finans sisteminin reel birikimden zorunlu olarak ortaya çıktığını savunmuştu. Alman kapitalizmine bakarak, aylak rantiyelerin etkin sanayicileri sınırlandırması nedeniyle reel birikimin güçlüklerle karşılaştığı görüşünü de paylaşmıyordu.

Marksistlerin rantiye hakkında görüşlerinin temelinde faiz getiren (veya ödünç verilebilir) sermaye kavramı yatar.[55] Ancak Marx'ın analizinde, rantiyenin analizi için önem taşıyan faiz getiren sermayenin kaynakları konusunda bazı muğlaklıklar vardır. Marx, kimi zaman faiz getiren sermayeyi kapitalist sınıfın bir alt kısmı olan "para kapitalistleri"ne özgü bir şey olarak görür.[56] "Para kapitalistleri" diğer kapitalistlere sermaye ödünç verirler ve karşılığında kârdan pay olan faiz alırlar. Her ne kadar Marx terimi bu bağlamda kullanmamışsa da, kâr yaratmak için sermaye ödünç alan üretken kapitalistlerin aksine "para kapitalistleri" esasen rantiyeleri oluştururlar.

Ancak Marx kimi zaman ise ödünç verilebilir sermayenin, sınai ve ticari sermayenin normal faaliyetleri sırasında yaratılan atıl paradan kaynaklandığını savunur.[57] Dolayısıyla, ödünç verilebilir sermaye kapitalist sınıfın ayrı bir alt kısmına ait olmayıp, reel birikim sırasında sürekli yeniden yaratılmış olur. Kredi sisteminin ana işlevi, atıl fonları harekete geçirerek bu fonları ödünç verilebilir para-sermayeye dönüştürmek ve yeniden birikime yönlendirmektir. Hilferding, bu düşünceye koşut olarak, atıl paranın kaynaklarını ve ödünç verilebilir sermaye hâline gelmesini sağlayan karmaşık yolları ayrıntılı olarak belirtir.[58]

Bu ikinci yaklaşımın meziyetlerinden biri, rantiyeler ile finan-

55 İlk kez Marx tarafından dile getirilmiştir (1894, 5. Kısım).

56 Örneğin Marx (1894), 21., 22., 23. ve 24. bölümler.

57 Örneğin Marx (1885), s. 165, 203, 248-61, 355-9, 423, 569; 1894, 30., 31. ve 32. bölümler.

58 Hilferding (1981), s. 70-81.

sallaşma hakkındaki güncel tartışmayı kuşatan kafa karışıklıklarının bazılarını gidermesidir. Çünkü, günümüzün rantiyeleri olarak sınıflandırılabilecek kişilerin geliri sırf ödünç verilebilir sermayeye sahip olmalarından kaynaklanmaz. Örneğin, riskten sakınma fonlarının yöneticileri tipik olarak yıllık kârlardan aldıkları büyük paylardan ve hizmet ücretlerinden olağandışı gelirler elde ederler. Bu gelirler, başkalarının parasını kullanarak finansal varlıklar üzerinde spekülasyon yapılmasından kaynaklanır. Alınan bu karşılıklar genellikle yeni finansal varlıklar biçimini alarak, beraberinde sermaye kazançlarını ve vergiden kaçınmayı getirir. Benzer şekilde, sanayi kesimi yöneticileri de sıklıkla maaşların içine gizlenmiş hisse senedi opsiyonları ve diğer finansal mekanizmalar biçiminde gelirler elde ederler. Son olarak, muhasebeciler ve avukatlar gibi finansal işlemlerde gerekli teknik desteği sağlayanlar da oldukça büyük gelirler sağlarlar.

Bu gelirler, basitçe ilgili kişilerin ödünç verilebilir parasermayeye, hatta atıl paraya sahip olmalarından daha ziyade, kısmen finans sistemindeki konumlarından ve işlevlerinden kaynaklanır. Başka bir deyişle modern rantiyeler, zahmetli üretim işinden kaçınan ve ellerinde nakit tutan kişiler değillerdir. Çoğu kez ödünç verilebilir sermayeye sahiptirler, ancak olağandışı gelirler elde edebilmeleri aynı zamanda finans sistemine göre konumları sayesinde gerçekleşir. Aslında, finans sistemi içerisinde, söz gelimi sanayi ya da ticaret sektörlerindeki yöneticiler gibi bir işlev görmelerine bile gerek yoktur.

Ödünç verilebilir sermaye sahibi olarak rantiyenin sınai kapitalistle çatışma içinde olmasının, günümüz kapitalizmi açısından kısmi bir önemi vardır. Kurumsal yatırımcılar bağlamında bu daha da açık görülebilir. Emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve benzerleri, geniş emekçi halk kesimlerinin gelirlerinden sızdırılmış atıl parayı toplarlar. Finansal aracı kurumlar açısından bu tür fonlar, işleterek kâr elde edebilecekleri yeni bir alan niteliğindedir. Ancak, toplumsal sınıflar genelindeki "finansallaşmış" bireyler için

de kazançlar yaratırlar ve hiç şüphesiz ki elde edilen kazançların tamamı, diğer sınıflardan kesin çizgilerle ayrılmış ve rantiyelerden oluşan bir toplumsal grubun payına düşmez.

Benzer şekilde, finans kurumlarının toplam kârlarını rantiye gelirinin bir ölçütü olarak görmek hatalı olur. Başta bankalar olmak üzere finans kurumları, üretken kapitalistlerin kâr akımlarından beslenen asalaklar olmayıp, dolaşım alanında ihtiyaç duyulan hizmetleri sunan kapitalist işletmelerdir. Bu nedenle rekabete tabidirler ve ortalama kâr oranını kazanma eğilimi gösterirler. Finansallaşma, finansal müsadereye ve finans piyasası aracılığına doğru bir yönelimi gerektirmiştir. Ancak finans kurumu kârlarını, rantiye gelirinin temsilcisi olarak görmenin hiçbir temeli yoktur.

Özetlemek gerekirse, eğer bugün bir rantiye katmanı tanımlamak mümkünse, bu finans sisteminin gelişiminden ortaya çıkmıştır. Bu katman, finans sistemine göre konumundan ve ödünç verilebilir sermaye sahibi olmasından gelir elde eder. Daha genel olarak, finansal işlemler aracılığıyla rant benzeri gelirler sağlanabilmesi finansın itici gücü değil, finansın geçirdiği dönüşümün bir yan ürünüdür. Sistemik kökenleri olan finansın egemenliği, rantiyelerin varsayıldığı üzere sanayicileri sıkıştırmasından çok daha karmaşık sonuçlar doğurur. Aynı nedenle, finansallaşmaya karşı çıkılması, aylak finans karşısında canını dişine takarak çalışan sanayinin desteklenmesi anlamına gelmez.

6. SONUÇ YERİNE: FİNANSALLAŞMA, FİNANS KAPİTALİN YENİ BİR DÖNEMİ Mİ?

Bu makalede ele alınacak son konu, finansallaşma ile finansın 20. yüzyılın eşiğindeki egemenliği arasındaki benzerlik olacak. Emperyalizm üzerine yapılan Marksist tartışmalarda bu ikinci olgu elbette analiz ediliyordu.[59] Sınai sermaye ile bankacılık ser-

59 Örneğin bkz. Hilferding (1981), Lenin (1964), Luxemburg (1951), Bauer (2000), Buharin (1972).

mayesi arasındaki ilişkinin değişmiş olmasından kaynaklanan çığır açıcı değişimi kavrayan Hilferding, büyük önem taşıyan finans kapital terimini ortaya atmıştı.[60] Hilferding'e göre üretimin ölçeği büyüdükçe, tekelci sınai sermaye yatırımlarını finanse etmek için tekelci bankalara giderek daha bağımlı hâle gelir –ta ki bu ikisi, bankaların egemenliği altında tamamen birbiriyle kaynaşana kadar. Bu, ekonomiye hâkim olan, rekabeti adım adım kısıtlayan ve ekonomiyi kendi çıkarlarına hizmet edecek şekilde "düzenleyen" finans kapitaldir.

Hilferding'in analizi, Lenin'in zamanla gelenekselleşecek emperyalizm formülasyonunun temelini oluşturmuştu. Daha önce Bauer, kartellerin, yalnızca kendilerinin faaliyet gösterebilecekleri ticaret alanları yaratmak için saldırgan gümrük tarifeleri talep ettiklerini ortaya koymuştu.[61] Hilferding, kartellerin, düşük ücretlerden yararlanmak amacıyla azgelişmiş ülkelere para-sermaye ihraç ettiklerini de belirtmişti. Bu, Britanya "laissez-faire"[62] kapitalizminin sona ermesi, yerini Alman ve Amerikan finans kapitaline bırakmasıydı. Geç gelişen ülkeler devletin gücüne bel bağlıyor, militarizmi ve emperyalizmi (beraberinde de ırkçılığı) kışkırtıyorlardı. Tekeli daha güçlü bir şekilde vurgulayan Lenin'in teorisi, asalak rantiyeleri ve dünyanın emperyalist güçler arasında teritoryal olarak yeniden paylaşılmasını da ilk kez telaffuz ediyordu. Ancak, altta yatan iktisadi anlayış aslında Hilferding'den geliyordu.[63]

Finansın egemenliğine ve bu egemenliğin ekonomi, toplum ve siyaset üzerindeki sonuçlarına ışık tutan Hilferding ile Lenin'in finans kapital analizi ekonomi politiğin başyapıtıdır. Finans kapital analizi, finansın sıkı bir şekilde düzenlendiği, ABD'nin emperyalist bölünmeleri Sovyetler Birliği'ne karşı yürüttüğü mücadeleye

60 Hilferding (1981), s. 225.

61 Bauer (2000).

62 (Fransızca) Bırakınız yapsınlar –*çev*.

63 Emperyalizm analizinde finans kapitali göz ardı eden Luxemburg'un (1951) aksine.

tabi kıldığı ve kurtuluş hareketleri dalgasının eski imparatorlukları yerle bir ettiği savaş sonrası dönemin uzun süren patlaması sırasında geçerliliğini biraz kaybetmiş gibi gözüküyordu. Ancak, finansallaşmanın yükselişi damarlarına taze kan enjekte etmiş görünüyor. Acaba finansallaşma, finans kapitalin geri dönüşünü mü temsil ediyor? Bu sorunun yanıtı hayır, ancak ikisi arasındaki bu benzerlik aşağıda sıralayacağım nedenlerle son döneme ışık tutuyor.

Birincisi, demin gösterildiği üzere son dönemlerde bankalarla büyük sınai ya da ticari işletmeler arasında herhangi bir yakınlaşma görülmemektedir. Ayrıca bankaların, sanayiyle ilişkilerinde baskın taraf olduğuna dair bir kanıt da yok. Büyük şirketler bankalardan daha da uzaklaşırken, bağımsız olarak kendi başlarına finansal işlemlere giriştiler. Bankalar, "finansallaşmış" kişisel gelirlerden ve açık finans piyasalarında yürüttükleri aracılık işlemlerinden kâr elde etmeye çalıştılar.

İkincisi, finans sistemlerinin niteliği, finans kapital teorisiyle uyuşmayacak şekillerde değişti. Tüm finans sistemlerinin ortak unsurları vardır, ancak bunlar arasındaki denge gelişmenin aşamasına, tarihe, kurumsal yapıya, hukuka ve siyasete bağlıdır. Finans sistemleri arasındaki tipik ayrım, piyasa temelli (Anglo-Amerikan) sistemi ile banka temelli (Alman-Japon) sistemi ayrımıdır.[64] Genelde piyasa temelli sistemlerde finans piyasalarının ağırlığı daha fazlayken, bankalar ile sanayi arasındaki ilişkiler mesafelidir. Bunun aksine banka temelli sistemlerde kredi sistemleri öne çıkar ve bankalarla sanayi arasında yakın ilişkiler vardır (sıklıkla personel alışverişi olur ve birbirlerinin hisselerine sahip oldukları görülür).

Hilferding'in finans kapital teorisi, banka temelli finans sistemleri hakkında yapılmış ilk analizlerden biriydi. Hilferding'in teorisinde, finans kapitalin ortaya çıkmasıyla birlikte finans sistemle-

64 Bu ayrım ana yolcu iktisat teorisinde de kullanılır; örneğin bkz. Allen ve Gale (2001).

rinin giderek banka temelli hâle geleceği görüşü örtük olarak yer alır. Ancak, açık finans piyasalarının son dönemlerdeki yükselişi ve bankaların geçirdiği dönüşüm bu eğilimle tutarlı değildir. Aksine, her ne kadar banka temelli sistemler ortadan kaybolmamış olsa da, Amerikan modelinden yararlanan piyasa temelli sistemlere doğru küresel bir kayma olduğu gözlenmektedir.

Üçüncüsü, hem Hilferding hem de Lenin için dışlayıcı ticaret alanları, teritoryal imparatorlukların ortaya çıkmasında hayati bir önem taşır. Ancak, finansallaşmış kapitalizm bu tür olgular doğurmamış, aksine gümrük tarifelerinin aşağı çekilmesine ve ticaretin homojen bir kurumsal çerçevede yapılmasına yönelik baskılar şiddetlenmiştir. Şüphesiz süreç eşitsiz ve çelişkili olmuş, azgelişmiş ülkeler aleyhine ayrımcılık yapılmıştır. Devletler de, başta Avrupa Birliği ve NAFTA[65] olmak üzere ticaret blokları yaratmışlardır, ancak bunlar genellikle dışlayıcı nitelikte değillerdir. Tüm bunlar göz önüne alındığında, finans kapital döneminin ayırt edici özelliği olan karşılıklı olarak gümrük tarifelerinin dayatılmasıyla karşılaştırabilecek hiçbir şey yoktur ortada.

Dördüncüsü, "düzenlenmiş" kapitalizme özel bir yakınlık duymasına karşın Hilferding'in teorisinin, devletin finans alanına sistemli müdahalelerde bulunmasıyla ilgili söyleyecek pek bir şeyi yoktur.[66] Ancak devlet, finansallaşmanın yükselişinde çok önemli bir rol oynamıştır. Devlet her şeyden önce finansal kuralsızlaştırmayı gerçekleştirmeye çalışmıştır. Yine devlet, hem merkez bankasına tahvil sağlayarak, hem de merkez bankası yükümlülüklerinin yasal ödeme aracı olduğunu açıklayarak merkez bankasının ardındaki güç olmuştur. Devletin desteği olmasaydı, finansallaşma krizleri sırasında merkez bankalarının etkinliği çok daha sınırlı olurdu. Daha genel olarak devlet, büyük bankaların ödeme gücünün ve bir bütün olarak finans sisteminin istikrarının nihai kefili olarak ortaya çıkmıştır.

65 Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi –*çev*.

66 Aynı şey, "düzenlenmiş" kapitalizme güçlü bir vurgu yapmasına karşın Buharin (1972) için de geçerlidir.

Beşincisi, finansallaşmaya, uluslararası para sisteminde yaşanan sıra dışı çalkantılar eşlik etmiştir. Hilferding ile Lenin'in döneminde dünya parası olan altının en son başvurulacak rezerv olarak uluslararası para sistemi içinde sahip olduğu önem son derece azalmıştır. Gerçek bir çıpanın yokluğunda ABD doları yavaş yavaş bir yarı dünya parası konumuna gelmiştir. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin muazzam miktarlarda dolar rezervleri biriktirmeye mecbur bırakıldıkları daha önceki kısımlarda gösterilmişti. Bu esasen ABD'nin faydasına olmuştur, çünkü yoksul ülkelerce arz edilen ödünç verilebilir sermaye ABD'nin büyük ticaret açıklarını sürdürmesini sağlamıştır. Ancak, konut balonunun büyüyüp bugünkü krize yol açmasıyla birlikte lider emperyalist ülke de bedel ödemiştir.

Sözün özü finansallaşma, bankaların sınai ve ticari sermaye üzerinde hâkimiyet kurması anlamına gelmez. Daha ziyade, finans sektörünün daha özerk hâle gelmesine tekabül eder. Açık finans piyasalarından borçlanabilen sınai ve ticari sermaye, bu sayede finansal işlemlerle yoğun bir şekilde ilgilenir hâle geldi. Finans kurumları, finansal müsadereye 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 iktisadi örgütlenmeye ihtiyaç olduğu bütün açıklığıyla ortadadır.

KAYNAKLAR

Allen, Franklin ve David Gale. (2001) *Comparative Financial Systems: A Survey*, Wharton: Centre for Financial Institutions, Çalışma Metni 01-15.

Allen, Franklin ve Antony Santomero. (1998) "The theory of financial intermediation", *Journal of Banking and Finance* 21, s. 1461-1485.

Allen, Franklin ve Antony Santomero. (1999) "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance* 25, s. 271-294.

Autor, David, Frank Levy ve Richard Murnane. (2003) "The Skill Content of Recent Technological Innovation: An Empirical Investigation", *Quarterly Journal of Economics* 118 (4), s. 1279-1333.

Bauer, Otto. (2000 [1906]) *The Question of Nationalities and Social Democracy*. Minneapolis: University of Minnesota Press.

Bear Sterns. (2007) *Form 10-Q*, United States Securities and Exchange Commission, http://www.bearsterns.com/includes/pdfs/investor_relations/proxy/3q_10q_07.pdf.

Berger, Allen ve Gregory Udell. (1995) "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business* 68 (3), s. 351-381.

Berger, Allen, Leora Klapper ve Groegort Udell. (2001) "The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Business", *Journal of Banking and Finance* 25, s. 2127-2167.

Brenner, Robert. (1998) "The Economics of Global Turbulence", *New Left Review* I/229 (Mayıs-Haziran), s. 1-26.

Brenner, Robert. (2002) *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy*. Londra: Verso [*Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon*, çev. Bilge Akalın, İletişim Yayınevi, 2007].

Bryan, Dick ve Mike Rafferty. (2007) "Financial Derivatives and the Theory of Money", *Economy and Society* 36 (1), s. 134-158.

Brynjolfsson, Erik ve Lorin Hitt. (2000) "Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance", *Journal of Economic Perspectives* 14(4), s. 23-48.

Brynjolfsson, Erik ve Lorin Hitt. (2003) "Computing Productivity: Firm-Level Evidence", MIT-Sloan Çalışma Metni 4210-01.

Bukharin, Nikolai. (1972 [1915]) *Imperialism and World Economy*. Londra: Merlin [*Emperyalizm ve Dünya Ekonomisi*, çev. Uğur Selçuk Akalın, Bağlam Yayınları, 2005].

Corbett, Jenny ve Tim Jenkinson. (1996) "The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison", *Journal of the Japanese and International Economies* 10 (1), s. 71-96.

Corbett, Jenny ve Tim Jenkinson. (1997) "How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States", *Papers in Money, Macroeconomics and Finance*, The Manchester School Supplement, LXV, s. 69-93.

Crotty, James. (2005) "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation

Performance in the Neoliberal Era", Epstein Gerry (der.) *Financialization and the World Economy* içinde. Northampton, MA.: Edward Elgar.

Duffie, Darrell ve Kenneth Singleton. (2003) *Credit Risk*. Princeton: Princeton University Press.

Dumenil, Gerard ve Dominique Levy. (2004) *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*. Cambridge. Mass.: Harvard University Press.

Dymski, Gary. (2009) "Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis", *Historical Materialism*, bu kitapta.

Epstein, Gerald ve Arjun Jayadev. (2005) "The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity", Epstein Gerry (der.) *Financialization and the World Economy* içinde. Northampton, MA.: Edward Elgar.

Fine, Ben, Costas Lapavitsas ve Dimitris Milonakis. (1999) "Analysing the World Economy: Two Steps Back", *Capital and Class* 67, s. 21-47.

Hilferding, Rudolf. (1981 [1910]), *Finance Capital*. Londra: Routledge & Kegan Paul [*Finans Kapital*, çev. Yılmaz Öner, Belge Yayınları, 1995].

Hobson, John. (1938) *Imperialism*, 3. baskı. Londra: George Allen & Unwin.

Glyn, Andrew. (2006) *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*. Oxford: OUP.

Goodhart, CAE. (2008) "The background to the 2007 financial crisis", *International Economics and Economic Policy* 4, s. 331-346.

Gordon, Robert. (1999) "Has the 'New Economy' Rendered the Productivity Slow-Down Obsolete?", Çalışma Metni, Northwestern Üniversitesi, mimeo.

Gordon, Robert 2004, 'Why was Europe Left at the Station when America's Productivity Locomotive Departed?', Çalışma Metni 10661, NBER.

Jorgenson, Dale ve Kenneth Stiroh. (2000) "Raising the Speed Limit: US Economic Growth in the Information Age", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, s. 125-211.

Lapavitsas, Costas. (2000) "On Marx's Analysis of Money Hoarding in the Turnover of Capital", *Review of Political Economy* 12 (2), s. 219-235.

Lapavitsas, Costas. (2003) *Social Foundations of Markets, Money and Credit*. Londra: Routledge.

Lapavitsas, Costas. (2007) "Information and Trust as Social Aspects of Credit", *Economy and Society* 36 (3), s. 416-436.

Lapavitsas, Costas ve Paulo Dos Santos. (2008) "Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology", *Contributions to Political Economy* 27, s. 31-56.

Lazonick, William ve Mary O'Sullivan. (2000) "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society* 29 (1), s. 13-35.

Lenin, Vladimir. (1964 [1916]) *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism, Collected Works*, cilt 22. Moskova: Progress [*Emperyalizm: Kapitalizmin En Yüksek Aşaması*, çev. Cemal Süreya, Sol Yayınları, 1969].

Luxemburg, Rosa. (1951 [1913]) *The Accumulation of Capital*. Londra: Routledge & Kegan Paul [*Sermaye Birikimi*, çev. Tayfun Ertan, Belge Yayınları, 1986].

MacKenzie, Donald. (2003) "Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage", *Economy and Society* 32 (3), s. 349-380.

MacKenzie, Donald. (2004) "The big, bad wolf and rational portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics", *Economy and Society* 33 (3), s. 303-334.

MacKenzie, Donald ve Yuval Millo. (2003) "Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange", *American Journal of Sociology* 109 (1), s. 107-145.

Marx, Karl. (1991 [1861-3]) *Karl Marx and Frederick Engels: Collected Works*, cilt 33. Londra: Lawrence and Wishart.

Marx, Karl. (1976 [1867]) *Capital*, Cilt I. Londra: Penguin/New Left Review [*Kapital*, çev. Alaattin Bilgili, Sol Yayınları, 1965].

Marx, Karl. (1978 [1885]) *Capital*, Cilt II. Londra: Penguin/New Left Review.

Marx, Karl. (1981 [1894]) *Capital*, Cilt III. Londra: Penguin/New Left Review.

Mester, Loretta. (1997) "What is the Point of Credit Scoring?", *Federal Reserve Bank of Philadephia Business Review* (Eylül-Ekim), s. 3-16.

Mishkin, Frederic. (2008) "The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions", Tuck Küresel Sermaye Piyasaları Konferansı'nda yapılan konuşma, Tuck School of Business, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire, http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm

Oliner, Stephen ve Daniel Sichel. (2000) "The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?", *Journal of Economic Perspectives* 14 (4), s. 3-22.

Oliner, Stephen ve Daniel Sichel. (2002) "Information Technology and Productivity: Where are we Now and Where are we Going?", *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta, Üçüncü Çeyrek), s. 15-44.

Orhangazi, Özgür. (2008) "Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the US economy, 1973-2004", *Cambridge Journal of Economics*, 9 Nisan 2008 tarihli baskı öncesi erişim, doi: 10.1093/cje/ben609.

Painceira, Juan Pablo. (2009) "Developing countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation", *Historical Materialism*, bu kitapta.

Papadatos, Dimofanis. (2009) "Central Banking in Contemporary Capitalism: Monetary Policy and its Limits", *Historical Materialism*, bu kitapta.

Persaud, Avinash. (2002) "Liquidity Black Holes", UNU-WIDER, DP 2002/31.

Pollin, Robert. (2007) "Resurrection of the Rentier", *New Left Review* 46, s. 140-153.

Rodrik, Dani. (2006) "The social cost of foreign exchange reserves", *International Economic Journal* 20 (3), s. 253-266.

Santos, Paulo Dos. (2009) "On the Content of Banking in Contemporary Capitalism", *Historical Materialism*, bu kitapta.

Saunders, Anthony ve Linda Allen. (2002) *Credit Risk Measurement*. New York: John Wiley & Sons.

Smith, Adam. (1950 [1776]) *The Wealth of Nations*, 6. baskı. Londra: Methuen [*Ulusların Zenginliği I*, çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan Yayıncılık, 2004; *Ulusların Zenginliği II*, çev. Mehmet Tanju Akad, Alan Yayıncılık, 2003].

Steuart, James. (1995 [1767]) *Principles of Political Economy in Collected Works of James Steuart*. Londra: Routledge/Thoemmes.

Stockhammer, Engelbert. (2004) "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics* 28, s. 719-741.

Toporowski, Jan. (2000) *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. Londra: Routledge.

Triplett, Jack ve Barry Bosworth. (2001) "What's New about the New Economy? IT, Economic Growth and Productivity", *International Productivity Monitor* 2, s. 19-30.

Triplett, Jack ve Barry Bosworth. (2003) "'Baumol's Disease' Has Been Cured: IT and Multifactor Productivity in the US Services Industries", *Brookings Economics Papers* (Eylül).

UNCTAD. (2006) *World Investment Report*. United Nations, New York ve Geneva.

World Bank. (2006) *Global Development Finance*. Washington, DC.

IRKA DAYALI DIŞLAMA VE İKİNCİ KALİTE İPOTEK KREDİLERİ KRİZİNİN EKONOMİ POLİTİĞİ[1]

Gary A. Dymski

I. GİRİŞ

İktisatçıların çoğu, 2007-09 küresel finans krizinin kökenlerine dair yaptıkları açıklamalarda açgözlülüğe, miyopluğa, finans firmaları ile konut sahiplerinin aşırıya kaçmalarına ve kredi derecelendirme kuruluşlarının ahlaki çöküntü [*moral hazard*] davranışlarına odaklanıyorlar.[2] Bu teşhislere bakılırsa, bugün yaşadığımız krizin asıl nedenleri 1982 Latin Amerika, 1980'lerdeki tasarruf ve kredi ve 1997 Asya krizleriyle aynıdır: Düzenleme başarısızlığının etkisinin de görüldüğü, hatalı kurumsal tasarımdan

1 Mariko Adachi, Philip Arestis, Glen Atkinson, Dean Baker, David Barkin, Etelberto Cruz, Jim Crotty, Silvana De Paula, Shaun French, Masao Ishikura, Tetsuji Kawamura, Costas Lapavitsas, Noemi Levy, George Lipsitz, Andrew Leyshon, Tracy Mott, Jesus Munoz, Anastasia Nesvetailova, Ronen Palan, Yoshi Sato, Tokutaru Shibata, Jan Toporowski, Thomas Wainwright, Michelle White, Clyde Woods ve burada sunulan çalışmaya dair değerli yorumları nedeniyle derginin iki hakemine özellikle teşekkür etmek istiyorum. Ayrıca, Ocak 2008'de Evrimci İktisat Birliği konferansına, 2008'de Meksika Ulusal Özerk Üniversitesi'nde düzenlenen *Yapısal Değişim ve Kalkınma Politikaları* konferansına, Denver, Nottingham ve Tokyo üniversitelerinde düzenlenen seminerlere katılanlara yararlı geri bildirimlerinden ötürü minnettarım. Bu araştırmanın tamamlanması için verdiği desteklerden ötürü CEDEPLAR/ Federal Üniversite'den Minas Gerais'e çok teşekkür ederim.

2 Örneğin bkz. Krinsman (2008), Shiller (2008), Tully (2007).

kaynaklanan bir ahlaki çöküntü.[3] Buna göre patlak veren son kriz, hem özendirici unsurların hem de bilginin asimetrik [*bakışımsız*] bir şekilde dağıldığı ve finans piyasalarının yeterince denetlenmediği durumlarda, miyop, risk alan ya da ehil olmayan borç alanlarla verenlerin çok büyük iktisadi ve toplumsal kayıplara neden olabileceklerini gösteriyor.[4] Dolayısıyla, kredi kayıplarını telafi edeceği düşünülen politikaların ters tepeceği anlamına geliyor: Finans piyasalarına zarar riskinin bir kez daha öğretilmesi gerekiyor.[5]

Herkesin kabul edeceği üzere finansal krizler, kapitalist bahçedeki arsız ve uzun ömürlü bir bitkidir. Ancak, yaşadığımız krizin neden olduğu ve evrimini halen sürdüren iktisadi çöküşün derinliği, oturup bir hikâye yazar gibi sayfaları doldurmaktan sakınarak finansal krizin tarihini özenle sorgulamamız gerektiğini bize telkin ediyor.

Bu makalede, ABD ipotek kredisi piyasalarındaki ırka dayalı dışlamada yaşanan dönüşümün, 2007-09 ikinci kalite ipotek kredileri krizinde rol oynayan temel unsur olduğu savunuluyor. Bankaların kırmızı çizgi çekme ve ayrımcı uygulamaları nedeniyle ırksal azınlıkların ipotek finansmanından faydalanmaları 1990'ların başına gelinceye değin sistemli bir şekilde engellenmişti. Ancak, bu tarihten itibaren kredi piyasalarındaki ırka dayalı dışlamada bir dönüşüm gerçekleşti: Irksal azınlıklar artık bütünüyle ipotek kredilerinden mahrum edilmiyorlar; bunun yerine, azınlık mensubu olmayan borçlanıcılara teklif edilenlerden daha ağır koşullarda kredi alabiliyorlar.

Bu tür ikinci kalite kredilerin ortaya çıkması, bankaların1980'lerde, neoliberal dönemin başında karşılaştıkları zorluklara tepki olarak bankacılık faaliyetlerinde gerçekleştirdikleri stratejik dönüşümle bağlantılıdır. Geleneksel riski

3 Bu krizlerle ilgili tipik analizler için bkz. Eaton, Gersovitz ve Stiglitz (1986), Kane (1989), Kaufman (1990), Krugman (1998).

4 Reinhart ve Rogoff (2008).

5 Allen Meltzer (2007) şöyle yazıyor: "Başarısızlığın olmadığı bir kapitalizm, günahın olmadığı bir dine benzer. Aşırı risk alındığında 'bırakalım çuvallasınlar' denilmelidir. … Kurtarma operasyonları aşırı risk almayı, başarısızlıklar ise daha ihtiyatlı bir şekilde risk almayı teşvik eder".

üstlenen taraf olma rollerinden sıyrılan bankalar, net gelir yaratacak yeni yollar arayıp duruyorlardı. Farklı müşteri kesimlerine farklı şekillerde hizmet sunmak üzere tasarlanmış finansal varlıklar yaratıp, bu yolla hizmet ücretine dayalı önemli miktarda gelir elde ettiler. Başarıyla gerçekleştirdikleri doğrudan ve dolaylı hamlelerle düşük gelirlilere ve azınlık mensuplarına yönelik piyasalar için yüksek riskli krediler sunmaları, yüksek riskli borçlar için yeni mahreçlerin ortaya çıkmasıyla birlikte düşünüldüğünde, ikinci kalite ipotek piyasalarının önünü açtı. ABD'deki bölgesel konut piyasalarının canlanması, ikinci kalite ipotek araçlarının, şehrin geri kalanından ayrılmış gözde mahallelerinin sınırları dışında kalan yeni konut sahiplerine ulaştırılması için fırsatlar yarattı. ABD'nin eşsiz küresel makroiktisadi konumuyla bağlantılı ve görünüşte sınırsız olan düşük maliyetli likidite arzı, ipoteğe dayalı yatırım araçlarının büyük çapta imal edilip dağıtılması için gereken kaynağı sağladı.

İkinci kalite krediler, kredilere dayanak oluşturan konut varlıklarıyla tam olarak teminat altına alındığı sürece bankalar riskte çok az bir artışı göze alarak kârlarını yükseltmek için bu kredileri kullanabiliyorlardı. Kapitalist birikim süreci açısından bakıldığında bu krediler, işçi sınıfının finansal sermaye tarafından finansal olarak müsadere edilmesini şiddetlendirdi. Kredi verenlerin, yeterli ölçüde teminata bağlanmış olma koşulu aramadan ikinci kalite krediler vermeye başlamaları krizin koşullarını hazırladı. Bu durum, ikinci kalite krediler, ortanca [*medyan*] kazanılmış gelir ile konut fiyatları arasındaki giderek büyüyen farkın kapatılması amacıyla kullanıldığında ortaya çıktı. Bu olduğunda da, konut kredileri para sızdırmanın ötesinde spekülatif bir nitelik göstermeye başladı. İpotek aracılarıyla ipotek karşılığı borç veren kurumlar bu yönelimin güçlenmesine neden oldular, çünkü bu sayede elde ettikleri hizmet ücretine dayalı geliri ençoklaştırmış oluyorlardı. Sonunda, kriz konut fiyatı/kredi piramidi, finansal açıdan kırılgan durumdaki konut sahiplerinin gelir akımlarıyla karşılayamayacağı kadar büyüdüğünde patlak verdi.

Bu makalede geliştirilen yaklaşımda, iktisadi krizlerin, küresel kapitalist süreçlerin özgün tarihsel ve kurumsal konjonktürlerinde ortaya çıkıp geliştiğini vurguluyoruz. Burada finansal süreçlerin, günümüz kapitalist krizlerinin ana kaynakları olduğu kabul ediliyor. Finansal dinamikler, gerek finansal süreçlerdeki temel belirsizlik, gerekse ekonomide spekülatif kredi akımlarının ortaya çıkması nedeniyle istikrarsızlığa ve birikim sorunlarına yol açabilir.[6] Bankalar ve finansal ilişkiler, işlevleri üretimdeki sömürüyü kolaylaştırmaktan ibaret olan, birikim süreçlerinin edilgen unsurları değiller; bunlar aynı zamanda krizlerin rotasını bağımsız bir şekilde etkileyen etkin unsurlar. Burada incelediğimiz durumda, kredi verenlerin yaptıkları ve kötü niyetli krediler aracılığıyla azınlık mensubu hanehalklarının ipotek finansmanından faydalanmasını sağlayan yenilikler, yaşadığımız krizin bağımsız bir kökenidir.[7]

2. ABD KREDİ PİYASALARINDA IRKA DAYALI DIŞLAMA

Savaş sonrası dönem, ABD[8] ve Avrupa[9] işçi sınıfları açısından genel bir refah artışının yaşandığı bir dönem olarak genellikle övgüyle anılır. Bahsettiğimiz bu Fordist dönemde, reel ücretin pek çok işçi kategorisi için yükselmesi, yaşam standartlarının önemli ölçüde yükselmesini sağlamıştı. Önceden üretimi sınırlı olan tüketici malları yaygınlaşmış, konutlar daha büyük ve konforlu hâle gelmişti. Konut tüketimindeki bu artış, (her ülkede olmasa da) ABD'de konut sahibi olanların nüfusa oranının yükselmesi

6 Dymski (2006).

7 Bu makalede kötü niyetli olarak gördüğümüz ikinci kalite kredilerin, finansal sömürü ve müsadereyle ilgili olduğunu savunuyoruz. Kullandığımız tüm bu ifadeler, bu krediler için ortalamadan daha yüksek faiz oranları ve hizmet ücretleri ödenmesi gerektiği gerçeğine göndermede bulunuyor. Kredi piyasasındaki sömürücü ilişkiler ile emeğin emek gücünün sömürülmesi birbirine karıştırılmamalıdır. Borç veren-alan ilişkileri ile Marksist sömürü teorisi arasında nasıl bir ilişki olduğu meselesi, Lapavitsas'ın (2009) bu kitapta yer alan makalesinde ele alınıyor. Irka dayalı dışlama ile sömürü teorisi arasındaki bağlantılarla ilgili olarak bkz. Dymski (1992, 1996a).

8 Bowles (1982), Bowles ve Gintis (1982).

9 Gyln ve diğerleri (1988).

sayesinde gerçekleşmişti.[10] O hâlde, konut sahipliği oranlarının 1950'lerden 1980'lerin ortasına kadar yükselmesinin, göreli hanehalkı refahının bir ölçüsü olduğu söylenebilir. Elbette, konut inşaatı ve konut sahipliğiyle bağlantılı olarak gerek konut gerekse ev aletleri tüketiminin de artması, piyasa rekabetinin yayılabileceği önemli yeni alanlar açtı. Konut inşaatı, dayanıklı ve dayanıksız yatırım harcamalardan daha fazla çevrimlerle aynı yönlü hâle geldi.[11] Dahası, konut sahibi olan işçiler, konut fiyatlarının yükselmesine yol açan düzenleyici ve iktisadi istikrarı sağlayıcı politikaların sürdürülmesiyle ilgilenmeye başladılar.

Ancak, bu genel refah artışına karşın, ırka dayalı eşitsizliğin önemini sürdürdüğünün altını çizmek gerekiyor.[12] Amerikan şehirlerinin çoğunda, 1970'li yıllara gelinceye değin ırksal azınlıkların şehrin hangi kesimlerinde yaşayabilecekleriyle ilgili *de facto*[13] (kimi zaman da *de jure*[14]) yasaklamalar bulunuyordu. Azınlıkların çoğu, I. ve II. Dünya Savaşları sırasında işgücü yetersizliğinin baş gösterdiği dönemlerde güneyin kırsal bölgelerinden ve tarlalardan şehirlere göç etmişlerdi. Evi satan kişiler ile potansiyel alıcılar arasında yapılan ve söz konusu konutların ne doğrudan ne de dolaylı olarak ırksal azınlıklara satılamayacağını hükme bağlayan sözleşmeye dayalı anlaşmalar olan ırksal akitler marifetiyle azınlıkların şehirlerin çoğu bölgelerinde konut sahibi olması yasaklanmıştı. Bu toplumsal düzenlemeler nedeniyle azınlıklar, şehrin sınırlanmış bölgelerinde yer alan (ekseriyetle kiralık) konutlarda toplanmak zorunda kaldılar. Emlak sahipleri bu sayede normalden daha yüksek kiralar isteyebiliyor, azınlık mensuplarının ücret ve maaşlarının daha büyük bir kısmına el koyabiliyorlardı.

Dolayısıyla, Altın Çağ ırksal ayrım çizgisini kesinlikle etkilemedi: Konut sahipliği oranlarının düşük olduğu, düşük gelirlilerin yaşadığı mahallelerde mekânsal olarak tecrit edilmiş bir

10 Dymski ve Isenberg (1998).

11 Dymski (2002).

12 Dymski (1996b).

13 (Latince) Fiili –*çev*.

14 (Latince) Yasal –*çev*.

hâlde yaşayan Afrikalı Amerikalılar ile diğer azınlıklar, esasen yedek emek stoku olma işlevini yerine getirdiler.[15] Ortaya çıkan mekânsal tecrit ve düşük konut sahipliği örüntülerinin sorumlusu kısmen federal konut politikasıydı. Federal Konut İdaresi'nin kurulduğu 1930'lardan bu yana izlediği temel ilkeler, azınlıkların yaşadıkları ya da karma bir nüfus yapısının olduğu mahallelerde konut finansmanına olanak vermiyordu. Bu durum, tecridi ve ırka dayalı refah farklarını pekiştiriyordu. Mevduat kuruluşlarının da suçu vardı: Azınlık mahallelerinde şube açmıyor, bu bölgelere kredi vermiyorlardı. Afrikalı Amerikalılar ve diğer azınlık grupları, buna tepki olarak pek çok şehirde azınlık mensuplarına ait bankalar kurdular.[16] Ancak, bu bölgelerdeki finansal hizmetlerle kredilerin çoğu yerel dükkânlar ya da (çek bozdurma büroları, finans şirketleri, rehinci dükkânları gibi) gayri resmî kişilerce karşılanıyordu. Bunların bazıları yetkili şubeler olarak faaliyet gösterirken, bazılarının sahipleri ise yerel halktan kişilerdi; neredeyse hepsi fahiş hizmet ücretleri talep ediyorlardı. Medeni Haklar Hareketi bu durumda bazı değişikliklerin olmasını sağladı. Çıkarılan 1968 tarihli Adil Yerleşim Yasası ve 1974 tarihli Eşit Kredi Fırsatları Yasası, medeni haklar alanında uygulanan ayrımcılık karşıtı ilkelerin konut ve kredi piyasalarını kapsayacak şekilde genişletilmesini sağladı.

Ardından yeni bir eğilim ortaya çıktı: 1960'lı ve 1970'li yıllarda şehirlerin bazı mahallerinden "beyazların kaçması" eğilimi. Bu, daha önce yaşayanların tamamının beyazlardan oluştuğu bölgelere azınlık mensubu hanehalklarının yerleşmeye başlaması yüzünden ırksal sınır çizgilerini istikrarsızlaştırdı. Bankalar ve tasarruf mevduatı kurumları bu gelişmeye, şehrin merkezinde yoksulların yaşadıkları bölgeler için verdikleri ipotek kredilerini azaltarak tepki gösterdiler. İşe bakın ki bu, kredi verenlerin "kırmızı çizgi çekme" uygulamasına karşı çıkan, çeşitli ırkları kap-

15 Baron (1985).

16 Ammons (1996).

sayan ve topluluk temelli bir hareketin doğmasına yol açtı.[17] Bu hareket, siyasi baskı yaratarak 1975 tarihli Konut İpotek Kredisi Bilgilendirme Yasası (KİKBY) ile 1977 tarihli Topluluk Yeniden Yatırım Yasası'nın (TYYY) çıkarılmasını sağladı. Bu yasalardan ilki bankaların kredi verme işlemlerinin takip edilmesine, ikincisiyse kredi verenlerin, azınlık mensubu nüfusun yoğun olduğu mahallelere ipotek kredisi vermeyi zımnen ya da açıkça reddetmeleri anlamına gelen "kırmızı çizgi çekme" uygulamasının önüne geçilmesine olanak tanıyordu.

TYYY, bir yandan bankalara, hizmet sundukları bölgelerin tamamının kredi ihtiyaçlarını karşılama zorunluluğu getirirken, öte yandan da bankaların, azınlık mensubu ve düşük gelirli insanları dışlayan piyasa bölgelerine sahip çıkmalarını engelliyordu. KİKBY, tüm mevduat kuruluşlarının, dağıttıkları ipotek kredilerini nüfus sayımı bölgelerine göre yıllık olarak bildirmelerini zorunlu hâle getiriyordu. Akademisyenler ve topluluk eylemcileri, KİKBY verilerini kullanarak bankaların, şehirlerin azınlık mensubu ve düşük gelirli insanların yaşadığı bölgelerine çok daha sınırlı ölçüde konut kredisi verdiklerini kanıtladılar. Örneğin, Los Angeles'ta bankacılık, ırk ve gelir üzerine yapılmış 1991 tarihli bir çalışmada, gelir etkisinden arındırılmış nüfus verilerine göre bankaların, azınlık mensuplarının daha yoğun olduğu yerlerle karşılaştırıldığında daha az olduğu yerlere 5 kat daha fazla konut ipotek kredisi verdikleri tespit edilmişti.[18]

Toplum savunucuları, "yeniden yatırım" taleplerini dile getirmek için bu tür çalışmalardan yararlandılar. İpotek finansmanı, daha fazla sayıda azınlık mensubunun konut sahibi olarak servet birikimi yapmasına izin vereceği için bu taleplerde önemli bir yer tutuyordu. Mevduat kuruluşları kırmızı çizgi çekme gibi bir uygulamalarının olmadığını savundular: Onlara göre, zaten yüksek riskli olan bu bölgelerde konut sahibi olma talebi düşüktü. Mantıksal açıklamalarla desteklenen bu iddialara iktisatçılar da

17 Squires (1993).

18 Dymski, Veitch ve White (1991). Başka çalışmalar için Squires'in (1993) kaynakçasına bakınız.

arka çıktılar[19]: İpotek piyasasında rekabet koşulları hüküm sürdükçe kredi verenler elbette paralarını "atıl" tutmayacaklardı. Her halükârda, KİKBY verileri bu sorunun çözülmesini sağlayabilecek kadar zengin değildi.

1980'lerde tasarruf ve kredi (tasarruf mevduatı) sektöründe yaşanan kriz, ipotek piyasasında faaliyet gösteren kredi kurumlarının, hangi ipoteğin hangi koşullar altında verilmesi gerektiğine karar verirken en uygun olacak şekilde davranmadıklarını açıkça gösterdi. Yerel tasarruf mevduatı sektörünün, esas olarak, kredi verirken yapılan kâr-zarar değerlendirmelerine ahlaki çöküntü davranışının hâkim olması nedeniyle başarısız olduğu düşünülüyordu. Ortaya çıkan karışıklığı temizlemek için sağlanan federal desteğin karşılığında ipotek piyasasının yeni kredi kurumlarına açılması sağlandı. İpotek piyasasının arz tarafına yeni kurumların katılmasını sağlamak için banka holding şirketlerinin, banka dışı kredi kurumlarını satın almalarını düzenleyen kurallar gevşetildi. TYYY taraftarlarının baskısı sayesinde, 1989 tarihli mali sıkıntı içindeki kurumların kurtarılmasıyla ilgili yasa tasarısıyla ipotek veren kurumların KİKBY uyarınca daha kapsamlı raporlar hazırlamaları şartı getirildi.

1990'dan itibaren kredi veren kurumlar, başvuru sahipleriyle ilgili ırk, cinsiyet, gelir düzeyi ve kredi büyüklüğü gibi bilgiler dahil olmak üzere ipotek kredisi başvurularını, reddedilen başvuruları ve açılan kredileri yıllık olarak resmi mercilere bildirmek zorunda kaldılar. Araştırmacılar, bu veriler sayesinde ipotek piyasalarında ırka dayalı ayrımcılığın varlığını ekonometrik yöntemlerle sınayabildiler. Yapılan bu araştırmaların neredeyse hepsinde beyaz ırka mensup başvuru sahipleriyle karşılaştırıldığında azınlık mensubu olanların kredi başvurularının kabul edilme olasılığının sistemli olarak daha düşük olduğu tespit edildi. Bu sonuçların ne anlama geldiği tartışmalı bir konuydu.[20] Bazılarına göre

19 Bkz. Benston (1981), Holmes ve Horvitz (1994).

20 Teorik ayrımcılık modelleri ve ayrıntılı ekonometrik tartışmalar için bkz. Dymski (2006).

ırka bağlı bu olumsuz durum, kredi verenlerin borçlanan kişilere karşı duydukları ırksal husumetin diğer etkenlere ağır bastığını gösteriyordu. Kimilerine göreyse, azınlık mensuplarına ve azınlık nüfusunun yoğun olduğu bölgelere verilen kredilerle ilgili risklerin daha fazla olmasına dayanan "akılcı bir ayrımcılık"tı.[21]

Sermaye birikimi açısından bakıldığında, azınlık konumunun kendiliğinden kredi piyasası kararlarını etkilemesi bir çatışkıya işaret eder: Kâr peşinde koşan firmalar neden ırksal önyargılarını bir kenara bırakarak, kârlı olacak şekilde borç vermesinler ki? Irka dayalı dışlama, diğer bütün koşullar aynıyken kârları düşürecektir. Bu çatışkıya cevap olarak akla yatkın iki açıklamadan bahsedilebilir: Birincisi, her ne kadar kredi verenler kâr amacı gütseler de, kredi kurumlarının ve kredilerin açılmasıyla ilgilenen görevlilerin çoğunun azınlığa mensup olmamaları nedeniyle, kârıençoklaştırma amaçlarına rağmen ortada algısal bir ırksal tarafgirlik bulunmaktadır; ikincisi, azınlık nüfusun yoğun olduğu alanlarla ve azınlık mensuplarıyla ilgili risk algısı o kadar yüksektir ki, bu durum kredi verilmesini engellemektedir.

Ancak bu durum aslında değişmek üzereydi. Bu değişimin nasıl gerçekleştiğini anlamak için ABD bankacılık sektörünün stratejik dönüşümünü ele almalıyız.

3. ALTIN ÇAĞDAN NEOLİBERAL ÇAĞA AMERİKAN BANKACILIK SEKTÖRÜ

1930'lardaki Büyük Bunalım sırasında yeniden düzenlenen Amerikan bankacılık sistemi, ekonominin farklı sektörlerine farklı kategorilerde krediler sağlayan, sıkı denetim altında tutulan bir dizi uzmanlaşmış kurumdan oluşan bir sistem hâline gelmişti. Konut kredileri esasen tasarruf ve kredi kurumları ile uzun dönemli tüketici tasarruflarını çeken tasarruf bankaları (tasarruf mevduatı kurumları) tarafından sağlanıyordu.

21 Örneğin Calomiris, Kahn ve Longhofer (1994), ırka dayalı ayrımcılığın kredi veren kurum açısından uygun bir davranış olduğunu düşünüyorlar.

Amerikan konut finansmanının savaş sonrası dönemde izlediği gelişim çizgisi, federal hükümetin konut sahipliğini artırma amacını yansıtıyordu. Federal Konut İdaresi, 1949-1959 döneminde Amerikan ipotek finansmanının yaklaşık yarısını karşılamış ve geriye kalan ipoteklerin bir kısmını da teminat altına almıştı. Dahası, federal mevduat sigortası, henüz ödenmemiş ipoteklerin çoğunu destekleyen mevduatları sigorta kapsamına alıyordu. 1940'ta %44 olan konut sahipliği oranı 1960'ta %61'e, 1970'te %63'e ve 1980'de %66'ya yükseldi.

Konut finansmanı sistemini de içine alan bölümlere ayrılmış Amerikan bankacılık sistemi, Büyük Bunalım sırasında bir istikrarsızlık kaynağı[22] olmasının ardından artık oldukça güvenli hâle gelmişti. 1940'lardan 1980'lere gelinceye kadar neredeyse hiçbir banka iflası vakası yaşanmadı. Sonuç olarak, Federal Rezerv, makro-iktisadi büyüme patikasının istikrarını sağlamak için bankacılık sistemini ana kaldıraç olarak kullandı. 1950'li ve 1960'lı yıllarda Federal Rezerv, bankacılık sistemini hedef alan kredi sıkışıklıkları yaratarak enflasyonist baskıyı azaltacaktı.[23] Böylece iktisadi büyüme yavaşlayacak; rezerv mevcudunun artması, konut finansmanını (ve diğer kredi biçimlerini) artırarak iktisadi faaliyetleri canlandıracaktı.

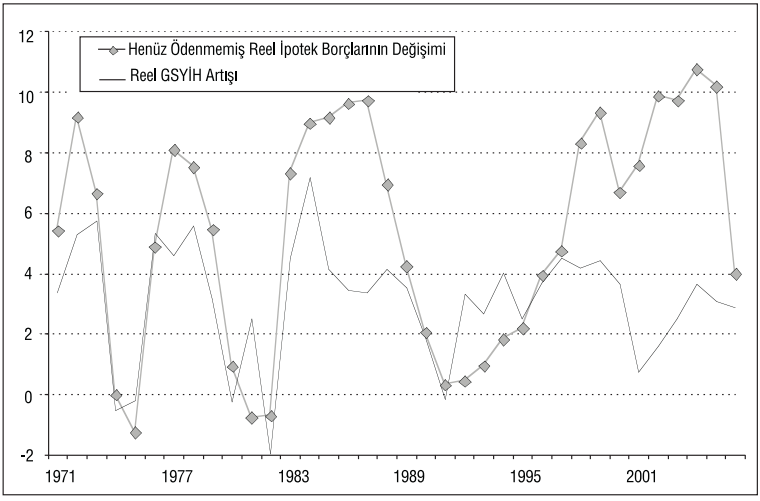
Konut finansmanının kredi sıkışıklıklarından kolay etkilenmesi ve potansiyel konut müşterilerinin gelirlerinin çevrimle aynı yönde değişim göstermesi nedeniyle konut finansmanı iş çevrimlerine son derece duyarlıdır. Konut inşaatı harcamaları, çevrim boyunca dayanıklı ve dayanıksız yatırım harcamalarından daha fazla oynaklık gösterir.[24] Şekil 1, ödenmemiş ipotek borçlarının reel GSYİH'den daha fazla dalgalandığını göstermektedir. Ayrıca Şekil 2, satılamayan evlerin ev satışlarına oranının da çevrim boyunca değiştiğini göstermektedir –ekonomi yavaşladığında bu oran yükselir.

22 Fisher (1933).

23 Wojnilower (1980).

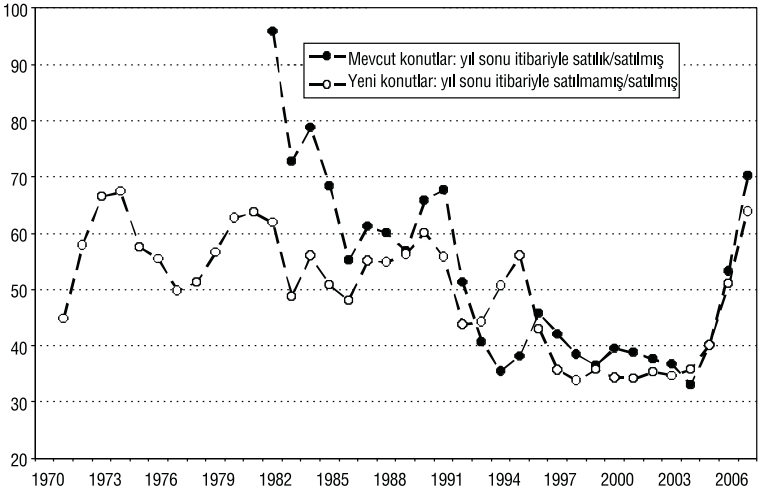
24 Leamer (2008).

Şekil1. ABD'de Reel GSYİH'nin ve Henüz Ödenmemiş İpotek Borçlarının Artış Oranları, 1971-2006 (%)



Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı.

Şekil 2. Piyasadaki Konutların yıl sonu itibariyle Satılan Konutlara, Mevcut ve Yeni Konutlara Oranı, 1970-2007 (%)



Kaynak: Fon Akımı Hesapları, Federal Rezerv.

Bankalar ve tasarruf mevduatı kurumları, 1970'li yılların ortalarına gelinceye değin kurumsal olarak fazla sıkıntı yaşamaksızın bu müzmin çevrimsel düşüşleri geçiştirmeyi başardılar. Ancak, bu tarihten sonra sıkıntılar baş göstermeye başladı. Değişimi tetikleyen şey, ABD ekonomisinin küresel konumundaki kaymaydı. 1970'leri etkisi altına alan istikrarsızlık, Bretton Woods sistemi altında egemen olan istikrar, düşük enflasyon ve yüksek büyüme dönemini sona erdirdi. 1970'lerin sonlarına gelinirken makroiktisadi çalkantılar patlak verdi: Stagflasyon[25] ve faiz oranlarının bankaların düzenleyici azami oranlarının oldukça üstüne çıkması, sistemli olarak mevduattan kaçışa yol açtı –mevduat sahipleri, para piyasası araçları gibi yenilikçi tasarruf mahreçlerine yöneldiler. Bankaların, finans dışı işletmelere yönelik kredi arzı tehdit altındaydı; büyük finans dışı şirketler, modern şirket bonoları piyasası yaratarak ve şirket tahvilleri piyasasını alabildiğine genişleterek tepki gösterdiler.

Topladıkları mevduatlar varlık pozisyonlarının gerisinde kalan mevduat kuruluşları, yüksek nominal faizlerle borçlanmaya mecbur kaldılar. Baş aşağı dönen getiri eğrisi, başta tasarruf mevduatı sektöründe olmak üzere, gerçekleşen likidite riskinden ötürü önemli zararlara neden oldu. Amerikan ipotek kredilerinin çoğunun düzenleyicisi olan tasarruf mevduatı kurumları özellikle sert bir darbe aldılar, çünkü bu kurumların varlık portföylerinde sabit faizli, likit olmayan ipotekler ağırlıktaydı.

Bankacılık ve tasarruf mevduatı sektörlerinde patlak veren bu krizler sonucunda 1980 ve 1982'de yeni federal yasalar hazırlandı. Bunlardan ilki ticari bankaların yükümlülük araçlarıyla ilgili düzenlemeleri ortadan kaldırırken, ikincisi ise tasarruf mevduatı kurumlarının, bilançolarının aktif tarafıyla ilgili daha fazla faaliyette bulunmasının önünü açıyordu. Bu yasalarla birlikte, tasarruf mevduatı kurumlarını düzenleme görevini üstlenen federal kurumlarla eyalet kurumları arasında adeta bir kuralsızlaştırma yarışının yaşandığı bir dönem başladı. Bu durum, 1980'lerin orta-

25 Durgunlukla birlikte enflasyonun olması –*çev*.

larında bazı eyaletlerdeki tasarruf mevduatı kurumlarının, özsermayeleriyle spekülatif toplu konut projelerine iştirak etmeleri de dahil, tedbirsizce yapılmış spekülatif yatırımlar gerçekleştirmelerine yol açtı. Sonuçta, tasarruf mevduatı kurumlarının likidite yetersizliği sorunu bir başarısız yatırımlar ve çalışmayan aktifler salgınına dönüştü.

Böylece, düzenlemelerin kaldırılmasından sonra palazlanan tasarruf mevduatı kurumlarının bazıları (sıklıkla çarpıcı bir şekilde) iflas ettiler. Bunun üzerine 1989'da, tasarruf ve kredi krizinin yol açtığı tahribatın giderilmesi amacıyla kaynak sağlanmasını öngören federal bir yasa çıkarıldı. Tasarruf mevduatı sektörü önemli ölçüde küçüldü; ödeme aczi içindeki birçok tasarruf mevduatı kurumu ticari bankalar tarafından satın alındı. 1980'lerin başlarında yaşanan makro istikrarsızlık, hem Latin Amerika borç krizini hem de "petrol bölgesi"[26] eyaletlerin çoğunu etkileyecek ticari bankaların ödeme gücü krizinin gelişimini hızlandırdı. Bu olaylar, ticari bankaların önemli miktarda zarar etmelerine ve para merkezi niteliğindeki birçok Amerikan bankasının batmasına yol açtı.

Bankaların mevcudiyetleri tehdit altındaydı. Bankalar, buna kısmen yeni iş stratejileri geliştirerek tepki gösterdiler. Bankaların yaptıkları ilk stratejik değişiklik, hem düzenli gelir sahibi ve hali vakti yerinde tüketicilere, hem de iş dünyasına mensup müşterilere finansal hizmetler satmaya odaklanan, üst düzey perakende bankacılık stratejileri yaratılmasını içeriyordu. Bankalar, bu stratejileri uygularken daha yüksek gelir düzeyine sahip bölgelere yoğunlaşıyor, gelir düzeyinin daha düşük olduğu, Afrikalı Amerikalılar ile Latin kökenlilerin yaşadığı bölgelerden sistemli bir şekilde uzak duruyorlardı. Bu yeni stratejiler, faiz farkına dayanan net kazançların önemini azaltırken, finansal hizmetler karşılığında alınan ücretlere dayanan net kazançların önem kazanmasına neden oldu.

26 Teksas, Oklahoma, Lousiana, Kaliforniya ve Alaska gibi petrol çıkarılması ve işlenmesi faaliyetlerinde ön planda yer alan ABD eyaletleri *–çev.*

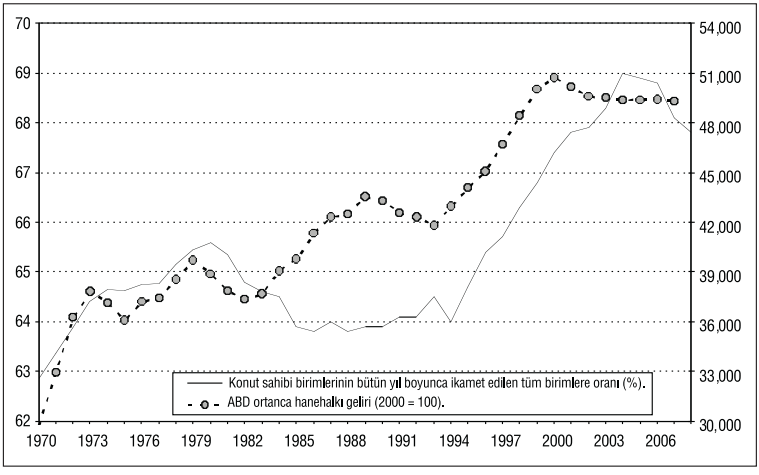
Piyasanın daha üst kesiminde yer alan müşterilere ve ücret temelli hizmetlere yönelme, birbirini destekleyen değişikliklerdi: Bankalar, hedef aldıkları müşteri kitlesine, kredi kartları, özel mevduat/yatırım hesapları ile ipotek kredilerinden oluşan standart finansal hizmetleri pazarlamayı amaçlıyorlardı. Bu iki stratejik değişiklik, piyasanın genişletilmesini amaçlayan banka birleşmelerine yol açtı: Dolayısıyla zamanla giderek büyüyen az sayıdaki banka, ABD bankacılık piyasasının daha büyük bir kısmına hizmet eder hâle geldi.

4. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE İPOTEK PİYASASI

Şekil 3'te görüldüğü üzere, ABD'de 1970'lerde düzenli olarak yükselen konut sahipliği oranı 1980'de %65,6 ile en yüksek düzeyine ulaştıktan sonra düşmeye başlayarak 1985'te %63,8'e geriledi. Ancak, 1980'lerin başında yaşanan tasarruf mevduatı kurumları çöküşü, ipotek finansmanının 1980'lerin başında yok olup gitmesine yol açmadı. Henüz ödenmemiş ipotek borçları eksiye döndü (Şekil 1). Ancak, 1980'lerde yaşanan bu olay, 1970'lerin ortasındaki durgunluktan daha derin bir gerileme değildi ve GSYİH artışı daha da yavaşlamıştı. Bu gerilemede rol oynayan etkenlerden biri, 1989'da çıkarılan federal yasayla tasarruf ve mevduat sahipleri ile kurumlarının kurtarılmasına kadar piyasanın karakteristiği olduğu üzere, ipoteğe dayalı menkul kıymet oranlarının bilanço riskine olan duyarlılığıydı.[27] Yukarıdaki Şekil 2'den görülebileceği üzere, satılamayan-satılan yeni evlerin oranı her ne kadar yükselse de 1970'lerin ortalarında ulaşmış olduğu tepe noktasının biraz altında kalmıştı.

27 Brewer III ve Mondschaen (1992).

Şekil 3. ABD'de konut sahipliği oranı ve ortanca reel hanehalkı geliri, 1970-2008
(bütün yıl boyunca ikamet edilen tüm konut birimlerinin %'si)



Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı. ABD Ticaret Bakanlığı, İktisadi Analiz Bürosu.

Bu derin kurumsal krizin etkisi iki sebepten ötürü sınırlı oldu: Birincisi, konut piyasası gelirdeki gerilemeye hızla uyum gösterdi. 1974-1979 arasında ortanca reel hanehalkı gelir düzeyi mütevazı bir şekilde (yıllık %0,84) artarken, ortanca reel konut fiyatları yıllık olarak %3,6 artış gösterdi (bkz. Tablo 1). 1980-1982 döneminde reel gelirler yıllık %2 gerilerken, reel konut fiyatları hemen hemen aynı hızda düştü. 1983 ve 1984'te reel gelirler belirgin bir biçimde (yıllık olarak %2,3) yeniden yükselmeye başladığında, konut fiyatlarının değişmemesi yüzünden (konut fiyatı/gelir oranı ile ölçülen) konut alabilme gücü arttı. 1980'lerin geri kalan yıllarında her iki değişken de yükselirken, konut fiyatlarındaki artış gelirden biraz daha hızlı oldu.

İkincisi, 1980'lerde yaşanan tasarruf mevduatı kurumları krizi, Amerikan konut finansmanı alanında zaten başlamış olan bir eğilimi, yani aracılığa dayanan bir sistemden menkul kıymetler

piyasasına dayanan bir sisteme geçişi sadece hızlandırdığı için sınırlı bir etki yarattı. Daha önce de belirttiğimiz üzere, kredi veren kurumlar eskiden ipotekleri vade tarihleri gelinceye değin ellerinde tutarak, hem temerrüt [*ödenmeme*] riskini hem de likidite riskini kendileri üstleniyorlardı. Yeni norma göre ipotekler artık menkul kıymetler piyasalarında satılabilecek şekilde hazırlanıyordu. İpoteklerin oluşturulması, sunulması ve tutulması süreçleri birbirinden ayrılarak, her biri için ayrı bir fiyat saptanıyor ve birbirlerinden bağımsız olarak icra ediliyorlardı. Bunun ilk eldeki içermelerinden biri, bankaların, ipotek şirketlerinin ve diğer kurumların, ipoteklerin gerek oluşturulmasından gerekse paketlenip sunulmasından kaynaklanan hizmet ücretleri için birbirleriyle rekabete tutuşmaları oldu.

Konut finansmanın menkul kıymetleştirilmesi, ipoteklerin metalaştırılmasına dayanıyordu. 1980'lerde menkul kıymetleştirme, standartlaşmış uygunluk kriterlerini gerektiriyordu. Ortaya çıkan kriter, temerrüt riski asgari düzeyde olan müşterilere ayrıcalık tanıyordu. Bu riskten kaçınma tutumunun pek çok kaynağı vardı. Birincisi, riskliliğin çok sayıdaki boyutunun birleştirilmesinde somutlaşan (özellikle erken ödeme riskine de maruz kalan belirli bir ipotek paketiyle ilgili temerrüt riskinin hesaplanmasında karşılaşılan) hesaplama güçlükleri, bizzat temerrüt riskinin mümkün olduğunca standartlaştırılmasını gerektiriyordu. İkincisi, federal imtiyazlı FNMA (Federal Ulusal İpotek Birliği) ve FHLMC (Federal Konut Kredileri ve İpotek Kuruluşu) kurumları, ipotek borçlarının giderek daha büyük bir kısmını satın alıyorlardı. Bu kurumların henüz ödenmemiş ipotek borçları içindeki payı 1979'da yalnızca %16 iken, bu oran 1986'da %25'i aştı ve düzenli bir şekilde artmaya devam ederek 2003'te %43'e ulaştı. Bu kurumların satın aldıkları borçların çoğu en azından zımnen güvence altına alınmış oluyor ve piyasada satılıyordu.[28] Bu kurumların

28 FNMA kâğıdı için ne tür bir hükümet güvencesinin olduğu açık değildir; bkz. 11. dipnot.

düşük riskli ("sade vanilya"[29]) ipoteklerde ısrarcı olmaları, peşinat/kredi oranları ve ipotek ödemesi/gelir oranları için asgari düzeyleri belirlemiş oluyordu. Bu durum işin içine, üçüncü bir etkenin girmesine yol açar: Kurum destekli ipotek menkul kıymetlerine talip olan müşterilerin büyük bir kısmı, görece risk almayı sevmeyen yabancı servet sahipleriydi.

Bu değişimler, çok sayıdaki tasarruf mevduatı kurumunun özerk şekilde karar aldığı yerelleşmiş tasarruf devrelerinden oluşan bir sistemden, piyasa genelinde geçerli kriterleri kullanan kredi kurumlarının hâkim olduğu ve giderek ulusallaşan bir piyasaya dönüşümü sağlayarak ipotek finansmanı sistemini kurtardı. Savaş sonrası dönemde sistemin kalbini oluşturan "ilişki" temelli kredi verme önemini giderek kaybetti: Artık kredi tahsisatı, kredi verenlerin, borçlanıcıların hangi mikro özelliklerinin ve motivasyonlarının riskin üstlenilmesini haklı çıkardığına karar vermelerine bağlı olmaktan çıkıp, hangi potansiyel müşterilerin küresel olarak belirlenen eşik değerleri karşıladığının belirlenmesiyle ilgili olmaya başladı. Bu eşik değerler, farklı genelleştirilmiş temerrüt riski profillerine sahip borçlanıcılar arasında ayrım çizgilerinin belirlenmesini sağlıyordu. Aslında, makro belirsizliğin ve kurumsal-teknolojik yeniliklerin artması, risk değerlendirmesinin mikro kararlar temelinde değil de, standartlaşmış makro parametreler temelinde yeniden konumlandırılmasına neden oldu.

Standartlaşmış krediler yaratan ipotek düzenleyicisi kurumların sayısının giderek artmasıyla ve bu ipotek borçlarına yönelik talebin büyümesiyle birlikte, kredi verilmesi de riskin üstlenilmesinden ayrıldı. Bu piyasa ilk başta yapılandırılmış olduğu için hem temerrüt hem de likidite riski azalacaktı. Mevduat kuruluşları, likidite riskini üstlenmeden uzun vadeli ipotekler verebileceklerdi. Böylece, ipotek borcu satın alan fonlar ve firmalar, (sigorta ya da emeklilik fonları gibi) daha uzun vadeli itfa taahhütlerine sahip olmaları hâlinde, bu yükümlülüklerin vade tarihleri ile ellerin-

29 Uzun dönemli ve sabit faiz oranlı gibi standart özelliklere sahip –*çev.*

deki varlıkların (yani satın aldıkları ipoteklerin) vade tarihlerini uyumlandırabileceklerdi. Likidite riski bu yolla devredilebilecek ve önemli ölçüde hafifletilebilecekti. Faiz oranının istikrarlı olduğu ve temkinli kredi verme kriterlerinin benimsendiği bir ortamda, temerrüt oranı düşük ve tahmin edilebilir düzeylerde olacaktı.

1980'lerin ortalarından 1990'ların ortalarına gelinceye değin ipoteklerin çoğu, yarı devlet kurumu niteliğindeki FNMA ile FHLMC'nin güvencesi altında olan ve çoğu örnekte tümüyle ödenip tasfiye edilinceye kadar bu kurumların portföylerinde tutulan geleneksel kredilerin şartlarına uygundu.[30] Bu kurumlar, daha fazla miktarda ödeme aktarmalı (yani pay sahiplerinin altta yatan nakit akımları üzerinde haklarının olduğu) menkul kıymet yaratarak, artan menkul kıymetleştirilmiş ipotek ihtiyacını karşıladılar. Bu kurumların gösterdikleri çabalar, özel ipotek sigortacılarının artan çabalarıyla desteklendi; bu özel şirketler, FNMA kredilerini aşan, yani FNMA kapsamında izin verilenden daha büyük "azman" [*jumbo*] krediler oldukları için "standartlara uymayan" krediler konusunda uzmanlaştılar. Her halükârda, FNMA standartlarına uygun krediler için üst sınır, 1980-1984 arasında sadece %22 yükselirken, daha sonraki dört yıl içindeyse %63 yükselmişti. Özetleyecek olursak, Amerikan konut finansmanının gücünü sürdürmesi, 1980'lerde yeni kurumların icat edilmesini gerektirmedi; tek yapılması gereken bu kurumların parametrelerinin ayarlanması ve satmak zorunda oldukları finansal kâğıtlar için bir piyasanın oluşturulmasıydı.

Böylece konunun en önemli noktasına geri dönmüş oluyoruz. İpotek akımlarını görece dirençli kılan şey, ABD'nin küresel neo-

30 Bu kurumların zımnen hükümet desteğine sahip olup olmadıkları tartışmalı bir konudur. FNMA, 1968'de federal bütçenin dışına çıkarıldı; FHLMC ise ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasada satılmasını kolaylaştıracak ayrı bir kurum olarak 1970'te kuruldu. Bu iki kurum günümüzde bağımsız ve tamamen özel sektör kurumları olarak faaliyet gösteriyorlar. Ancak, ABD hükümetinin bu kurumlara zımnen de olsa arka çıktığı yaygın bir anlayış olarak varlığını sürdürüyor –örn. bkz. *The Economist* (2007a).

liberal rejim içindeki benzersiz konumuydu. Daha önce de belirttiğimiz üzere, küresel ekonomide (ve ABD'nin bu ekonomi içindeki konumunda) yaşanan bir kriz, bankacılık stratejisinde değişikliği teşvik etmiş ve yeni bir konut finansmanı mekanizmasına geçişi gerekli kılmıştı. Amerikan konut finansmanı bağlamında bu geçişin görece sorunsuz bir şekilde başarılmasında (Tablo 1), dünyanın diğer kısımlarının çoğunun düşük büyüme tuzaklarına ya da krizlere yakalanmış olması önemli bir rol oynadı. En önemli küresel rezerv para kaynağı olduğu ve devasa cari işlemler açıkları verdiği için ABD'nin sistemli sermaye hesabı girişlerine ihtiyacı vardı.

ABD'nin küresel bir güvenli liman olarak gözükmesi gerçeği, üç unsurun tesadüfen çakışmasının sonucuydu. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, kıyı aşırı [*offshore*] yatırımcıların ihtiyaçlarına karşılık geliyordu: ABD hazine tahvillerinden daha fazla kazandıran bu menkul kıymetler hükümet tarafından zımnen desteklenıyor ve küresel finansal karışıklığın hüküm sürdüğü bir dönemde dünya rezerv parası cinsinden çıkarılıyorlardı.[31] Dahası, ABD makro ekonomisinin, sınır ötesi dengeleri muhafaza edebilmek için Amerikan menkul kıymetlerini satın alacak yabancı alıcılara ihtiyacı vardı. Son olarak, bu tasarruf girişleri, ABD'nin düşük nominal faiz oranlarını yeniden tesis etmesini sağladı. Düşük oranlar, paketlenen ve ikincil piyasalarda işlem gören ipoteklerle ilgili zımni finansal riskleri en alt düzeye indiriyordu. Zaman içinde bu riskler ortaya çıkacaktı.

Bu üçlü küresel konjonktür, kısmen bu güvenli liman durumunun aşırı risk almaya davetiye çıkarması nedeniyle sonunda çözülüp etkisini yitirdi. Bunun nasıl gerçekleştiğini anlamak için öncelikle Amerikan kredi piyasalarında gözlenen ırka dayalı dışlamanın gelişimindeki bir sonraki adımı açıklamamız gerekiyor.

31 Dymski (2008), ABD'nin uluslararası sistem içindeki rolünü ayrıntılı olarak ele alıyor.

5. IRKA DAYALI SÖMÜRÜ: KIRMIZI ÇİZGİ ÇEKMEDEN KÖTÜ NİYETLİ KREDİ UYGULAMALARINA

Yukarıda belirttiğimiz üzere 1980'ler, yerleşmiş bankacılık süreçlerinin yeniden düşünülmesini gerektirdi: Konutların finansman şekli, bankaların kazanç elde etme yolları, finans mekanizması ve bankacılık stratejileri dönüşüme uğradı. Servet ve gelir eşitsizliklerinin sürekli derinleşmesi, üst gelir düzeyindeki müşteriler için rekabetin güçlü olmasının da etkisiyle, bankaların daha düşük gelirli ve azınlık mensubu müşterilere cazip gelecek stratejiler geliştirmelerine yol açtı. Bankaların geçmişte çok küçük bir paya sahip oldukları (2000'lerin başında yaklaşık %3 düzeyindeydi) ve baş döndürücü bir hızla büyüyen sınır ötesi işçi dövizleri, bankalar açısından cazibe merkezlerinden biriydi.[32]

Düşük gelirlilerin önemli bir kısmının banka hesabının olmaması, bu kesimin finans piyasalarına ulaşmasını belirgin bir şekilde güçleştiriyordu. Genel Muhasebe Bürosu'na (2002) göre, tüm bireylerin %28'inin ve hanehalklarının %20'sinin banka hesabı bulunmuyordu, yani "bankalı değil"di. Banka hesabı olmayanlar arasında azınlıklar orantısal olarak daha fazla, ancak banka hesabı olmayan Amerikan hanehalklarının yarıdan fazlası beyaz. Bu kesim, büyük kâr imkânları sunuyordu. Bankacılık hizmetlerini kullanmayan ya da sınırlı ölçüde kullanan hanehalkları 6,2 milyar dolarlık –aşırı yoksul olanlar dahil, hanehalkı başına yılda ortalama 200 dolarlık– hizmet ücreti geliri yaratıyorlar.[33]

Dolayısıyla, ırka dayalı dışlama, yani azınlık mensuplarının kredi başvurularının reddedilmesi kısmen de olsa yerini para sızdırıcı bir ırka dayalı içermeye bırakmıştır: Daha önce dışlananlar artık kredilerden faydalanabiliyorlar, ancak kredi şartlarına uyulmadığında "normal" kredilerden çok daha yüksek masraf ve cezalar ödenmesini gerektiren kötü niyetli hüküm ve koşullara tabi olmak kaydıyla. Bankalar, önce bağlı kuruluşları ele geçire-

32 Orozco (2004).

33 Katkov (2002).

rek, sonra da eskiden görmezden geldikleri daha düşük gelirli ve azınlık mensubu müşterileri hedef alan özel araçlar tasarlayarak bu piyasalara girdiler. Ardından bu bankalar bahsettiğimiz kötü niyetli kredi araçlarını pazarladılar, oluşturdular ve dağıttılar. Bu araçlar, tarihsel olarak finansal dışlamaya maruz kalan mahallelerde 1990'ların ortalarından bu yana çılgınca bir şekilde büyüyor. Bu krediler sıklıkla hanehalkları ve firmalar arasında aşırı yüksek ödeyememe oranlarına yol açarak, iflasları ve kişisel mali sıkıntıları artırmıştır –bu durum, 2007 ipotek piyasası çöküşünden *epeyce önce* ortaya çıkmıştır. Bu krediler temelde iki grupta sınıflandırılabilir: Gelire dayalı maaş günü kredileri ve konuta dayalı ikinci kalite krediler.

Maaş günü kredileri: Daha düşük gelirli Amerikan hanehalkları, diğer hanehalklarına göre gelirlerinde daha fazla dalgalanmalara maruz kalmaları yüzünden gelirleriyle harcamaları arasındaki farkları kapatmak için krediye daha sık ihtiyaç duyuyorlar.[34] Ancak, kredi alınması söz konusu olduğunda bu hanehalklarının çoğu, kendilerine kredi kartı verilmesini ya da kredi verilebilir olmalarını sağlayacak iyi bir finansal sicile sahip değiller.[35] Bu oynaklık, maaş günü kredisi piyasasının mantıksal temelini oluşturuyor.

İşçilere, maaş çeklerinden alacakları paranın bir kısmının avans olarak verilmesi uygulaması yaygın bir çek bozdurma hizmeti hâline gelmiştir. Bu kredi biçimi, bu kredileri dağıtan kredi sağlayıcılardan oluşan altyapı gibi oldukça hızlı bir şekilde yaygınlaşmıştır. 1990'larda duyulmamış bir uygulama olan maaş günü kredileri veren 22.000 büro var şu anda. Bu krediler, bu uygulamaya izin veren 37 eyalette 40 milyar dolarlık bir piyasa hacmine sahip.[36] 100 dolarlık bir çek için alınan ortalama hizmet ücreti 18 dolar kadardır. 2001'de maaş günü kredisi veren 15.000 büronun

34 Gosselin (2004).

35 Bilgi Politikası Enstitüsü (IPI) (2005).

36 Bu kısımdaki maaş günü kredileri istatistikleri Bair'den (2005) alınmıştır.

bulunduğu ABD'de, 70 milyon işlem yapılıyor ve 2,6 milyar dolarlık hizmet ücreti elde ediliyordu –yani işlem başına ortalama 37 dolar ve her büro için ortalama 173.310 dolar hizmet ücreti. Bu piyasadan elde edilen hizmet ücretleri 2005'te 4,4 milyar dolara ulaşmıştı.

Günümüzde bazı finans firmaları, hanehalklarının daha uzun zaman dilimleri içerisinde daha yüksek düzeylerde krediler alabilmelerine imkân verecek yeni bilgi kaynakları geliştiriyorlar. Ancak, bu bilginin yokluğu, bu kredi piyasalarının büyümesini engellememiştir. Bunun sebebi, daha düşük gelirliler (nihayetinde de daha düşük gelirli ve daha riskliler) için olan piyasaların yapısal dönüşüm geçirmesinin, Amerikan ekonomisindeki kredileri teminat altına almış olmasıdır.

Maaş günü kredileri neden bu kadar hızlı büyümüştür? Kredi arzı tarafında genellikle finansmanı, yapılandırılmış yatırım araçlarını (aşağıya bakınız) piyasaya sürmekle ilgilenen banka holding şirketleri, yatırım bankaları ve riskten sakınma fonları sağlıyor. Talep tarafında pek çok etken bir araya gelmiştir. Bu etkenlerden biri, işçi ücretlerinin reel anlamda düşmesi ve ücret kazançlarındaki dalgalanmanın artmasıdır. Maaş günü kredisi müşterilerinin %29'u yılda 25.000 dolardan daha az gelire sahipken, %52'sinin yıllık geliriyse 25.000-50.000 dolar arasındadır. Afrikalı Amerikalıların ve asker ailelerinin ağırlığı daha fazladır. Bu müşterilerin %41'i konut sahibidir. Tekrar tekrar kredi alındığı gözleniyor: Müşterilerin çoğu yılda 7-12 kez maaş günü kredisi kullanıyor. İlkiyle ilintili ikinci etken, kredilerin son yıllarda bol olmasıdır; bu durum, düşük ücretli işçileri bile geçim masraflarını karşılamak ya da dayanıklı tüketim malları satın almak için borçlanmaya teşvik etmiştir.

Taleple ilgili son etken, değişen bankacılık uygulamalarıyla ilgilidir. Maaş günü kredileri müşteri tabanının, banka hesabı olmayanları kapsamadığına dikkat ediniz: Maaş günü kredisi alabilmek için çek hesabının olması gerekir. Bankalar, karşılıksız

(hesabın yeterli olmadığı) çekler için giderek daha yüksek hizmet ücretleri alıyorlar. Kira, kredi kartı ve fatura ödemelerinden tahsil edilen gecikme ücretleri de yine sürekli artıyor. 2003'te yeterli olmayan hesaplardan 22 milyar hizmet ücreti alınırken, gecikme ücreti olarak da 57 milyar toplanmıştı.[37] Yani, çek hesabı limitinin aşılması yüzünden ödemelerin geç yapılması karşılığında çok yüksek ücretler ödemek zorunda kalma olasılığının artması, işçileri maaş günü kredilerine yönelmeye zorluyor.

İkinci kalite krediler, kredi verenlerin kötü niyetli ipotekler, yani hizmet ücretleri, cezaları ve faiz oranları aşırı yüksek olan ipotekler oluşturup bunları (başta düşük maliyetli krediler olmak üzere) diğer kredi kaynaklarından faydalanma imkânı sınırlı, daha riskli hanehalklarına pazarlamaya başlamalarıyla ortaya çıktı. Bu kredileri pazarlayan kuruluşlar, kırmızı çizgi çekilmiş bölgelere ve geleneksel olarak kredi kullanmalarına izin verilmeyen hanehalklarına odaklanıyorlardı.[38] İlk başlarda, ikinci kalite kredilerin çoğu ikinci ipoteklerden oluşuyordu. Bu krediler borçlananlara cazip geliyordu, çünkü mütevazı bir evi olan konut sahipleri bile beklenmedik mali sorunlarla karşılaştıklarında para bulma olanağına sahip oluyorlardı. "Konuttan" çıkarılabilecek fonlar, özellikle de sanayisizleşmenin ağırlıklı olarak azınlık mensubu aileleri vurduğu koşullarda, işçi ailelerinin bozulan iktisadi durumlarını iyileştiriyordu.

İkinci kalite krediler, çok geçmeden ev almak isteyenlere pazarlanmaya başlandı. Toplum savunucularının bakış açısına göre bu kredilerin hüküm ve koşulları kötü niyetliydi; banka taraftarlarına göreyse, ev satın almak isteyenlerin özel risk özelliklerine karşı gösterilen normal tepkilerdi. Her halükârda, (en başta düşük gelirli ve azınlık mensubu olanlar olmak üzere) eskiden uzun vadeli kredilerden yararlanamayan birçok hanehalkına artık sömürücü koşullarla kredi sunuluyordu. Örneğin 1998'de, ikinci kalite

37 Bair (2005).

38 Örneğin bkz. Kaliforniya Yeniden Yatırım Komitesi (2001).

ve prefabrik konut kredisi veren kurumlar, tüm konut ipoteği başvurularının %34'ünü ve düzenlenen ipoteklerin %14'ünü oluşturuyordu. Aynı yıl, ikinci kalite ve prefabrik konut kredisi veren kurumlar, düşük gelirli ve Latin kökenli borçlanıcılara verilen tüm ipoteklerin beşte birini, Afrikalı Amerikalı borçlanıcılara verilenlerinse üçte birini sağlamışlardı.[39] İkinci kalite krediler, diğer ipotek kredilerinin azaldığı 1993-99 döneminde %900 büyüdü.[40] 2000 yılı KİKBY verileri kullanılarak yapılan ve ülke genelini kapsayan bir çalışmada, Afrikalı Amerikalıların ve Latin kökenlilerin ikinci kalite kredi alma olasılığının beyazlardan sırasıyla iki kat ve %40-220 daha fazla olduğu tespit edilmişti.[41]

Kredileri pazarlamak için saldırgan ticari yöntemler benimseyen bir dizi uzmanlaşmış –ve sıklıkla kötü niyetli– kredi kurumu ortaya çıktı. Bu yeni kredi kurumları sınıfı, sektörde yaşanan büyük değişimleri yansıtıyordu. İkinci kalite kredi veren en büyük kurum olan Ameriquest İpotek Şirketi, 1979'da Long Beach Savings adıyla iş dünyasına atılmıştı. 1991'de Kaliforniya Orange County'e taşınan şirket, 1994'te bankacılık lisansından vazgeçip, ikinci kalite ipoteklerin perakende ve toptan satışına odaklanmıştı. 1999'da, Long Beach Savings ikiye bölündü: 1999'da Washington Mutual'a satılan kamu bağlı kuruluşu, bankanın ikinci kalite ipotek kredisi ticareti yapan bölümü hâline gelirken, 49 eyaletteki uygulamaları yüzünden tüketici haklarının korunmasıyla ilgili olarak aleyhinde açılan davanın uzlaşma yoluyla çözümlenmesi için Ocak 2006'da 325 milyon dolar ödemek zorunda kalan Ameriquest ise özel bir bağlı kuruluş olarak şekillendirildi.[42] *Washington Post*'un bu uzlaşmayla ilgili haberi, ikinci kalite kredilerde yaşanan suistimallerin niteliğine işaret ediyor: "Anlaşmaya göre Ameriquest kredi görevlileri, borçlananlara kredi faizinin ne olacağı, ne kadar yükselebileceği ve

39 Bu istatistikler Canner ve diğerlerinden (1999) alınmıştır.

40 ACORN (2000).

41 Bradford (2002). Ayrıca bkz. Staten ve Yezer (2004), McCoy ve Wyly (2004).

42 Gittelsohn (2007).

kredinin erken ödeme cezası içerip içermediği gibi şeyleri söylemek zorunda olacaklardı ve bu açıklamayı yapmayan kredi görevlileri cezalandırılacaktı. Ayrıca şirketin, tüketicileri daha yüksek faizli kredilere veya erken ödeme cezalarına yönlendirmeleri için satış acentelerine mali teşvikler vermesi yasak olacaktı."[43]

İkinci kalite ipotek kredileri ile maaş günü kredilerinin, daha sonra 2004-2006 döneminde daha geniş ikinci kalite kredi piyasalarına giden yolu açan kimi ortak yapısal özellikleri daha o zamandan açıkça görülebiliyordu: (1) Bu krediler, değeri, kredinin verildiği iktisadi birimlerin gelire bağlı nakit akımlarından bağımsız olan bazı teminatlara (evlere ve maaş çeklerine) dayandırılıyordu; (2) daha riskli varlıkları temsil ediyorlardı ve bu varlıkları ellerinde tutanlar, bu risklerin telafi edilmesi için daha yüksek getiriler elde etmeyi bekliyorlardı; (3) bu kredileri düzenleyen kredi kurumlarının, bu kâğıdı sistemli bir şekilde bilançolarının dışına çıkarmaları gerekiyordu.

Bu yeni finans piyasası yapısının ihtiyacı olan şey, yüksek riskli kredilerden oluşan menkul kıymetleri seve seve satın alacak müşteri sayısının hızla artmasıydı. Bu müşteri artışı çok geçmeden gerçekleşecekti.

6. 1990'LARDA TÜKETİCİ KREDİSİ VE KONUT PİYASALARINDA GÖZLENEN BASKILARLA STRATEJİK UYARLAMALAR

Daha düşük gelirli ve eskiden dışlanan hanehalklarıyla sistemli bir şekilde iş yapılması, bankalar açısından yeni bir tüketici bankacılığı iş modelini gerektiriyordu. Bu modelin temel anlayışına göre, eğer hizmet ücretleri ve haczedilebilir varlıklar bileşimi işlemin genel maliyetini karşılamaya yeterliyse, daha riskli müşterilere kredi verilebilirdi. Çoğu hanehalkının başlıca varlığı ellerindeki evlerin değeri olduğu için, ikinci kalite ipotek kredisi verilmesinin mantığı kolaylıkla anlaşılabilir. Maaş günü kredileri

43 Downey (2006).

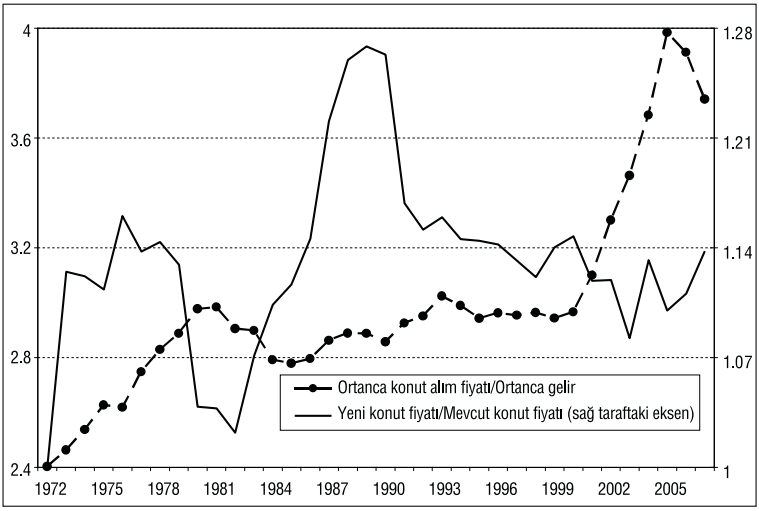
sektörünün altında yatan mantık da benzerdir: Bir sonraki ayın maaş çekleri, zarara karşı garanti işlevi görür. Bu yeni modelin ne kadar başarılı olduğu, Tüketici Finansmanı Anketi sonuçlarından açıkça görülebilir: 1989-2004 dönemi verilerine göre, en alttaki beşte ikilik gelir diliminde yer alan hanehalklarının borç düzeyleri, varlık düzeylerindeki artışla orantısız şekilde yükselmiştir.

Bu dönemde borçların artması yönündeki baskı büyük ölçüde konut piyasasındaki kuvvetlerden kaynaklanmıştı. Düşük gelirli hanehalklarıyla ilgili federal konut politikası, konut sahipliğine ağırlık veren bir eğilim gösteriyordu. 1980'li ve 1990'lı yıllarda temel toplu konut programını Konut Yasası'nın 8. Kısmı belirliyordu; buna göre, belli kriterleri karşılayan seçilmiş hanehalklarına konut kirası yardımı yapılırken, ucuz kiralık konut arzıyla ilgili hiçbir şey yapılmıyordu. 2000'den sonra Bush yönetimi, kamu mülkiyetindeki kiralık konutları sahiplerinin oturdukları birimlere dönüştürmek suretiyle genel konut sahipliği fikrini öne çıkardı. Gerek düşük gelirlilere yönelik toplu konut programının gerekse konut sahibi programının ölçeği, potansiyel olarak gerekli şartları karşılayabilecek nüfustan çok daha sınırlıydı. Düşük gelirliler için yaratılabilecek yeni kredi kanallarının sınırlı ve federal program kapasitesinin yetersiz olması, konut sahipliği uygulamalarında Amerikan hanehalklarının piyasa temelli yeniliklere yönelmelerine yol açtı.

Konut sahipliği talebindeki bu artış ampirik kanıtlardan açıkça görülmektedir. Şekil 3'ten görülebileceği üzere, 1980'lerin krizle geçen yıllarının ardından Amerikan hanehalklarının ortanca gelir düzeyi 1990'a kadar artmış, ardından 1994'e kadar gerilemeden sonra 2001'e kadar yeniden yükseliş göstermiş, konut fiyatları da yükselmeye başlamıştı. Şekil 4'te görüldüğü üzere, ortanca ev satın alma fiyatının ortanca gelire oranı 1983-2000 yılları arasında çok az yükseldi. Tablo 1, 1980'lerde olduğu gibi, reel konut fiyatlarının reel gelirin izlediği rotaya en azından kısmen duyarlı

olduğunu gösteriyor. 1991-94 döneminde ortanca reel hanehalkı gelirleri düştü ve ortanca reel konut fiyatları yükseldi, ancak yıllık olarak %1'den az olan bu yükseliş 1980'lerden daha yavaştı. 1995-99 döneminde reel gelirler yeniden arttığında konut fiyatları da yükseldi, ama artış hızı daha yavaştı.

Şekil 4. Konut Fiyatı/Gelir Oranı ve Yeni Konut/Mevcut Konut Fiyat Oranı, 1972-2008.

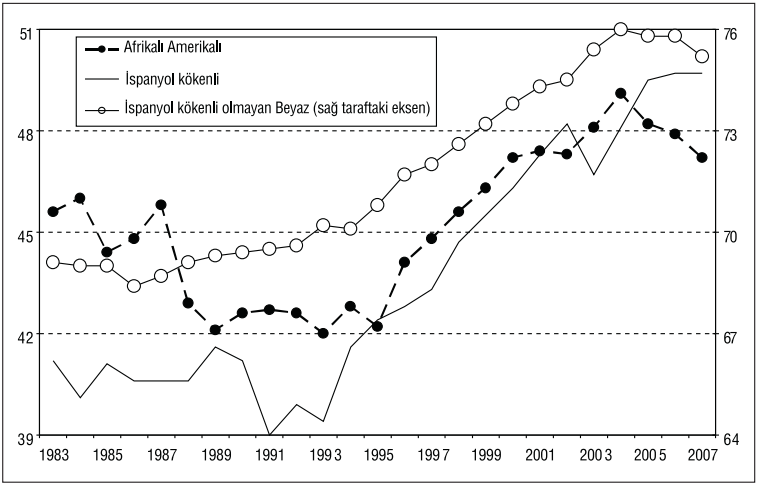


Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı. ABD Ticaret Bakanlığı, İktisadi Analiz Bürosu.

ABD konut sahipliği oranı 1994-2004 arasında %64'ten %69'a yükseldi (Şekil 3). Şekil 5, 1980'lerin ortasından itibaren beyazların konut sahipliği oranının sistemli bir şekilde artarken, Afrikalı Amerikalılar ile Latin kökenliler arasında konut sahipliği oranının beyazlarınkinden bir nebze de olsa daha hızlı arttığını gösteriyor. Yeni ev inşaatında gözlenen eğilimler, 1980'lerde bütün piyasayı daha üst gelir gruplarına yöneltmişti: Şekil 4, 1982'de mevcut ev fiyatlarıyla neredeyse başa baş olan yeni ev fiyatlarının

hızla yükselerek 1990'a gelindiğinde %28'lik bir prim yaptığını gösteriyor. 1990'ların başındaki durgunluktan sonra, yani azınlık mensuplarının konut sahibi olma oranının beyazlar kadar hızlı arttığı dönemde, yeni evlerin getirdiği prim %10'un altına düştü.

Şekil 5. Irka/Etnisiteye göre ABD'de Konut Sahipliği Oranları, 1996-2007
(konut sahibi olan tüm hanehalklarının %'si)



Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı.

Afrikalı Amerikalılar ile Latin kökenli konut sahiplerinin, kendilerinden para sızdırılacak şekilde piyasaya dahil edilmelerinin doğurduğu aşırı güçlü itki sayesinde konut talebinin giderek büyüdüğü Şekil 2'den görülmektedir. Mevcut satılık konutların mevcut satılmış konutlara oranı %68'lik düzeyiyle 1991'de ulaştığı en yüksek değerden sistemli bir şekilde gerileyerek 2004'te %33'e düştü; yeni evler için bu oran aynı dönemde %64'ten %35'e düştü. Giderek ısınan bu piyasayı ikinci kalite ipotekler şekillendiriyordu: Azınlık mensuplarının konut sahibi olma oranlarında-

ki artış ile yeni evlerin priminin düşmesi aynı zamana denk gelirken, konut yetersizliği, mevcut bir evin yeni bir ev kadar kolayca satılmasının mümkün olduğu bir ortam yarattı. İnşaat sektörü patlama yaparken, mevcut konut sahipleri konutlarının değerinin hızla arttığını gördüler.

Talep tarafında bunlar olurken acaba arz cephesinde ne gibi değişiklikler söz konusuydu? İkinci kalite kredi sektörünün yakın geçmişte inanılmayacak kadar hızlı bir şekilde büyümesini sağlayan şey, kredi verilmesi ile çeşitli (ve genellikle riskli) kredi isteklerinin menkul kıymetleştirilmesini ilişkilendirmek için gereken bağların artık yerleşmiş olmasıdır. Konut fiyatı/gelir oranlarının tehlikeli ölçüde yükselmesinden kaynaklanan bu riskli durum, konut fiyatlarının âdeta sonu hiç gelmeyecek gibi yükselmesiyle karşılaştırıldığında önemsiz gözüküyordu. Wall Street yatırım bankaları, giderek daha fazla miktarda parayı ikinci kalite kredi veren kurumlara kanalize ediyorlardı: Bu piyasadaki menkul kıymetleştirme, daha 1998 ve 1999 yıllarında yıllık ortalama 80 milyar dolara yükselmişti. Dahası, Wall Street sigortacıları, ikinci kalite kredi veren kurumların piyasaya sürdükleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlere arka çıkıyorlardı.[44]

Kredi oluşturma ve menkul kıymetleştirme süreçlerinden elde edilen büyük hizmet ücretlerinin yanı sıra (ABD ekonomisinin makro-iktisadi açıdan sermaye hesabına bağımlı olmasıyla bağlantılı olarak) para piyasasından düşük faizle kolayca fon temin edilebilmesi, arz tarafında çok sayıda oyuncunun bu piyasalara yönelmesini sağladı. Arz eden kurum sayısındaki bu hızlı artış, büyük bankacılık şirketleri, finans şirketleri ve ikinci kalite kredi veren kurumların iç içe geçmesi sürecini de hızlandırdı. Büyük bankacılık şirketleri çok sayıda şirketi ele geçirdiler ya da ele geçirmeye teşebbüs ettiler. Bazı banka holding şirketleri, ikinci kalite kredi kurumlarını satın aldılar. Citicorp, o dönemde Federal Ticaret Komisyonu ve Adalet Bakanlığı ta-

44 Henriques ve Bergman (2000).

rafından soruşturulan Associates First Capital Corporation'ı ele geçirdi. Bir diğer örnekte First Union Bank, Haziran 1998'de Money Store'u satın aldı –büyük zarar ettikten sonra şirketi 2000'in ortalarında kapattı.[45] 2003'te HSBC, kötü niyetli kredi uygulamalarına karıştığıyla ilgili suçlamaları çözüme kavuşturduktan sonra, Household Finance Company'nin ana şirketi olan Household International'ı satın aldı. Associates First, Citi'nin, kendisine bağlı bir finans şirketini ülkenin en büyük tüketici finansmanı şirketi hâline getirme amacını gerçekleştirmek için attığı ilk adımdı.[46] Her halükârda, tüketici kredisi veren bu bağlı şirket, mega bankaların kazançlarının hızla düştüğü bir dönemde Citi'nin nakit akımının istikrar kazanmasına yardımcı oldu.[47]

Böylece 1990'lar, on yıl sonra patlak verecek olan ikinci kalite ipotek kredileri krizinin yolunu açmış oldu. Menkul kıymetleştirmenin ilk öncülü, riskin homojenleştirilmesiydi. Menkul kıymetleştirmede, riski düşük olan ve ödemelerini düzenli yapması beklenen borçlanıcılara ağırlık veriliyordu. Piyasanın büyük bir kısmı federal kurumların güvencesi altındaydı. Ancak daha sonra, finansal rekabetin şiddetlenmesi, risk alma konusunda daha rahat bir tutumun benimsenmesi ve hesaplanabilirliğin artması nedeniyle bu ilk öncül sistemli bir şekilde delindi. Kredi kurumları, konuta dayalı heterojen krediler düzenleyerek pazarladılar; kimi zaman uzun dönemde ödeme olanakları şüpheli olan borçlanıcılara bile kredi veriliyordu. Yeterli miktarda rehinli teminatın yanı sıra yüksek hizmet ücretleri ve cezalar bileşimi, bu kredileri kârlı hâle getiriyordu.

1990'lar, yeni bir konut finansmanı aracı olan ikinci kalite kredinin ötesinde, riskin oluşturulup dağıtılmasını giderek daha etkin bir şekilde yerine getiren bir boru hattı da yaratmıştı. Bu boru

45 Berman ve diğerleri (2006).

46 Oppel ve McGeehan (2000).

47 Sapsford ve diğerleri (2001), *Business Week* (2007).

hattının bir ucunda yer alan ikinci kalite kredi kurumları ipotek kredileri yaratıyor, ardından bunları bankalara satıyorlar, satın alan bankalar da imal edilmiş menkul kıymetleri ya ellerinde tutuyor ya da yatırımcılara satıyorlardı. Önceleri "sade vanilya" ipoteklerden oluşturulan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, getiriyiençoklaştırmaktan ziyade riskten sakınmakla ilgilenen alıcılara cazip geliyordu. Ancak, ikinci kalite ipoteklerin yapılandırılmış yatırım araçlarına (YYA) dönüşmesi, yüksek riskli ve yüksek getirili seçenekler çıkardı ortaya.[48]

Yalnızca ikinci kalite ipotekler değil, çeşitli türlerde teminata bağlanmış borçlar da YYA'larının aktif tarafında toplanıyordu. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin göreli şeffaflığının yerini bulanıklık almıştı. Bu durum bankalara, çeşitli borç türlerini bilançolarının dışına çıkarma (ve her adımda hizmet ücretleri elde etme) imkânı sağladı. YYA'lar, para piyasalarında hazır finansman buldular. Yüksek kâr oranları, pek çok şirketi aşırı fon bolluğuyla karşı karşıya bıraktı. Yukarıda belirttiğimiz üzere ABD'nin sermaye hesabı fazlasıyla bağlantılı olarak nominal faiz oranlarının düşük düzeylerde kalacağının öngörülmesi, YYA'ların ticari kâğıtla finanse edilmesinin oldukça doğal görünmesine yol açmıştı. Aslında, "varlığa dayalı ticari kâğıt" sıradan bir şey hâline gelmişti. Likidite riski bir yana bırakılırsa YYA'lar, asgari düzeyde özkaynak yatırımıyla (hatta hiç özkaynak yatırımı yapmadan) faiz farkına dayalı gelir elde etmenin kesin bir yolu gibi gözüküyordu. Bir sonraki adımda, riskten sakınma fonları ve özel sermaye fonları oyuna dahil oldular. YYA yatırımcılarının, bu menkul kıymetlere dayanak olan varlıklarla ilgili zımni temerrüt risklerini üstlenip üstlenmedikleri açık değildi; aslında, ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasında şeffaflığın yerini bulanıklık aldıkça, YYA yatırımcıları ne gibi riskler üstlendiklerini artık takip edemez hâle geldiler. Ayrıca, riskleri üçüncü taraflara aktarmak

48 Mollenkamp ve diğerlerine (2007) göre, ilk YYA'lar 1988 ve 1989 yıllarında Citigroup tarafından oluşturuldu.

için sıklıkla kredi riski türevleri kullanılıyordu.[49] Her halükârda, YYA'lar hızla büyüyerek 400 milyar dolarlık bir sektör hâline geldi. *Wall Street Journal*'da ifade edildiği gibi YYA'lar, "bankaların, riski hafifletmek için bir kenara sermaye ayırmalarına gerek kalmaksızın yeni model menkul kıymetlere yatırım yaparak kâr elde etmelerini sağladığı için hızla büyüdü."[50]

1990'ların getirdiği üçüncü önemli değişiklik, bankaların, şehrin merkezinde yoksulların oturduğu mahallelerde doğrudan ya da üçüncü taraflar eliyle kredi verme faaliyetlerine girişmeleriydi. Eskiden bankaların isteksiz davranması, azınlık mensupları ile düşük gelirlilerin yaşadıkları mahallelerde kredi yetersizliğine yol açıyordu. Artık şehirler âdeta bir kredi denizinde yüzüyorlardı. Bankalar, doğrudan kendileri ilgilenerek ya da aracılarla anlaşmalar yaparak, muazzam miktarlarda ikinci kalite krediler ve maaş günü kredileri verdiler, bunları menkul kıymetleştirdiler. Kredi veren bir kurum, şehrin bir kısmında sömürücü krediler verirken, başka bir kısmında ise birinci kalite krediler verebiliyordu. Kredi veren kurumlar, bankalar ve piyasalar, kendilerinden borçlanan belli bir gruba saldırgan, hatta sürdürülemez gibi gözüken hüküm ve koşulları dayatmayı normal iş uygulamalarının bir parçası hâline getirmişlerdi. Çok geçmeden bu uygulamalar şehrin merkezinde yoksulların yaşadığı mahallelerle sınırlı kalmayıp daha geniş piyasalara yayılacaktı.

7. İKİNCİ KALİTE KREDİ PATLAMASI VE 2000'DE KRİZ

Birinci sınıf taahhütlerle desteklenmeyen heterojen varlıkların kabul görmeye başladığı menkul kıymetler piyasaları, giderek daha riskli ipotekleri ve diğer finansal talepleri masseder hâle geldi.[51]

49 *The Economist* (2007b).

50 Mollenkamp, Solomon, Sidel ve Bauerlein (2007).

51 Tedbirsizce hareket edilmesi sonucunda homojen olmayan risklerin gayrimenkul yatırım ortaklıklarında toplanması yüzünden Franklin National Bank'in 1974'te iflas etmesi (Sinkey (1981)), aslında bir uyarı olmalıydı.

Yukarıda belirtildiği üzere, konut gayrimenkullerine olan talep 1990'ların sonlarında canlanmaya başlamıştı. Bu varlık patlaması çok geçmeden bir çılgınlığa dönüştü: Gerek daha büyük bir ev satın almak isteyen konut sahipleri, gerekse henüz konut sahibi olmayıp da konut piyasasına girmek isteyenler, kimi zaman değerinden yüksek fiyatlarla ev satın almak için âdeta birbirleriyle yarışa girdiler. Birçok potansiyel konut alıcısının "sade vanilya ipotekleri" (gelirin, konut ipoteği kredisine ve diğer türde ipotek kredilerine harcanan kısmının sırasıyla %30'dan ve %20'den fazla olmaması gerektiği öngörülüyordu) destekleyecek gelire ve tasarruf birikimine sahip olmaması, "ya şimdi ya da asla" türü bir çaresizlik duygusunu besliyordu. Bu duygu, fiyatların çok hızlı bir şekilde arttığı piyasalarda özellikle belirgindi.

Kredi veren kurumların ve simsarların, risk parametreleri oldukça yüksek olan borçlanıcılar için krediler yaratırken edindikleri deneyim aynı zamanda gereken çözümün ne olabileceğine de işaret ediyordu: Gelir ve peşinat ödeme profilleri, çoğu şehrin canlı konut piyasalarına ayak uyduramayacak durumda olan kimselerin taşıdıkları özel risklere göre şekillendirilmiş krediler yaratılması. Konut fiyatları hızla yükseldiği için alıcılara yeni evlerinin fiyatının %80'ini aşan miktarlarda krediler verilebilirdi ya da (kredinin potansiyel olarak FNMA'ya satılabilir olmasını sağlayacak şekilde) biri fiyatın %80'i kadar, diğeri %20'si kadar olacak iki ayrı kredi verilebilirdi.

Makro büyüklükler düzeyinde bakıldığında konut piyasası balonunu tetikleyen şey, reel gelirler durgun seyrederken bile reel konut fiyatlarının artmaya devam etmesiydi. Tablo 1, ortanca reel hanehalkı gelirinin yılda %0,21 gerilediği 2000-05 döneminde, reel konut fiyatlarının yıllık olarak %5 yükseldiğini gösteriyor. Sonuç olarak, Şekil 4'ten görülebileceği üzere, ortanca konut fiyatının ortanca gelire oranı 2000'den itibaren hızla yükseldi. Ancak, Şekil 3'ten görüldüğü üzere, ortanca hanehalkı geliri 2000'de en yüksek noktasına ulaşırken, konut sahipliği oranı ise ancak 2004'te tavan

yapmıştı. Şekil 5'e bakıldığında, Hem Afrikalı Amerikalılar hem de beyazların konut sahipliği oranları 2004'te en yüksek noktaya ulaşmıştı (Latin kökenliler içinse daha erken bir tarihte, 2002'de tavan yaptıktan sonra sürekli yükselmişti). Balon 2005'te patlak vermeye başladı: 2004'ten sonra hem mevcut hem de yeni inşa edilen ama satılamayan ev stokları hızla yükseldi (Şekil 2).

Gerçekte, ikinci kalite kavramı, ipotek aracının farklı bir boyutuna doğru genişletilmişti. 5. kısımda gösterildiği üzere, önceden ikinci kalite krediler esas olarak kredi piyasalarına girmesi engellenen borçlanıcılara gidiyordu. 2000'lere gelindiğinde, ikinci kalite krediler artık "sade vanilya" ipotek paketlerinin şartlarını karşılayamayan konut sahiplerine de veriliyordu. Bu borçlanıcıların, sınırlı sürelerle özel iskonto oranları üzerinden kredi almalarına izin verilebilirdi. Potansiyel alıcıların evin "içine" girmelerini sağlamak için ipoteğin ilk birkaç yılında piyasanın altında kalan, "cazip" bir orandan [*teaser rate*] kredi verilebilirdi. Piyasa oranı ile "cazip" oran arasındaki fark amorti edilebiliyor ve ipoteğin tamamı, "cazip" oranının süresi dolduktan sonra riske göre düzeltilmiş piyasa oranıyla yeniden finanse edilebiliyordu. Konut fiyatlarının değer kazanması nihayetinde %100 finansmanlı konut alımının içerdiği riskleri ortadan kaldıracaktı; beklenen gelir artışı ve/veya beklenen konut fiyatı artışı, ağır konut ödemelerini telafi edebilecekti. Garanti olarak hizmet ücretleri ve cezalar bu kâğıtlara eklenebilecekti.

Gerek konut fiyatları gerekse konut fiyatının artacağına yönelik beklentiler (özellikle bazı bölgesel hareketli noktalarda) yükseldikçe, alıcılar her geçen gün "cazip" oranlara, melez AFİK'lere[52] ve benzerlerine daha fazla yönelmek zorunda kaldılar.[53] Ancak, konut fiyatlarının yükselmeye devam edeceği fikri alıcılarla satıcıların bilincinde öylesine yer etmişti ki, kredi almanın gerektir-

52 Ayarlanabilir faizli ipotek kredileri (adjustable rate mortgages, ARMs) –*çev*.

53 Wray (2007), s. 9.

diği yüksek hizmet ücretleri ve beklenen yüksek ödemeler, fırsat penceresi hâlâ aralıkken pencereden içeri süzülebilmek için gerekli bir şey olarak görülüyordu. Makul davranan alıcılar, ellerindeki 2/28 ipotek kredisinin[54] piyasanın altındaki başlangıç düzeyi oranından "fırlayıp" sabit piyasa oranına yükseldiğinde, gelecekteki fiyat artışlarının, sürdürülebilir olmayan hüküm ve koşulların iki yıl içinde yeniden müzakere edilmesine olanak vereceğine kesin gözüyle bakıyorlardı.

Konut fiyatı/gelir oranının yükselmesi, ikinci kalite ipotek kredilerine yönelik talep artışını ancak kısmen açıklayabilir. İpotek aracıları, bu artışın bir kısmını kendi başlarına yaratmışlardı. 2005 ve 2006 yıllarını kapsayan bir araştırmada, ikinci kalite kredi alanların sırasıyla %55'inin ve %61'inin aslında geleneksel kredileri alabilecek kadar yüksek kredi notuna sahip olduğu tespit edilmiştir.[55] Bu çalışmada, bu kredileri pazarlayan ipotek aracılarının, geleneksel ipoteklerden elde edilenden çok daha yüksek hizmet ücretleri kazandıkları da görülmüştür.

Konut finansmanı piyasasının arz tarafında fon bolluğu söz konusuydu. Makro-yapısal koşullar olumlu olmayı sürdürüyordu –ABD'nin cari işlemler hesabının belirgin bir şekilde açık vermeyi sürdürmesi nedeniyle tasarruflar ABD'ye akmaya devam ediyordu. Yabancı yatırımcılar, 20 yıldır dünyanın en büyük finansal menkul kıymet piyasası olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasına aşina idiler. Özellikle İngiliz ve Avrupa bankaları ikinci kalite kâğıtlara hücum ediyorlardı.[56] Güçlü dolar ve düşük nominal faiz oranları bileşimi, likidite riskini ortadan kaldırıyordu.

Arzı artıran diğer etkenler arasında, yukarıda analiz ettiğimiz üzere bankaların hizmet ücretine dayalı gelire ve riski yaymaya yönelik olarak yaptıkları stratejik değişiklikler ile kredi veren kurumlar arasındaki amansız rekabet sayılabilir. Örneğin, yakın

54 İlk 2 yılı sabit faizli, sonraki 28 yılı değişken faizli ipotek kredisi –*çev*.

55 Brooks ve Simon (2007).

56 Örneğin bkz. Mollenkamp, Taylor ve McDonald (2007).

geçmişte *Wall Street Journal*'da yayınlanan bir makalede, "bir zamanlar aralarında kazançlı bir ortaklık" olan Wall Street ile ikinci kalite kredi veren kurumlar, işin içindeki bir yetkiliye göre, "… bu krediler için amansız bir rekabete tutuştular. … Bu krediler, hem yatırımcılar hem de yatırım bankaları için başlıca gelir ve kâr kaynağıydı."[57] Aynı makalede, konut kredileri satın alan bir firmanın başkanı olan Jeffrey Kirch'in şu sözlerine yer veriliyordu: "Piyasadan daha fazla pay kapmanın en kolay yolu rakiplerinizden daha fazla ödemekti." Asıl mesele yatırım bankaları için gelecekteki büyük gelir akımları ve kazançlı yönetim ikramiyeleriydi. Yatırım bankalarında çalışan genel müdürler, 2006'da ortalama 2,5 milyon dolar toplam tazminat aldılar. Bu özendirmeler, uyarı işaretleri gözükmeye başladığında bile pek çok firmanın bu piyasalarda saldırgan tutumlarını sürdürmesine yol açtı.

Konut balonunun zirve yaptığı 2004-06 döneminde ikinci kalite kredilerin hacmi patladı. 2001-03 döneminde, düzenlenen ipoteklerin toplam tutarı 9,04 trilyon dolara ulaşmıştı: Bunların %8,4'ü ikinci kalite kredilerden oluşurken, ikinci kalite ipoteklerin de %55'i (yani 418 milyar dolar kadarı) menkul kıymetleştirilmişti. 2004-06 döneminde, düzenlenen toplam ipotekler nominal olarak aynı düzeyde kaldı (9,02 trilyon dolar). Ancak, tüm ipoteklerin %19,6'sı ikinci kalite kredilerden oluşuyor, bunların da %78,8'i (yaklaşık 1.391 milyar dolar kadarı) menkul kıymetleştirilmişti.[58] Dahası, yukarıda belirtildiği üzere, YYA'ların ve diğer menkul kıymetleştirme araçlarının şeffaf olmaması, bu araçların bilançolarında daha fazla kredi türünün bulunmasına yol açtı. Bunlar arasında, özel sermaye fonlarının kaldıraçlı satın almalar için sağladığı köprü krediler, gayrimenkul alım kredileri, inşaat finansmanı, kredi kartı alacakları ve benzerleri bulunuyordu.

İkinci Kalite Krizinin Başlangıcı: 1997 Asya krizi gibi ikinci

57 Anderson ve Bajaj (2007).

58 İpotek Piyasası İstatistik Yıllığı'nda yer alan bu veriler Wray (2007), s. 30'daki Tablo 1'den alınmıştır.

kalite kredi krizi de geniş bir coğrafi alan üzerindeki birbirleriyle bağlantılı olayların yol açtığı bir domino etkisi sonucunda ivme kazandı. 2007'nin ilk 7 ayında 80'e yakın ikinci kalite ipotek şirketi iflas etti. Büyük kredi derecelendirme kuruluşları, ABD ikinci kalite piyasasında temerrüt riskini değerlendirirken kullandıkları yöntemleri gözden geçirmeleri için baskı altında kaldılar.[59] Bu baskıya boyun eğmeleri, ABD'deki ve diğer ülkelerdeki bankacılık şirketlerini etkiledi. 20 Haziran 2007'de Bear Stearns, yatırımcıları adına işlettiği iki adet ikinci kalite fonu kapatmak zorunda kaldı.[60] 6 hafta sonra American Home Mortgage kapılarını kapattı.[61] Bu arada, son dönemde Amerikan ipotek kredilerinin yaklaşık altıda birini piyasaya süren Countrywide Financial gözle görülür bir şekilde krize doğru sürüklendi.[62]

Ağustos ayında, aralarında bazı Amerikan ikinci kalite kredilerinin de yeraldığı 17,5 milyar dolarlık teminata bağlanmış borç yükümlülüklerini kapsayan bir kıyı aşırı araç olan Rhineland Funding'i finanse etmek için para piyasalarından kaynak bulması artık imkânsız hâle gelen IKB, Deutsche Bank ve diğer bankalar tarafından kurtarıldı.[63] Goldman Sachs gibi bazı büyük bankalar, bilançolarındaki ikinci kalite borç pozisyonları azaltmalarına rağmen, ikinci kalite ipoteklerle desteklenen menkul kıymetleri paketleyip satmaya devam ederek krizi daha da körüklediler.[64] Eylül ayına gelindiğinde, küresel bankaların 2006'da paketleyip sattıkları ikinci kalite menkul kıymetlerin %16-24'ü kadarının geri ödemeleri en az 60 gün süreyle gecikmişti –sadece bu menkul kıymetlerde 60 gün gecikmiş kredilerin toplamı 73,7 milyar dolardı.

59 Pittman (2007).

60 Kelly, Ng ve Reilly (2007).

61 Dash (2007).

62 Hagerty ve Richardson (2007).

63 *The Economist* (2007c).

64 Anderson ve Bajaj (2007). Goldman'ın düzenlediği yeni ikinci kalite krediler 2007'nin ilk 9 ayında 6 milyar dolar kadardı. Aralık ayına gelindiğinde, bu kredilerin %15'inin geri ödemeleri 60 günden fazla süreyle gecikmişti.

2008'de durum giderek kötüleşti. Çok sayıda ev haczedildi. Bu evlerin birçoğu, eskiden ırka dayalı dışlamaya maruz kalan kesimlere pazarlanmış ve tarihsel olarak ipotek piyasasının kırmızı çizgi uygulamasına tabi olan bölgelerde (veya yakınlarında) inşa edilmişti. Dolayısıyla, balonun oluşması sırasında ikinci kalite kredi verilmesi şehrin merkezinde yoksulların oturduğu mahallelerin ötesine yayıldığında bile, şehirde toprak kullanımında karşılaşılan ırka dayalı ayrım çizgileri değişmeden kalmıştı. Bu nedenle kriz, azınlık mensubu ve düşük gelirli kesimlerin yaşadıkları mahallelerde çok daha büyük bir etki yaptı;[65] ikinci kalite kredi veren kurumların başlıca hedefi olan azınlık hanehalkları, aynı zamanda haciz döngülerinin feci kayıplara neden olacağı mahallelerde yaşayan kesimleri de oluşturuyordu.[66]

Üstelik, ikinci kalite kâğıtlar ve YYA'lar için kısa vadeli kredi kanalları da kurumuştu. Sonuçta, gerek ABD'deki gerekse diğer ülkelerdeki küresel bankalar, ikinci kalite kâğıtları yeniden bilançolarına dahil edip on milyarlarca dolarlık zararlar açıklamak mecburiyetinde kaldılar. Bu bankalar, kredi arzının aşırı daraldığı bir ortamda sermaye enjeksiyonu arayışı içine girmek zorundaydılar.

8. SONUÇ

2007'de ABD konut balonunun sona ermesi, zamanında ödenmeyen ipoteklerde hızlı bir artışa yol açınca küresel bankacılık ve kredi piyasalarında çöküş başladı. Bu ipotekler, dünyanın dört bir yanında menkul kıymetleştirilmiş biçimde portföylerde tutuluyordu. Dolayısıyla, finansal beslenme zincirinin tabanında baş gösteren ödeme güçlükleri, yüzeyde sismik finans piyasası patlamalarına yol açtı.

O hâlde, gelişimi halen devam eden ikinci kalite ipotek kre-

65 Kaliforniya Yeniden Yatırım Komitesi ve diğerleri (2008).

66 Konut ve İktisadi Haklar Savunucuları ve Kaliforniya Yeniden Yatırım Koalisyonu (2007).

dileri krizinin kökenlerinden birinin, bankaların, neoliberal dönemin başlangıcında karşı karşıya kaldıkları makro ve mikro sıkıntılar nedeniyle gelir yaratma stratejilerini dönüştürmeleri olduğunu söyleyebiliriz. Bu dönüşüm, kredi verme sürecinin risk alma sürecinden ayrılmasını, yani riskin yaratılmasının üstlenilmesinden ayrılmasını içeriyordu. Finansal aracılığın getirdiği genel riskleri görünüşte azaltan bu stratejik uyarlamaların muazzam bir tali etkisi oldu: Artık bankalar, kredi vermeden elde edecekleri potansiyel kârları, kredi vermenin doğurduğu temerrüt ve likidite riskleriyle dengelemek zorunda değillerdi. Finans temelli genişlemeyi frenleyen temel etken bertaraf edilmişti.

Bankaların stratejik tutum değişikliği, Amerikan kredi piyasasındaki ırka dayalı ve toplumsal dışlama ortamını da dönüştürdü. Finansal dışlama ve kredi reddi senaryosu, finansal müsadere ve kredi verme senaryosu hâline geldi. Önceden ipotek kredisinden yararlanamayan hanehalklarına artık yüksek maliyetli, yüksek riskli krediler veriliyordu. Piyasaların kurumsal kapasitesi arttıkça, yüksek hizmet ücretleri karşılığında yüksek riskli ve yüksek maliyetli kredilerin sağlanmasında bankaların yanı sıra, banka dışı kredi kurumları da rol oynamaya başladılar. Toplumsal olarak dışlanmış topluluklara kötü niyetli krediler verilmesiyle başlayan pratikler, genelleştirilip konut piyasasının daha geniş bir kısmına da uygulanınca hem ABD konut fiyatlarının sürdürülemez şekilde hızla yükselmesinin hem de finans piyasası likiditesinin sınırlarını sürdürülemez bir şekilde esnetmenin koşulları yaratılmış oldu.

Krizin üçüncü kökeni, Amerikan işçi sınıfı ücretlerindeki uzun süreli düşüştür. İşçi ücretleriyle insanca bir yaşam sürdürme olasılığı giderek azalırken, Amerikan işçilerinin "Amerikan rüyası"na katılma arzusu konut sahipliğini de içermeye başladı. Ancak, konut fiyatları ile gelirler arasındaki uçurum 20 yıldır genişliyordu (Şekil 4). 1980'lerle ilgili yaptığımız analiz, ABD ortanca hanehalkı gelirinin, krizin ardından 1980'lerde yükseldiğini

göstermişti. Ancak, ikinci kalite kredilerin zirveye ulaşmasından sonraki dönemi analiz ettiğimizde, konut fiyatlarının düşmesine karşın ABD ortanca gelir düzeyinin değişmediğini görmüştük (Tablo 1).

Tablo 1. ABD'de Ortanca Reel Hanehalkı Geliri ve Reel Konut Fiyatı Değişiklikleri, 1974-2007 (%)

	Ortanca Reel Hanehalkı Geliri	Reel Konut Fiyatı (Yeni ve Mevcut)	Konut Fiyatı/Gelir Oranı
1974-79	0,84	3,55	2,71
1980-82	-2,02	-1,81	0,22
1983-84	2,28	0,25	-1,96
1985-90	1,75	2,15	0,39
1991-94	-0,19	0,93	1,15
1995-99	3,08	2,77	-0,30
2000-05	-0,21	4,97	5,20
2006-07	0,04	-3,05	-3,09

Kaynak: Ticaret Bakanlığı, İktisadi Analiz Bürosu.

Bu, konut sahibi olmayı bir yandan daha maliyetli yaparken, öte yandan da daha arzulanır bir şey hâline getirdi. Çünkü konutların piyasa değerleri, ikinci kalite borçlanma oranlarından bile daha hızlı artıyor gibi gözüküyordu. Aslında, işçiler açısından bakıldığında konut sahibi olmak, Amerikan ekonomisinin sanayi ötesi çağda bağımlı hâle geldiği spekülatif kazançlara iştirak etmenin bir aracı olmuştu. Ne gariptir ki, konut fiyatları ile gelir düzeyi arasındaki uçurumun büyümesi, (çift maaşlı, hatta üç maaşlı hanehalklarının yaygınlaşması, toplu konut üretimi tekniklerinin mükemmelleştirilmesi ve şantiyelerde sendikalı olmayan emeğin kullanılması gibi) işçilerin zayıf sınıfsal konumunu hem temsil eden hem de kötüleştiren uyarlamalar aracılığıyla kısmen

hafifletilmişti: İşçi sınıfı aileleri iş yerlerinden ve şehir merkezlerinden giderek uzaklaşan, "bütçelerine uygun" evlere taşınabiliyorlardı.

İkinci kalite krizinin bu makalede vurguladığımız dördüncü yapısal kökeni, ABD'ye özgü makro-iktisadi bağlamdır. 1980'lerin karmakarışık ilk yıllarının ardından, ABD'nin cari işlemler açığı ve küresel "güvenli liman" olma konumu, menkul kıymetleştirme makinesi için hazır likidite yaratmıştı. Son tahlilde ABD'nin parasal hegemonyasının yarattığı benzersiz koşullara dayanan bu durum, yine son tahlilde sürdürülebilir değildi.[67] Burada bir başka ironiyle karşılaşıyoruz. Kısmen likiditenin bol olmasından kaynaklanan ikinci kalite kredi verme ve yüksek riskli menkul kıymetleştirme faaliyetleri, tam da Federal Rezerv'in likiditeyi sınırlama çabası içine girdiği bir dönemde (Haziran 2004-Temmuz 2006 arasında) en yüksek noktasına ulaşmıştı. ABD sermaye hesabında girişlerin devam etmesi Fed'in çabalarını boşa çıkarmıştı; ABD'nin cari işlemler açığıyla bağlantılı olan bu sermaye girişleri, merkez bankasının denetimi dışındaymış gibi gözüküyordu. Yabancı servet sahipleri, ikinci kalite ipotek kredileri krizinin kendini hissettirmeye başlamasının ardından dolar cinsinden varlıklara karşı temkinli yaklaşmaya başlayınca, Federal Rezerv de benzer şekilde hasarı sınırlı tutma gücünün sınırlandığını fark etti.

Özetle, ikinci kalite ipotek kredileri krizi, Amerika'nın ırka dayalı ayrımcılık ve toplumsal eşitsizlik mirası, benzersiz ve nihayetinde son derece kırılgan olan küresel konumu ile aşırı rekabetçi, dünyayı etkisi altına alan finans sektörü arasındaki sapkın etkileşimden kaynaklanıyor. Daha kışkırtıcı bir şekilde ifade edecek olursak, Amerika'nın ırkçıları, ikinci kalite ipotek kredileri kriziyle yaptıklarının cezasını çektiler.

Bu krizin ırksal kökenleri, krize hangi politikalarla cevap verileceği konusunda yapılan kapsamlı ve canlı tartışmalarda da dik-

67 Dymski (2008).

kati çekiyor. *New York Times*'ın köşe yazarları Bob Hernert (2007) ve Paul Krugman (2007), ikinci kalite ipotek kredileri krizinin gerisinde ırka dayalı dışlamanın bulunduğunu ileri sürdüler. Bazı uzmanlarsa, daha önce de bahsettiğimiz üzere, bankaların kırmızı çizgi çekme uygulamalarına tepki olarak yasalaştırılan Topluluk Yeniden Yatırım Yasası'nın bankaları spekülatif kredi verme faaliyetlerine zorladığını savunarak, bu argümanı baş aşağı çevirdiler.[68] Bu makalede yapılan analiz, bahsettiğimiz bu ikinci mantık silsilesinin tarihin seyrini nasıl da alabildiğine çarpıttığını görmemizi sağlıyor. Yeni finansal müsadere araçlarının doğmasına yol açan şey, bankaların (mücadele edilse de) geçmişten miras aldıkları herkese kredi piyasalarına eşit ölçüde erişim olanağı sağlamama tutumlarını sürdürmeleridir; bu araçların genelleştirilip aşırı rağbet gören konut piyasasına aktarılması, bankacılık sistemini ve ABD ekonomisini dibi gözükmeyen bir uçurumun eşiğine getirmiştir.

68 Örneğin bkz. Calomiris (2008) ve Liebowitz (2008).

KAYNAKLAR

Ammons, Lila. (1996) "The Evolution of Black-Owned Banks in the United States, 1880s to 1990s", *Journal of Black Studies* 26 (4), s. 467-89.

Anderson, Jenny ve Vikas Bajaj. (2007) "Wary of Risk, Bankers Sold Shaky Debt", *New York Times*, 6 Aralık.

Bair, Sheila. (2005) *Low-Cost Payday Loans: Obstacles and Opportunities*. Isenberg İşletme Okulu, Massachusetts Üniversitesi, Amherst, Haziran.

Baron, Harold. (1985) "Racism Transformed: The Implications of the 1960s", *Review of Radical Political Economics* 17 (3), s. 10-33.

Benston, George. (1981) "Mortgage Redlining Research: A Review and Critical Analysis", *Journal of Bank Research* 12, s. 8-23.

Berman, Dennis K., Carrick Mollenkamp ve Valerie Bauerlein. (2006) "Wachovia strikes $26 billion deal for Golden West", *Wall Street Journal*, 8 Mayıs.

Bowles, Samuel L. (1982) "The Post-Keynesian Capital-Labor Stalemate", *Socialist Review* 65, s. 44-72.

Bowles, Samuel L. ve Herbert Gintis. (1982) "The Crisis of Liberal Democratic Capitalism: The Case of the United States", *Politics and Society* 11, s. 51-93.

Brewer III, Elijah ve Thomas H. Mondschaen. (1992) "The Impact of S&L Failures and Regulatory Changes on the CD Market, 1987-1991", Çalışma Metni Dizisi WP-92-93, Federal Reserve Bank of Chicago, Aralık.

Brooks, Rick ve Ruth Simon. (2007) "As Housing Boomed, Industry Pushed Loans to a Broader Market", *Wall Street Journal*, 3 Aralık.

Business Week. (2002) "The besieged banker: Bill Harrison must prove J.P. Morgan Chase wasn't a star-crossed merger" (kapak konusu), 22 Nisan.

California Reinvestment Coalition. (2001) *Inequities in California's Subprime Mortgage Market*. San Francisco: California Research Coalition.

California Reinvestment Coalition, Community Reinvestment Association of North Carolina, Empire Justice Center, Massachusetts Affordable Housing Alliance, Neighborhood Economic Development Advocacy Project, Ohio Fair Lending Coalition ve Woodstock Institute. (2008) "Paying More for the American Dream: The Subprime Shakeout and Its Impact on Lower-Income and Minority Communities", 2008.

Calomiris, Charles W. (2008) "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next", 1 Ekim, çalışma metni, American Enterprise Institute.

Calomiris, Charles W., Charles M. Kahn ve Stanley D. Longhofer. (1994) "Housing-Finance Intervention and Private Incentives: Helping Minorities and the Poor", *Journal of Money, Credit and Banking* 26 (3, 2. Kısım), s. 634-74.

Canner, Glenn B., Wayne Passmore ve Elizabeth Laderman. (1999) "The Role of Specialized Lenders in Extending Mortgages to Lower-Income and Minority Homebuyers", *Federal Reserve Bulletin* (Kasım), s. 709-723.

Dash, Eric. (2007) "American Home Mortgage says it will close", *New York Times*, 3 Ağustos.

Downey, Kirstin. (2006) "Mortgage Lender Settles Lawsuit: Ameriquest Will Pay $325 Million", *Washington Post*, 24 Ocak.

Dymski, Gary A. (1992) "Towards a New Model of Exploitation: The Case of Racial Domination", *International Journal of Social Economics* 19 (7/8/9), s. 292-313.

Dymski, Gary A. (1996a) "Exploitation and Racial Inequality: The US Case", *Research in Political Economy* 15, s. 111-138.

Dymski, Gary A. (1996b) "Economic Polarization and US Policy Activism", *International Review of Applied Economics* 10 (1), s. 65-84.

Dymski, Gary A. (2002) "U.S. Housing as Capital Accumulation: The Contradictory Transformation of American Housing Finance, Households and Communities", Gary Dymski and Dorene Isenberg (der.) *Housing Finance Futures: Housing Policies, Gender Inequality and Financial Globalization on the Pacific Rim* içinde. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

Dymski, Gary A. (2006) "Discrimination in the Credit and Housing Markets: Findings and Challenges", William Rodgers (der.) *Handbook on the Economics of Discrimination* içinde. Cheltenham, UK: Edward Elgar, s. 215-259.

Dymski, Gary A. (2008) "Financial Risk and Governance in the Neoliberal Era", California Üniversitesi Center Sacramento, mimograf.

Dymski, Gary A. ve Dorene Isenberg. (1998) "Housing Finance in the Age of Globalization: From Social Housing to Life-Cycle Risk", Dean Baker, Gerald Epstein ve Robert Pollin (der.) *Globalization and Progressive Economic Policy* içinde. Cambridge University Press, s. 219-239.

Dymski, Gary A. ve John M. Veitch. (1996) "Financial Transformation and the Metropolis: Booms, Busts and Banking in Los Angeles", *Environment and Planning A* 28 (7), s. 1233-1260.

Dymski, Gary A., John M. Veitch ve Michelle White. (1991) "Taking it to the Bank: Race, Poverty, and Credit in Los Angeles" (ABD Senatosu, Bankacılık, Konut ve Şehir Sorunları Komitesi ile birlikte). Report on the Status of the Community Reinvestment Act: Views and Recommendations, II. cilt, Eylül. Washington, DC: US Government Printing Office.

The Economist. (2007a) "Fannie and Freddie ride again", 5 Temmuz.

The Economist. (2007b) "At the risky end of finance", 21 Ağustos, s. 80-82.

The Economist. (2007c) "Sold down the river Rhine", 11 Ağustos, s. 66.

Fisher, Irving. (1933) "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (1), s. 337-57.

General Accounting Office. (2002) *Electronic Transfers: Use by Federal Payment Recipients has Increased but Obstacles to Greater Participation Remain*, Report to the Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. Rapor Numarası GAO-02-913. Washington, DC: General Accounting Office, Eylül.

Gittelsohn, John. (2007) "How Subprime Lending All Started in O.C.", *Orange County Register*, 30 Aralık.

Glyn Andrew, Alan Hughes, Alain Lipietz ve Ajit Singh. (1988) "The Rise and Fall of the Golden Age", No. 884, Cambridge İktisat Çalışma Metinleri, Cambridge Üniversitesi.

Goldstein, Steve. (2007) "HSBC Restructures Two SIVs", *Wall Street Journal*, 26 Kasım.

Gosselin, Peter. (2004) "The Poor Have More Things Today - Including Wild Income Swings", *Los Angeles Times*, 12 Aralık.

Hagerty, James R. ve Karen Richardson. (2007) "Countrywide shows even prime loans are beginning to sour", *Wall Street Journal*, 25 Temmuz.

Henriques, Diana B. ve Lowell Bergman. (2000) "Profiting From Fine Print With Wall Street's Help", *Wall Street Journal*, 15 Mart.

Herbert, Bob. (2007) "A Swarm of Swindlers", *New York Times*, 20 Kasım.

Holmes, Andrew ve Paul Horvitz. (1994) "Mortgage Redlining: Race, Risk, and Demand", *Journal of Finance* 49 (1), s. 81-99.

Housing and Economic Rights Advocates and California Reinvestment Coalition. (2007) "Foreclosed: The Burden of Homeownership Loss on City of Oakland and Alameda County Residents", Aralık.

Katkov, Neil. (2002) *ATMs: Self-Service for the Unbanked*. Tokyo: Celent Communications.

Kelly, Kate, Serena Ng ve David Reilly. (2007) "Two Big Funds At Bear Stearns Face Shutdown As Rescue Plan Falters Amid Subprime Woes, Merrill Asserts Claims", *Wall Street Journal*, 20 Haziran.

Krinsman, Allan N. (2007) "Subprime Mortgage Meltdown: How did it Happen and How will it End?", *Journal of Structured Finance* 13 (2).

Krugman, Paul. (2007) "Henry Paulson's Priorities", *New York Times*, 10 Aralık.

Lapavitsas, Costas. (2009) "Financialised Capitalism: Crisis and Expropriation", bu kitapta.

Leamer, Edward. (2007) "Housing is the Business Cycle", NBER Çalışma Metni 13428, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Liebowitz, Stan J. (2008) "Anatomy of a Train Wreck: Causes of the Mortgage Meltdown", Independent Policy Report. Oakland, CA: The Independent Institute, 3 Ekim.

McCoy, Patricia ve Elvin Wyly. (2004) Special Issue on Market Failures and Predatory Lending, *Housing Policy Debate* 15 (3).

Meltzer, Allen. (2007) "Let 'Em Fail", *Wall Street Journal*, 21 Temmuz.

Mollenkamp, Carrick, Deborah Solomon, Robin Sidel ve Valerie Bauerlein. (2007) "How London Created a Snarl in Global Markets", *Wall Street Journal*, 18 Ekim.

Oppel, Jr., Richard A. ve Patrick McGeehan. (2000) "Citigroup announces changes to guard against abusive loan practices", *New York Times*, 8 Kasım.

Orozco, Manuel. (2004) *The Remittance Marketplace: Prices, Policy and Financial Institutions*. Washington, DC: Pew Hispanic Center, Haziran.

Petruno, Tom. (2007) "Loan fix requires investors to yield", *Los Angeles Times*, 8 Aralık.

Pittman, Mark. (2007) "Moody's, S&P Understate Subprime Risk, Study Says (Update2)", *Bloomberg News Service*, 3 Mayıs.

Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. (2008) "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", çalışma metni, İktisat Bölümü, Maryland Üniversitesi, College Park, 5 Şubat.

Sapsford, Jathon, Laurie Cohen, Monica Langley ve Robin Sidel. (2001) "J.P. Morgan Chase to buy Bank One", *Wall Street Journal*, 14 Ocak.

Shiller, Robert J. (2008) *The Subprime Solution*. Princeton: Princeton University Press.

Siconolfi, Michael. (2007) "Did Authorities Miss a Chance To Ease Crunch?", *Wall Street Journal*, 10 Aralık.

Sinkey, Jr., Joseph F. (1981) *Problem and Failed Institutions in the Commercial Banking Industry*. Greenwich, Connecticut: JAI Press, Inc.

Squires, Gregory D. (der.) (1993) *From Redlining to Reinvestment*. Philadelphia: Temple University Press.

Staten, Michael E. ve Anthony M. Yezer. (2004) "Introduction to the Special Issue", "Special Issue: 'Subprime Lending: Empirical Studies", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 29 (4), s. 359-63.

Tully, Shawn. (2007) "Wall Street's money machine breaks down: The subprime mortgage crisis keeps getting worse-and claiming more victims", Fortune özel raporu. *Fortune*, 12 Kasım.

Wray, L. Randall. (2007) "Lessons from the Subprime Meltdown", Çalışma Metni No. 522, Levy Economics Institute of Bard College, Aralık.

GÜNÜMÜZ KAPİTALİZMİNDE BANKACILIĞIN İÇERİĞİ ÜZERİNE[1]

Paulo L. dos Santos

1. GİRİŞ

Çeşitli tarihsel ölçülere göre yaşadığımız finansal krizin bir benzeri daha yoktur. Krizin kökenleri ne sınai bir krizde, ne de hisse senedi piyasası çöküşündedir. Krizi, ABD'de yaşayan, ağırlıklı olarak siyahi, Latin kökenli ve işçi sınıfına mensup beyaz kesimlerden oluşan ailelerin aldıkları ipotek kredilerini geri ödeyememeleri gibi basit bir olgu başlatmıştır. Bear Sterns'in ve Lehman Brothers'ın çökmesine, bütün finans sisteminin felaketin eşiğine gelmesine ve Citibank, UBS gibi bankacılık devlerinin zarar etmeye devam etmelerine yol açan bu gelişme, geçtiğimiz 25 yıl içerisinde gerek bankacılık uygulamalarında, gerekse bankacılığın sınıfsal-toplumsal içeriğinde meydana gelen temel değişikliklerin ne kadar büyük bir önem taşıdığını göstermektedir.

Yoğun bir şekilde bireylere verilen kredilere ve sıradan ücretlilerden doğrudan doğruya kazanç sızdırılmasına bağımlı hâle

1 İstanbul Kadir Has Üniversitesi'nde düzenlenen Uluslararası Ekonomi Politik Atölye Çalışması katılımcılarına ve bu yılın başında SOAS'ta düzenlenen Finansallaşmanın Krizi Konferansı katılımcılarına teşekkür etmek istiyorum. Bu makalenin taslak hâliyle ilgili ayrıntılı ve öngörülü yorumları için profesör Makoto Itoh'a özellikle teşekkür borçluyum. Geriye kalan tüm hatalar ve tek yanlılıklar elbette şahsıma aittir. Makalenin son hâli Şubat 2009'da hazırlanmıştır.

gelen bankacılık, bankaların tahviller, hisse senetleri ve türev varlıklarla ilgili finans piyasası işlemlerine aracılık ettikleri ve fon temininde giderek ağırlık verdikleri sermaye piyasalarıyla tamamen iç içe geçmiştir. Ayrıca günümüzde bankacılık, gerek sermaye piyasası araçlarıyla, gerekse bankaların kendi finansal konumlarıyla ilgili olarak yaptıkları risk tahmininde çıkarıma dayalı tekniklere giderek daha fazla bel bağlamaktadır. Yaşadığımız finansal kriz pek çok bakımdan bankacılığın krizidir, çünkü bu çarpıcı değişiklikler sonucunda ortaya çıkmıştır. Günümüz bankacılığın kökenlerini, içeriğini ve çelişkilerini tespit etmek, hem yaşadığımız krizi, hem de günümüz kapitalizminin daha genel karakterini anlamanın önemli bir unsurudur.

Günümüz bankacılığı, şirketlerden ve genel halktan mevduat toplayıp işletmelere kredi vermeye ve bu ikisi arasındaki faiz oranı farkından kâr elde etmeye dayanan geleneksel iş anlayışından oldukça farklı bir şeydir. Marksist gelenek içerisinde Hilferding'in (1981) betimlediği "finans kapital"den de farklıdır. Bununla birlikte Marksist ekonomi politik, günümüz bankacılığının toplumsal-tarihsel anlamının ve birikimle olan ilişkisinin analiz edilmesinde benzersiz ve önemli bir katkıda bulunmuştur. Bu makalede, bu analize ampirik ve analitik [*çözümlemeli*] olarak katkı yapmayı amaçlıyoruz.

Ampirik olarak makalede, bankacılığa ve sermaye piyasalarına dair, esasen ABD'den elde edilen makro düzeydeki veriler kullanılıyor. Ayrıca, kamuoyuna açıklanan yıllık raporlar kullanılarak, en büyük 9 uluslararası ticari bankanın faaliyetleri ayrıntılı bir şekilde değerlendiriliyor.[2] ABD, Avrupa ve Japonya'nın

2 İncelenen bankalar şunlardır: Citigroup, HSCB, Bank of America, RBS, Barclays, Santander, BNP Paribas, Dresdner Bank ve Sumitomo Mitsui Financial Group (SMFG). Bunlardan ilk ikisi, uluslararası faaliyetleri en belirgin ve yaygın olan bankalardır. Listede ABD'nin 2, İngiltere'nin 3 büyük bankasına yer veriliyor. Santander, başta Latin Amerika bölgesi olmak üzere yaygın uluslararası faaliyetler yürüten bir İspanyol bankasıdır. Alman bankalarını temsilen seçilen Dresdner Bank esasen bir yatırım bankasıdır. BNP Paribas Fransa'nın, SMFG ise Japonya'nın lider bankalarıdır. Verilerin şirket raporlarından nasıl elde edildiğiyle ayrıntılı bilgi için Ek kısma bakınız.

önde gelen bankaları olan bu bankalar, 2007 yılı sonu itibariyle yerkürenin dört bir yanında 16 trilyon dolarlık varlığı kontrol altında tutuyorlar. Çoğunun zarar ettiği 2007'de bile ortalama özsermaye kârlılık oranı %14,87 ile görece yüksek bir düzeydeydi.

Firma düzeyinde yapılan inceleme, bireylere kredi vermenin dünyanın en büyük banka örgütleri için nasıl son derece önemli hâle geldiğini gözler önüne seriyor. Ayrıca, her biri bünyesinde farklı toplumsal ilişkileri barındıran farklı finans piyasası aracılığı faaliyetlerinin göreli önemi de açığa çıkıyor. Gerek fon yönetiminden elde edilen kazançların, gerekse ticaret ile özsermaye hesaplarından sağlanan kârların, başta Avrupa bankaları olmak üzere bankaların kâr kaynakları arasında ön plana çıkması özellikle dikkat çekiyor.

Bu faaliyetleri nitelendirebilmek için makalede, Marx (1909), Itoh ve Lapavitsas (1999) ve en doğrudan şekilde de Hilferding'in (1981) çalışmalarından faydalanılarak, günümüz bankacılığının belli başlı farklı işlevleriyle ilgili bir dizi analitik unsur geliştiriliyor. Finans piyasası aracılığı işlevlerinin nitelendirilmesine özel bir önem veriliyor. Bu amaçla, Hilferding'in 1910 tarihli analizini eleştirel bir yaklaşımla kullanarak, sermaye piyasaları ile yatırım bankacılığının toplumsal içeriği özgün bir şekilde değerlendiriliyor.

Bu temellerden hareketle makalede, günümüz bankacılığı ile şirketler arasında, yatırım bankacılığı hizmetlerine dayanan, her iki tarafa da yarar sağlayan mesafeli ilişkiler olduğu savunuluyor. Aynı zamanda bankalar, ücretlilerin bağımsız olarak güvence altına alınmış gelirlerini ele geçirmek için tarihsel bakımdan yeni ve *sömürücü* tarzlar geliştirmişlerdir. Bu tarzlar, işçi sınıfının önemli yenilgilere uğramasıyla yaratılan, gerekli mal ve hizmetlerin sağlanmasında özel sektörün payını giderek artırdığı bir siyasi ortamda gelişmiştir.

Eğitim, konut ve sağlık gereksinimlerinin özel sektörce sağlanması, paraya ulaşabilme imkânını, şimdiki ve gelecekteki tüketim

için giderek önem kazanan bir gereksinim hâline getirmektedir. Bu, reel ücretlerin durgun seyrettiği ve gelir eşitsizliğinin kötüleştiği bir ortamda ücretlileri, temel yeniden üretimlerinin ayrılmaz bir parçası olarak finans piyasalarına yönelmeye itmiştir. Her ne kadar ücret gelirlerinden kâr elde edilmesini sağlayan sigorta, ipotek ve diğer bireysel kredi türleri bankaların faaliyetlerinde giderek merkezi bir konum kazansa da, bankalar konut, dayanıklı tüketim malları, eğitim ve sağlık hizmetlerine ulaşılmasına aracılık ediyorlar.

Emeklilik sisteminin kademeli olarak özelleştirilmesi, bankaların, ücret gelirlerine dayanan başka değer sızdırma yollarını geliştirmelerine de yardımcı olmuştur. Emeklilik fonları ve diğer yatırım fonları, bankaların hizmet ücretlerinden elde ettikleri gelirlerin giderek artmasını sağlamıştır. Bununla bağlantılı olarak eşi görülmemiş miktarda paranın sermaye piyasalarına akması, bankaların merkezinde yer aldığı çeşitli şirket "finansal mühendislik" önlemlerinin önünde geniş bir hareket alanı da açmıştır. Bu faaliyetler, şirketlerle bankalar arasındaki ilişkilerin tersine, gelecekteki tüketimlerini güvenceye almayı amaçlayan ücretliler ile kârlarınıençoklaştırmak peşinde koşan bankalar arasında var olan derin toplumsal eşitsizliğin izini taşırlar. Sistemli olduğu söylenebilecek bir şekilde ücretlilerin aleyhine sonuçlar doğuran bu eşitsizlik sömürücü bir içeriğe sahiptir.

Makalenin 2. kısmında, bankacılık gelirlerinin bileşiminde ve niteliğinde gözlenen genel değişiklikler tespit ediliyor ve bu değişiklikleri şekillendiren düzenleme, teknoloji ve sermaye piyasası konularıyla ilgili ortam tartışılıyor. 3. kısımda bankaların para muameleleriyle ilgili faaliyetleri ve geleneksel borç verme faaliyetleri ele alınıyor. Bankaların icra ettikleri finans piyasası aracılığının önemi ve toplumsal içeriği 4. ve 5. kısımlarda inceleniyor. 4. kısımda fon yönetimine, türev varlıklara ve kurumların kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlerinden elde ettikleri kâra odaklanılırken, 5. kısımda ise sermaye piyasaları ile geleneksel

yatırım bankacılığı işlevlerinin toplumsal içeriğine dair bir yaklaşım geliştirmek amacıyla özgün Marksist analitik unsurlar ortaya koyuluyor. Makalenin 6. kısmında sonuç niteliğinde kısa bir tartışmaya yer veriliyor.

2. BANKALARIN YENİ GELİR KAYNAKLARI VE TÜRLERİ

Bankacılık alanında son 30 yılda yaşanan değişiklikleri inceleyip tartışan bazı çalışmalar vardır.[3] Bu çalışmalarda vurgulanan genel ampirik sonuçlar açıktır. 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. Bankalar, hizmet ücretlerinden, komisyonlardan ve "finans piyasası aracılığı"yla bağlantılı faaliyetlerin yarattığı diğer faiz dışı kazançlardan elde edilen yeni gelir kaynakları geliştirerek bu duruma tepki vermişlerdir. Bu faaliyetler, gerek şirketlere sağlanan yatırım bankacılığı ve simsarlık hizmetleri aracılığıyla, gerekse (önemi giderek artan) perakende yatırımcılar adına yatırım fonları, menkul kıymet yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta fonlarının yönetilmesi aracılığıyla kişi ve kurumların finans piyasalarına katılmasını kolaylaştırmayı kapsar. Bankalar, tüketim ve ipotek kredileri yoluyla bireylere de daha fazla kredi vermektedirler.

İleri ekonomiler için mevcut makro verilere bakıldığında bu eğilimler açıkla gözlenebilmektedir.[4] Bankaların faiz dışı gelirleri OECD ülkelerinin hepsinde önem kazanmıştır.

---

3 Örneğin bkz. Allen ve Santomero (1997, 2001), Ertürk ve Solari (2007), Leyshon ve Thrift (1999), Lapavitsas ve dos Santos (2008).

4 Bu gözlemler, karşılaştırılabilir verilerin mevcut olduğu diğer OECD [*Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü*] ekonomileri için de genel olarak geçerlidir. Bkz. www.oecd.org.

Tablo 1. Faiz Dışı Gelirlerin Bankaların Toplam Gelirlerine Oranı (%)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
ABD	24,9	30,5	30,3	32,1	39,7	40,7
(Batı) Almanya	20,4	20,6	26,8	21,0	35,8	34,2
İspanya	14,9	15,6	18,2	23,1	35,8	33,2
Fransa			22,6	45,5	60,9	62,2

Kaynak: OECD Banka Gelir Tabloları ve Bilanço İstatistikleri'nden hesaplanmıştır.

Bu gelişmelere koşut olarak banka kredilerinin önemi azalmış, bileşimi de değişerek reel sektör firmalarına verilen krediler azalırken, bireysel tüketim ve ipotek kredileri artmıştır. Almanya'da, ipotek bankaları haricindeki bankaların banka dışı kesime açtıkları kredilerin GSYİH'ye oranı 1972'de %68,2 iken 2003'te %26,8'e geriledi. İngiltere'de, yerleşik bankaların bireylere açtıkları kredilerin toplam kredilere oranı 1976 ile 2006 arasında %11,6'dan %40,7'ye, finansal aracı kurumlara açılan kredilerin oranıysa %20 ,3'ten %32,4'e yükseldi. ABD'de, bankaların ticari ve sınai işletmelere verdikleri krediler GSYİH'nin %10,8'inden %8,2'sine geriledi. Japonya'da bu yöndeki düşüş daha geç olmakla birlikte ani oldu: Finans dışı işletmelere açılan kredilerin GSYİH'ye oranı 1997'de %61 iken, 2007 sonbaharına gelindiğinde %39,2'ye geriledi.[5]

2.1 Kurumsal Yatırımcının Yükselişi

Bu değişiklikler için uygun bağlamın oluşturulmasında birbirleriyle ilgili birtakım süreç ve yeniliklerin rolü olmuştur. Teknik yenilikler, bankaların bireysel krediye yönelmesine yardımcı olmuştur. Kredi notu yöntemleri, hem bireysel borçlanıcıların, hem de bireylere verilen büyük, menkul kıymetleştirilmiş kredi ha-

5 Yüzdelerin hesaplanmasında İngiltere Merkez Bankası, ABD Fon Akımları, Almanya Finansal Hesapları ve Japonya Merkez Bankası verileri kullanılmıştır.

vuzlarının kredi verilebirliğiyle ilgili nicel (ve sorunlu) tahminler yapılmasını sağlayarak, kitlesel bir şekilde perakende kredi verilmesini mümkün kılmıştır. Teknolojik değişim, bankaların, masraflarını perakende mevduat sahiplerine aktarmış gibi gözüktükleri otomatik para çekme makineleri (ATM'ler) ve elektronik bankacılık (e-bankacılık) gibi yeni para muamelesi hizmetleri de yaratmıştır.[6]

Finansal serbestleştirmeyi destekleyen devlet politikası ve şirketlerle hanehalklarının finansal davranışlarındaki kalıcı değişiklikler özellikle önemli olmuştur. Daha doğrudan bir ifadeyle, ABD'de Glass-Steagall kısıtlamalarının gevşetilip yürürlükten kaldırılması ve Avrupa'da bankaların çeşitli sigortacılık hizmetlerini sunmalarına izin verilmesi, ticari bankaların sermaye piyasalarına müdahale edebilme olanaklarını iyice artırmıştır.

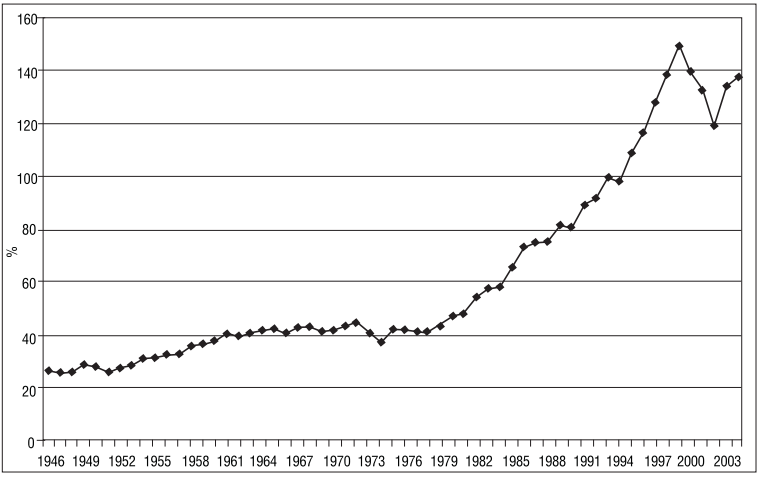
Daha temelde ise, şirketlerin dağıtmadıkları kazançlarının giderek önem kazanması ve emeklilik sisteminin tedricen özelleştirilmesi, sermaye piyasalarının her iki tarafında da büyük bir etki yapmıştır. Talep tarafında, giderek artan miktarda para menkul kıymetlerin satın alınmasına yönelmiştir. Arz tarafında, çeşitli "finansal mühendislik" önlemleriyle sermaye kazançları elde etme fırsatı artmıştır. Hizmet ücretleri ile finans piyasası aracılığından elde edilen diğer gelirlerin boyutu piyasaların her iki tarafında da fazlasıyla büyümüştür.

Kamu emeklilik sistemi OECD ülkeleri genelinde aşındırılırken, emeklilikle ilgili çeşitli yatırım fonlarıyla trilyonlarca dolar sermaye piyasalarına girdi. ABD'de 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında, devlet emeklilik maaşları düşerken özel emeklilik tasarruflarını teşvik eden pek çok önlem uygulamaya geçirildi. Vergi indirimleriyle korunan Bireysel Emeklilik Planları 1970'lerde sürekli yaygınlaştırılırken, 1980'lerin başlarında 401(k) planları uygulamaya geçirildi. Bu önlemleri bir anlamda tasdik eden 1981-83 Greenspan Sosyal Güvenlik Komisyonu, çok düşük

6 Bkz. Lapavitsas ve dos Santos (2008).

bir düzeyin üzerindeki sosyal yardımları bile gelir vergisine tabi hâle getirerek kamu emeklilik sisteminin kalitesine karşı yürütülen saldırıya öncülük etti.[7] Sonuçta Amerikan hanehalklarının elinde bulunan emeklilik fonları ve menkul kıymet yatırım fonları inanılmaz bir şekilde büyüdü: Bu fonların GSYİH'ye oranı savaş sonrası dönemde ortalama %40 civarındayken, son 10 yılda ortalama %120-140'a yükseldi.

Şekil 1. Amerikan Hanehalklarının Ellerinde Tuttukları Menkul Kıymet Yatırım Fonları ile Emeklilik Fonlarının GSYİH'ye Oranı, 1946-2007 (%)



Kaynak: ABD Federal Rezerv Sistemi Yönetim Kurulu, Fon Akımından hesaplanmıştır.

Aynı dönemde Japon hanehalkları da önemli miktarda finansal varlık biriktirdiler –emeklilik tasarruflarını içeren yüksek düzeydeki sigorta karşılıkları da buna dahildi.

7 Bkz. Greenspan Komisyonu (1983) ve Yatırım Şirketi Enstitüsü (2006, 2007).

Tablo 2. Japon Hanehalklarının Ellerinde Tuttukları Menkul Kıymet Yatırım Fonları ile Sigorta Karşılıklarının GSYİH'ye Oranı (%)

1980	1985	1990	1995	2000	2005
21,8	36,2	54,6	72,3	83,5	88,3

Kaynak: OECD verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Benzer şekilde, OECD ülkeleri genelinde açık ve kapalı uçlu yatırım fonları ile sigorta karşılıkları toplamının GSYİH'ye oranı 1995'te %41,9 iken, 2005'te % 73,4'e yükseldi.[8] 2006'ya gelindiğinde bu artışlar, yönetilen fonlarda tutulan toplam varlıkların dünya genelinde 63,8 trilyon dolara, başka bir deyişle ABD ile AB'nin o yılki toplam GSYİH'lerinin iki katını aşan bir büyüklüğe ulaşmasına yardımcı oldu.[9]

Bu kurumsal fonların yükselişi, bankalar için "alış tarafı"nda yeni fırsatlar doğurdu. Yatırım fonlarını doğrudan yöneterek hizmet ücretleri elde edebiliyorlardı. Ayrıca, bağımsız sigorta fonları, riskten sakınma fonları ve diğer yatırım fonlarına menkul kıymetlerle ilgili işlemlerinde yardımcı olarak hizmet ücretleri de kazanabiliyorlardı.

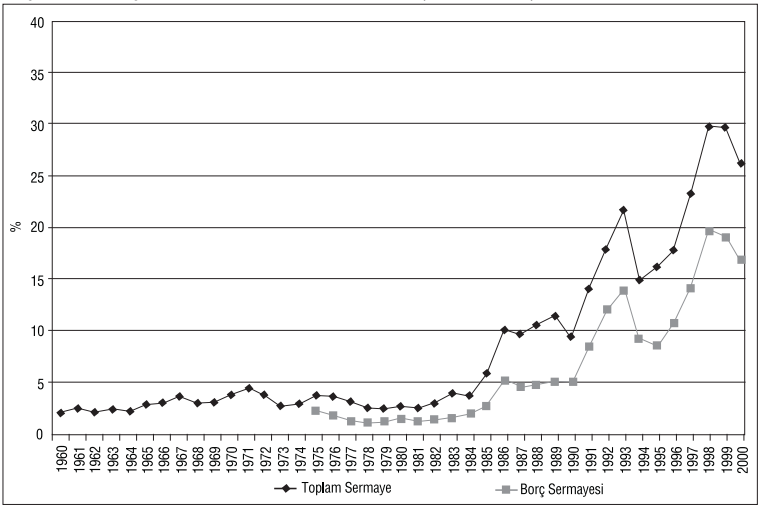
2.2 Şirketlerin Finansal Davranışlarındaki Değişiklikler

Yeni fonlar, başta ABD'de olmak üzere sermaye piyasasına ihraçlarda muazzam bir artışı tetikleyerek, bankalar açısından yeni "satış tarafı" gelirlerin ortaya çıkmasına yardımcı oldu. Taze para girişleri sayesinde büyüyen Amerikan şirket yükümlülükleri (özellikle de tahvil) ihracının GSYİH'ye oranı savaş sonrası dönemde ortalama %4 iken, 2001'e gelindiğinde %30'un oldukça üstüne çıkmıştı.

8 Sayılar, OECD'nin Belçika, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, İspanya ve İngiltere için sunduğu veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

9 Watson Wyatt (2007).

Şekil 2. ABD Şirketlerinin Temin Ettikleri Sermayenin GSYİH'ye Oranı, 1960-2001 (%)



Kaynak: Menkul Kıymetler Birliği Raporu'ndan (2002) hesaplanmıştır.

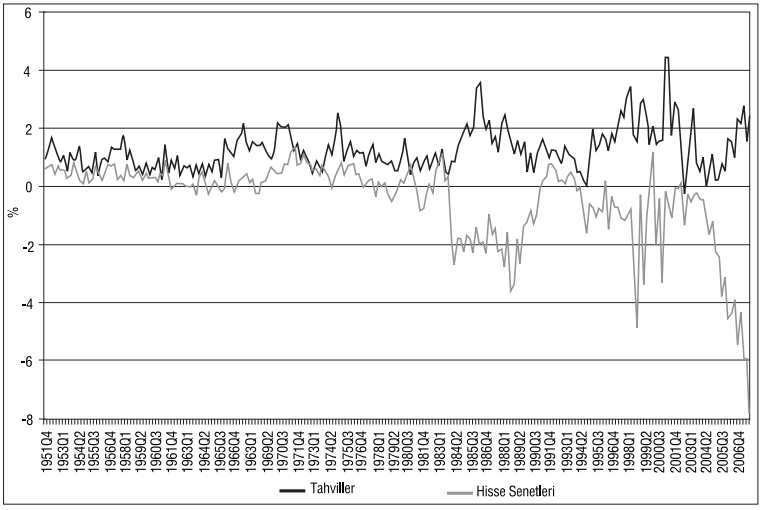
Amerikan finans dışı şirketleri hakkındaki deliller, pazarlanabilir şirket yükümlülükleri ihracındaki bu artışın, şirketlerin sermaye piyasalarıyla olan ilişkilerinde bazı temel değişikliklere işaret ettiğini akla getiriyor. Şirketlerin net sabit yatırımları, 1970'lerin başlarından bu yana çevrimsel dalgalanmalarla birlikte kârlara oranla düşme eğilimi göstermiştir. 1984'ten önceki 25 yıllık dönemde Amerikan finans dışı şirketlerinin net sabit yatırımları, fiili kârlarının ortalama %23,7'si kadardı. Takip eden 25 yıllık dönemde ise, 1995-2000 arasındaki dot.com[10] yatırım patlamasına karşın bu oran ortalama %17,7 düzeyinde oldu. Bu bağlamda, şirketlerin menkul kıymet ihraçlarındaki artış, üretken yatırımların artmasıyla bağlantılı değildi –bu yatırımlar giderek iç kaynaklarla finanse edilebiliyordu.

Bahsettiğimiz bu artış, sermaye kazançlarını sağlama almayı amaçlayan "finansal mühendislik" işlemlerindeki çarpıcı artış-

10 Internet üzerinden ticaret yapan şirketler *–çev.*

la bağlantılıydı. Finans dışı şirketler için tahvil ihracının önemi arttıkça,[11] net hisse senedi akımları da temel bir yapısal değişikliğe uğradı. Yalnızca istatiksel olarak bakıldığında, 1946-1983 döneminde tahvil finansmanı akımları ile hisse senedi finansmanı akımları arasında belirgin bir artı yönlü bağıntı olması, bunların alternatif fon kaynakları olduğunu akla getiriyordu. 1983'ten sonra, net hisse senedi akımlarıyla birlikte aradaki bağıntı da eksi yönlü hâle geldi.

Şekil 3. Amerikan Finans Dışı Şirketlerinin Net Finansman Akımlarının GSYİH'ye Oranı (1951 I. Çeyrek - 2008 II. Çeyrek)



Kaynak: ABD Federal Rezerv Sistemi Yönetim Kurulu, Fon Akımlarından hesaplanmıştır.

Bu dönem boyunca şirket tahvili borçlanmalarının artması, tipik olarak hisse senedi geri satın alımları, özel girişim fonu alımları, birleşme ve satın almalar gibi "finansal mühendislik"

11 1983'te şirketlerin borçlanmalarının %46,7'si kadarken 2007'ye gelindiğinde %70'ine yükselmişti.

işlemleri biçimini alan hisse senetlerinin geri çekilmesiyle yakından ilişkili gibi gözüküyor. Bu işlemler, en azından ABD'deki finans dışı şirketlerin finans piyasalarıyla ilişkilerinde giderek önem kazandı. Aşağıda ayrıntılı olarak tartışacağımız üzere, bu tür işlemlerle elde edilen potansiyel sermaye kazançları, sermaye piyasalarına giren para miktarının arttığı bir ortamda oldukça büyümüştü. Ticari bankalar, bu finansal işlemleri yöneterek, tavsiye ederek, satışını üstlenerek ve finanse ederek önemli gelir akımları yarattılar.

Bankalar, tüm bu değişiklikler sayesinde ileri ekonomilerde kârlarını muhafaza etmekle kalmayıp daha da artırmayı başardılar.

Tablo 3. Banka Kârlarının GSYİH'ye Oranı (%)

Ülke	1980	1988	2005
ABD	0,72	0,74	1,62
(Batı) Almanya	0,53	0,81	1,35
İspanya	0,84	1,42	1,77
Fransa		0,96	1,53

Kaynak: OECD Banka Gelir Tabloları ve Banka Bilançosu İstatistikleri'nden hesaplanmıştır.

3. BANKA KREDİLERİ İLE PARA MUAMELELERİ ARASINDAKİ İKTİSADİ İLİŞKİLER

Bankacılık işlemleri ile toplumsal ilişkilerde yaşanan değişiklikler, bankaların kredi verme ve para muameleleri işlevlerinde de önemli değişiklikleri içeriyordu. Marksist ekonomi politik, bu bankacılık faaliyetlerinin mizacı ve toplumsal içeriğiyle ilgili geçerli açıklamalar sunmuştur.[12] Bu açıklamalar, bu faaliyetlerin günümüz bankacılığında aldığı belirli biçimlerle, yani gerek

12 Bunlardan en gelişmiş olanı Hilferding'in (1981) çalışmasıdır.

bireylere kredi verilmenin artmasıyla, gerekse perakende banka müşterilerinin bankacılık ve kredi kartı hesabı hizmetleri için ödedikleri ücretlerin giderek yükselmesiyle ilgili içgörüler geliştirilmesinde kolaylıkla kullanılabilir.

Bankalar, bu iki kanal vasıtasıyla tüketime giderek daha fazla aracılık ederek, müşterilerinin bağımsız olarak güvence altına alınmış ücret gelirlerinden kazanç sağlamaya başladılar. Dolayısıyla bu iki kanal, ücretlilerin finansal müsaderesi bakımından tarihsel olarak yeni yollar meydana getirirler. Bu kısımda, banka davranışlarındaki bu değişimleri ele alarak, bu yeni müsadere kanallarının hem önemini hem de özgün toplumsal içeriğini ampirik ve analitik olarak tartışacağız.

3.1 İşletmelere Borç Verilmesi

Bankaların borç vermesiyle ilgili klasik Marksist analiz, özgün bir kavram olan faiz getiren (ya da ödünç verilebilir) sermaye kavramı üzerine temellenir. Sınai ve ticari sermayeden ayrı, özel bir sermaye türü olan faiz getiren sermaye, ilk önce sınai sermaye ve tüccar sermayesi devresi sırasında ortaya çıkan atıl para-sermaye havuzlarının gelişmesinden kaynaklanır. Kredi sistemi, hem bu havuzları harekete geçirerek ödünç verilebilir para-sermayeye dönüştürür, hem de daha sonra kapitalist işletmelere verilen krediler biçiminde yeniden dolaşıma sokar.[13] Faiz getiren sermayenin ticaretinin yapılması, kredi ilişkilerini, yani faiziyle geri ödenmesi vaadi karşılığında değerin öndelik olarak verilmesini içerir. Bu açıdan bakıldığında bankalar, tüm yönleriyle faiz getiren sermaye ticaretinde uzmanlaşan, mevduatlar için ödenen fiyat ile kredilere ödenen fiyat arasındaki farktan gelir elde eden kapitalist işletmelerdir.

Ödünç verilebilir para-sermaye kârlardan değil, faizi de içeren geri ödemelerden gelir elde eder. Marx'a göre (1894),[14] faiz oranı

13 Bkz. Itoh ve Lapavitsas (1999).

14 Bkz. 5. bölüm.

düzeyi içinde akıl dışı bir unsuru barındırır: Bu düzey, gelecekteki para akımının fiyatıdır (ya da değerin para cinsinden ifadesidir). Temelde yatan toplumsal-iktisadi ilişkiyi ve toplumsal yeniden üretimin içkin maddi yönünü açığa vurmaz, çünkü üretilmiş bir metanın fiyatı değildir. Ödünç verilebilir para-sermayenin getiri oranı, düpedüz arzla talebin etkileşimi sayesinde belirlenir. Ancak Marx'a göre faiz oranı, alıcılarla satıcılar arasındaki rekabet nedeniyle sıfır ile olağan dönemlerdeki kâr oranı arasındaki bir düzeyde olma eğilimindedir. Ödünç verilebilir para-sermaye üzerinden tanımlanan ilişkiler, üretimin maddi gerçekliklerinden görece kopmuş olmaları yüzünden daha geniş toplumsal-siyasi güç kalıplarının etkisine fazlasıyla açıktır.[15]

Kapitalist işletmelere borç verildiğinde yapılan faiz ödemesi, meta üretiminde ya da dolaşımında kullanılan sermayenin yarattığı kârın bir parçasıdır genellikle. En geniş düzeyde, faiz ödemesinin bu bağlamdaki sistemli temeli, atıl paranın harekete geçirilip borç verme yoluyla faal sermaye devrelerine uygulanmasıyla toplam sermaye devrinin artmasıdır. Daha somut olarak bakıldığında, her firma, kullanılan sermayenin getirisi faiz oranının üstünde olduğu müddetçe borçlanmak suretiyle sermayesini büyüterek sermaye getirisini artırabilir. Son olarak, iflastan sakınabilmek için borç verenlere ödeme yapılması gerektiği ortadayken, yüksek borç düzeyleri işletmenin maliyetlerini düşük tutmak için bir kaldıraç olarak kullanılabilir –çoğu kez toplam ücret ödemelerini düşürerek ya da düşük tutarak yapılır.[16]

Normal koşullarda, kapitalist bir işletmeye öndelik olarak verilen ödünç verilebilir para-sermaye, borçlananın devresinde dolaşarak ve artık değere el konulması yoluyla bu devreyi genişleterek, borç alınan miktarın faiziyle birlikte geri ödenmesini sağlayacak kaynağın yaratılmasına yardımcı olacaktır. Son olarak, bu soyutla-

15 Lapavitsas (2003).

16 Bu uygulama, başta piyasa kapitalizasyonundan [borsaya kayıtlı bir şirketin toplam hisse senedi değeri –*çev.*] çabuk kazançlar elde etmeyi amaçlayan özel girişim fonu gruplarının kontrolü altındaki firmalarda olmak üzere, giderek yaygınlaşmaktadır.

ma düzeyinde kapitalist borç verenle alan arasındaki ilişki, her ikisi de kârıençoklaştırmak amacıyla işleme taraf olan toplumsal eşitlerin ilişkisidir. İşleri, firmaların mümkün olan en uygun koşullarla dış finansman bulmasını sağlamak olan finans görevlilerinin işe alınması, bu eşitliğin önemli bir ifadesidir. Bireylere borç verilmesi işleminin tanımladığı toplumsal ilişkilerse temelde bundan oldukça farklıdır.

3.2 Bireylere Borç Verilmesi

Bireylere borç verilmesi, bankaların genel borç verme faaliyetlerinin en önemli parçası hâline gelmiştir. Başta ABD'nin en büyük iki bankası olmak üzere, bu makalede incelenen bankalara bakıldığında bu açıkça görülmektedir.

Tablo 4. Bireylere Verilen Kredilerin Toplam Kredi Portföyü İçindeki Payı, Aralık 2006 (%)

HSBC	Citigroup	B of A	RBS	Barclays	Paribas	Dresdner	SMFG
40,5	77,7	76,3	24,0	44,0	33,0	20,1	26,8

Aslında bu rakamlar bile bankaların bireylere borç verme faaliyetinin, dünyanın en önemli finans grupları açısından taşıdığı önemi yeterince göstermemektedir. Citibank, HSBC ve Bank of America'nın örgütlenme yapıları zaten bu bankaların bireysel krediye yönelimlerini gözler önüne sermektedir. Citibank, 2006'da toplam kârının %56'sını (12,1 milyar dolar) "Küresel Tüketici" bölümünden elde etmişti. Kredi kartları ile tüketici kredilerinden elde edilen gelirler, toplam gelirlerin %31,6'sını (13,5 milyar dolar) oluşturuyordu. Aynı yıl HSBC'nin, tüketim ve ipotek kredilerine odaklanan "Kişisel Finansal Hizmetler" bölümü toplam kârların %42,9'unu (9,5 milyar dolar) sağlamıştı –böylece kârların sırasıyla %27,3'lük ve %26,3'lük kısmını sağlayan ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı bölümlerini geride bırakmıştı. HSCB'nin dünya genelinde 120 milyonu aşan kredi kartı ağı, bu başarıda merkezi

bir rol oynadı. Bank of America'nın asıl olarak tüketim ve ipotek kredileri ile perakende hesaplara odaklanan "Küresel Tüketici ve Küçük İşletme" bölümü, bankanın o yılki net faiz gelirinin %65,6'sını sağlamıştı.

Bu tür borç verme faaliyeti, belirgin bir *sömürücü* toplumsal içeriğe sahiptir. Tüketim ya da ipotekler için bireylere ödünç verilen para, normal olarak faiziyle birlikte geri ödenmesini sağlayacak bir değer yaratmaz.[17] Faiz ödemeleri genellikle borçlananların gelecekteki ücret gelirlerinden ödenir ve borçlananların krediden bağımsız olarak elde etmiş oldukları değere el konulmasını temsil eder. Tüketici kredisi alanında, HSCB ve Citibank gibi bankaların uluslararası işlemlerini kapsayan yeni icatlar, bu doğrudan el koymanın somutlaşmış bir ifadesini sunarlar. Bu bankalar, Latin Amerika genelindeki diğer bankalarla birlikte, ücretlerle ve emeklilik maaşlarıyla bağlantılı krediler verirler. Bu krediler, kredi geri ödemelerinin doğrudan doğruya borçlanıcının ücret bordrosundan kesilmesini hükme bağlayacak şekilde borçlanıcının işvereniyle ya da devletle yasal bir anlaşma yapılmasını içerir.

En azından iki somut etkenin bireylere kredi verilmesinin sömürücü niteliğini belirlediğini söyleyebiliriz. Birincisi, tamamen eşitsiz bir ilişki söz konusudur. Bu ilişkinin bir tarafında kârları ençoklaştırmak amacıyla para akımlarının idaresinde uzmanlaşmış bir kurum, diğer tarafında ise tüketim yapabilmesini güvence altına almaya çalışan sıradan ücretli bir kişi bulunur. İşin içine tüketicilerin, diğer kredi kartlarının faiz oranlarına bakmaksızın hayatlarında elde ettikleri ilk kredi kartını kullanmaya devam etmeleri eğilimi de dahil, ana yolcu iktisadi analizin "akıl dışı" addettiği çeşitli davranış kalıpları girer.[18] Ayrıca, kredi faiz oran-

17 Bunun bariz ve kısmi bir istisnası, bazı hanehalklarının konut varlıklarından geçici olarak kaldıraçlı sermaye kazançları elde etmeleri olanağını doğuran konut gayrimenkulleri balonlarıdır. Bu tür balonların istikrarsızlığı, adaletsizliği ve yıkıcı gücü bu noktada son derece açıktır.

18 Gruber ve McComb (1997), bunun Amerikan ekonomisi için geçerli olduğuna işaret ederler.

ları çoğu kez temel (*baz*) oranların %10-20 üzerinde olur. Bu kredi türünün yüksek kârlılığı, yüksek faiz oranlarının düşük geri ödeme oranlarından kaynaklanmadığını akla getiriyor. Örneğin HSBC, 2006'da toplam varlıklarının %29,4'ünü bireylere verilen kredilere ayırırken, bu kredilerden elde ettiği kârlar ve ilgili hizmet ücretleriyse toplam kârının %42,8'ini oluşturuyordu. Kredi notu verme yöntemlerinde sağlanan önemli ölçek ekonomileri de bu etkileri güçlendirerek rekabetin alanını daraltıyor.[19]

İkincisi, kredi vermek suretiyle bireylerin sömürülmesi olanağı geçtiğimiz 20 yıllık dönemde artmıştır. Birtakım temel toplumsal gereksinimlerin karşılanmasının özelleştirilmesi, sıradan bireyleri daha fazla borçlanmak zorunda bırakmış, bu bireylerin gelirlerinin giderek artan bir kısmının bankalara ve diğer finansal işletmelere aktarılmasına yol açmıştır. Bu durumun en açık örneği konut alanıdır: İşçi sınıfı ve yoksullar açısından konut sahibi olmak, ipoteklerin menkul kıymetleştirildiği piyasaların gelişmesi yoluyla özel mülkiyetin kolaylaştırılmasıyla eş anlamlı hâle gelmiştir. Tablo 5'ten görülebileceği üzere ipotek karşılığı borçlanma, bankaların bireylere verdikleri kredilerin oldukça büyük bir kısmını oluşturmaktadır.[20]

Tablo 5. İpotek Kredilerinin Bireylere Verilen Toplam Krediler İçindeki Payı, Aralık 2006 (%)

HSBC	Citigroup	B of A	RBS	Barclays	Paribas	Dresdner	SMFG
53,6	33,1	59,1	72,9	73,0	-	33,3	98,1

Bir diğer önemli kalem, pek çok ülkede artan maliyetlerin giderek doğrudan doğruya öğrencilerle ailelerinin omuzlarına yüklendiği eğitimdir. Eğitim, bankaların doğrudan sömürüsü

19 Mester (1997).

20 Tüketici kredisi olarak anlaşılması yerinde olacak ev denkliği karşılığı çekilen krediler de bu rakamlara dahildir. Bu tür kredilerin ipotek krediler içindeki oranı, bu uygulamanın sıra dışı bir şekilde yaygın olduğu İngiltere'de bile hiçbir zaman %20 'yi geçmemiştir.

için yeni bir fırsat doğurmuştur. Citibank, 2006'da sadece ABD öğrenci kredileri bölümünden 220 milyon dolar kâr elde ettiğini açıkladı.

Kredi verme faaliyetinin bir diğer önemli kısmı kredi kartlarıdır. Bu sektörün büyüklüğü ile kârlılığının 1990'lı yıllardan itibaren artmaya başlamasıyla birlikte ABD'deki bankalar saldırgan bir tutumla bu sektörde yoğunlaşmaya başladılar. 1995'te, ABD'deki kredi kartı alacaklarının ancak %25'i bu bankalara aitti.[21] 1999'un sonuna gelindiğinde ise ABD'nin en büyük 10 kredi kartı sağlayıcısı piyasanın %55'ini kontrol altında tutuyordu –bunların çoğu bağımsız kredi kartı şirketleriydi.[22] Bu tarihten sonra, Associates, Bank One, İngiltere kökenli MBNA ve Providian şirketlerini devralan büyük bankalar, piyasa paylarını artırarak bu alanda hâkimiyet kurdular. 2004'ten sonra piyasanın %90'ından fazlasını kontrolleri altında tutan en büyük 10 kart sağlayıcısı arasında sadece bir tane bağımsız, banka olmayan kuruluş bulunuyordu.[23]

Bireysel kredi verme faaliyetlerine yönelmenin önemi hiç de azımsanamaz. ABD'de, reel ücretler durgun seyrederken, hanehalklarının finansal yükümlülüklerinin harcanabilir gelire oranı 1980 ile 2007 yılları arasında %15,36'dan %19,35'e yükseldi.[24] Hanehalklarından bu yolla finans sektörüne yapılan aktarımlar eşi görülmemiş bir hacme ulaşmıştır. Yaşamakta olduğumuz finansal krizin gösterdiği üzere, bu kredi verme faaliyeti finans piyasaları açısından farklı ve yeni bir istikrarsızlık kaynağı doğurmuştur.

21 Allen ve Santomero (2001).

22 Land, Mester ve Vermilyea (2007).

23 O dönemde ilk 7'de JP Morgan, Citigroup, Bank of America, bağımsız Capital One, HSBC ve Washington Mutual yer alıyordu. Bkz. Akers ve diğerleri (2005).

24 Bkz. Federal Rezerv, Household Debt Service and Financial Obligations Ratio.

3.3. Para Muameleleriyle İlgili Hizmet Ücretleri

Bankalar, ödemeler sisteminin işletilmesi, yurtdışına para gönderilmesi ve döviz işlemlerinin gerçekleştirilmesi gibi parayla ilgili hizmetlerden daima gelir elde etmişlerdir. Bankalar para simsarlarıdır; başka bir deyişle, para akımlarının ve paranın biriktirip saklanmasının idaresi konusunda uzmanlaşmış ticari işletmelerdir.[25] Para muameleleriyle ve hesapla ilgili hizmet ücretleri, günümüz bankaları için önemli kaynaklardan biri hâline gelmiştir. Bu ücretler aynı zamanda önemli bir ihtilaf kaynağıdır. Örneğin İngiltere'de Adil Ticaret Ofisi, aşırı ve şeffaflıktan uzak oldukları yaygın bir şekilde kabul edilen hesap aşımı ücretlerinin ve ilgili banka ücretlerinin sınırlandırılması için uzunca bir süredir girişimlerde bulunmaktadır. Başta Bank of America ve İngiliz bankaları olmak üzere, bu çalışmada incelenen bankaların kart ve hesap hizmetlerinden elde ettikleri hizmet ücreti gelirleri zaten başlı başına oldukça açıklayıcıdır.

Tablo 6. Kart ve Diğer Hesap Hizmetleri için Alınan Bedeller, 2006[26]

Banka	2006		2007	
	milyar $	Gelir İçindeki Payı (%)	milyar $	Gelir İçindeki Payı (%)
HSBC	9,00	12,8	10,86	12,4
Citigroup	6,78	7,6	7,22	8,8
Bank of America	22,51	30,5	22,99	33,8
RBS	9,10	17,7	10,08	16,2
Barclays	11,10	27,9	12,73	27,6
BNP Paribas	2,53	7,2	3,07	7,2
Dresdner	0,33	3,9	0,35	4,7
Santander	1,53	5,5	1,95	5,7
SMFG	1,58	9,6	-	-

25 Bkz. Lapavitsas (2007).

26 Farklı şirket raporlarında kullanılan kategorilerin bu kısımda sunulan verilerin elde edilmesinde nasıl kullanıldığıyla ilgili açıklamalar için Ek kısmına bakınız.

2007'de Bank of America ve Citibank, para muameleleriyle ilgili hizmet ücretlerinden yaklaşık 30 milyar dolar gelir elde ettiler. İngiltere'de Barclays, 2007'de gelirlerinin üçte birinden fazlasını bankacılık ve kredi hizmeti ücretlerinden sağladı (İngiliz Adil Ticaret Ofisi'nin gecikme ve hesap aşımı ücretlerini sınırlayan kuralları uygulamaya koyması nedeniyle 2006'ya göre sınırlı bir gerileme olmuştu).[27] Barclays ve HSCB, 2007'de para muamelelerriyle ilgili hizmet ücretlerinden toplam 23,607 milyar dolar gelir elde ettiler.

Bu gelirlerin önemli bir kısmı bireylere verilen kredilerle ilgilidir. Hizmet ücretleri arasında yer alan hesap aşımı cezaları, gecikme ücretleri, kredi kartı masrafları gibi kalemler aslında tüketici kredilerinin bir parçasıdırlar. Bank of America, İngiliz kökenli kredi kartı sağlayıcısı MBNA'yı aldıktan sonra, fazla hizmet, nakit avansı ve gecikme ücretlerindeki artış sayesinde 2005 ile 2006 yılları arasında faiz dışı gelirlerini önemli ölçüde artırdı. Benzer şekilde, Furnace 2004 raporu, 1990'da önemsiz denebilecek kadar cüzi bir boyutta olan kredi kartı gecikme ücretlerinin 1996'da 1 milyar doları aştığını, 2003'te ise 9 milyar doları bulduğunu göstermektedir. Bu hâliyle, hizmet ücretleri de sömürücü olarak görülmelidir.

Hesapla ilgili olan diğer hizmet ücretleri, hesabın idaresiyle ve para muamele hizmetleriyle ilişkilidir. Bunlardan bazıları otomatik para çekme makineleri, telefon ve internet bankacılığı gibi yeni erişim hizmetleriyle ilgilidir. Bankalar, bu yeni hizmetleri sunabilmek için önemli sabit maliyetler yüklenmek zorunda kaldılar, ancak bu hizmetlerin sunulmaya başlanmasıyla birlikte genel giderlerde de düşüşler oldu. Tüketim yapabilmek amacıyla kart kullanımının yaygınlaşması ve otomatik para çekme makinelerinin daha sık kullanılması sonucunda banka müşterileri

27 Hissedarlar, gelirlerde ortaya çıkan bu kaybın, Barclaycard International'ın büyümesiyle en azından kısmen telafi edildiğinden emin olabilirler. Bkz. Barclays (2008), s. 30.

bu yeni teknolojileri yoğun bir şekilde kullanmaya başladılar.[28] Dolayısıyla, para muameleleriyle ilgili hizmet ücretlerindeki artışın kısmen bu yeni ve pahalı teknolojilerin nihai kullanıcılarının yaptıkları ödemelerden kaynaklandığı söylenebilir. Ancak bu ücretlerin sürekliliği, şeffaflıktan uzak olması, boyutu ve bizzat tüketim sürecinin bir parçası hâline gelmesi, işin içine sömürücü unsurların karıştığını akla getirmektedir.

Şüphesiz bu alanda daha ayrıntılı çalışmalar yapılması gerekiyor, yine de bankaların, kredi ve para muameleleriyle ilgili hizmetlerinde bir gelir kaynağı olarak kişisel ücret gelirlerine yönelmiş oldukları açıktır. Sonuçta ortaya çıkan ilişkiler, önemli sömürücü unsurları içinde taşıyor. Bankaların ücret kazançlarına el koyup sahiplenmelerinin önünde herhangi bir sınırın olmaması, en az bu yeni yönelimin sağladığı kârlar kadar önemlidir. Finans piyasası aracılığı faaliyetlerinin uygulama alanının giderek genişlemesi, bankaların ücretler üzerinden elde edebilecekleri yeni kâr olanakları yaratmıştır. Bundan sonraki iki kısımda, bu faaliyetleri ve günümüz sermaye piyasalarının toplumsal içeriğini ele alacağız.

4. FİNANS PİYASASI ARACILIĞI

Sermaye piyasalarından faydalanmanın kolaylaştırılması, son 20 yirmi yılda ticari bankalar için önemli bir faaliyet alanı hâline gelmiştir. 2006 verilerinin sunulduğu Tablo 7'den görülebileceği üzere, bu faaliyetlerden elde edilen gelirler incelenen bankalar (özellikle de Avrupa bankaları) açısından büyük önem taşımaktadır. 9 bankanın bu alandaki toplam gelirleri 113 milyar doları bulmuştur.

28 Bkz. Berger ve Mester (2003), Lapavitsas ve dos Santos (2008).

Tablo 7. Finans Piyasası Aracılığından Elde Edilen Gelirlerin Toplam Gelirlere Oranı, 2006 (%)

HSBC	Citi	B of A	RBS	Barclays	Paribas	Sant'dr	Dresdner	SMFG
19,5	14,6	16,6	30,5	37,8	58,1	19,0	50,8	6,6

Bu gelirler, aracılık yüklenimi işlevleri, yatırım ve sigorta fonları yönetimlerine sunulan simsarlık ve şirket danışmanlığı hizmetleri, türev varlıkların ihraç edilip alım-satımının yapılması gibi geleneksel yatırım bankacılığına özgü çeşitli faaliyetlerden kaynaklanıyor. Bankalar, tüm bu faaliyetlerle ilgili olarak, alım-satım işlemlerinden ve kendi hesaplarına yaptıkları işlemlerden önemli sermaye kazançları elde ediyorlar.

Bu işlevler sayesinde bankaların, son tahlilde yatırımcıların tümünden oluşan kitlenin sahip olduğu mevcut ödünç verilebilir para-sermaye parçalarına el koymaları, aşağıdaki iki kısımda ortaya koyulan görüşün hareket noktasını oluşturuyor. Bankaların, olağan kredi verme faaliyetinde olduğu gibi kapitalist müşterileriyle olan ilişkisinin toplumsal niteliği, perakende tasarruf sahipleriyle olan ilişkilerinkinden tamamen farklıdır. Mevcut yapıda, yatırım bankaları (ve şirketleri) ile diğer finansal aracı kurumlar arasındaki mesafeli ilişkide tüm tarafların sistemli kazançlar elde etmeleri mümkündür. Son tahlilde bu kazançlar, yatırımcıların tümünden oluşan kitlenin sahip olduğu ödünç verilebilir para-sermaye akımlarıyla finanse edilir (bu yatırımcıların arasında sıradan tasarruf sahiplerinin ağırlığı giderek artıyor). Bunun aksine, bankaların ortalama perakende yatırımcılarla olan ilişkisi, mevcut bağlamda sömürücü bir ilişki olarak gözüküyor, çünkü bankalar gelecekte, emeklilik döneminde yapılacak tüketime aracılık ederek değere sistemli bir şekilde el koyuyorlar.

Bu noktaları ortaya koyabilmek için sermaye piyasalarının işleyişini ve bankaların bu piyasalara nasıl müdahale ettiklerini açıklamak gerekiyor. Bunun için mevcut Marksist teorinin genişletilmesini gerekiyor. Hilferding'in 1910 tarihli çığır açıcı çalışmasından

bu yana geçen yüz yıllık dönemde bu analize hiçbir önemli katkıda bulunulmamıştır. Sunduğu pek çok içgörüye karşın *Finans Kapital*, gerek *kurucu kârı* kavramına yaklaşımı, gerekse eserin temel kavramı olan *finans kapital*in günümüzdeki önemi bakımından sorunlu gözükmektedir (bu iki kavram, Hilferding'in şirketlerin, sermaye piyasalarının ve yatırım bankalarının bütünleşmesini kavramsallaştırma çabasının tam kalbinde yatıyor).

Beşinci kısımda, bu ilişkilerin günümüzde almış olduğu biçime dair Marksist bir yaklaşımın ilk analitik unsurlarını ortaya koyacağız. Ancak daha önce bu kısımda, en tepedeki uluslararası bankaların, fon yönetiminden, kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemlerinden ve türev ürün ticaretinden elde ettikleri gelirlerin ne kadar önem taşıdığını ele alacağız.

4.1 Fon Yönetimi

Daha önce de bahsettiğimiz üzere yönetilen fonlar 2006 sonu itibariyle toplam 63,8 trilyon dolarlık varlığı ellerinde tutuyorlar. Bu kadar büyük bir hacim söz konusu olduğunda, küçük yönetim ücretleri alınması bile çok büyük miktarda ödünç verilebilir parasermayeye el koyulmasına yol açabilir. Yalnızca ABD'deki menkul kıymet yatırım fonlarının yönetim ücretleri 1980'den bu yana hatırı sayılır ölçüde büyümüştür.

Tablo 8. ABD'de Menkul Kıymet Yatırım Fonları için ödenen Toplam Hizmet Ücretleri (milyar $)

1980	1985	1990	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
0,0	0,2	1,1	3,4	11,0	8,9	9,1	10,3	10,6	11,8

Kaynak: Investment Company Institute.

ABD'de, büyük miktarlara ulaşan perakende yatırım fonlarından ilk kâr edenler yatırım bankaları ve aracı kurumlar oldu. 1980'de, varlık yönetimi ücretlerinin New York'un en büyük 10 yatırım bankasının gelirleri içindeki payı %1'den azdı.

2004'e gelindiğinde ise bu tür ücretlerin gelirler içindeki payı %7,5'a yükselmişti.[29] Glass-Steagall kısıtlamalarının 1988'de kısmen gevşetilmesinden sonra Amerikan ticari bankaları yatırım fonu katılma belgesi sunmaya başladılar; gerçi bunları "aracılık yüklenimi komisyonu"[30] ya da "simsarlık ücreti" karşılığında değil, "idari ücret" karşılığında satıyorlardı.[31] 1989'da ticari bankalar, ABD'deki menkul kıymet yatırım fonları varlıklarının %7'sini yönetiyorlardı. 1995'e gelindiğinde bu oran %15'e yükselmişti.[32] Dünya geneline bakıldığında, bu makalede incelenen 9 banka ve bu bankaların finans grubu ortakları, 2006 itibariyle fon piyasasının en az %10,2'sini kontrolleri altına almışlardı –bu oran, UBS, Credit Suisse, JP Morgan, Goldman Sachs ve Deutche yatırım bankalarının toplam payına eşitti.[33] Bu faaliyetlerin ne kadar büyük bir önem taşıdığı bankaların gelir rakamlarından açıkça görülmektedir.

Tablo 9. Fon Yönetimi Komisyonları ve Hizmet Ücretleri

Banka	2006		2007	
	milyar $	Gelir İçindeki Payı (%)	milyar $	Gelir İçindeki Payı (%)
HSBC	2,98	4,2	2,59	3,1
Citigroup	1,44	1,6	1,97	2,4
Bank of America	4,21	5,7	3,38	5,0
RBS	9,10	17,7	10,08	16,2
Barclays	2,83	7,1	3,58	7,8
BNP Paribas	2,37	6,8	2,91	6,8
Dresdner	0,42	4,9	0,45	6,1
Santander	2,24	8,0	2,59	7,6

29 Bkz. Morrison ve Wilhelm (2007).

30 Tahvil ya da hisse senedi ihraç eden kuruluşun aracı kuruma ödediği komisyon –*çev*.

31 McGrath (1989).

32 Neely (1995).

33 Sigorta şirketleri ve bağımsız aracı kurumlar ise piyasanın %50'sini kontrol ediyorlardı. Rakamlar, Watson Wyatt'ın (2007) çalışması kullanılarak hesaplanmıştır.

Bankalarla sigorta şirketlerinin piyasanın büyük bir kısmını kontrol ettiği Avrupa'da faaliyet gösteren bankalar için bu tür hizmet ücretlerinin gelir içindeki payı genellikle daha yüksektir. ABD'de, bağımsız fonların piyasa payları hâlâ oldukça büyüktür.[34]

Menkul kıymet yatırım fonu satın almak, en azından ABD'de, orta sınıf mensubu serbest meslek sahipleri ve işçi sınıfına mensup sıradan ücretliler arasında oldukça yaygındır. 2006 itibariyle, menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesine sahip olan hanehalklarının %53'ünün toplam yıllık geliri 75.000 doların altındaydı; %28'i yılda yaklaşık 50.000 dolardan daha az kazanıyordu.[35] Sermaye piyasalarına doğrudan erişim, küçük miktarda ödünç verilebilir para-sermaye sahip olanlar açısından fazla masraflı, zaman isteyen ya da karmaşık bir şeyken, ticari banka mevduatlarına ya da güvenli hükümet tahvillerine göre daha yüksek getiri oranları elde etmelerine olanak sağlayan menkul kıymet yatırım fonları bu kesime oldukça cazip geliyordu. Yine de ilişkinin toplumsal gerçeklerinden kurtulmak mümkün değildir. Perakende yatırımcılar, gelecekteki (tipik olarak emeklilik çağlarındaki) gelirlerini güvence altına almak amacıyla bu tür bir ilişkiye giren çeşitli türdeki ücretli kişilerden oluşuyor. Fon yöneticileri ise kârları ençoklaştırmayı amaçlayan ve iyi bağlantıları olan finans uzmanlarıdırlar.

Sonuçlar şaşırtıcıdır. ABD fon yönetimi şirketi Vanguard'ın 1 Mart 2008 tarihli *Economist* dergisinde yer alan araştırmasına göre, S&P 500 hisse senedi endeksi 1980-2005 döneminde ortalama olarak yılda %12,3 getiri sağlamıştır. Aynı dönemde, hisse senedi yatırım fonunun ortalama getirisi yalnızca %10 düzeyindeydi. Perakende yatırımcılar arasında hisse senetlerini fiyatları

34 Bkz. BCG (2003).

35 Investment Company Institute (2007). Karşılaştırma yapmak amacıyla, Mayıs 2007 itibariyle, hem tamzamanlı çalışan bir montaj hattı işçisi ailesinin hem de tamzamanlı çalışan bir öğretim asistanı ailesinin ortalama gelirinin 49.300 dolar olduğunu belirtebiliriz. Bkz. Bureau of Labour Stastistics, www.bls.gov.

yüksekken alıp düşükken satmak yönünde güçlü bir eğilim olması nedeniyle ortalama bir yatırımcının yıllık ortalama kazancı yalnızca %7,3 idi. Hisse senedi yatırım fonu yatırımcısının elde ettiği ortalama getiri oranı, uzun vadeli tasarruf mevduatlarının faiz oranından o kadar yüksek değildir. Aynı dönemde, 6 aylık ABD Hazine bonosu getirisi ortalama %6 düzeyinde iken, ABD belediyeleri ile yerel idarelerinin arz ettikleri 20 yıl vadeli devlet tahvilleri ortalamada %6,92'lik bir getiri sağlamıştı.[36]

Bu farkların önemini anlamak için 1980'de yapılan 100 dolarlık bir yatırımın getirilerini karşılaştıralım.[37] Eğer bu para güvenli Hazine bonolarına yatırılsaydı, 2005'e gelindiğinde yatırımcının elinde 454,94 dolar olacaktı. Öte yandan, S&P endeksi hisse senetlerine yatırılmış olsaydı, 2.041,14 dolara yükselecekti. Dolayısıyla, Hazine bonoları yerine hisse senetlerine yatırım yapılması toplam 1.559,20 dolarlık fazladan bir getiri sağlayacaktı. Şimdi, emeklilik dönemi için tasarruf yapmayı ümit eden bir ücretlinin, bu potansiyel kazançlardan faydalanmak amacıyla 1980'de hisse senedi yatırım fonlarına 100 dolar yatırdığını düşünelim. Hisse senedi yatırım fonu yatırımcılarının bu dönem boyunca elde ettikleri ortalama getiri oranını elde ettiğini düşünürsek, 2005'e gelindiğinde yatırımı yalnızca 624,59 dolara yükselmiş olacaktı. Bu getiri düzeyi, güvenli Hazine bonosu yatırımının getirisinin 169,65 dolar fazlasına ya da hisse senedi yatırımının toplam potansiyel getirisinin yalnızca %10,9'una tekabül eder!

Geriye kalan %89,1'lik kısma fon yöneticileri ve diğer finans piyasası firmaları el koymuştur. Yatırım fonlarından alınan komisyonlarla hizmet ücretlerinin yanı sıra aşağıda tartışacağımız alım-satım kazançları ve kurumların kendi hesaplarına yaptıkları alım-satım işlemlerinden elde ettikleri kazançlar da bu kısmın içinde yer alır. Bekleneceği üzere, fon yönetimi olağanüstü kârlı

36 Federal Rezerv'in aylık Seçilmiş Faiz Oranları verilerinden hesaplanmıştır.

37 Her yatırım aracının, söz konusu dönem boyunca her yıl ortalama yıllık getirisi kadar kazanç getirdiğini varsayıyoruz.

bir iştir. Boston Consulting Group'un, işlerin pek de parlak gitmediği 2002 yılını temel alarak fon yöneticilerinin performanslarıyla ilgili yaptığı ve sonuçlarını 2003'te açıkladığı uluslararası bir anket çalışmasında,[38] fonların %64'ünün vergi öncesi kâr oranlarının %20'nin üstünde olduğu tespit edilmişti. Fonların %42'si kâr oranlarının %30'dan yüksek olduğunu bildirmişlerdi. En kârlı fonların, perakende yatırımcıları hedef alan fonlar olduğu ifade ediliyordu.[39]

Her ne kadar yaptığımız bu düşünce deneyi daha kapsamlı bir ampirik çalışmanın yerini tutmasa da, elde edilen sonuçlar bu faaliyetlerde güçlü bir sömürücü unsurun olduğunu akla getiriyor (özellikle de fon yönetiminin ne kadar kârlı bir iş olduğu düşünülürse). Fon yöneticileri, eskiden devletçe sağlanan emeklilik tasarrufu hizmetlerini sağlayarak hem gelecekteki tüketime hem de kaynağı sıradan perakende yatırımcıların ücretleri olan uygun ödünç verilebilir para-sermayeye aracılık ederler. Aşağıda 5. kısımda tartışacağımız üzere, sermaye piyasalarında mübadele alanında ortaya çıkan bu sistemli değer akımlarının temelleri, son tahlilde, perakende yatırımcılar ile bankalarla şirket yöneticileri arasındaki köklü sınıfsal farklılıklarda yatmaktadır.

4.2. Kurumların Kendi Hesaplarına Yaptıkları Alım-Satım İşlemleri

Fon yönetiminden elde edilen komisyon ve hizmet ücretleri, yatırım bankacılığı ve fon yönetimi hizmetleri icra eden bankaların, başta perakende yatırımcılar olmak üzere yatırımcıların aleyhine olacak şekilde kâr etmelerini mümkün kılan yollardan yalnızca biridir. Yatırım bankacılığı ve fon yönetimi faaliyetleri

38 Çalışmada, varlıkları açısından ilk 10 sırada yer alan fon yöneticilerinden 7'sinin yanı sıra bir bütün olarak dünya piyasasının beşte birini kontrolleri altında tutan 33 fon yöneticisine anket uygulanmıştı.

39 Morrison ve Wilhelm (2007), perakende yatırım fonu idaresinde önemli boyutta ölçek ekonomilerinin olduğunu ayrıntılı bir şekilde tartışıyorlar.

elbette bankalara menkul kıymetler üzerinden sermaye kazançları elde etme olanağı sağlıyor. Aracılık yüklenimi, bankaların ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmalarını gerektiriyor. Simsarlar, müşterilerin piyasa fiyatlarını değiştirebilecek hacimlerde yaptıkları işlemler için karşı taraf konumunda oluyorlar sıklıkla; bu durumda bankalar, müşterilerden, menkul kıymetin cari fiyatının belli bir oranı olarak hesaplanan bir bedel alıyorlar. Ayrıca bankalar, yakından bilgi sahibi oldukları şirketlere giderek daha fazla yatırım yapıyorlar.[40] Son olarak, perakende yatırımcılar fiyatlar yüksekken alıp düşükken sattıklarında, işlemin karşı tarafı bankanın ticaret hesabıdır. Banka, sermaye piyasaları hakkında daha fazla bilgi sahibi olması ve ılımlı düşüşlere bile göğüs gerip bu düşüşlerden istifa edebilecek finansal güce sahip olması ölçüsünde, bu işlemlerden kayda değer kârlar elde edecektir.

Banka ile müşterileri arasında potansiyel bir çıkar çatışmasına yol açabileceği için ve diğer yatırımcıların aleyhine olacak şekilde piyasaların manipüle edilmesine zemin hazırladığı (haklı olarak) düşünüldüğü için bu ihtilaflı bir konudur.[41] Bankalar, yaptıkları işlemlerin hangilerini müşterileri adına, hangilerini kendileri adına yaptıklarını açıklamakta genellikle pek istekli davranmazlar. Bu tür kazançların yalnızca bankanın kendi yatırımı olarak kaydedilen işlemlerinden değil, ama aynı zamanda kurumsal ve perakende yatırımcılara sunulan simsarlık hizmetlerinin bir parçası olarak tutulan menkul kıymetlerden de elde edilebilmesi meseleyi daha da karmaşıklaştırır. Bu yollarla elde edilen kazançların toplam tutarı, bu gelir türünün ticari bankalar açısından ne ölçüde önem taşıdığı konusunda bize iyi bir fikir verir.

40 Bkz. Morrison ve Wilhelm (2007).

41 Örneğin, piyasa manipülasyonu vakalarıyla ilgili örnekler için bkz. Blackburn (2006).

Tablo 10. Bankanın Kendi Hesabına Yaptığı İşlemlerden Kazançları ve Ticaret Hesabı Kazançları

Banka	2006		2007	
	milyar $	Gelir İçindeki Payı (%)	milyar $	Gelir İçindeki Payı (%)
HSBC	8,86	12,6	13,89	15,9
Citigroup	5,76	6,4	-8,00	-
Bank of America	5,57	7,5	-3,92	-
RBS	11,48	22,2	12,39	19,9
Barclays	8,42	21,2	9,96	21,6
BNP Paribas	11,22	32,0	14,17	33,4
Dresdner	3,57	41,7	-0,66	-
Santander	2,70	9,6	4,10	12,1
SMFG	1,08	6,6	-	-
UBS	10,97	33,2	-6,96	-
Goldman Sachs	25,56	67,9	31,23	67,9

İncelenen 9 bankanın bu kazançlardan sağladıkları kârlar 2006'da 58 milyar dolardı. Goldman Sachs ise aynı yıl bu yolla 25 milyar doları aşan bir gelir elde etmişti (çalışanların 16 milyar doları biraz geçen tazminatlarını rahatça karşılayacak bir miktar).[42]

İkinci kalite ipotek kredileri krizi de bu faaliyetlerin ne kadar önem taşıdığını bir kez daha göstermiştir. İncelenen bankaların bazıları vermiş oldukları normal ipotek kredileriyle tüketici kredilerinden (esasen ABD piyasalarında) zarar ettiler, ancak krizin bu bankalar üzerindeki asıl etkisi, bankaların ticaret hesaplarında tuttukları ikinci kalite ipotek TBBY'leri[43] vasıtasıyla oldu. 2007'de Citigroup, Bank of America ve Dresdner'in kredi ya da yapılandırılmış ürünler yüzünden maruz kaldıkları ticaret hesabı zararları

42 Çalışan başına tazminat tutarının ortalama 622.000 dolar olduğundan hareketle hesaplanmıştır.

43 Teminata bağlanmış borç yükümlülükleri –*çev*.

sırasıyla 21,806 milyar, 5,176 milyar ve 468 milyon dolar düzeyinde oldu. Genel ticaret hesapları net olarak artı veren RBS, Barclays ve HSBC ise ticaret hesaplarının kredi araçlarıyla ilgili kalemlerinde net zararlar açıkladılar (sırasıyla 2,861 milyar, 823 milyon ve 419 milyon dolar). Bu zararların bir kısmı alım-satım yapmak amacıyla elde tutulan menkul kıymetlerle bağlantılıydı, çünkü bu bankalar, ikinci kalite ipotek TBBY'lerine yatırım yapmış olan riskten sakınma fonlarının alım işlemlerine aracılık etmişlerdi.[44] Ancak zararların böylesine büyük rakamlara ulaşması, bankaların bu varlıkları, getiri elde etmek umuduna kapılarak kendileri adına elde tuttuklarını düşündürüyor.

4.3. Türev Ürünler

Yatırım ve ticaret bankaları, türev varlıkların ihracıyla, alım-satımıyla ve bu varlıklar için piyasa oluşturulmasıyla yoğun bir şekilde ilgilenmişlerdir. Faiz oranı ve döviz türev ürünlerinin işlem gördüğü tezgâh üstü (OTC) piyasalar geçtiğimiz 20 yılda olağanüstü büyümüş, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) verilerine göre Haziran 2007 itibariyle 400 trilyon dolarlık itibari tutara ulaşmıştır. Geçtiğimiz yüzyılın sonu gibi görece yakın bir tarihte önemsiz gözüken kredi borcu takas sözleşmelerinin hacmi de son 7 yılda çarpıcı bir şekilde büyümüştür.

Tablo 11. Kredi Borcu Takas Sözleşmeleri (yıl sonu itibariyle ödenmemiş itibari tutar, trilyon $)[45]

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
0,92	2,19	3,78	8,42	17,10	34,42	42,58

Kaynaklar: Uluslararası Takas ve Türev Ürünler Birliği Piyasa Araştırması, BIS.

44 Dodd (2007).

45 2007 yılı dışında tüm veriler Haziran ayı sonu itibariyledir.

Bankalar doğal olarak türev piyasalarının gelişiminde başı çektiler. 1973'te başlayan faiz oranları ile kambiyo rejiminin serbestleştirilmesinin yol açtığı risk artışından ilk etkilenen işletmeler bankalardı. Bankalar, kendi risk yönetimlerinin bir parçası olarak, faiz oranı ve döviz türev ürünleri sözleşmeleriyle riskten kaçınma tekniklerinin kullanılmasına da öncülük ettiler. Bankaların bu varlıkların ihracından sağladıkları gelirler ve ticaret hesaplarından elde ettikleri kazançlar ayrı ayrı gösterilmediği için, bu iki gelir kaynağını birbirinden ayırmak zordur. Ancak, incelenen 9 ticari bankadan 6'sının piyasada belirgin bir şekilde öne çıktıkları açıktır. Emm ve Gay'e (2005) göre, Citigroup, Bank of America, BNP Paribas ve RBS, dünya genelinde türev varlık alım-satımı yapan en büyük 7 kuruluşun arasında yer alıyorlar. HSBC ve Barclays ise ABD piyasalarında güçlü bir konuma sahipler.

Tablo 12. ABD'de seçilmiş bazı OTC türev ürün Alım-Satımcılarının Piyasa Payları, Haziran 2007 (%)

Banka	ABD (2007)	Sıralama
JP Morgan	51,3	1
Citigroup	20,7	2
Bank of America	19,5	3
HSBC	2,9	4
Wachovia	2,7	5
ABN Amro	0,8	13
Barclays	0,4	19

Kaynak: ABD Para Murakıpları Ofisi, Üç Aylık Banka Türev Ürünleri Faaliyet Raporu.

Bu bankaların yatırım bankacılığı işlevleri, doğal olarak onları türev ürün sözleşmelerini şirketlerden oluşan müşterilere satmak

durumunda bırakmıştı. Aşağıda tartışacağımız üzere bu varlıklar, şirket yükümlülüklerinin sermaye piyasasındaki algılanışını iyileştirmeye yardımcı olabilir. Böylece, sermaye maliyetlerini azaltabilir ve ihraç ücretleri ödenmesinin gerekçesini hazırlar. Bu varlıkların ağırlıklı olarak finans dışı şirketler tarafından kullanıldığı biliniyor,[46] ancak başta kredi borcu takas sözleşmeleri olmak üzere OTC piyasaların büyük bir kısmında finansal aracı kurumlar baskın durumdalar.

Tablo 13. Finans Firmalarıyla Yapılan OTC Türev Ürün Sözleşmeleri, Haziran 2007
(Toplamın %'si olarak)

Döviz	Faiz Oranı	Kredi Borcu Takası
78,8	86,9	97,9

Kaynak: BIS'in altı aylık OTC türev ürünler istatistiklerinden hesaplanmıştır.

Aynen şirketler için olduğu gibi finansal aracı kurumlar da konum ve yükümlülükleriyle ilgili piyasa algısını iyileştirmek için türev varlıklar edinebilirler. Bankalar, TBBY'ler gibi yapılandırılmış borç ürünlerini ellerinde tutmak ve bu ürünlerin alımsatımını yapmak amaçlarının yanı sıra Basel II sermaye yeterliliği kaideleri uyarınca borç menkul kıymetleri[47] tutmanın doğurduğu düzenleyici sermaye maliyetini düşürmek için de kredi borcu takas sözleşmelerini giderek daha fazla kullanıyorlar.[48] Sigorta şirketle-

46 Uluslararası Takas ve Türev Ürünler Birliği, dünyanın en büyük 500 şirketinin %90'ından fazlasının tezgâh üstü türev ürünlerini düzenli olarak kullandığını belirtiyor.

47 İki taraf arasında alınıp satılabilen, itibarı tutar (borçlanan miktar), faiz oranı ve vade/yenileme tarihi gibi temel şartlara haiz olan herhangi bir borçlanma aracı. Devlet tahvilleri, şirket tahvilleri, kredi borcu takas sözleşmeleri, imtiyazlı hisse senetleri, teminata bağlanmış menkul kıymetler (örneğin teminata bağlanmış borç yükümlülükleri, teminata bağlanmış ipotek yükümlülükleri) ve kuponsuz menkul kıymetler, borç menkul kıymetleri arasında yer alır (borçlanma menkul kıymetleri de denir) *–çev.*

48 Bunu, varlık tutmanın ölçülen riskini azaltarak, dolayısıyla buna denk düşen riske göre ağırlıklandırılmış sermaye yedeklerini düşürerek yapıyorlar.

ri, yatırım fonları ve riskten sakınma fonları, konumlarının gerek müşterilerinin gerekse düzenleyici kurumların beklenti ve gereksinimleriyle uyumlu olmasını sağlamak için alım-satımcılardan düzenli olarak türev varlıklar alıyorlar. Bu iyileştirmelerden elde edilen kazançlar, türev ürün sözleşmeleri almak için yapılan ücret ödemelerinin temelini oluşturuyor. Bu bağlamda, bir türev varlığın en önemli işlevinin illaki alıcının beklentilerini değiştirmek olmadığını, sermaye piyasasındaki diğer oyuncuların bu beklentilere dair *algısını* değiştirmesinin aslında daha önemli olduğu belirtilmelidir.[49]

Türev varlıklar, ister riskten kaçınmak isterse spekülasyon yapmak amacıyla alınıyor olsunlar, ihraççı bankaya hizmet ücretleri kazandırırlar. İyi bahis acenteleri gibi ihraççılar da piyasaların her iki tarafı arasında tarafsız bir konum benimserler genellikle. İhraç ücretleri, mevcut ödünç verilebilir para-sermayeye çeşitli şekillerde el konulmasını temsil ediyor; bunların en başında da perakende yatırımcılar kitlesinden fon toplayan kurumsal yatırımcılardan alınan hizmet ücretleri geliyor. Bu hâliyle, bankaların ihraç faaliyetlerinden elde ettikleri kârlar aynı zamanda perakende yatırımcılar kitlesinden finans sektörüne sistemli bir şekilde değer aktarılması anlamına geliyor.

5. SERMAYE PİYASALARI, YATIRIM BANKACILIĞI VE MARKSİST TEORİ

Finans piyasası aracılığının genel olarak kapitalizm, özel olarak da ticari bankalar açısından giderek önem kazanması, Marksist ekonomi politiğin karşı karşıya kaldığı önemli bir analitik sorundur. Oldukça karmaşık olabilen bu faaliyetlerin çoğu aynı zamanda tarihsel olarak yenidir. Toplumsal içeriklerinin tespit edilmesi, Marksist teorinin geliştirilip genişletilmesini gerektirir.

49 Millo ve MacKenzie (2007), türev ürün piyasalarının bu yönünü (ampirik olarak gerçekle ne kadar örtüştüğüne bakmaksızın, matematiksel temelleri kolayca güvenilir fiyatlar veren fiyatlandırma modelleri bağlamında) etkili bir şekilde vurguluyorlar.

Sermaye piyasalarıyla ilgili en gelişkin Marksist yaklaşımı, Marx'ın (1909) izinden giden Hilferding'in (1981) eseri sunar. İçerdiği önemli içgörülere karşın, kitabın şirketlerin, bankaların ve sermaye piyasalarının bütünleşmesine dair yaklaşımını *finans kapital* ve *kurucu kârı* kavramları belirler. Kapitalizmde daha sonra yaşanan gelişmeler, her iki kavramın da ampirik ve analitik olarak zayıf tarafları olduğunu göstermiştir. Daha önce yaptığımız tartışmanın gösterdiği üzere, günümüz kapitalizmini nitelendiren şey artık bankacılık sermayesi ile sınai sermayenin birleşmesi değildir.

Ayrıca *kurucu kârı* kavramı, Hilferding'in formüle ettiği hâliyle de çeşitli sorunları içinde barındırır. *Kurucu kârı*, şirket kurucuları hisse senedi çıkarıp sattıklarında, alıcıların yaptıkları yatırımdan yalnızca temel faiz oranı kadar getiri elde etme beklentisinde olmalarından ve bu kadar getiri elde etmelerinden kaynaklanan özel bir sermaye kazancına atıfta bulunur. Bu konuda Hilferding, faiz oranının, kullanılan araçlara bakılmasızın tüm para-sermaye sahipleri için genel bir el koyma tarzını temsil ettiğini düşünen Marx'ı yakından takip eder.

Ancak tarihsel olarak bakıldığında, beklenen ve gerçekleşen hisse senedi getirileri, uzun zaman dilimleri boyunca bono ve tahvil getirilerini geride bırakmıştır.[50] Daha da önemlisi, yukarıdaki yaklaşım, yatırım bankacılığı faaliyetlerinin tanımladığı ilişkilerin toplumsal içeriğini belirlemeye imkân tanımaz.[51] En basit şekilde ifade edecek olursak, eğer şirketlerin faiz oranı

50 ABD'de hisse senetlerinin 20. yüzyıl genelinde tahvillerden daha yüksek getiriler sağladığıyla ilgili geniş bir yazın bulunmaktadır. Savaş sonrası dönemde, ABD hisse senedi getirileri ortalama olarak bono getirilerinden %5,5 fazla olmuştur (De Long ve Magin (2007)). Besser (1999), Almanya'da 1870-1995 yılları arasında hisse senedi getirilerinin, oldukça istikrarsız olmakla birlikte uzun dönemde tahvil getirilerinden sürekli yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

51 Hilferding'te bu ilişkiler epeyce basittir. Bankalar, sınai sermayeyle kaynaşarak onu kontrol eder konuma gelmiştir. Sonuçta ortaya çıkan *finans kapital*, kurucu kârlarının bütününe el koyar ve rakip ulusal emperyalist bloklar içindeki iktisadi, toplumsal ve siyasi hayatı giderek hâkimiyeti altına alır.

üzerinden doğrudan doğruya sermaye temin etmeleri mümkün olsaydı, bu takdirde yatırım bankalarının maliyetli hizmetlerine başvurmalarına gerek kalmaz ve finans piyasası aracılığının pek anlamı olmazdı.

Bu kısımda, bu değerlendirmelerden ve Hilferding'in sermaye piyasaları yaklaşımının en genel ve ilgi uyandıran temellerinden hareketle, Marksist teorinin sermaye piyasaları, yatırım bankacılığı ve finans piyasası aracılığıyla ilgili gelişimine mütevazı ve giriş niteliğinde bir katkı yapmayı amaçlıyoruz. Tartışmamızda, sermaye piyasaları ile yatırım bankacılığının hem kapitalizm açısından toplumsal bir zorunluluk olduğunu ve içsel çelişkiler taşıdığını, hem de 1980'lerin başından bu yana hüküm süren somut tarihsel ortamda asalakça bir sınıfsal içeriğe sahip olduğunu gösterebildiğimizi düşünüyoruz.

5.1. Sermaye Piyasaları, Risk ve Yatırım Bankacılığı

Sermaye piyasaları menkul kıymetlerle, şirketlerin gelecekte ödeyecekleri farklı nakit akımları üzerindeki haklarla ilgilidir. Şirketler öncelikle yapacakları yatırımlara kaynak bulmak amacıyla sermaye piyasalarına girerler. Ödünç verilebilir para-sermaye, menkul kıymetlerle ve olası sermaye kazançlarıyla bağlantılı gelecekteki nakit akımları sayesinde kendini genişletmek için sermaye piyasalarına girer. İki genel menkul kıymet türünün ticareti yapılır: Tahviller ve hisse senetleri. Tahviller borç alacaklarıdır ve tahvil sahiplerinin faiz ödemesi alma hakkı vardır. Hisse senedi, işletmenin kalan kârları üzerindeki hakkı temsil eder ve bu hak temettü biçimini alır; ayrıca, yasal açıdan bakıldığında şirket toplantılarında oy kullanma hakkını da temsil edebilir. Menkul kıymet sahibi, elindeki menkul kıymeti alış fiyatından daha yüksek bir fiyatla sattığında sermaye kazançları gerçekleşmiş olur.

Sermaye piyasaları, bir bütün olarak kapitalist sınıfa sunduğu potansiyel faydalarla birlikte borcun ve bizzat sermayenin *sui*

generis [52] toplumsallaşması sonucunu doğurur. Pazarlanamayan herhangi bir şirket yükümlülüğü satın alındığında, alıcının öndelediği değer, para-sermaye biçimindeyken sahip olduğu esneklik ve genel kabul edilebilirlik özelliklerini kaybeder. Ödünç verilebilir para-sermaye, işletmenin sermaye devresinde metalara dönüştürülür; daha büyük bir değere dönüşmesi, bu devrenin zaman içindeki iniş çıkışlarına bağlıdır. Gelişmiş sermaye piyasaları aracılığıyla bu likidite kaybını telafi etmek mümkündür. Şirket menkul kıymetlerinin işlem gördüğü likit piyasalar, menkul kıymet sahiplerinin değeri güçlük çekmeden paraya çevirmelerine olanak tanır. Para, değerin en esnek, bağımsız ve toplumsal kabul gören cisimlenmiş hâli olmanın ötesinde, ödünç verilebilir parasermayenin öndelik olarak verilmesinin bizatihi amacını teşkil eder. Artan likidite, güvence peşinde olan daha fazla miktarda parayı cezbedecek, dış finansman maliyetini genelde azaltacaktır. Tahvil ve hisse senetleri, sahiplerine gelecekteki belirsiz para akımları üzerinde hak sahibi olma imkânı sağlarlar. Marksist ekonomi politiğin bakış açısına göre, normal krediler için olduğu gibi bu menkul kıymetlerin fiyatları da akıl dışıdır, çünkü bu fiyatlar paranın gelecekteki değerinin parasal ifadeleridirler. Fiyatlar, arz ile talebin rekabetçi etkileşimi yoluyla, herhangi bir çıpa olmadan belirlenirler. Rekabetçi bireysel el koymanın hâkim olduğu kapitalist ortamda, bu göreli kopukluk, ekonominin geleceğiyle ilgili anarşik bir belirsizliğin söz konusu olduğu ortamda taraflar arasında sorumluluk ve itimat sorunlarının da aralarında yer aldığı bir dizi güçlüğe yol açar.

İşte şirket "finansal mühendisliği" ile yatırım bankacılığının, finansman maliyetlerini azaltma ve sermaye kazançları sağlama konusunda şirketlere mümkün mertebe yardımcı olarak toplumsal önem kazanması da bu güçlüklerle bağlantılı olarak ortaya çıkar. Genel olarak, daha yüksek sömürü oranları, yeni üretim tekniklerinin kullanılmasında lider olma, piyasayı kontrol etme

52 (Latince) Nevi şahsına münhasır –*çev*.

gücünün artması gibi bir işletmenin kârlılığını artıran tüm gelişmeler aynı zamanda hisse senedi fiyatlarını yükseltecektir.

Ancak sermaye piyasası fiyatlarının, birikimin altta yatan gerçeklerinden kopması, temeli oluşturan gerçek yatırımlarla ya da kârlılıkla doğrudan ilişkisi olmayan başka potansiyel sermaye kazancı (ya da kaybı) kaynakları yaratır. Menkul kıymetin gelecekteki fiyatının artacağına yönelik genel bir beklentinin oluşması sıklıkla talebi zaten yükselterek fiyatların daha da artmasına yol açacak, böylece bir süreliğine de olsa hatırı sayılır kârlar getirecek ve beklentileri doğrular gibi gözükecektir. Yatırım bankalarının da sorumlu olduğu manipülasyonlar sıklıkla bu tür süreçlerin ayrılmaz bir parçası olmuştur. Sermaye piyasaları ve yatırım bankacılığı, niteliği gereği bu tür spekülatif balonları ve beraberinde getirdiği yıkıcı sonuçları mümkün hâle getirir.[53]

Öte yandan sermaye piyasaları, hilelere, balonlara ya da manipülasyonlara bulaşmayan yatırım bankacılığı işlevleri ve kârları için de sistemli bir temel yaratabilir: Değerin, belirli bir şirket menkul kıymeti vasıtasıyla kendini genişletmesi süreciyle bağlantılı olan risklerin toplumsal algılanışında potansiyel iyileşmelere yol açabilir. Bu iyileşmeler, bir yandan sermaye temini maliyetini düşürebilirken, diğer yandan da yatırım bankacılığı hizmet ücretlerini ve kârlarını besleyen sermaye kazançları yaratabilir.

Hilferding'in genel olarak işaret ettiği üzere,[54] yatırımcıların menkul kıymetle bağlantılı risklere yönelik algıları, bu menkul kıymetlere olan talepte belirleyici bir rol oynar. Daha özgül bir açıdan bakıldığında, menkul kıymet satın alanlar, söz konusu menkul kıymetin gelecekteki nakit akımlarının ve yeniden paraya çevrilmesinin gündeme getirdiği potansiyel sorunları saptamaya

53 Bu tür kendi kendini gerçekleştiren beklentiler temelinde yapılan yatırımların kaldıraçlanması [borçlanmayla finanse edilmesi –*çev.*], bu etkileri sıklıkla daha da şiddetlendirir. Balon sürerken getiriler aşırı yüksek olabilir, ancak sermaye piyasalarındaki genel rekabet bağlamında buna bir anlam vermek oldukça güçtür. Bu tür krizlerin iyi bir tarihsel anlatımı için bkz. Kindleberger ve Aliber (2005).

54 Hilferding (1981), s. 108.

çalışırlar. Dolayısıyla, menkul kıymetin algılanan güvenilirliği ve likiditesi, talebin temel belirleyicileridir.

Bir menkul kıymetin güvenilir ve likit olmadığı düşünülürse, *ceteris paribus*,[55] talep de o ölçüde az olacaktır. Sonuçta ortaya çıkan menkul kıymet fiyatları daha düşük olacak ve menkul kıymet sahiplerinin elde etmeyi bekledikleri gelecekteki nakit akımları, başlangıçta yapılan yatırım üzerinde daha yüksek bir getiriyi temsil edecektir. Keza, beklenen gelecekteki potansiyel nakit akımları farklı ama güvenilirlik ve likidite düzeyi birbirine eşit olarak algılanan iki menkul kıymetin cari fiyatları, her ikisi de eşit beklenen getiriyi sağlayıncaya kadar değişecektir. Sonuç olarak, sermaye piyasalarında sistemli "risk primi" ortaya çıkar: Ödünç verilebilir para-sermayenin kendini genişletmesiyle ilgili algılanan riskler ile menkul kıymetin beklenen getirileri arasında genelde artı yönlü bir ilişki vardır.

Yatırım bankacılığı işlemlerinin bu bakımdan doğurduğu potansiyel faydalar, yeni bir şirket menkul kıymetinin ihracına bakılarak tüm çıplaklığıyla kavranabilir. Bu menkul kıymetin ne likiditesi ne de güvenilirliği *a priori*[56] olarak garanti edilebilir. Yatırım bankaları, başlangıçta aracılık yüklenimi işlevlerini yerine getirerek bu durumun telafi edilmesine yardımcı olurlar. Yeni menkul kıymeti belirli bir fiyattan satın almayı taahhüt ederler, menkul kıymetin kolayca yeniden paraya çevirebileceği konusunda alıcılara güvence verirler ve bankanın menkul kıymetin güvenilirliğine inancının tam olduğunu gösterirler.

Morrison ve Wilhelm'in (2007) savundukları ve tarihsel örneklerle gösterdikleri üzere, yatırım bankaları bunu, şirket yöneticileri, bireysel yatırımcılar ve kurumsal fon yöneticilerinden meydana gelen toplumsal ve ticari ilişki ağları içindeki konumları ve ilişkileri sayesinde yapabilirler. Menkul kıymetlerin satılması açısından bakıldığında bankalar, kredi değerliliğinin artırılma-

55 (Latince) Diğer bütün koşullar aynı iken –*çev*.

56 (Latince) Önsel, deneyime dayanmadan –*çev*.

sı[57] alanındaki uzmanlıklarından yararlanarak ihraççı kurumun koşullarını "değerlendirme çalışması" yapmakla sorumludurlar. Menkul kıymetlerin satın alınması açısından bakıldığında bankalar, gerek alıcıların ödemek isteyecekleri fiyatlar, gerekse alıcıların menkul kıymet ihracı ve ihraççısı ile ilgili olup da değişmesini arzu ettikleri şeyler hakkında bilgi toplayarak, bireysel ve kurumsal yatırımcılardan meydana gelen bir ilişki ağı içinde sürekli istişarelerde bulunmakla uğraşırlar. Alıcılar, kendilerine sonuçta yapılacak menkul kıymet ihracından imtiyazlı bir şekilde faydalanma imkânı sunulacağı anlayışıyla bu meseleleri bankalarla görüşmeyi kabul ederler. Ayrıca bankalar, menkul kıymetin ihracıyla ve daha genel olarak şirket finansmanıyla ilgili olup, şirketin menkul kıymetlerine yönelik piyasa algısını iyileştirebilecek çeşitli konularda şirketlere tavsiyelerde de bulunurlar. Toplam menkul kıymet arzının yönetimi konusunda yapılan öneriler, ihraççıyla bağlantılı risk algısını azaltmak için bankanın şirket kökenli müşterilerine türev varlıklar satması sıklıkla bu tavsiyeler arasında yer alır.

İçerden bilgi alanlar genellikle bu faaliyetlerden kazançlı çıkarlar. Bankanın bireysel ya da kurumsal müşterisi olan ilk alıcılar, eğer banka işini iyi yapmışsa kısa dönemde büyük bir olasılıkla önemli ölçüde değer kazanacak olan menkul kıymetleri satın alarak voliyi vururlar. İhraççının sermaye maliyeti azalır. Öte yandan banka, tipik olarak, ihraç edilen menkul kıymetin ilk arz fiyatıyla ilişkili olarak iskontolu fiyat biçiminde belirlenen hizmet ücretleri alır.[58]

Şirket yöneticileri ve yatırım bankaları, benzer yöntemleri kullanarak eskiden ihraç edilmiş hisse senetlerinden de sermaye kazançları elde etmeye çalışabilirler. Menkul kıymetlerin yeni ya da eski olması fark etmez; bu tür kazançların tamamı, dışarıdan

57 Kredi değerliliğini artırma: Aracılık yüklenimi, sigortalama ve yapılacak diğer anlaşmalarla kredi riskinin azaltılması süreci –*çev*.

58 Chen ve Ritter (2000), bu iskontonun genellikle kote edilen fiyatın yaklaşık %7'si kadar olduğunu belirtiyorlar.

alıcıların ödünç verilebilir para-sermayelerinden finanse edilir. Bu alıcıların daha yüksek menkul kıymet fiyatlarını kabullenmelerinin nedeni, gelecekte fiyatların yükseleceğini ya da söz konusu menkul kıymete sahip olmanın getirdiği risklerin daha az olduğunu *sezinlemeleridir.*

Belirsizlik, rekabetin olması ve sermaye piyasası işlemlerinin göreli kopukluğu, bu algıların, tarihsel olarak somut toplumsal teamüllere ve piyasa katılımcıları arasında süregelen pratiklere göre şekillenmesini sağlar.[59] Bu, menkul kıymetler hakkındaki algılamaları da içerir –hemen herkesin üzerinde ortaklaşabileceği bu algılar, menkul kıymetlerin değerini destekleyen gerçeklerden dikkate değer bir sapma olduğunda bile işlemlerin devam etmesini sağlayabilir.[60] Bu durum, potansiyel istikrarsızlığa yol açmasının yanı sıra sermaye piyasası teamüllerini ve pratiklerini şekillendirip uygulama gücüne sahip piyasa katılımcılarına sistemli avantajlar da sunar.

5.2. Tahviller, Hisse Senetleri ve Sermaye Piyasası Getirileri

Sermaye piyasasındaki rekabet, bu faaliyetlerden elde edilen potansiyel kazançlara genel sınırlamalar getirdiği gibi sermaye piyasası ile reel birikim getiri oranları arasındaki niceliksel ilişkide de bazı eğilimleri belirler. Bu bakımdan tahvillerle hisse senetlerini ayrı değerlendirmek yerinde olacaktır.

Tahviller, banka kredilerinin yarattığından temelde farklı olmayan kredi ilişkilerini içerirler. Tahvilin getiri oranı, kârdan verilen bir pay olan faiz oranıdır. Bu oranın düzeyi, diğer tahvillerin miktarı ile özelliklerine, söz konusu tahvilin algılanan göreli

59 Örneğin bkz. MacKenzie (2003).

60 Yaşadığımız kriz, gerek ipotek karşılığı borçlanmada, gerekse ipoteğe dayalı TBBY'lerle bağlantılı gelecekteki nakit akımlarını tahmin etmekte kullanılan kredi notu modellerinde bu tür çeşitli olayları açığa çıkarmıştır. Kullanılan yöntemler menkul kıymet alıcılarını ikna etmek için yeterli olabilir, ancak menkul kıymetin nesnel niteliklerini gerçekten tanımlamakta yetersiz kalır. Bkz. Lapavitsas ve dos Santos (2008).

riskine ve tahvil piyasalarında kendini genişletmeyi hedefleyen ödünç verilebilir para-sermayenin miktarına bağlıdır. Özel sektör tahvilleri, güvenli olarak görülen devlet kâğıtlarından genellikle daha yüksek faiz getirileri öderler. Tahvil getiri oranları, tipik olarak, devlet tahvili getirilerine göre sağladıkları fazlalarla ölçülürler.[61] Alıcıların fiilen talep ettikleri bir tahvilin beklenen getiri oranı, tahvilden beklenen sermaye kazançlarını açıklayabilir. Şirketin borç menkul kıymetlerinin risk derecesi göreli olarak düşerse ya da tahvillere yönelik genel talepte artış olursa, bu kazançlar yükselebilir. Şirket yönetiminin genel olarak henüz ödenmemiş tahvillerin fiyatlarını özellikle yükseltmeye çalışmayacakları düşünülürse, bu kazançların sistemli olması pek ihtimal dahilinde değildir.

Birikim süreciyle farklı bir ilişkisi olan hisse senedinin getirisi, temettü ödemeleri ve sermaye kazançları sayesinde gerçekleşir. Hisse senedi sermayesi (Marx'ın deyişiyle "hayali sermaye"), reel dolaşır sermaye bütününün belli bir parçasını temsil etmez. Hisseyi elinde bulundurana, sermaye dolaşımının doğurduğu kârlara bağlı olan, gelecekteki temettü akımları üzerinde belirli bir oranda pay sahibi olma hakkı sağlar. Bu, şirketin piyasa kapitalizasyon değerinin[62] net varlık değerinden sapmasından açıkça görülebilir. Sanayi ya da ticaret devrelerine giren sermaye, *kâr oranı* aracılığıyla değer kazanır. Kâr oranı ise üretim noktasındaki mücadelelerin işin içine karıştığı dolayımlar, sermayenin bileşimi, girdi ve çıktı piyasalarındaki rekabet yoluyla belirlenir. Hisse senedi sermayesi, sermaye piyasalarındaki rekabetin belirlediği *getiri oranı*na göre değer kazanır. Birbiriyle ilişkili olmala-

61 Genellikle risksiz olarak görülen devlet menkul kıymetleri için büyük ve likit bir piyasanın var olması, likit bir özel sektör tahvilleri piyasasının gelişmesini destekleyen önemli bir unsurdur. Özel kesimin pazarlanabilir borç menkul kıymetlerinin hacminde 1980'lerin başından itibaren gözlenen artışa, ABD Hazine tahvil, senet ve bonolarının hacminin de aynı ölçüde çarpıcı bir şekilde artması eşlik etmişti. Bu ikisinin hacmi 1980'de GSYİH'nin %20'sinin biraz üzerindeyken, 1997'ye gelindiğinde %45'e dayanmıştı.

62 Şirketin hisse senetlerinin toplam piyasa değeri –*çev*.

rına karşın bu iki oran temelde farklı toplumsal ilişkileri temsil ederler.

Bir şirketin hisse senedinin satılma anındaki beklenen getiri oranı, tahvillerin faiz oranından genellikle daha yüksek olacak ve borç geri ödemeleri, hisse senedinden elde edilen ve artık niteliğindeki kazançlardan daha güvenli olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, burada dile getirilen konum, hisse senedi alıcıları arasındaki rekabetin hisse senedi getirilerini aşağı çekerek faiz oranlarına yaklaştıracağını savunan Hilferding'in konumundan farklıdır. Hilferding, farklı menkul kıymetlerle ilgili risk primlerinin olduğunu gayet iyi kavramıştı. Ancak, sermaye piyasası menkul kıymetlerine yaklaşımında, Marx'ın ödünç verilebilir para-sermayenin getirilerini ele aldığı *Kapital*'in III. cildinin 23. bölümünde yaptığı açıklamayı yakından takip ediyordu. [63] Marx'ın konuyu ele alış tarzı, kârların reel sermaye tarafından yaratılmasında faiz ödemelerinin nesnel temelini aydınlatıyordu, ancak bunun yanı sıra faiz oranının, söz konusu menkul kıymetin türüne ya da alıcısı ile satıcısı arasındaki finansal ve toplumsal ilişkiye bakılmaksızın tüm ödünç verilebilir para-sermayenin *genel* getirisi olduğunu ileri sürüyordu. Niteliği gereği farklı menkul kıymetleri ve bunların getirilerini içeren risk primlerine böyle bir temelden yaklaşmak mümkün değildir.

Hisse senedini yeni alanların bekledikleri getiri oranı, o anki kârlılıkla ilgili algılarına, menkul kıymete duydukları güvene ve bu etkenlerin gelecekte nasıl bir gelişme göstereceğiyle ilgili beklentilerine bağlı olacaktır.[64] Yatırım bankacılığı ve "finansal mü-

63 Hilferding'in yaklaşımının kökenlerine dair bu önemli gözlem için Makoto Itoh'a teşekkür ederim.

64 Bu makalenin taslak metinlerinde, şirketin ihraç ettiği hisse senedinin sermaye kazançları getirmesinin beklenmediği ve tüm kârın temettü olarak ödendiği basitleştirilmiş bir örnek temel alınmıştı. Bu durumda piyasa kapitalizasyonu tipik olarak şirket varlıklarının fiyatından çok daha düşük olacaktır. Nihayetinde ya şirket hisse senetlerini ucuza geri satın alacaktır ya da hisse senetleri satın alınarak tasfiye edilecektir. Her iki olasılıkta da bu durumun uzunca bir süre devam etmesi mümkün değildir.

hendislik" işlemleri, yeni hisse senedi alıcılarının talep ettikleri beklenen getiri oranını düşürmek suretiyle mevcut sahipleri için fiyat artışlarına ve sermaye kazançlarına yol açarak, bu algıları ve beklentileri etkileyebilir.

Bu faaliyetlerden elde edilebilecek kazançların boyutu, menkul kıymetlerin arzı karşısında talebinin göstereceği gelişmeye ve şirket yöneticileriyle yatırım bankacılarının potansiyel alıcıların gözünde menkul kıymetin güvenilirliğini artıracak yollar bulabilmelerine bağlıdır. Bu ise sermaye piyasasına dair algıların şekillendirilmesinde genel kabul gören, tarihsel olarak özgül pratik ve teamüllerin[65] yanı sıra menkul kıymetlerden kazanç elde etmeyi uman yatırımcıların özgül bileşimine de bağlı olacaktır.

Emeklilik sisteminin ve diğer gereksinimlerin kararlı bir şekilde özelleştirilmesi, sermaye piyasalarında 1980'lerin başından itibaren benzeri görülmemiş bir ortam yaratmıştır. Bu ortam menkul kıymetlere olan talebi fazlasıyla artırmakla kalmayıp, giderek genişleyen bir sıradan tasarruf sahibi kitlesini sermaye piyasalarına çekmiştir. Bu gelişmenin çarpıcı sınıfsal içermeleri olmuştur. Bir tarafta, kapitalist yatırımcılarla yöneticilerden oluşan çok geniş toplumsal şebekelerle iş dünyası şebekeleri içine yuvalanmış şirket yöneticileri ile yatırım bankacılarının, piyasa algılarını şekillendirerek getirileriençoklaştırmak amacıyla profesyonelce uzmanlaştıklarını görüyoruz. Öte tarafta, sermaye piyasalarıyla olan ilgileri esasen (emeklilik, çocuk eğitimi, ev için peşinat ödenmesi gibi) tüketim yapabilme çabaları tarafından dikte edilen, birbirlerinden kopuk hâldeki bireysel tasarruf sahiplerinin olduğunu görüyoruz.

Bu karşılaşmanın sistemli bir şekilde perakende tasarruf sahiplerinin aleyhine olması pek de şaşırtıcı olmasa gerek. Sermaye piyasası işlemlerinin, üretimin temelde yatan gerçeklerinden görece kopmasının yanı sıra algılara, teamüllere ve (son zamanlarda) son derece teknik uygulamalara duyarlı hâle gelmesi, perakende

65 Örneğin türev varlıklar. Bkz. Milo ve MacKenzie (2007).

tasarruf sahiplerinin karşısında güçlü bağlantıları olan kapitalistlerin lehine olma eğilimindedir. Sermaye piyasasında alım-satım yapmanın perakende yatırımcılar ve finansal aracı kurumlar için oldukça farklı sonuçlar doğurması, perakende yatırımcıların "akıl dışılığı"nın bir sonucu olarak görülemez. Ne de olsa finansal aracı kurumlar ne kadar "akıl dışı" olabileceklerini defalarca ispat etmişlerdir. Sermaye piyasasında ortaya çıkan sistemli ve eşitsiz sonuçlar, günümüz sermaye piyasalarının sınıfsal içeriğinin bir ifadesinden başka bir şey değildir.

Her ne kadar bu konuyla ilgili daha fazla analitik ve ampirik çalışma yapılmasına gerek olsa da, son dönemde astronomik boyutlara ulaşan yatırım bankacılığı faaliyetleriyle bağlantılı kârların son tahlilde sıradan tasarruf sahiplerinin yatırımlarıyla finanse edildiği açıktır. Bu faaliyetlerin reel yatırımın artmasını sağlamakla bağlantısının olmadığı bir ortamda –ki bu üretkenlikte, ücretlerde ve yaşam standartlarında genel artışlara yol açabilirdi, yatırım bankacılığı bu dönem boyunca muazzam ve billurlaşmış bir sınıfsal asalaklık olarak gözükmektedir.

6. BAZI SON GÖZLEMLER

Devamlılık gösteren birtakım politika değişiklikleri ve teknolojik gelişmeler, bankacılığı ve bankacılıkla birikim arasındaki ilişkiyi temelden değiştirmiştir. Özellikle ABD'de finans dışı şirketler, işletme yatırımlarını karşılamak için genelde dış finansmana, özelde ise banka kredilerine daha az bağımlı hâle gelmişlerdir. Bunun sonucunda, bu şirketlerin sermaye piyasalarıyla ilişkisi de değişmiş, hisse senedi ile tahvil borçlanmaları azalırken sermaye kazançları elde etmeyi hedefleyen "finansal mühendislik" işlemleri önem kazanmıştır. Emeklilik sisteminin özelleştirilmesi, eşi görülmemiş boyutta ödünç verilebilir para-sermayenin emeklilik dönemi için yapılan tasarruflar biçiminde sermaye piyasalarına yönelmesini tetikleyerek bu değişikliği kolaylaştırmıştır. Bankalar, şirketlere her iki taraf için de faydalı ve mesafeli yatı-

rım bankacılığı hizmetleri sunarak, kendilerini bu süreçlerin tam merkezine yerleştirdiler. Ayrıca bankalar, bu hizmetlerden yararlanırken sistemli olarak olumsuz şartlarla karşı karşıya kalan sıradan tasarruf sahiplerine çeşitli yatırım fonu araçları sunma yoluna gittiler.

Daha da önemlisi, 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 hâline getirdi. 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 kaldılar. Bankaların bu faaliyetler dolayısıyla ücretli kesimle kurdukları ilişkiler, bireysel gelire dayalı büyük miktarda değere sistemli bir şekilde el koymalarını sağlayan faaliyetleri kapsıyordu. Her ne kadar bu değişiklikler en belirgin şekilde ABD ile İngiltere'de görülse de, bu makalede tartıştığımız mikro düzeydeki kanıtlar, yeni bankacılık pratiklerinin gözle görülebilir bir şekilde diğer ileri kapitalist ekonomilere de yayılmakta olduğunu gösteriyor.

Yaşadığımız krizi, bu bankacılık çeşidinin ve ona eşlik eden finansal hizmetlerin krizi olarak kavramak belki de en doğru yaklaşım olacaktır. Düzenleyici arbitraj ve finansal aracı kurumların kaldıraçlamaya daha sıklıkla başvurmaları, bu krizde önemli roller oynamışlardır. Yeni, çıkarıma dayalı risk tahmini yöntemlerinin gücü hakkındaki pozitivist [*olgucu*] kibrin de rolü olmuştur, çünkü bu yöntemler sermaye piyasası oyuncularının, türev varlıkların ve bu varlıklarla ilgili çıkarıma dayalı fiyatlandırma formüllerinin, piyasadaki olası tüm sonuçları fiilen tanımlayıp açıklamasını yapabileceğine inanmalarına neden olmuştu. Aracı kurumlar arasındaki rekabet, ikinci kalite ipotek kredileri verilmesinin kayıplara yol açacağını çoğunun bilmesine karşın,

hiçbirinin patlamayı kaçırmayı göze alamamalarını sağlamıştı.[66] Eski Citigroup patronu III. Chuck Prince'in sözleriyle müzik durduğunda bankaların çoğu hâlâ ayakta dans ederken yakalandılar.

Ancak tüm bu etkenlerin temelinde, bankaların ve daha genel finans sisteminin, finansal müsaderenin alanını genişletme hamlesi yatıyordu. Bu genişlemenin, ABD halkının ücret geliri çok düşük ve güvenli olmayan, tarihsel olarak ezilmiş katmanlarını da içermeye başlamasıyla birlikte beklendiği üzere sorunlar ortaya çıkmaya başladı. "Birinci kalite" ipoteklerle diğer tüketici borçlarında geri ödenmeme oranları yükselirken, iktisadi bunalımın etkisini giderek daha fazla göstermesi sistemin sorunlarını da artıyor.

Yaşadığımız finansal krizi doğuran ve sonuçta milyonlarca insanın yaşamının mahvolmasından sorumlu olan günümüz bankacılığı, günümüz kapitalizmi açısından büyük bir öneme sahip. Önümüzdeki dönemde neler yaşanacak olursa olsun, bankaların sıradan ücretlilerin aleyhine olacak şekilde değere el koyması süreci, sistemin kendi iç çelişkileriyle sona ermeyecektir. Gelirler şimdiye kadar fazlasıyla önem taşırken, bundan fayda sağlayanlar da ileri kapitalist ekonomilerin toplumsal-siyasi dokusunda fazlasıyla merkezî bir konuma sahiptirler. Sendikaların ve daha genelde sıradan insanları bünyesinde toplayan toplumsal örgütlenmelerin geçtiğimiz 30 yıl içerisinde güç kaybetmesi, finans sisteminin sıradan ücretlilerin gündelik yaşantısına giderek daha fazla tecavüz etmesini kolaylaştırmıştır. Bu örgütlenmelerin yeniden canlanması, barınma, emeklilik, eğitim, sağlık ve diğer gereksinimlerin kamu eliyle sağlanmasının yanı sıra bilinçli, demokratik bir iktisadi planlamanın arzulanır bir şey olduğu anlayışını bir kez daha gündeme getirebilecektir.

66 HSBC 2007'nin 8. sayfasında, Mart 2007'de ABD ikinci kalite ipotek portföyünün büyük bir kısmının, "bu ürünlerin fiyatlandırmasında göz önüne alınandan çok daha yüksek bir oranda geri ödenmediğini göstermiş" olduğu belirtiliyordu. Hissedarlara, "zamanla ortaya çıkan risk yoğunlaşmasının bir daha tekrar etmemesi için bu iş alanında yeniden yapılandırmaya gidileceği" sözünün verilmesine karşın, bir sonraki yıl banka ABD'deki faaliyetleriyle ilgili olarak tüketici kredilerinde 1,8, yatırım bankacılığında ise 1,2 milyar dolar zarar ettiğini kamuoyuna açıkladı.

EK: BANKA ŞİRKET RAPORLARI

Bankalarla ilgili bilgiler, aksi belirtilmedikçe 2006 ve 2007 yıllarına ait Yıllık Raporlar'dan alınmıştır. Bunun tek istisnası olan SMFC için 2006-2007 mali raporu kullanılmıştır. Ulusal düzenleme kurumları ile çeşitli kurumların muhasebe teamülleri arasında önemli farklar olması nedeniyle makalede sunulan verilerin kaynaklarını ayrıntılarıyla belirtmek gerekiyor. Aşağıdaki açıklamalarda bu gereksinim faaliyet alanına göre yerine getiriliyor ve gerekli bazı uyarılar yapılırken karşılaşılan güçlüklere de değiniliyor.

Kredi Kartı ve Hesap Hizmeti Bedelleri

Tüm bankalar için bu bedeller, kredi kartları, banka kartları ve hesap hizmetleri karşılığında alınan ücretleri kapsıyor. RBS için fon yönetimi ücretlerini de içeren, perakende faaliyetlerden elde edilen toplam faiz dışı gelir verilmektedir. BNP Paribas içinse para muameleleriyle ilgili komisyon ve ücret gelirleri tahmininden arta kalan, gerçeğe uygun değer üzerinden hesaplanmış net komisyon geliri verilmiştir.

Finans Piyasası Aracılığı

Yüzdeler, fon yönetimi gelirlerini ayrıca açıklamayan SMFG ve RBS için olduğundan daha düşük değerleri göstermektedir. SMFG, yatırım bankacılığı gelirlerini de açıklamamaktadır. Verilen rakam yalnızca kendi hesabına yaptığı alım-satım işlemlerinden ve ticaret hesabından elde edilen kazançları içermektedir.

Fon Yönetimi ve İlgili Komisyon Ücretleri

Rakamlar, yatırım, emeklilik, menkul kıymet yatırım fonları ile diğer fonların yönetiminden elde edilen net ücret ve/veya komisyonları kapsamaktadır. Smith Barney ve Özel Bankacılık bölümlerinin net gelirinin verildiği Citigroup ile perakende düzeyde kazanılan (para muameleleriyle ilgili hizmet ücretlerini de içeren) ücretlerin verildiği RBS, istisnaları oluşturmaktadır.

Kendi Adına Yapılan Alım-Satım İşlemlerinden Elde Edilen Kazançlar ve Ticaret Hesabı Kazançları

HSBC için verilen rakamlar, "Net ticaret geliri" ile "Finansal araçlardan elde edilen net gelir"in toplamıdır. Citibank rakamları, "Asli işlemler" toplam gelirini kapsamaktadır (kredi araçları için açıklanan zarar 21,8 milyar dolardı). Bank of America ve SMFG rakamları, "Ticaret hesabı kârları"nın yanı sıra yatırım geliri ile borç menkul kıymetleri satışından elde edilen kazançların toplamına tekabül etmektedir. Bankanın ticaret hesabı zararı 2007'de 5,13 milyar dolar düzeyindeydi. RBS için verilen rakamlar, net alım-satım kazançlarının yanı sıra yatırımlardan ve varlığa dayalı faaliyetlerden elde edilen kazançlarla kira gelirlerinin toplamına eşittir. "Asli işlemler"den elde edilen kazançları gösteren Barclays rakamları, net alım-satım ve yatırım gelirlerini de içermektedir. Santander'in "finansal faaliyetlerden elde edilen net gelirler"i verilmiştir. Paribas, gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülen finansal araçlardan ve satılmaya hazır finansal varlıklardan elde edilen net kazançları açıklamaktadır. UBS'nin rakamları net alım-satım gelirini, Goldman Sachs'ınkiler ise alım-satım ve asli yatırım gelirini göstermektedir.

KAYNAKLAR

Akers, D., J. Golter, B. Lamm ve M Solt. (2005) "Overview of Recent Developments in the Credit Card Industry", *FDIC Banking Review* 17 (3), s. 23-35.

Allen, F. ve A. Santomero. (1997) "The theory of financial intermediation", *Journal of Banking and Finance* 21 (11-12), s. 1461-85.

Allen, F. ve A. Santomero. (2001) "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance* 25 (2), s. 271-94.

Barclays. (2008) *Annual Report 2007*. Londra: Barclays plc.

Berger, A. ve L. Mester. (2003) "Explaining the dramatic changes in performance of U.S. banks: technological change, deregulation, and dynamic changes in competition", *Journal of Financial Intermediation* 12 (1), s. 57-95.

Besser, W. (1999) "Equity returns, bond returns, and the equity premium in the German capital market", *The European Journal of Finance* 5 (3), s. 186-201.

Boston Consulting Group. (2003) *Navigating the Maze, Asset Management 2003*. Boston: Boston Consulting Group.

Black, F. ve M. Scholes. (1973) "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy* 81 (Mayıs/Haziran), s. 637-59.

Blackburn, R. (2006) "Finance and the Fourth Dimension", *New Left Review* (Mayıs/Haziran), s. 39-70.

Chen, H. ve J. Ritter. (2000) "The Seven Percent Solution", *Journal of Finance* 55 (3), s. 1105-31.

DeLong, J. ve K. Magin. (2007) "The U.S. Equity Return Premium: Past, Present and Future", yayınlanmamış metin, California Berkeley Üniversitesi.

Dodd, R. (2007) "Subprime: Tentacles of a Crisis", *IMF Finance and Development* 44 (4), s. 15-19.

Emm, E. ve G. Gay. (2005) "The Global Market for OTC Derivatives: An Analysis of Dealer Holdings", *The Journal of Futures Markets* 25 (1), s. 39-77.

Ertürk, I. ve S. Solari. (2007) "Banks as continuous reinvention", *New Political Economy* 12 (3), s. 369-88.

Furnace, D. (2004) "Why Overdraft Income is Growing for Financial Institutions?", *Kentucky Banker Magazine* (Mart 2004). Lousiville: Kentucky Bankers Association.

Greenspan Commission. (1983) *Report of the National Commission on Social Security Reform*. Washington, DC: Social Security Administration.

Gruben, W. ve R. McComb. (1997) "Liberalization, Privatization, And Crash: Mexico's Banking System in the 1990s", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, Birinci Çeyrek, s. 21-30.

Hilferding, R. (1981) [1910] *Finance Capital*. Londra: Routledge & Kegan Paul [*Finans Kapital*, çev. Yılmaz Öner, Belge Yayınları, 1995].

Itoh, M. ve C. Lapavitsas. (1999) *Political Economy of Money and Finance*. Londra: Macmillan.

HSBC. (2007) *Annual Report 2006*. Londra: HSBC Holdings plc.

International Finance Corporation. (2008) *Annual Report 2007*. Washington, DC: World Bank Group.

Investment Company Institute. (2006) "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances and Loan Activity in 2005", *Research Perspective* 12 (1), s. 1-20.

Investment Company Institute. (2007) *2007 Investment Company Fact Book*, 47. baskı, www.icifactbook.org.

Kindelberger, C. ve R. Aliber. (2005) *Manias, Panics, and Crashes – A History of Financial Crises*, 5. Baskı. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc [Cinnet, Panik ve Çöküş: Mali Krizler Tarihi, çev. Neşenur Domaniç, Scala Yayıncılık, 2004].

Lang, W., L. Mester ve T. Vermilyea. (2007) "Competitive Effects of Basel II on U.S. Bank Credit Card Lending", Federal Reserve Bank of Philadelphia Çalışma Metni, 07-9, Philadelphia: Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Lapavitsas, C. (2003) *Social foundations of markets, money, and credit*. Londra: Routledge.

Lapavitsas, C. (2007) "Information and trust as social aspects of credit", *Economics and Society* 36 (3), s. 416-36.

Lapavitsas, C. (2009) "Financialised Capitalism: Crises and Financial Expropriation", *Historical Materialism*, yayınlanacak.

Lapavitsas, C. ve P. dos Santos. (2008) "Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology", *Contributions to Political Economy* 27, s. 31-56.

Leyshon, A. ve N. Thrift. (1997) *Money/Space*. Londra, Routledge.

Marx, K. (1909) [1894] *Capital*, III. Cilt. Chicago: Charles H. Kerr & Company [*Kapital*, çev. Alaattin Bilgili , Sol Yayınları, 1965].

McGrath, K. (1989) "Legislative and Regulatory Update: Banks and Mutual Funds", SEC Yatırım Yönetimi Müdürü'nün 1989 Amerikan Bankacıları Birliği'ne yaptığı konuşma, 6 Şubat 1989. Washington, DC: Securities and Exchange Commission.

Merton, R. (1973) "Theory of rational option pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (Güz), s. 141-83.

Mester, L. (1997) "What is the point of credit scoring?", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review* (Eylül-Ekim), s. 3-16.

Millo, Y. ve D. MacKenzie. (2007) "Building a Boundary Object: The Evolution of Financial Risk Management", yayınlanmamış metin.

Morrison, A. ve W. Wilhelm. (2007) *Investment Banking, Institutions, Politics, and Law*. New York: Oxford University Press.

Neely, M. (1995) "Will the Mutual Fund Boom be a Bust for Banks?", *Federal Reserve Bank of St Louis Regional Economist* (Ekim).

Organization for Economic Cooperation and Development. (2007) *Closing the Pensions Gap: The Role of Private Pensions*. Paris: OECD.

Watson and Wyatt. (2007) "The World's 500 Largest Asset Managers", www.watsonwyatt.com/research/deliverpdf.asp?catalog=PI_500_Analysis_2007.

GÜNÜMÜZ KAPİTALİZMİNDE MERKEZ BANKACILIĞI: ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE FİNANSAL KRİZLER

Demophanes Papadatos

1. GİRİŞ

Finansallaşma, reel birikimin son yıllarda geçirdiği dönüşümün sonucudur ve bu dönüşüm finans sisteminin de dönüşüm geçirmesine yol açmıştır. II. Dünya Savaşı sonrası dönemdeki patlamanın sona erişine işaret eden birinci petrol şoku sırasında, 1973-74 yıllarında reel birikim rejiminde bir değişikliğe tanık olduk. Bu rejim değişikliğine, resmi Keynesçiliğin 1970'lerin stagflasyonist[1] kriziyle başa çıkamamasına yanıt olarak ortaya çıkan derin bir kurumsal ve siyasi tepki eşlik etti.

Son finansal küreselleşme dalgası, hem sanayi ekonomileri arasındaki hem de sanayi ekonomileri ile gelişmekte olan ekonomiler arasındaki 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. Bu arka plandan bakıldığında, hızlı büyüme, kuralsızlaştırma, küresel yayıl-

1 Enflasyona durgunluğun ve işsizliğin eşlik ettiği durum *–çev.*

ma, yeni teknolojilerin uygulamaya sokulması, kurumsal değişim ve finansal yenilikler, finans sektörünün baştan aşağı dönüşüm geçirmesine yol açmıştır. Finans sektörünün gelişmiş ekonomilerdeki ağırlığı, istihdam, kârlar, kurum ve piyasaların büyüklüğü anlamında gözle görülür bir şekilde artmıştır. Finans günümüzde gelişmiş ülkelerde toplumun her yönüne nüfuz etmekte ve gelişmekte olan dünyada önemini giderek artırmaktadır.[2]

Ancak, finansal akımlardaki büyük artışla birlikte 1980'lerin sonları ile 1990'larda çok sayıda döviz krizi ve finansal kriz patlak vermiştir. Finans sisteminin geçirdiği dönüşüm yüzünden krizlerin mizacı önemli ölçüde değişirken, çalkantılarla geçen 1970'lerin ortasından sonra balonlarla finansal krizlerin finansallaşmış kapitalizmin olağan bir özelliği hâline gelmesi merkez bankasının önemi artırmıştır. Gene de, kapitalist sınıfın çıkarlarını ve toplumsal hâkimiyetini korumayı amaçlamasına karşın, merkez bankasının bu yeni ortamdaki faaliyetlerini yoğun bir belirsizlik ve kafa karışıklığı kuşatmıştır.

Ekonomi politikasını belirleyenlerin bu eğilimlere verdikleri ilk tepki, merkez bankasının kanuni mübadele aracı üzerindeki tekelini güçlendirmek oldu. Finans sistemi, borçların ödenerek kapatılması için zorunlu ödeme aracı olan merkez bankası parasının kullanılmasına daha da bağımlı hâle geldi. Aynı zamanda, enflasyon hedeflemesi ve merkez bankası bağımsızlığı politikaları benimsendi.[3] Enflasyon hedeflemesi, 1990'ların başlarından itibaren yüksek ve orta gelir düzeyindeki pek çok ülkede hâkim ("en iyi uygulama") para politikası paradigması hâline gelmiştir.[4] Tam

2 Lapavitsas (2009).

3 Merkez bankalarının, finansallaşma döneminde kanuni mübadele aracı üzerindeki tekellerini nasıl güçlendirdikleriyle ilgili olarak bkz. J.T. Kneeshaw ve Van den Bergh (1989).

4 Dört başı mamur bir enflasyon hedeflemesi politikası takip eden ülkeler şunlardır: Avustralya, Brezilya, Kanada, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İzlanda, İsrail, Meksika, Yeni Zelanda, Norveç, Peru, Filipinler, Polonya, Güney Afrika, Güney Kore, İsveç, Tayland ve İngiltere (bkz. Carare ve Stone (2003), Stone ve Bhundia (2004)).

anlamıyla enflasyon hedeflemesi politikalarını izleyen ülkelere ilaveten, örneğin IMF programları çerçevesinde "enflasyon tavanları" (arzulanan azami enflasyon oranı) belirleyen birçok ülke de gayri resmi ya da örtülü bir şekilde bu politikayı benimsediler. Bu "tavanlar", politika rejimlerinin enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanabilmesi için yeterli değildir, ancak orta vadede enflasyon hedeflemesine doğru yol alındığının bir kanıtıdır.

Enflasyon, işsizlik, üretimin dalgalanması ve faiz oranları açısından pek çok OECD ülkesinin makro-iktisadi performansı son 10-15 yıl boyunca iyileşme göstermiştir. Ana yolcu teorisyenlerin neoliberal politikaların başarısına yordukları bu dönem "Büyük Ilımlılık" adıyla biliniyor. Bu bağlamda, para politikası daha da ön plana çıkmış, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi eğilimi iyice güçlenmiştir.[5]

Bu makalede, finansallaşmanın ayrılmaz bir parçası hâline gelen enflasyon hedeflemesi tartışılıyor. Bu amaçla, merkez bankacılığının toplumsal-siyasi yönlerine ve bu yönlerin sınıf çıkarlarıyla ilişkisine vurgu yapan Marksist bir yaklaşım benimseniyor. Enflasyon hedeflemesinin sınıfsal boyutu açığa çıkarılırken, yaşadığımız finansal krizin aynı zamanda para politikası rejiminin krizi hâline geldiği gösteriliyor. Enflasyon hedeflemesi, özünde, toplumun geniş bir kesiminin zararına olacak şekilde finansal çıkarların korunmasını amaçlayan bir girişimdir. Merkez bankası politikasının, enflasyon hedeflemesinin ötesine geçmesi gerektiğini savunan ana yolcu önerilerin gerisinde de aynı amaçlar yatıyor. Kısmen bugünkü krize yanıt olarak hazırlanan bu öneriler, merkez bankasının son başvurulacak kredi mercii olma işlevini vurgulayarak, bunu yeni bir "son başvurulacak piyasa yapıcı" olma işleviyle tamamlıyor. Bu gibi politikalarla özel sektörün kârlarını savunurken, finansal zararları toplumsallaştırmak için merkez bankasının gücünün kullanılması amaçlanıyor.

Makale, Marksist bir bakış açısıyla bugünkü krizin analizi et-

5 Bernanke (2004).

rafında yapılandırılıyor. 2. kısımda, yaşadığımız krizin (finansallaşma dönemindeki tüm önemli finansal krizlerin) nedenlerini, modern dönemde kapitalist birikimin parasal etkenlerinin göreli özerkliğini artıran kurumsal değişikliklerde aramak gerektiği savunuluyor.

3. kısımda, merkez bankacılığı ve finansallaşma dört alt başlık altında inceleniyor. Kısım 3.1'de, finansallaşmanın asli bir parçası olduğu gösterilen enflasyon hedeflemesi çerçevesinin, şu anki kapitalist birikim rejiminde parasal etkenlerin özerkliğini artıran pek çok etkenden biri olarak yaşadığımız krizin nedenleri arasında sayılması gerektiği vurgulanıyor.

Kısım 3.2'de, enflasyon hedeflemesini savunanların, bilimsel ve siyasi bakımdan bu olgularla ilgili yanlış bir yaklaşımı benimsedikleri gösterilerek, enflasyonla ilgili olgulara dair ana yolcu görüşlerin ekonomi politik açısından eleştirisi yapılıyor.

Kısım 3.3'te, enflasyon hedeflemesiyle ilgili teorik çerçevenin ortaya çıkışının tarihi ve kanuni mübadele aracı üzerindeki tekelin güçlenmesine katkıda bulunan modern para idaresinin çeşitli yönleri ele alınıyor.

Kısım 3.4'te, merkez bankacılığının karakteristik toplumsal ilişkileri analiz ediliyor. Özgül olarak, merkez bankacılığı teorisi, sınıflar arası ve sınıf içi çatışmanın "ihtilaflı alanı" olarak Marksist bir bakış açısıyla eleştirel bir analize tabi tutuluyor. Sermaye-emek ve finans-sanayi ilişkileri, neoliberal reform gündemi kapsamındaki gelişmelerin ışığı altında inceleniyor.

4. kısımda ise finansallaşmayla bağlantılı olarak finansal balonlara değiniliyor. Balonun patlaması ile para politikasındaki ani değişiklikler arasında bağlantılar kurulurken, para politikası rejimi değişikliğinin, toplumsal ve siyasi çıkarlarla ilişkisi gösteriliyor.

2. FİNANSALLAŞMA VE YAŞADIĞIMIZ KRİZ

Uzun yıllar süren neoliberal hegemonyanın ardından, genelde düzenleme ve daha özelde de finansal düzenleme meselesi bir çeşit düşünsel arafa gönderildiğinde beklenenden çok daha güçlü bir şekilde geri döndü. 1990'larda yaşanan finansal krizler, finansallaşmış, neoliberal ve dizginlerinden boşanmış yeni finans dünyasının neden olduğu finansal kırılganlığın açık işaretlerini ortaya koymuştu. 1990'lardan bu yana, günümüz kapitalizminin değişmez bir özelliği olacak ölçüde ciddi finansal krizlerin tekrar tekrar patlak vermesi, altta yatan önemli sistemik etkenlere işaret ediyordu.

Günümüz finansı, "yarat ve dağıt" (finans kurumlarının çeşitli finansal araçlar yaratıp ardından bunları yatırımcılara dağıtması) finansman modelinin benimsenmesi ve buna eşlik eden "kredinin menkul kıymetleştirilmesi" (kredilerle diğer finansal varlıkların pazarlanabilir menkul kıymetler olarak paketlenmesi) biçimleriyle en uç noktasına ulaştı. Model, finansal kapitalin (kısmen üretken sermaye karşısında gücünün artması, kısmen de hayali sermaye işlemleri sayesinde) aşırı yüksek kârları kendine mal etmesini kolaylaştırdı. Gerek riskin dağıtılması denen şeyin aslında sistem genelindeki riski artırması, gerekse daha tehlikeli risklerin, bu riskleri anlayıp başa çıkabilmeleri daha zor olan kesimlere aktarılması nedeniyle finans sistemindeki sistemik riskler arttı. Daha özgül olarak, ikinci kalite balonunun oluşumunu teşvik eden ana unsur, aracılardan her birinin hem ipotek aracılığı sürecindeki rolleri karşılığında aldıkları ücretlerden, hem de riski açıktan açığa diğer yatırımcılara aktarmalarından gelir elde ettiği gerçeğiydi. Dolayısıyla, aracılık zincirinde yer alan herkes, yani ipotek aracısı, konut değerleme uzmanı, ipotekleri yaratıp İDMK'leri (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleri) yeniden paketleyip TBBY (Teminata Bağlanmış Borç Yükümlülükleri) olarak pazarlayan banka ve AAA kredi notu vererek bu tür tehlikeli araçları tasvip eden kredi derecelendirme kuruluşları, sadece ris-

ki başkalarına devrederek gelir elde ediyorlardı. Bu sürece dahil olan tüm aracılar, borçlanıcıların (özellikle de riskin başkalarına devredilmesinden sonra ipoteği ilk düzenleyen kurumların) kredi verilebilirliğinin takip edilmesiyle ilgili teşvikleri azaltmışlardı.

Sonuç olarak, yaşadığımız krize en fazla katkısı olan şey, finansallaşma döneminde parasal faktörlerin göreli özerkliğinin artmasıdır. Krizin, reel birikimi oldukça uzun bir gecikmeyle etkilemiş olması, standart Marksist bakış açısından bakıldığında oldukça özel bir durumdur. Daha özgül olarak, finansın serbestleştirilmesi ilerledikçe büyük şirketlerin açık finans piyasalarından neredeyse hiçbir kısıtlamayla karşılaşmaksızın borçlanabilmeleriyle birlikte bankalar, bireylere kredi vererek ve finansal işlemlere aracılık ederek kâr sağlama yoluna gittiler. Bu tür piyasaların büyümesi, kapitalist toplum genelinde atıl parayı harekete geçiren yeni finans kurumlarını ortaya çıkardı: Emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri, riskten sakınma fonları ve benzeri. Bu gelişmelerin sonucunda, şu anda kapitalist sınıfın kârlarının büyük bir kısmı, işçilerin ve diğer halk kesimlerinin kişisel gelirlerinden kaynaklanmaktadır –tipik olarak finansal yükümlülüklerle hizmetlerin karşılığında faiz veya hizmet bedelleri olarak ödenen meblağlar. Bu ise, aracılık yapılan finansal işlemlerin kârlılığının güçlü bir şekilde bu tür davranışları harekete geçirmesi nedeniyle sistemi finansal balonların ve krizlerin gelişmesine daha yatkın hâle getirmiştir.[6]

Ancak bu, Marksizme yabancı bir şey değildir. Özgül olarak Marksist bir bakış açısıyla değerlendirildiğinde, her ne kadar kapitalist ekonomi özü itibariyle istikrarsız olarak görülse de, bu iktisadi istikrarsızlığın parasal ve finansal yönleri olduğu vurgulanır. Marx'a göre, iktisadi kriz ancak gelişmiş bir para ve kredi sistemi temelinde ortaya çıkabilir; kredi sisteminin etkinlik alanı ne kadar genişlerse, bu tür krizlerin ortaya çıkma olasılığı da o

6 Lapavitsas (2009).

kadar artar. Gene de Marx, farklı parasal ve finansal kriz çeşitleri arasında bir ayrım yapar.

Marx, paranın ödeme aracı işlevi üzerine yazdığı bir notta şunları belirtiyordu:[7] "Metinde her genel sınai ve ticari krizin tikel bir evresi olarak tanımlanan parasal kriz, yine parasal kriz olarak adlandırılmasına karşın diğerlerinden bağımsız olarak ortaya çıkabilen ve sanayi ile ticareti sadece dolaylı olarak etkileyen özel tür bir krizden açıkça ayırt edilmelidir. Hareket merkezleri para-sermayede olduğu için bu krizlerin dolaysız alanı bankacılık, borsalar ve finanstır".

Bu notta iki parasal kriz tipi arasında bir ayrım yapılıyor: Genel bir sınai ve finansal krizin tikel bir evresi olanlar (1. tip); genel bir sınai ve ticari krizden bağımsız olarak ortaya çıkanlar (2. tip). Nota göre, Kapital'in metninde yer alan ödeme aracı ile parasal kriz arasındaki ilişkinin analizi, özgül olarak 1. tip krizlere göndermede bulunuyor. Ancak, Itoh ve Lapavitsas'ın dikkat çektikleri üzere, metin daha yakından okununca görülecektir ki analizin 2. tip krizlere uygulanmaması için hiçbir neden yoktur[8] (notun daha sonra Kapital'e dahil edilmesi, bunun örtülü bir şekilde kabul edildiğinin bir işaretidir). Her şeyden öte metinde, "her ne nedenle olursa olsun" ödeme taahhütleri zincirini olumsuz etkileyecek bir şey parasal bir krize yol açabilir.

Ayrıca, bu notun tüm amacının, parasal etkenlerin reel sermaye birikimi sürecinden göreli bağımsızlığından kaynaklanan ikincil nedenleri inkâr etmeksizin, temelleri genel sınai ve ticari krizlerde yatan parasal krizlerin başlıca nedenine vurgu yapmak olduğu söylenebilir. Bu nedenle, bu çerçevede kredi krizleri esasen aşırı birikimle ya da reel birikimin genel rahatsızlıklarıyla ilgilidir (1. tip kriz). Ancak, daha önce belirtildiği üzere bazı durumlarda balonlar, reel birikimin genel rahatsızlıklarından bağımsız olarak ortaya çıkabilirler. Borçların geri ödenmesi ve kredilerin yenilen-

7 Marx (1867), s. 236.

8 Itoh ve Lapavitsas (1999), 6. bölüm, s. 125.

mesi sürecini etkileyen herhangi bir önemli rahatsızlık, finansal istikrarsızlığa neden olabilir. Kredi verilmesi, gelecek hakkında beklentiler oluşturulmasını içerir ve toplumun fazla kaynaklarının yeniden dağılımını etkiler, ancak süreç özel finansal sermayenin üretimden bağımsız bir şekilde hareket ederek gerçekleştirdiği işlemler temelinde gerçekleşir. Kaçınılmaz olarak, kredi sisteminin işlemleri kapitalist birikime içkin olan istikrarsızlığı şiddetlendirdiği gibi spekülasyona, kuralların esnetilmesine ve apaçık yolsuzluklara meydan verir. Tamamen kredi sisteminin işlemlerinin sonucu olarak ortaya çıkan 2. tip parasal krizler, iş çevrimi sırasında ortaya çıkan daha geniş sınai ve ticari krizlerin ayrılmaz bir parçası olan 1. tipteki krizlerden farklıdır.[9]

Para politikaları 1. tipteki krizlerle başa çıkmak konusunda sınırlı bir etkiye sahiptir, çünkü krizin esas nedeni reel birikim düzeyindeki gelişmelerdir. Öte yandan, para politikası, reel birikimi ancak dolaylı olarak etkileyebilen 2. tipteki krizlerle başa çıkılmasında etkili olabilir. Gene de, 2007-09 finansal krizine gelinceye değin, finansallaşma döneminde para politikası, finans sistemindeki kusurlardan ve bazı müdahaleci politikalara ihtiyaç olmasından endişe ediyormuş gibi gözükmüyordu. Bununla beraber, finans sistemine yönelik bu tavır yeni bir şey değildir. 1990'larda patlak veren krizlerin neredeyse hepsinde daha geniş çaplı etkileri önlemek için devletin yoğun bir şekilde müdahale etmesi (örneğin ABD Tasarruf ve Kredi Kurumları krizindeki yarı millileştirmeler) gerekmişti, ancak neoliberalizmin egemen siyasi çevreleri sorunu göz ardı etmeye devam ettiler. Bunun sebebi kolaylıkla tespit edilebilir. Finansallaşmayı teşvik eden neoliberal politikaların hâkim olduğu son 20-30 yıllık dönemde, finansal sermaye kolayca bertaraf edilemeyecek önemli bir iktisadi ve siyasi güç edindi. Ayrıca, günümüz merkez bankacılığının yeni pratiği ve sunulan teorik gerekçeler, iktisadi sorunların ve durgunlukların es geçilmesini kolaylaştırdı. Sonuç olarak, eğer içinde bulunduğu-

9 Itoh ve Lapavitsas (1999), s. 166-167.

muz finansallaşma döneminde neoliberal reform gündeminin uygulanması, mevcut krizden sorumlu tutulması gereken birtakım toplumsal ve siyasi sonuçlara yol açtıysa, enflasyonu hedef alan para politikası rejiminin benimsenmesi ve sürdürülmesi bunlardan biri olarak görülmelidir.

3. FİNANSALLAŞMA, MERKEZ BANKACILIĞI VE SINIF ÇIKARLARI

Enflasyon hedeflemesi, ikinci kalite ipotek kredileri krizinin ortaya çıkmasına kadar geçen yaklaşık 20 yıl boyunca para politikası alanındaki hâkim paradigma, yani "en iyi uygulama" paradigması oldu. Elbette işlerin artık eskisi gibi olmadığı günümüzde, birçok politika yapıcı ve iktisatçı, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesinin ötesine geçmesi gerektiğini savunuyor. Gene de, finansal istikrarın en az fiyat istikrarı kadar önemli bir para politikası hedefi olarak görülmeye başlanması ancak 1990'lardaki krizlerden sonra oldu.[10]

1970'li ve 1980'li yıllardaki hızlı enflasyon döneminin ardından fiyatların, üretim düzeyinin ve faiz oranlarının istikrarlı seyrettiği yaklaşık 20 yıllık bir dönem yaşandı. Ana yolcu görüşe göre bu, enflasyon hedeflemesine odaklanan para politikasının sonucuydu.[11] Fiyat istikrarının aynı zamanda finansal istikrarı da garanti ettiği şeklindeki yanlış görüşün ortaya çıkması fazla gecikmedi. Buna göre, merkez bankası yalnızca enflasyonu düşük tutmakla ilgilenmeliydi, finans sektörü kendi başının çaresine bakabilirdi.

Fiyat istikrarının finansal istikrarın garantisi olduğu görüşünün başlıca savunucusu Schwartz idi.[12] Bu görüş, Bernanke ve Gertler tarafından da paylaşılıyordu.[13] Schwartz, daha önce

10 Siklos (2002), s. 8.

11 Bernanke (2004).

12 Schwartz (1988), s. 33-62 ve Schwartz (1998), s. 34-41.

13 Bernanke ve Gertler (1999), s. 18-51.

Friedman ile birlikte yaptıkları bir çalışmaya dayanarak,[14] finansal istikrarı (özellikle bankacılık sektörü için) tehdit eden en önemli şeyin enflasyon oranındaki beklenmedik değişiklikler olduğunu savunuyordu. Bu nedenle, merkez bankası fiyat istikrarını sağlayarak "finansal istikrara, mevduat sigortasını reforma tabi tutup yeniden düzenlemeler yapmak suretiyle sağlayacağından daha fazla katkıda bulunacaktır".[15] Eğer merkez bankası enflasyonu düşük tutmaya odaklanırsa, (yüksek enflasyonun uyardığı) kredi patlamalarının ve (beklenmedik deflasyonun veya dezenflasyonun[16] uyardığı) durgunlukların ortaya çıkma olasılığı sözüm ona azalacaktır. Fiyat istikrarı ile (banka panikleri anlamına gelen) finansal istikrarsızlık arasında aynı yönlü bir "ilişki" olduğunu (ama bu nedensel bir ilişki değildi) tespit eden ana yolcu iktisatçılar tarafından sınanan "Schwartz Hipotezi" de bu görüşü güçlendirdi.[17]

3.1 Enflasyon Hedeflemesi Modeli ve Marksist bir Eleştiri

Enflasyon hedeflemesine dayanak oluşturan iktisat modelini biraz daha yakından incelemek faydalı olacaktır. Model çok basittir ve iki ana parametresi vardır: Enflasyon hedefi ve enflasyon beklentileri. İlki hükümet tarafından belirlenirken, ikincisi özel sektörün davranışlarından ortaya çıkar. Modelin ayrıca ihtiyari bir politika aracı vardır: Nominal faiz oranı. Bu açıdan bakıldığında, merkez bankasının başlıca amacı, enflasyon oranı ile enflasyon hedefi arasındaki farkı gelecekte belli bir noktada ortadan kaldırmaktır ("politika ufku", genellikle 1 ila 3 yıl arasında belirlenir).

Modelde, özel (esasen finansal) sektörün enflasyon beklenti-

14 Friedman ve Schwartz (1963).

15 Schwartz (1998), s. 38.

16 Deflasyon fiyatlar genel düzeyinin sürekli düşmesi, dezenflasyon ise enflasyonun artış hızının yavaşlaması demektir –*çev*.

17 Bkz. Bordo, Dueker ve Wheelock (2000), Bordo ve Wheelock (1998), s. 41-62.

leri ile (aşağıda açıklanan) çıktı açığının birlikte enflasyonu belirlediği varsayılır. İşsizlik oranının EHİO etrafında dalgalandığı düşünülür: İşsizliğin EHİO'nun üzerinde (altında) olması enflasyonu yükseltir (düşürür).[18] Cari işsizlik oranı ile EHİO arasındaki farkla ifade edilen çıktı açığını ise reel faiz oranı düzeyi belirler. Yüksek reel faiz oranları çıktı açığını büyütürken, düşük faiz oranları iktisadi faaliyetleri teşvik ederek açığı azaltır.

Son olarak, reel faiz oranı, tanımı gereği nominal faiz oranından enflasyon beklentilerinin çıkarılmasıyla hesaplanır. Merkez bankası, beklentileri etkilemek amacıyla nominal faiz oranıyla oynayarak enflasyon hedefini tutturmaya ve daha ileri bir aşamada ise derneşik talep düzeyinde ince ayarlamalar yapmaya çalışır.

Dolayısıyla, model ve modelin politika içermeleri, altta yatan iki iddia üzerine inşa edilir: İlk olarak, kalıcı işsizlik gönüllüdür (doğaldır), çünkü gönüllü olmayan (hakiki) işsizlik geçici bir olgudur. İkinci olarak, işsizliği "doğal" oranının altına düşürme girişimleri enflasyonu tetikleyecek, hatta belki de hızlanan enflasyona yol açacaktır. Kısacası, enflasyon hedeflemesi, enflasyon ile işsizlik arasında ampirik bir ödünleşim olduğu anlayışına dayanır.

Buna karşın, bu görüşün doğru olduğunu gösteren pek az kanıt vardır. Shaikh (1997), ampirik kanıtlara dayanarak bu görüşün geçerli olmadığını gösteren üç noktaya dikkat çekmiştir: Birincisi, savaş sonrası dönemin büyük bir bölümünde, OECD ülkelerinde ortalama işsizlik düzeylerinde gözlenen yükseliş, ortalama çıktı artış oranlarındaki düşüşle doğrudan doğruya bağlantılıydı. İkincisi, OECD ülkelerinde işsizlik ile enflasyon ara-

18 EHİO (enflasyonu hızlandırmayan işsizlik oranı, NAIRU), parasalcı "doğal işsizlik oranı" (DİO) kavramından türemiştir. DİO, emek piyasası dahil olmak üzere tüm piyasaların dengede olmasını sağlayan işsizlik oranıdır. EHİO, uzun dönemde istikrarlı enflasyonla uyumlu olan işsizlik oranı olarak tanımlanır (eğer ekonomi EHİO'nun altında faaliyet gösteriyorsa, enflasyonun hızlanacağı farz edilir –tam tersi de geçerlidir.

sında genel bir tarihsel ödünleşim bulunmamaktadır. 1975-1991 yılları arasında böyle bir ödünleşim söz konusu olmuş olabilir, ancak 1964-1974 döneminde bunun tam tersi geçerliymiş gibi gözükmektedir. Üçüncüsü, enflasyon iktisadi büyümeyle ilgili gibi gözükmektedir, yani düşük büyüme aslında yüksek enflasyonla bağlantılıdır.

Bu nedenle, enflasyonun ve enflasyon hedeflemesinin Marksist bir bakış açısıyla tam anlamıyla kavranabilmesi, bu olguların özgül toplumsal-tarihi bağlamında yerli yerine oturtulmasını gerektirir. Bu yapıldığında, bu görüşlerin açıkça yanlış olduğu ve ideolojik-siyasi mülahazalara dayandığı ortaya çıkar. Enflasyon hedeflemesine dayanak oluşturan iktisat modelinin uygulanması, neoliberal ideolojik ve siyasi gündemin asli bir parçasını oluşturan para politikasına birtakım kısıtlamalar getirilmesini gerektirir. Buna göre, enflasyon hedeflemesi için "inandırıcı" makro-iktisadi politikalar gerekir –ki bu özü itibariyle "Ortodoks" politika görüşünün benimsenmesi anlamına gelir. Ayrıca, para politikası takdir yetkisi sıkı bir kurallar çerçevesi içinde kullanılmalıdır.

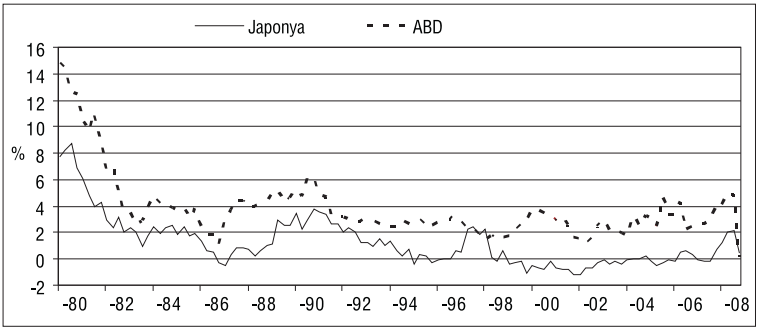
Dahası, sermaye hesabı serbestleştirilmeli ve ithalatın serbestleştirilmesi yoluyla geriye kalan enflasyonist baskılar ortadan kaldırılmalıdır. Dolaylı ve doğrudan uygulanan ücret sınırlamalarının da kaldırılmasının gerektiği aşikârdır. Son olarak, enflasyon hedeflemesinin bağımsız merkez bankalarınca uygulanmasının, siyasetçilerin seçimler yüzünden neden oldukları düşünülen enflasyon yanlılığını ortadan kaldırarak onları disiplin altına alacağı varsayılır.

Shaikh'in ulaştığı sonuçlar, Marksist ekonomi politik akımına mensup diğer yazarların görüşleriyle tutarlıdır.[19] Enflasyonist eğilimler kapitalist ekonomiler içerisinde pek az homojenlik göstermekte, genellikle devletin doğrudan ve etkin bir şekilde kontrol edemediği süreçlerle ilişkili olmaktadır. Enflasyon, ana

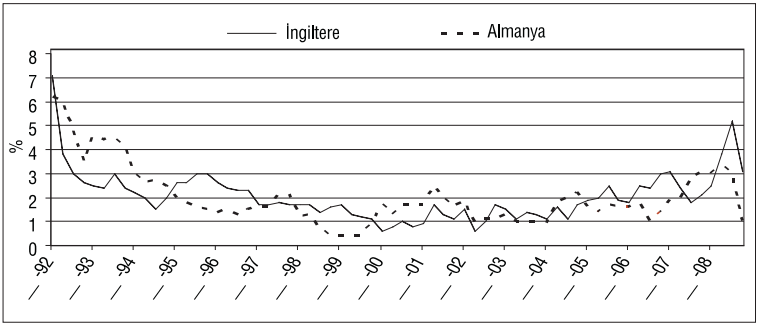
19 Bkz. A. Saad-Filho (2000), A. Saad-Filho ve M.R. Mollo (2002), M. De Vroey (1984).

yolcu neoliberal görüşlerin aksine düpedüz ya da çoğunlukla hükümet politikasından kaynaklanmaz, neoliberal bağlamda bir tabu olarak görülen özel sektörün faaliyetlerinden de doğabilir. Varlık fiyatlarındaki değişiklikler zaman zaman bunu gözler önüne serer. Bu faaliyetler, para politikası otoritelerinin enflasyon amaçlarına ulaşabilme güçlerini zayıflatabilir.

Şekil 1. Japonya ve ABD'de Enflasyon Oranları (1980 I. çeyrek – 2008 IV. çeyrek)

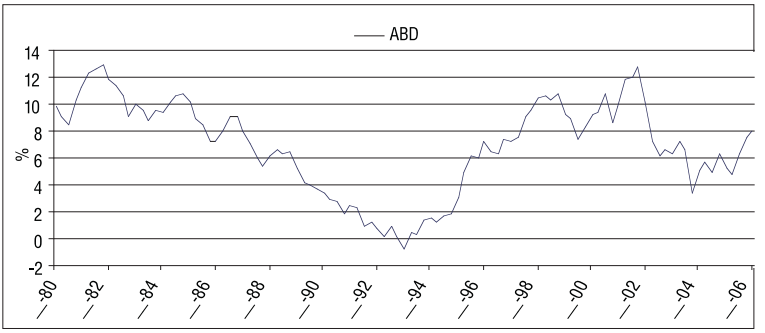


Şekil 2. İngiltere ve Almanya'da Enflasyon Oranları (1992 I. çeyrek – 2008 IV. çeyrek)

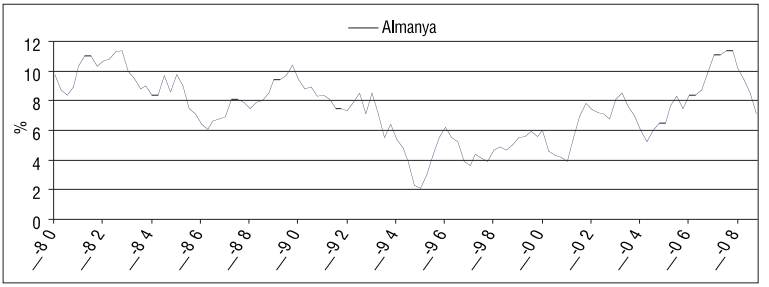


Ampirik kanıtlar, balonların, enflasyonun kontrol altında olduğu koşullarda (1. ve 2. şekiller), özellikle de düşük enflasyona yurtiçi para arzındaki güçlü artışların eşlik ettiği dönemlerde (3., 4. ve 5. şekiller) ortaya çıkma eğiliminde olduğunu gösteriyor.

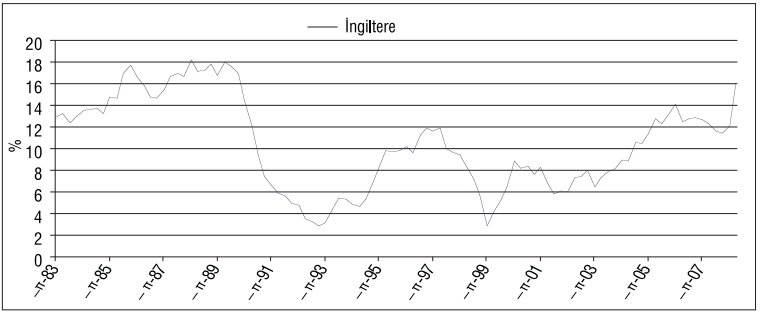
Şekil 3. ABD M3 Para Arzı, yıllık değişim (1980 I. çeyrek – 2006 I. çeyrek)



Şekil 4. Almanya M3 Para Arzı, yıllık değişim (1980 I. çeyrek – 2008 IV. çeyrek)



Şekil 5. İngiltere M4 Para Arzı, yıllık değişim (1983 I. çeyrek – 2008 IV. çeyrek)



Kaynak: Bloomberg.

Sonuç olarak, para politikasının sadece enflasyon üzerine odaklanmasına izin vererek varlık fiyatlarının göz ardı edilebileceğini düşünmek yanlıştır.

3.2 Enflasyon Hedeflemesinin Gelişimine Yol Açan Tarihsel Bağlam

Enflasyon hedeflemesi rejiminin toplumsal ve siyasi açıklamasını yapmak için, 1970'li ve 1980'li yıllarda yaşanan, kredi paranın değerinin savunulamamasını temsil eden enflasyon krizlerine bakılmalıdır. Bu başarısızlığın toplumsal ve siyasi sonuçları vardı, çünkü hızlı enflasyon en başta kredi verenlerin zarar etmesi anlamına geliyordu ve işçilerin parasal ücretlerde telafi edici artışlar elde etmeye çalışmasıyla birlikte ücret pazarlığı sekteye uğramıştı. Enflasyon hedeflemesi ile merkez bankası bağımsızlığının benimsenmesi, kapitalist sınıfın bu deneyimden ders aldığının bir göstergesiydi.

Dolayısıyla, seçim sürecini para politikasından ayıran, kullanışlı hukuki bir faraziye olan bağımsız merkez bankası düşüncesi yaratıldı. Görünüşte para politikası "nesnel teknik esaslar" temel alınarak, çıkar gözetmeyen ve sınıfsal bakımdan tarafsız uzmanlar tarafından belirleniyordu. Finans çevrelerine, kendileri için son derece zararlı olan enflasyona müsamaha edilmeyeceği güvencesi verilmişti. Öte yandan finansal balonların merkez bankacılığıyla ilgili olmadığı, hatta enflasyonun düşük tutulması durumunda ortaya çıkmalarının muhtemel olmadıkları düşünülüyordu. Aslında finans çevrelerine söylenen şey, merkez bankasının spekülatif faaliyetlere müdahale etmeyip onları yüksek enflasyondan koruyacağıydı. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi tarihsel gelişmenin bir ürünüdür.

Teknik olarak bakıldığında, Bretton Woods sisteminin 1970'lerin başında çökmesinden sonra dünyanın önde gelen merkez bankalarının faiz oranı üzerindeki takdir yetkilerini kullanma güçlerinin büyük ölçüde artması, enflasyon hedeflemesinin

benimsenmesini kolaylaştırdı. Para politikasının bugün sahip olduğu tarihi önemi kazanmaya başlaması, merkez bankaları üzerindeki döviz rezervi disiplininin zayıf olmasından ya da hiç olmamasından kaynaklanıyordu. Faiz oranı giderek bir kamu politikası aracı niteliği kazanırken, merkez bankalarının önüne faiz oranının manipülasyonuyla ilgili (sıklıkla birbirleriyle çelişen) çeşitli talepler gelmiştir. Fiyat istikrarı, ekonomik faaliyetlerin yeterli düzeyde olması, yüksek büyüme ve istihdamla uyumlu bir ödemeler dengesi pozisyonu tipik olarak bu talepler arasında yer alıyordu. Gene de, Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra altın disiplinin ortadan kalkması, döviz kuru istikrarsızlığını, fiyat enflasyonunu ve finansal spekülasyonu teşvik ederek uluslararası kapitalist sistemin anarşik doğasının iyice belirginleşmesine hizmet etti.

Keynesçi tam istihdam ideolojisinin çöküşü ve 1970'lerde hızlı enflasyonun ortaya çıkması, fiyat istikrarını yavaş yavaş para politikasının başlıca amacı hâline getirdi. Dumenil,[20] kapitalizmin yapısal krizinin, 1970'lerden itibaren finansın hegemonyasını yeniden tesis edebilmesini sağlayacak koşulları yarattığını belirtir. Finansın yükselişine geniş kapsamlı bir dizi uygulama da eşlik etti: Kuralsızlaştırma, işçi hareketiyle sendikalara doğrudan cephe alınması, şirketler arasındaki büyük birleşmeleri destekleyen bir politika ve hissedarların çıkarlarını gözeten yeni şirket yönetimi yöntemleri. Dumenil'e göre kapitalizmin yeni bir evresi olan neoliberalizm aynı zamanda finansın hegemonyasının geri dönüşüne işaret etmektedir.

Devlet, bu dönüşümler sırasında yardımcı bir rol üstlenmiştir. Tarihsel olarak bakıldığında, devletin sermaye birikimiyle ilgili iki asli, bir de tali işlevi vardır. Emek sistemi ile para sisteminin güvence altına alınması asli işlevleridir. Tali işleviyse, sermayenin farklı kesimlerinin çatışan çıkarlarını uzlaştırmaktır. Asli işlevler birikim için hayati önem taşırlar, ancak bizzat sermayenin kendisi

20 Dumenil (2007), s. 7.

tarafından sağlanamazlar.[21] Emek ve para sisteminin güvence altına alınması için devlete ihtiyaç duyulması, kapitalizmin mizacı gereğidir. Öte yandan, devletin arabuluculuk rolü, tarihsel olarak piyasa temelli etkileşimlerin anarşisinden kaynaklanır.[22]

Bir devlet (ya da yarı devlet) kurumu olarak merkez bankasının rolü, finans sisteminin yapısına, bu sistemin reel birikimle bağlantılarına, finansın aracılık ettiği toplumsal-siyasi ilişkilere ve geçmişteki müdahale pratiğine bağlı olarak, tarih boyunca büyük değişkenlik göstermiştir. Örneğin, Bretton Woods döneminde merkez bankasının rolü, 1930'larda yaşanan büyük bunalımın ve Keynesçi tam istihdam ideolojisinin ortaya çıkışının tarihsel bir sonucuydu. Finansın iktidarının yeniden tesis edilmesine işaret eden neoliberalizm çağındaki en önemli olay para politikasının 1979'da değişmesiydi: Artık para politikasıyla öncelikli olarak fiyat istikrarının sağlanması hedefleniyordu. ABD'deki Volcker darbesi esasen 1970'lerin stagflasyon[23] dönemi deneyimi nedeniyle gerçekleşti[24] ve nihayetinde enflasyon hedeflemesinin zafer kazanmasına yol açtı.

3.3 Merkez Bankacılığı ve Modern Para Yönetimi

Değinilmesi gereken bir diğer tarihsel gerçeklik de, Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra modern paranın ağırlıklı olarak merkez bankası parasına (banknotlara ve mevduatlara) dayanan kredi para hâline gelmesidir. Merkez bankası parası ise esasen devletin borçlanma araçlarıyla desteklenir. Bu durum, enflasyon hedeflemesinin gelişimini daha da kolaylaştırmıştır. Merkez bankaları, altın rezervlerini koruma ihtiyacından kurtulmuşlardır. Sonuçta, kredi verirken, kendi paralarını tedavüle sürerken

21 De Brunhoff (1976).

22 Marx, Kapital'de ilk defa devletten madeni paranın üretimi ve dağıtımı bağlamında bahseder (bu "devlete mahsus bir özelliktir"). Aynı şey kâğıt para için de geçerlidir (Marx (1976), s. 223 ve 227).

23 Enflasyonla birlikte durgunluğun ve işsizliğin olması *–çev.*

24 Mayer (2003).

ve hepsinden önemlisi de faiz oranlarını belirlerken daha fazla takdir yetkisine sahip olmuşlardır. Bu koşullarda, merkez bankası parasının değerinin istikrarı iki etkene bağımlı hâle gelmiştir: İlk olarak, merkez bankasının toplam kredi akımını yönetmesine ve ikinci olarak, ticari borçlarla diğer borçların kapatılması için merkez bankası parasının kanuni mübadele aracı olmasına.

Merkez bankasının kanuni ödeme aracı üzerindeki tekeli, günümüz finansının temel bir bileşenidir. Modern merkez bankası parası (banknotlar ve mevduatlar), çoğunlukla devlet borcuyla desteklenen zorunlu ödeme aracı olma işlevini yerine getirir. Sonuç olarak, belirgin bir şekilde itibari paranın, yani devlet iktidarıyla desteklenen ve keyfi olarak tedavüle çıkarılan paranın özelliklerini taşır. Bununla birlikte, modern merkez bankası parası hâlâ bir banka tarafından tedavüle çıkarılmaktadır, yani aslında kredi paranın dönüşüme uğramasından elde edilen itibari paradır. Dolayısıyla, modern itibari paranın yönetimi, toplumsal güce ve merkez bankasına duyulan güvene bağlıdır. Bu açıdan bakıldığında, merkez bankasının modern kredi para yönetimi –ki bu sürekli gelişen bir süreçtir, esas olarak kapitalist sınıfın finansal çıkarları lehine olacak şekilde kredi paranın değerini koruma çabası olarak görülebilir.

3.4 Sınıflar Arası ve Sınıf İçi Çatışmanın "İhtilaflı Alanı" Olarak Merkez Bankacılığı

Böylece, sınıflar arası ve sınıf içi çatışma meselesine, bu çatışmanın para politikasının belirlenmesinde (finansallaşma döneminde enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinde) oynadığı role gelmiş oluyoruz.

Bu makalede önerilen Marksist yaklaşım, radikal Keynes sonrası yaklaşımın merkez bankacılığını ele alışıyla kimi ortak özellikler taşıyor. Keynes sonrası iktisat bilimi, merkez bankacılığının belirleyicileri olarak çatışan çıkarlara, özellikle de sınıflar arası ve sınıf içi mücadelelere özel bir önem verir. Merkez bankacılığı,

ekonomide ve toplumda "ihtilaflı bir alan" olarak görülür.[25] Para politikasını belirleyen dört önemli etken vardır: Emek piyasasının yapısı, finans ile sanayi arasındaki bağlantılar, ulusal ekonominin dünya ekonomisi içindeki konumu ve merkez bankasının devlet aygıtı içindeki konumu.

Ancak, bu makalenin dayanağını oluşturan finansallaşma yorumu Keynes sonrası analizden önemli ölçüde farklıdır. Finansallaşmış emek piyasalarının yapısına, finansla sanayi arasındaki bağlantılara ve bunların para politikası üzerindeki etkisine bakıldığında bu farklar belirginleşir. Keynes sonrası analizin aksine merkez bankası "ihtilaflı bir alan" olmaktan çok finansal çıkarların savunucusudur. Bu yaklaşım, 2007-09 krizi dahil olmak üzere, finansallaşma döneminde yaşanan çeşitli krizlere ışık tutar.

Epstein (1992), sermayeyle emek arasındaki ilişkilerle ilgili olarak "Kaleckici" ve "neo-Marksçı" dediği yaklaşımları birbirinden ayırır.[26] Neo-Marksçı yaklaşım, istihdam, kapasite kullanımı ve kâr payları arasında zıt yönlü bir ilişki olduğunu vazeder. İşçiler, ekonomi büyüyüp işsizlik azaldıkça reel ücretleri yükseltecek ya da çalışma koşullarını iyileştirecek güce sahip olurlar ve sonuçta verimlilik düşer. Bu nedenle, kapasite kullanımı arttıkça birim emek maliyetleri yükselir ve sınai kâr payı azalır. Bunun aksine "Kaleckici" yaklaşım, rekabeti azaltıp firmalara piyasa gücü kazandıran artan kapasite kullanımının, firmaların kâr marjlarını artırmalarına izin verdiğini öne sürer. Bu nedenle, kapasite kullanımı artarken sınai kâr payı yükselir ya da en kötü durumda değişmeksizin aynı kalır. "Kaleckici" emek piyasasında, istihdam, kapasite kullanımı ve kâr payı arasında zıt yönlü olmayan bir ilişki olduğu kabul edilir.

Mevcut finansallaşma rejiminde bu iki yaklaşımın her ikisinin

25 Bkz. Epstein ve Schor (1986, 1988, 1989, 1990), Epstein (1992).

26 Neo-Marksizm, Boddy ve Crotty (1975), Schor (1985), Goldstein (1986), Schor ve Bowles (1987), Weisskopf (1988), Bowles ve Boyer (1989), Bowles, Gordon ve Weisskopf (1989) gibi yazarların çalışmalarını kapsar.

de emek piyasaları konusunda fazla açıklayıcı olamadığı belirtilmelidir. Epstein'a göre bunun sebebi, sermaye-emek ilişkisinin oldukça sınırlı bir yönüne, yani kapasite kullanımındaki değişikliklerin (dolayısıyla "yedek işsizler ordusu"nun) sermayenin kâr payı üzerindeki etkisine odaklanılarak emek piyasasının yapısal özelliklerinin yeterince dikkate alınmamasıdır.[27] Ancak, günümüzün "finansallaşmış" emek piyasalarının yapısı, finansallaşma döneminin kritik anlarında teknolojik değişim, düzenlemeyle ilgili değişim ve işsizliğin şiddetli etkileri tarafından birlikte belirlenmektedir.

Finansallaşmanın gelişimi sırasında, Lapavitsas'ın (2009) belirttiği üzere, bilgi teknolojisi kişiye kalan özel zamanın azalmasını, parça başı çalışma ve eve iş verme pratiklerini teşvik ederken, karşılığı ödenmiş emek ile ödenmemiş emek arasında yeni bir denge oluşmuştur. Bu değişiklikler, çalışma gününün fiilen uzamasına yol açmıştır. Ayrıca, emeğin yoğunlaşmış olması da muhtemeldir. Örneğin, iş memnuniyetiyle ilgili devasa yazına baktığımızda, gelişmiş ülkelerde işten duyulan memnuniyetsizliğin temel nedeninin yeni teknolojiyle bağlantılı olarak çalışma temposunun artması olduğu görülmektedir. Çalışma seçenekleri konusunda takdir gücünün kaybedilmesi, yaşam standartlarının kötüleşmesinde önemli rol oynamaktadır. Son olarak, emek piyasasında gerçekleşen kurumsal değişiklikler de çalışma sürecini önemli ölçüde etkilemiştir. Emeğin geçici işlerde çalıştırılmasının yaygınlaşması ve kadınların işgücüne katılmaları (dolayısıyla çalışan nüfusun artması), bu kurumsal değişiklikler arasında yer almaktadır. Sonuç olarak, işçiler giderek daha güvencesiz çalışmak zorunda kalırken, emeğin akışkanlığı artmıştır.

Bu ortamda, istihdam ile kapasite kullanımı arasında "Neo-Marksçı" ya da "Kaleckici" bir ilişki olduğunu savunmak güçtür. Aksine, yeni teknoloji, önceden önemli piyasa gücüne sahip olan firmalar arasında bile rekabeti şiddetlendirmiştir. İstihdam, "fi-

27 Epstein (1992), s. 7.

nansallaşmış" emek piyasalarında ücret düzeyinden kurumsal olarak ayrışırken, kâr oranlarıyla artı yönde bağlantılıdır.

Dahası, Keynes sonrası analizin finans ile sanayi arasındaki ilişkiye yaklaşımı, finansın sanayi karşısında görece egemen bir konuma sahip olduğunu dile getiriyor.[28] Bunun nedenin, reel birikimin güçlüklerle karşılaştığında bile finans kurumlarının kâr etmeye devam edebilmesi olduğu belirtiliyor. Sonuç olarak, mevcut kapitalist birikim rejiminde finans, kapitalist birikimin bir bütün olarak gelişmesinde kilit bir rol oynuyor. Ancak, sorunlu bir görüştür bu. Finans, özerkliğini görece kuvvetlendirmesine karşın, kapitalist birikimin özsel devinimine genel hatlarıyla riayet etmeye devam ediyor, çünkü nesnel temelleri hâlâ kapitalist işletmelerin yarattığı atıl parada bulunuyor.

Bu noktanın önemi, "ihtilaflı alan" yaklaşımıyla bağlantılı olarak da görülebilir. Bu yaklaşıma göre merkez bankası, para politikasını emeğin etkisinden uzak tutmakla ilgileniyor. Ancak, sınai ve finansal kapitalistlerin fazlasıyla bölündüğü zamanlarda, merkez bankası bağımsızlığının sıklıkla para politikasını sınai kapitalistlerin etkisinden uzak tutmaya hizmet ettiği de belirtiliyor. Bu durumda, merkez bankası orantısız bir şekilde finans, yani "rantiye" çevrelerinin çıkarlarını savunma eğiliminde olur.[29] Başka bir ifadeyle, finans kesimini mağlup etmek için emek ile kapitalist sınıfın sınai kesimi arasında siyasi ittifaklar kurulabilecek bir alanın varlığından söz edilebilir.

Epstein'ın şu yorumu dikkate değer:[30] "Öyle gözüküyor ki bu sınıf çıkarlarında yeni bir gelişme olmuştur. ABD'de (keza muhtemelen Avrupa'da da), rantiye ve sanayi kesimlerinin çıkarları giderek bütünleşiyor olabilir, ancak bu bütünleşme sınai çıkarların finansa egemen olduğu eski Alman ve Japon finans yapılarında olduğu gibi gerçekleşmiyor (Zysman, 1984; Pollin, 1995; Grabel,

28 Bkz. Stockhammer (2002, 2007), Orhangazi (2007).

29 Bkz. Epstein ve Ferguson (1984, s. 957-983), Epstein (1992, s. 1-30).

30 Epstein (2002), s. 17.

1997). Bilakis, finans piyasalarının kuralsızlaştırılmasıyla birlikte, yani finansallaşmayla birlikte sınai işletmelerin giderek rantiyeci güdülerle hareket etmeye başladığından söz etmek mümkündür. Kısacası 'finansallaşma', sanayi ile finans arasındaki sınıfsal ilişkilerin yapısını değiştirerek, bu kesimlerin çıkarlarını çok daha benzer hâle getirmiş olabilir".

Bu bağlamda, Marksist bir çalışmada "ihtilaflı alan" yaklaşımının hatalı temeller üzerine kurulduğu, analizin gözden geçirilmesi gerektiği gösterilmiştir.[31] İlk olarak, bu yaklaşım, gerçekleştirilmeyi bekleyen yatırım projeleri olup da parası olmayan, "çalışan" kapitalistlerin varlığını ima eder. Bu, ancak ideal durumda geçerli olabilecek soyut bir varsayımdır: Pratikte, borçlanan kapitalistlerin tipik olarak borçlandıkları sermayenin yanı sıra kendi sermayeleri de vardır. İkinci olarak, faiz biçimindeki gelirden sınai ve ticari kapitalistler de faydalandığı için, bunu finansal kapitalistler gibi ayrı bir toplumsal gruba özgü bir gelir türü olarak değerlendirmemek gerekir. Borç veren kapitalistlerle alan kapitalistlerin farklı ve sıklıkla çatışan çıkarları, finans-para kapitalistleri ile çalışan-sanayi kapitalistler arasındaki karşıtlıkla tam anlamıyla analiz edilemez.

Lapavitsas (2009), günümüz rantiyelerinin finansallaşmış kapitalizmdeki ayırt edici özellikleriyle ilgili başka ilginç gözlemler de yapar. Lapavitsas'ın bu gözlemleri, faiz biçimindeki gelirin hem sınai hem de ticari kapitalistlere gittiğini, belli bir toplumsal grubun özgün temeli olamayacağı görüşünü destekler. Finansallaşma döneminde rantiyeler, finansal sermayeye sahip olmaları nedeniyle değil, finans sistemi içindeki göreli konumları nedeniyle olağanüstü gelirler elde edebiliyorlar. Buradan da anlaşılıyor ki finansallaşmayı ele alırken, finans sistemini reel birikim sürecine organik bir şekilde bağlanmış, yapılandırılmış bir bütün olarak değerlendirmek gerekiyor. Finansın son zamanlardaki üstünlüğünün sistemik kökenleri vardır. Aynı şekilde emeğin, finans karşısında sanayiyi desteklemesi için hiçbir neden bulunmamaktadır.

31 Lapavitsas (1997), s. 85-106.

Özetleyecek olursak, finans kurumları, finansallaşma döneminde reel birikimin sorunlarla karşı karşıya kalmasına karşın kâr etmeye devam ettiler. Sonuçta, finans sisteminin önemi büyük ölçüde arttı, çünkü finans, olumsuz koşullar hüküm sürerken kapitalist sınıfın bütünü için bir kâr kaynağı hâline geldi. Bu arada, merkez bankasını sınıf mücadelelerinin etkisinden "bağışık" tutmak amacıyla sermaye-emek ilişkilerinde yeni bir denge sağlandı. Bu da göstermektedir ki, finansallaşma döneminde merkez bankası "ihtilaflı bir alan" olmayıp, aksine finansal çıkarların başlıca savunucusu konumundadır. 1990'larda yaşanan sayısız finansal kriz deneyimleri sırasında, ama en çok da hâlen devam eden ağır 2007-09 krizi sırasında bu yavaş yavaş da olsa netlik kazanmıştır.

4. ÖZEL SEKTÖR KÂRLARINI KORUMAK İÇİN ZARARLARIN TOPLUMSALLAŞTIRILMASI

Pratikte, 1990'larda finansal balonların şişip patlaması, çağımızda para politikasının teknik sınırları olduğunu göstermiş, enflasyon hedeflemesini zayıflatmıştır. Bu yine yavaş ilerleyen bir süreç oldu. Enflasyonu hedefleyen para politikasını sürdürme girişiminin başarısızlıkla sonuçlanması, bu politikanın "esnek enflasyon politikası" denilen şeye dönüşmesine vesile oldu.

Merkez bankaları, patlayan balonların etkisini hafifletmek için pragmatik bir yaklaşımla odak noktalarını değiştirme eğilimi göstererek, para politikasında acil değişiklikler yaptılar. Fiyat istikrarının finansal istikrarın garantisi olmadığını savunan McGee (2000) ve Bean (2003) gibi analitik çalışmalar, bu pratik tepkiye zemin hazırlamıştır. Aynı doğrultuda, Bario ve Lowe (2002) da ekonomide belirgin finansal dengesizliklerin olması hâlinde, fiyat istikrarsızlığının finansal istikrarsızlığı tetiklemesinin kuvvetle muhtemel olduğunu iddia ederek, "esnek enflasyon hedeflemesi yaklaşımı"nı öne sürdüler. Enflasyonun önemli ölçüde artmadığı durumlarda bile varlık fiyatlarının artmasına yanıt olarak para politikasının sıkılaştırılmasının gerekebileceğini öne

süren İngiltere Merkez Bankası Başkanı Mervyn King, bu yaklaşımı belli ölçüde destekliyordu.

Bununla birlikte kapitalist bir ekonomide, bir balonu üretkenlikteki kalıcı iyileşmelerden ayırt etmenin başlangıçta oldukça zor olması sorun yaratmaktadır. Dahası, teknolojik devrimler genellikle varlık fiyatlarındaki yaygın artışları haklı göstermek için kullanılıyor. Teknolojik devrimlerin sıklıkla balonlara yol açtığı tarihsel olarak gösterilmiştir.[32] Yani, iktisadi faaliyetlerin üretkenlik artışı temelinde genişlemesi, para arzının artmaya başlayıp varlık fiyatlarının olağanüstü yüksek düzeylere yükselmesiyle birlikte sürdürülmesi imkânsız balonlara yol açabilir.

Bu açıdan bakıldığında, 2007-09 krizi, enflasyon hedeflemesini içinden çıkılmaz bir karmaşaya sürüklemiştir. Daha önce açıkladığımız üzere bu politika, esas olarak 1970'lerde yaşanan stagflasyon deneyiminden ortaya çıkan incelikli parasalcılığın simgesi olarak nitelendirilebilir.[33] Politika, merkez bankasının genel kurallara tabi olarak düşük enflasyon hedefini gerçekleştirmesini sınırlarken, geleneksel son başvurulacak kredi mercii olma işlevini önemsizleştirir.

Enflasyon hedeflemesi kuralının dayatılması merkez bankası bakımından oldukça kısıtlayıcı olabilir.[34] Kapitalist ekonomi dinamik bir şekilde geliştiği için merkez bankasının takdir yetkisini sınırlandıran her kural zorunlu olarak statiktir. Son kriz, finansın finansallaşma döneminde geçirdiği dinamik evrimin, neoliberallerin enflasyon hedeflemesi rejimlerinin en büyük başarısı olarak kabul ettikleri şeyi, yani merkez bankasının inandırıcılığını zedelediğini göstermiştir. Dolayısıyla, ana yolcu iktisatçılar, açıkça ya da örtülü olarak yaptıkları para politikası rejimi değişikliği önerileri bağlamında, son başvurulacak kredi mercii olma işlevine yeniden

32 Bkz. C. Kindleberger (1989), "Manias, Panics and Crashes".

33 Mayer (2003).

34 ABD'de olduğu gibi, ilan edilmiş enflasyon hedefi aralığına tabi olmak şartıyla üretimde ve istihdamda istikrarın sağlanmasına izin veren "sınırlandırılmış takdir yetkisi" olarak düşünüldüğünde bile bu dediğimiz geçerliliğini korur.

önem verilmesi gerektiğini savunuyorlar.[35] Bazı iktisatçılarsa, merkez bankasının bu işlevinin son başvurulacak piyasa yapıcısı olma işleviyle takviye edilmesini öneriyorlar.[36]

2007-09 krizi, kendisini asıl olarak finans piyasalarında baş gösteren bir karmaşa olarak ortaya koymuştur. Kolayca paniğe dönüşen belirsizlik ve korku, bazı finansal araçların alım-satımının çok az olması, hatta hiç olmaması sonucunu doğurdu. Örneğin, alış-satış fiyatlarını oluşturmak için gerekli fonların değerini inandırıcı bir şekilde saptayabilecek piyasa yapıcılarının olmaması nedeniyle, ikinci kalite ipoteklere dayanan Teminata Bağlanmış Borç Yükümlülüklerinin alım-satımı sıklıkla imkânsız hâle geldi. Bu tür piyasa başarısızlıkları, gerek borsada gerekse (tezgâh üstü olarak alım-satımı yapılan araçlar dahil) çeşitli finansal varlıklarda farklı şekillerde yaşandı. Bu sorun karşısında yaygın bir şekilde şöyle bir çözüm önerildi: Merkez bankası, son başvurulacak piyasa yapıcısı olmalıdır. Son başvurulacak piyasa yapıcısı olma işlevi, ilk olarak çeşitli özel sektör menkul kıymetlerinin açıkça alınıp satılmasını, ikinci olarak da çeşitli özel sektör menkul kıymetlerinin teminat olarak kabul edilmesini kapsar.[37]

Ancak, son başvurulacak kredi mercii olma işlevinin genişletilerek son başvurulacak piyasa yapıcısı olma işleviyle tamamlanması hiç de kolay olmayacaktır. Birincisi, merkez bankalarının, batmış durumdaki özel sektör kredisinin yerine kamu kredisini ikame etmesi ciddi ahlaki çöküntü sorunları doğurabilir. Bu temel üzerinde, Vives krizlerin patlak vermesinin yatırım disiplinini sağlamak için arzulanır bir şey olduğunu bile öne sürmüştür.[38] Borçlarını zar zor ödeyebilen kurumların kurtarılmaması gerek-

35 De Grauwe (2007), s. 159-161.

36 Buiter ve Sibert (2007).

37 Buiter ve Sibert (2007), s. 171-172.

38 Vives (2008), s. 99.

tiği bile ifade edilmiştir.[39] İkincisi, sorunlu özel sektör menkul kıymetlerini üstlenmeleriyle birlikte merkez bankalarının kendi ödeme güçleri de sorunlu hâle gelebilir.[40] Bu nedenle, ulusal mali otorite olan devletin, son başvurulacak kredi mercii ve piyasa yapıcısı olarak hareket eden merkez bankasına olabildiğince destek olması gerektiği dile getiriliyor. Bunu yapmanın bir yolu, devletin merkez bankası bilançosuna açıkça kefil olmasıdır.

Bu makalede benimsenen Marksist bakış açısından değerlendirildiğinde bu öneriler, merkez bankasının, özel sektörün kârlarını korumak için zararların toplumsallaştırılmasında kullanıldığını gösteren yeni kanıtlardır. Merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon hedeflemesi, kısmen sermayenin finansal çıkarlarını korumak için enflasyon oranlarını düşük tutma çabası nedeniyle, balonların tekrar tekrar ortaya çıkmasına olanak vermiştir. Sonuçta ortaya çıkan felaket, yeni ortaya atılan son başvurulacak piyasa yapıcısı olma işleviyle pekiştirilen son başvurulacak kredi mercii olma işlevine yeniden vurgu yapılmasına yol açmıştır. Finansallaşma, 2007-09 finansal krizinin şiddeti ve sıra dışı karmaşıklığı yüzünden merkez bankalarını, bütün toplumun aleyhine olacak şekilde finansal çıkarları koruyan temel karar birimine dönüştürmüştür. Toplum, şu anki finansal krizin kademeli bir şekilde bununla aynı büyüklükte, hatta daha da büyük bir mali krize dönüşmesi nedeniyle kapitalist sınıfın kârlarını korumanın bedelini ödemektedir. Bu, devlet hazinesinin, kapitalist dünyanın belli başlı ekonomilerinde fiilen iflas etmiş durumda olan finans sistemlerinin kurtarılmasının getirdiği maliyetleri karşılamak amacıyla giderek daha fazla devlet tahvili ihraç ederek, genişleyen merkez bankası bilançolarına açıkça ya da zımnen kefil olmasıyla yapılıyor.

39 Dickens (1990, s. 1-23; 1999, s. 379-398), oldukça farklı bir bakış açısıyla finansal istikrarsızlığın, kapitalist birikimin çelişkilerini yansıtan kapitalist piyasa dinamiklerinin yarattığı bir sorun olduğunu dile getiriyordu. Finansal krizlerin başlıca nedeni siyasi kararlardır, dolayısıyla siyasi bir mizaca sahiptirler.

40 Buiter (2008).

5. SONUÇ

Günümüz merkez bankacılığıyla ilgili çıkarılacak ilk sonuç, kapitalist gelişmenin şu an içinde bulunduğumuz döneminin belirgin bir çatışkı içerdiğidir: Merkez bankalarının siyasi gücü artmaya devam ederken, iktisadi güçleriyle ilgili ciddi kuşkular vardır. Bu çatışkı, finansal çıkarların, bir bütün olarak kapitalist birikimi ileri taşırken oynadıkları rolle ilgilidir. Dolayısıyla, finansallaşma döneminde merkez bankası finansal çıkarların başlıca koruyucusu olarak öne çıkmıştır.

Yasal mübadele aracı üzerindeki tekeli merkez bankasının gücünün teknik temelini oluşturur ve finansallaşmanın ilerleyişi sırasında bu güç önemli ölçüde artmıştır. Ancak, kapitalist ekonominin doğasında var olan istikrarsızlık (ki parasal ve finansal etkenler de bu istikrarsızlığa önemli ölçüde katkıda bulunurlar), merkez bankalarının yapabileceklerini sınırlamaktadır. Bu nedenle, günümüzde finansal istikrarsızlığın açıklanmasında kullanılabilecek temel etken, kredi sisteminin göreli özerkliğidir.

Ayrıca, finansal kırılganlığın arttığı finansallaşma döneminde, finansal krizlerin tetiklenmesinin siyasi ve toplumsal yönleri de vardır. Benzer şekilde bu, sınıflar arası mücadelelerin yanı sıra finansal olarak kırılgan (dolayısıyla daha az rekabetçi) olan sermayeler ile güçlü (ve daha rekabetçi) olan sermayeler arasındaki sınıf içi mücadelelere de tabidir.

Sonuç olarak, yaşadığımız krizin sonucunda artık kapitalist devletler, merkez bankacılığının, neoliberal gündemi terk etmeksizin kapitalist sistemi kendisinden korumak için enflasyon hedeflemesinin ötesine geçmesi gerektiğini fark etmişlerdir. Bu öncelikle para politikası rejiminin değişmesi, yeni icat edilen son başvurulacak piyasa yapıcısı olma işleviyle desteklenen son başvurulacak kredi mercii olma işlevinin yeniden vurgulanması anlamına geliyor.

Bu bağlamda, son başvurulacak piyasa yapıcısı olarak merkez bankasının temel ilgi alanı enflasyondan uzaklaşarak varlık fi-

yatlarına doğru kayıyor. Yani, yaşadığımız krizin gerçeklerinden de açıkça görüldüğü üzere sorunun bir parçası olması yüzünden aslında çözümün bir parçası olamayacağı için bir para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesinin (hatta esnek enflasyon hedeflemesinin bile) terk edilmesi anlamına geliyor bu. Ancak, serbest piyasa mekanizması, neoliberal gündemin yönetici sınıfların hâkim ideolojisi ve siyasi stratejisi olmaya devam etmesi nedeniyle, yaşadığımız krize karşı önerilebilecek her türlü uygulanabilir çözüm için tercih edilen bir silah olmayı sürdürüyor.

Dolayısıyla, merkezinde merkez bankası ile devletin bulunduğu bu özel varlık yönetiminin amacı, kalıcı bir piyasa çözümü bulununcaya değin toplumun aleyhine olacak şekilde özel sektörün kârlarını korumak üzere piyasaya geçici bir ikame sunmaktır. Bununla birlikte, zaman geçtikçe ve kalıcı bir piyasa çözümü bulunamadıkça, son başvurulacak piyasa yapıcısı politikaları mevcut krizi yavaş yavaş mali bir krize dönüştürmekte, sorunu genel ekonomi politikası düzeyine taşımaktadır. Bu durum, merkez bankalarının finansı istikrara kavuşturmak için yapabileceklerinin kesin sınırlarının olduğunun açıkça itiraf edilmesi anlamına gelmektedir.

Bu nedenle, çıkarılabilecek son ilgi çekici sonuç, kapitalist finans sistemini zaafa uğratması nedeniyle bir para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesi artık son nefesini verirken, yeni bir para politikası rejimi olarak son başvurulacak piyasa yapıcısına ve varlık yönetimine doğru kayışın da dünyanın yönetici sınıflarının sınıf iktidarlarını koruyup güçlendirmek için acilen ihtiyaç duydukları kalıcı piyasa çözümünü sağlıyor gibi gözükmediğidir. Finansallaşma döneminde para politikası teorisi ile pratiğinin krizi daha yeni başlıyor.

Marksist bir bakış açısıyla değerlendirildiğinde, 2007-09 kriziyle birlikte finansal istikrarsızlığın yükü toplumun geniş çoğunluğu için daha da büyüdüğünden merkez bankasının esasen bankalarla finansın çıkarlarını değil, işçilerle diğer kesimlerin daha

geniş çıkarlarını yansıtacak şekilde düzenlenmesi gerektiği açık bir gereksinim hâline geliyor. Ancak, işçi sınıfıyla diğer kesimler, demokratik bir yönetim kurmak amacıyla merkez bankası ile politikalarını yeniden canlanan sınıf mücadelesinin gündemine yeniden taşıyamadıkça bu gereksinimin gerçeğe dönüştürülmesi mümkün değildir. Merkez bankacılığından sıklıkla bir sanat olarak bahsedilir, ancak küçük bir grubun faydasına olan bir sanat kesinlikle olmamalıdır.

KAYNAKLAR

Bean, C. (2003) "Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?", *Revue d' Economie Politique* 110 (6), s. 787-807.

Bernanke, B.S. ve M. Gertler. (1999) "Monetary policy and asset price volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 4, s. 18-51.

Bernanke, B.S. (2003) "Constrained Discretion and Monetary Policy", IMF Başkanı Ben S. Bernanke'nin New York Üniversitesi Money Markeeters'a hitaben yaptığı konuşma, www.federareserve.gov/Boarddocs/2003/20030203/default.htm.

Bernanke, B.S. (2004) "The Great Moderation", IMF Başkanı Ben. S. Bernanke'nin Eastern Economic Association toplantısında yaptığı konuşma, Washington, DC, 20 Şubat, www.federareserve.gov/Boarddocs/2004.

Bordo, M.D. ve D.C. Wheelock. (1998) "Price stability and financial stability: The historical record", *FRBSL Review* 80 (4), s. 41-62.

Bordo, M.D., M.J. Dueker ve D.C. Wheelock. (2000) "Aggregate price shocks and financial instability: A historical analysis", The Federal Reserve Bank of St. Louis, çalışma metni 2000-005B.

Borio, C.E.V. ve P. Lowe. (2002) "Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus", *Bank of International Settlements*, çalışma metni 114.

Boddy, Radford ve James Crotty. (1975) "Class Conflict and Macro Policy: The Political Business Cycle", *Review of Radical Political Economics* 7 (1), s. 1-19.

Bowles, Samuel ve Robert Boyer. (1989) "Labour Discipline and Aggregate Demand", *American Economic Review* 78 (2), s. 395-400.

Bowles, Samuel, David M. Gordon ve Thomas Weisskopf. (1989) "Business ascendancy and Economic Impasse: A Structural Retrospective of Conservative Economics, 1979 -1987", *Journal of Economic Perspectives* 3 (1), s. 107-134.

Buiter, Willem ve Sibert Anne. (2007) "The central bank as the market-maker of last resort: from lender of last resort to market-maker of last resort", Andrew Felton ve Carmen Reinhart (der.) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century* içinde. A VoxEU.org Publication, Center for Economic Policy Research (CERP).

Buiter, Willem. (2008) "Can Central Banks Go Broke?", *Policy Insight* 24, Center for Economic Policy Research (CERP).

Carare, A. ve M. Stone. (2003) "Inflation Targeting Regimes", IMF Çalışma metni, 03/9.

De Grauwe, Paul. (2007) "There is more to central banking than inflation targeting", Andrew Felton and Carmen Reinhart (der.) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century* içinde. A VoxEU.org Publication, Center for Economic Policy Research (CERP).

De Vroey, M. (1984) "Inflation: A non-monetarist monetary interpretation", *Cambridge Journal of Economics* 8, s. 381-399.

Dickens. E. (1990) "Financial Crises, innovations and federal reserve control of the stock of money", *Contributions to Political Economy* 9, s. 1-23.

Dickens, E. (1999) "A Political-Economic Critique of Minsky's Financial Instability Hypothesis: the case of the 1966 financial crisis", *Review of Political Economy* 11, s. 379-398.

De Brunhoff, S. (1976) *The State, Capital and Economic Policy*. Londra: Pluto Press.

Dumenil, G. (2007) "Neo-liberalism under US Hegemony: The Crisis of the late 2000s", "Finansallaşmanın Krizi" konferansında sunulan makale, SOAS, 30 Mayıs 2008, www.soas.ac.uk/events/event43769.

Epstein, G. (1992) "Political Economy and Comparative Central Banking", *Review of Radical Political Economics* 24, s. 1-30.

Epstein, G. (2002) "Financialisation, Rentier Interests and Central Bank Policy", "Dünya Ekonomisinin Finansallaşması" konulu PERI konferansı için hazırlanan makale, 7-8 Aralık 2001, Massachusets Üniversitesi, Amherst.

Epstein, G. ve T. Ferguson. (1984) "Monetary Policy, Loan Liquidation and Industrial conflict: The Federal Reserve and the open market operations of 1932", *Journal of Economic History* 44, s. 957-983.

Epstein, G. ve J. Schor. (1986) "The Political Economy of Central Banking", Harvard Institute for Economic Research, Tartışma Metni No.1281.

Epstein, G. ve J. Schor. (1988) "The Determinants of Central Bank Policy in Open Economies", Bruno Jossa ve Carlo Panico (der.) *Monetary Theory and Central Banking* içinde, s. 225-264. Naples, Italy: Liguori Press.

Epstein, G. ve J. Schor. (1989) "The Divorse of the Banca D' Italia and the Italian Treasury: A case Study of Central Bank Independence", Peter Lange ve Marino Regini (der.) *State, Market and Social Regulation: New Perspectives on the Italian Case* içinde. New York: Cambridge University Press.

Epstein, G. ve J. Schor. (1990) "Macropolicy and the rise and Fall of the Golden Age", Stephen Marglin ve Juliet Schor (der.) *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience* içinde. New York: Oxford University Press.

Friedman, Milton ve A. Schwartz. (1963) *A Monetary History of the United States: 1867-1960*. Princeton N.J.: Princeton University Press.

Goldstein, John. (1986) "Mark-up variability and flexibility: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Business* 59, s. 599-621.

Itoh, M. ve C. Lapavitsas. (1999) *Political Economy of Money and Finance*. Londra: Macmillan.

Kindleberger, P. C. (1989) *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Gözden Geçirilmiş Baskı. New York: Basic Books [*Cinnet, Panik ve Çöküş: Mali Krizler Tarihi*, çev. Neşenur Domaniç, Scala Yayıncılık, 2004].

Kneeshaw, J.T. ve Van den Bergh. (1989) "Changes in Central Bank money market operating procedures in the 1980s", BIS Economic Papers, no.23.

Lapavitsas, C. (1997) "Two Approaches to the Concept of Interest-Bearing Capital", *International Journal of Political Economy* 27, s. 85-106.

Lapavitsas, C. (2009) "Financialised Capitalism: Crises and Financial Expropriation", mimeo.

McGee, R. (2000) "What Should a Central Bank Do?", İktisat Bölümü, Florida Devlet Üniversitesi, mimeo.

Marx, K. (1976 [1867]) *Capital*, I. Cilt. Londra: Penguin/NLR [*Kapital*, çev. Alaattin Bilgili, Sol Yayınları, 1965].

Meyer, Thomas. (2003) "The Monetarist Policy Debate: An informal Survey", İktisat Bölümü, California Üniversitesi, çalışma metni, 03-9.

Orhangazi, O. (2007) "Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the US economy: 1973-2003", PERI çalışma metni, no.149.

Saad-Filho, A. (2000) "Inflation Theory: A Critical Literature Review and a New Research Agenda", Paul Zarembka (der.) *Value, Capitalist Dynamics and Money* içinde, Cilt 18, s. 335-362.

Saad-Filho, A. ve M.L. Mollo. (2002) "Inflation and stabilisation in Brazil: a political economy analysis", 34, s. 109-135.

Shaikh, Anwar. (1997) "The Challenge of Marxian Economics to Neoliberal Economic Theory", "Günümüz İktisat Teorisi: Eleştirel Bakış Açıları" başlıklı konferansta sunulan makale, Atina İktisat ve İşletme Üniversitesi, 6-7 Ekim.

Schwartz, A.J. (1988) "Financial stability and the safety net", W.S. Haraf ve R.M. Kushmeider (der.) *Restructuring Banking and Financial Services in America* içinde, s. 34-62. Washington, D.C.: American Enterprise Institute For Public Policy and Research.

Schwartz, A.J. (1998) "Why financial stability depends on price stability", G. Wood (der.) *Money, Prices and the Real Economy* içinde, s. 34-41. Northampton: Edward Elgar.

Schor, Juliet. (1985) "Wage Flexibility, Social Wage Expenditures and Monetary Restrictiveness", Mark Jarsulic (der.) *Money and Macro Policy* içinde, s. 135-154. Boston: Kluwer-Nijhoff.

Schor, Juliet ve Samuel Bowles. (1987) "Employment Rents and the Incidence of Strikes", *Review of Economics and Statistics* 59, s. 584-592.

Siklos, L.P. (2002) *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends since World War II*. U.K: Cambridge University Press.

Stockhammer, E. (2002) "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics* 28, s. 719-741.

Stockhammer, E. (2007) "Some stylised facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime", PERI çalışma metni, no.142.

Stone, M. ve P. Bhundia. (2004) "A new taxonomy of monetary regimes", IMF Çalışma metni, 04/191.

Vives, Xavier. (2008) "Bagehot, central banking and the financial crisis", Andrew Felton ve Carmen Reinhart (der.) *The First Global Financial Crisis of the 21st Century* içinde. A VoxEU.org Publication, Center for Economic Policy Research (CERP).

Weisskopf, Thomas. (1988) "The analysis of a Neo-Marxian Crisis Theory", *The Economic Review* 39, s. 193-208.

İKİNCİ KALİTE FİNANSAL KRİZİNİN TARİHSEL ÖNEMİ VE TOPLUMSAL MALİYETİ: JAPONYA DENEYİMİ[1]

Makoto Itoh

2007'nin Ağustos ayında ABD'de başlayan finansal kargaşa, gelişmiş ülkelerde reel ekonomiyi sarsan ve hızla dünya ekonomik krizi hâline gelen küresel bir finansal krize dönüşmüştür. "İkinci kalite finansal krizi" ifadesi, makalede bu sürecin tamamını kapsamak amacıyla kullanılıyor. Bu krizin tarihsel önemi, farklı ama birbiriyle ilişkili üç şekilde aşağıda inceleniyor. 1. kısımda, 1980'lerdeki Japonya balonuyla ve 1990'larda bunu takip eden krizle karşılaştırılarak ikinci kalite krizinin özgül özellikleri ele alınıyor. 2. kısımda, 1929'un ardından yaşanan genel durgunluk kısaca tartışılarak karşılaştırma bir adım ileri götürülüyor ve şu anki krizin neden aynı ölçüde ağır olmayabileceğinin nedenleri ortaya koyuluyor. Son olarak 3. kısımda, krizin toplumsal maliyetleri araştırılıyor.

1 Bu makalenin taslak hâlini gözden geçirip değerli tavsiyelerde bulunan Costas Lapavitsas'a çok teşekkür ederim.

1. İKİNCİ KALİTE FİNANSAL KRİZİNİN ÖZGÜL ÖZELLİKLERİ VE JAPONYA BALONU İLE BİR KARŞILAŞTIRMA

İktisadi bir krizin tarihsel önemini ve özgül özelliklerini daima bundan önceki iktisadi patlamanın niteliği belirler. Dolayısıyla, Amerikan konut balonundan ve bununla bağlantılı iktisadi patlamadan ortaya çıkan ikinci kalite finansal krizinin neden ABD ve dünya ekonomisi için bu kadar yıkıcı olduğunu anlamak için öncelikle Amerikan konut patlamasının büyüklüğünü ve niteliğini incelemek gerekiyor.

Yeni Ekonomi balonuyla birlikte 1996'da başlayan Amerikan konut patlaması yaklaşık 10 yıl sürdü. Yeni Ekonomi (ya da Bilgi Teknolojisi) balonunun 2001'de patlak vermesinden sonra, özellikle de 2002'den itibaren olmak üzere, ABD'nin iktisadi toparlanması ile büyümesinin ana kaynağı konut patlaması olmuştu. ABD'nin bu dönemdeki iktisadi büyümesinin yaklaşık %40'ının konut sektörüne bağlı olduğu tahmin ediliyor.[2]

Konut finansmanında artış olmasaydı konut patlaması elbette mümkün olmayacaktı. ABD'de, konut kredileri çoğunlukla birinci kalite ve ikinci kalite kredilerden oluşur. İkinci kalite krediler, tipik olarak, daha düşük gelirli ve kredi verilebilirlik düzeyi daha düşük insanlara verilen kredilerdir. Daha somut bir şekilde ifade edecek olursak, ikinci kalite krediler, geçmişte kredi geri ödemelerini geciktirmiş ya da hesaplanan FICO kredi notu (azami notun 900 olduğu bu kredi notlandırma sistemi Fair Isaac şirketi tarafından başlatılmıştır) 660'tan düşük olan, hatta borç geri ödemeleri gelirlerinin %50'sini aşan insanlara verilir.

Geçmişte, ikinci kalite grubu içinde sınıflandırılan insanlar genellikle konut kredilerinden faydalanamıyorlardı. Ancak, 2001'den sonra ABD'de kredilerde, özellikle de ikinci kalite kredilerde hızlı bir artış oldu. Verilen kredilerin artması sonucunda konut fiyatları sürekli yükseldi; 2006'ya gelindiğinde fiyatlar

2 Kaneko ve DeWit (2008), s. 9.

1996'daki düzeyinin iki katına ulaşmıştı. 2006 sonu itibariyle, ABD'de henüz ödenmemiş konut kredileri 13 trilyon dolara (neredeyse GSYİH'nin büyüklüğüne) ulaşmıştı. Bu borçlar içinde, ikinci kalite kredilerin payı bilhassa 2001'den sonra hızla arttı. 2006'ya gelindiğinde, ikinci kalite krediler, yeni konut kredileri akışının %20'sini oluşturuyordu. Aynı yılın sonunda, ikinci kalite kredi stok büyüklüğü 1,7 trilyon dolara, yani toplam konut kredileri stokunun %13'üne erişmişti.[3]

İkinci kalite kredilerdeki artışın göreli büyüklüğünü anlamak için birtakım basit hesaplamalardan yararlanabiliriz. Tipik bir ikinci kalite kredinin büyüklüğü yaklaşık 200.000 dolar kadardır ve kabaca 8,5 milyon Amerikan hanehalkı (ya da 25 milyondan fazla kişi) bu kredilerden faydalanmaktadır.[4] Ayrıca, bir konut kredisinin ortalama 400.000 dolar kadar olduğunu varsayarsak, 2006 yıl sonu itibariyle (13 trilyon dolar hacmindeki) ABD'deki toplam konut kredisi, kabaca 32,5 milyon hanehalkı ya da ABD nüfusunun üçte biri tarafından kullanılmıştır. Buna karşılık, Japonya'da henüz ödenmemiş toplam konut kredisinin (balonun patlamasından hemen sonra) 1993'te 141 trilyon yen (GSYİH'nin yaklaşık %29'u kadar) olduğu tahmin ediliyordu. Ortalama konut kredisi büyüklüğünün 1992'de 27,4 milyon yen olduğu düşünüldüğünde, Japonya'daki toplam konut borcu kabaca 5,1 milyon hanehalkına ya da nüfusun %12,3'üne tekabül ediyordu.[5] Genelde ABD konut kredilerinin, daha özelde ise ikinci kalite kredilerin, 1980'lerin sonlarındaki balonun gelişimi sırasında Japonya'da verilen konut kredilerini fersah fersah geride bıraktığı açıktır.

Bununla birlikte, Japonya balonu önemli sermaye kayıplarına neden olacak kadar büyüktü (hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarındaki düşüşler de hesaba katıldığında toplam sermaye kayıpları 1990'larda 1.400 trilyon yeni aşmıştı). Ancak, konut piyasasının

3 Mizuho Araştırma Enstitüsü (2007), s. 69 ve s. 77.

4 Japonya Kabine Bürosu, Politika Planlama Odası (2007).

5 Itoh (2006), 6. bölüm.

aslında balonun sadece bir kısmını oluşturduğu unutulmamalıdır. Hisse senedi ve gayrimenkul piyasalarında da spekülatif bir patlama yaşanıyordu. Oysa, yaşamakta olduğumuz krizi önceleyen ABD iktisadi patlaması, görece birbirinden ayrı iki dalga hâlinde gerçekleşti. İlki, esasen 1990'ların sonlarında New York hisse senedi piyasasında olmak üzere, Bilgi Teknolojisi (BT) balonunun şişip patlamasıydı. İkincisi, 2000'lerde ortaya çıkan konut balonu ve bu balonun patlaması idi.

Japonya ile yaptığımız karşılaştırmayı biraz daha ileri götürerek, Japonya ve ABD balonlarında, sonunda bu balonların patlamasına yol açan başka bir ortak etkenin varlığını daha tespit edebiliriz: Kolaylıkla spekülatif işlemlere yönlendirilebilen para fonlarının bolca mevcut olması. Büyük işletmeler, 1970'lerin sonlarında başlayan uzun gerileme sırasında giderek özfinansmana [*oto finansman*] yöneldiler. Sonuçta, ileri ülkelerdeki bankalarla finans kurumları kendilerini, sınai faaliyetlerin dışında kalan alanlarda esnek bir şekilde kullanabilecekleri fonlara sahip bir konumda buldular. Bankalar ve diğer finans kurumları bu fonları, tüketici kredileri ve konut kredileri vermenin yanı sıra gayrimenkullerle çeşitli menkul kıymetlerde spekülatif alım-satım işlemleri yapmak için kullanabiliyorlardı. Bu arka plandan hareketle, faiz oranlarını düşüren para politikası, 1985 Plaza anlaşmasının ardından Japonya'da ve 2001'den sonra da ABD'de olduğu üzere, gayrimenkullerle menkul kıymetlerde spekülatif alım-satım işlemlerini canlandırma eğilimi de gösteriyordu.

Her iki balonda ortak olan bir diğer etken, bilgi teknolojisinin (BT) konut kredileri dahil spekülatif finansal alım-satım işlemleri için kullanılmasıydı. BT'nin gelişmesi, geri ödeme takviminin değişken faiz oranlarıyla çabuk tahmin edilmesini, finansal işlemlerin hızla yapılabilmesini ve bankacılık kredisinin esnek bir şekilde artmasını kolaylaştırıyordu. Özellikle Amerikan finansında BT, bireyler için kredi notlarının hesaplanmasında ve ilk yıllarda uygulanan "cazip" faiz oranlarıyla daha düşük gelirli işçilere ca-

zip gelecek melez konut kredilerinin tasarlanıp sürdürülmesinde kullanılıyordu. BT, konut kredilerinin yapılandırılmış menkul kıymetlere dönüştürülmesini, ardından da menkul kıymetlerin dünya geneline yayılmasını da mümkün kıldı.

Öte yandan, Amerikan konut balonunun şişmesini kolaylaştıran iki siyasi (ve kurumsal) etken vardı. İlk olarak, finansal işlemler üzerindeki düzenlemeleri ortadan kaldıran neoliberal politikalar, esnek "cazip" faiz oranlarına sahip konut kredilerinin uygulanmasını da olanaklı hâle getirdi. İkinci olarak, bankaları, hanehalkı tasarruflarının belli bir kısmını yeniden yerel topluluk alanlarına yönlendirmeye teşvik eden Topluluk Yeniden Yatırım Yasası (1977) ve konut finansmanında, daha düşük gelirli insanların yaşadıkları alanlara karşı ayrımcılık yapılmasını önleyen Alternatif İpotek İşlemi Muadilliği Yasası (1982), ikinci kalite kredilerin yaygınlaşmasını kolaylaştırdı. Bu tür krediler, özel finansal fonların harekete geçirilmesi yoluyla kentsel yenilenmeye katkıda bulunacak yenilikçi bir politika olarak gözüküyordu. Bu nedenle, finans işletmeleri, 1960'lardan bu yana etkin olan medeni haklar hareketinin bir başarısı olduğu düşünülen finansal hizmetlerin demokratikleştirilmesinden istifade ettiler. Bu talihsiz ve çelişkili gelişme, daha düşük gelirli insanlara verilen konut kredilerinin aşırı artmasına yol açarak sonunda bir felakete neden oldu.

Bu gelişmeyi daha geniş bir bağlama oturtabilmek için, kapitalist gelişmenin uzun tarihsel sürecinde finans sisteminin, kapitalist işletmelerin birikim amaçlarına hizmet etmek üzere atıl parayı harekete geçiren bir dizi toplumsal mekanizma olarak işlev gördüğü göz önünde bulundurulmalıdır. Ancak, 20. yüzyılda, emeklilik fonları ve sigorta ödemeleri de dahil olmak üzere, emekçi halkın tasarrufları giderek finans sisteminin toplumsal mekanizmalarına dahil edildi. Benzer mülahazalar tüketici kredisi için de geçerlidir.

Tüketime yönelik krediler geleneksel olarak (kapitalizm öncesi dönemden miras kalan) rehin dükkânları ile tefecilerin yanı

sıra tüketici kredisi şirketleri tarafından sağlanıyordu. Bu tüketici kredisi mekanizmaları, modern bankacılık ve finans sistemleri içinde görece küçük ve önemsiz bir ağırlığa sahip olmuştur. Ancak, büyük işletmeler giderek özfinansmana yöneldikçe, resmî finans kurumlarının finans dışı işletmelere kredi verme olanakları azalmıştı. Dolayısıyla, büyük bankalar ve diğer finans kurumları, yavaş yavaş daha düşük gelir tabakalarına yönelerek emekçi halka tüketici kredileri, özellikle de konut kredileri açmaya başladılar. Emek gücü metası, bu anlamda giderek finansallaşmıştır.[6] Japonya balonun gelişimi sırasında açıkça görülen bu eğilim, son yaşanan Amerikan konut balonu sırasında inanılmaz boyutları ulaşmıştır. Bankalar ve ilgili gayrimenkul büroları, Amerikan konut balonunun gelişimi sırasında sermaye kazançları elde etme hevesiyle, saldırgan bir tutumla işçileri borçlanmaya teşvik etmişlerdir.

Ancak, Japonya balonunun esas kaynağının, GSYİH'nin yaklaşık %15'i kadar olan yüksek hanehalkı tasarrufları olduğuna dikkat edilmelidir. Amerikan hanehalkı tasarruflarının son derece düşük olması nedeniyle Japonya ile karşılaştırılabilecek bir yurtiçi fon kaynağı olmayan Amerikan konut balonu, ipoteklerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla sağlanan küresel fonlarla finanse edildi. Sonuç olarak, Amerikan konut piyasasındaki finansal pratikler, Japonya bankalarının daha önceki pratiklerinden, hatta Amerikan Tasarruf ve Kredi Sandıkları'nın (S&L) 1980'lerdeki pratiklerinden oldukça farklıydı.

İpotek işiyle uğraşan Amerikan finans işletmeleri (tipik olarak tasarruf ve kredi kurumları) için 1980'lerdeki kredi verme modeli, "elinde tutmak için yarat" idi. Ancak, son yaşanan patlama sırasında ipotek düzenleyen belli başlı kurumlar, mevduat kabul etmeyip kredilerini satmaya girişen ipotek şirketleriydi. Tipik alı-

6 Bu anlayış, ücretli işlerin finansal müsaderesinin, günümüz kapitalizminin finansallaşması açısından asli öneme sahip olduğunu düşünen Lapavitsas'ın (2009) anlayışıyla özünde benzerdir.

cılar, büyük ticaret ve yatırım bankalarının sahip oldukları Özel Amaçlı Kurumlardı (ÖAK'lar). Bu ipotekleri alan ÖAK'lar, diğer finans kurumlarına satmak üzere bunları harmanlayarak ipoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) oluşturuyorlardı. Ayrıca bankalar da, bu amaçla kurulmuş ÖAK'lara satılmak suretiyle bilanço dışına çıkarılan ipotekler düzenliyorlardı. "Dağıtmak için yarat" modelinin özü işte böyleydi.

Bu teknikler sayesinde Amerikan konut piyasası yapısal olarak iki katmana ayrıldı: Birinci katman, asıl kredi verenler (tipik olarak ipotek şirketleri) ile hanehalkından borçlanıcılardan oluşurken, ikinci katmansa ipoteğe dayalı menkul kıymetleri dünya genelinde dağıtan finans kurumlarını kapsıyordu. Bu yeni pratikler, ipotek şirketleri gibi asıl kredi verenleri, bir kredi verme kaynağı olarak mevduatların dayattığı sınırlamalardan kurtarıp bankaları mevduat harici fonlar aramaya teşvik ederek, para piyasasından büyük çapta borçlanmalarına yol açıyordu. Ayrıca bankaları, kredi (bireysel temerrüt) riskinden ve (faiz oranlarının konut kredileri için sabit, ancak mevduatlar için değişken olmasından kaynaklanan) faiz oranı riskinden kurtarmış gibi gözüküyordu.

Bu işleyiş tarzı, 1990'ların ortasından itibaren Amerikan konut kredisi piyasasının belirgin özelliği hâline gelmişti. 1980'lerin sonlarında, spekülatif konut balonunun ortaya çıktığı sırada Japonya'da bu tür mekanizmalar yoktu. Bu durum, devasa Japonya balonunun patlamasının esasen yerel etkilere yol açarken, (ikinci kalite ve diğer kredilerin oluşturduğu) Amerikan konut piyasasının çökmesinin neden küresel bir finansal kriz kaynağı hâline geldiğini açıklıyor. Aynı şekilde, Japonya bankaları, ipotek alacaklıları olarak esasen balonun patlamasının ardından kredilerinin kalitesinin kötüleşmesi yüzünden zor durumda kaldılar. Ancak, Amerikan balonunun patlamasından sonra ipoteğe dayalı ve varlığa dayalı menkul kıymet fiyatlarının düşmesi, geniş bir yelpazede yer alan finans kurumlarının bilançolarına zarar verdiği için etkileri çok daha geniş bir alana yayıldı. Bu kurumlar arasında

ticari bankaların yanı sıra riskten sakınma fonları, sigorta fonları, emeklilik fonları, menkul kıymet şirketleri ve yatırım bankaları da bulunuyordu.

ABD'li yetkililerin başlangıçta kamu fonlarını çeşitli finans kurumlarının ipoteğe dayalı ve diğer menkul kıymetlerini satın almaya ya da güvence altına almaya hasretmelerinin önemli bir nedeni bu farktır. Bunun aksine, Japon yetkililer kamu fonlarını esas olarak önemli bankaların özsermayesine enjekte ettiler. ABD hükümetinin, bankaları kurtarma operasyonlarına yeniden yön vererek kamu parasını doğrudan banka sermayesine enjekte etmeye başlaması ancak krizin derinleşmesinden sonra gerçekleşti.

Japon (ve Alman) finans sistemi sıklıkla Amerikan (ve İngiliz) finans sistemiyle ayrı kefelere konur. İlki dolaylı finansmana (ya da "elde tutmak için yarat" bankacılık kredisine) daha fazla dayanırken, diğeri ise doğrudan finansmana (ya da menkul kıymetler piyasası aracılığıyla işleyen "dağıtmak için yarat" kredisine) dayanır. Son yıllarda, Amerikan-İngiliz sisteminin Japon-Alman sisteminden daha iyi olduğu görüşü hâkimiyet kazandı. Bunun belirgin nedenlerinden biri, (ahbap-çavuş kapitalizmine bile neden olabilen) kişisel ilişkilere ve özel bilgiye dayanan dolaylı bankacılık kredisiyle karşılaştırıldığında, rekabetçi menkul kıymet piyasalarının para fonlarının dağıtılmasında daha şeffaf, akılcı ve etkin olmasıdır. Konut patlaması sırasında, ABD'deki kredileri menkul kıymetleştirme sistemi küresel fonları başarıyla harekete geçirerek kredi talebini karşıladığı ve konut fiyatları yükselmeye devam ettiği için bu gibi görüşlerin inandırıcılığı arttı.

Ne yazık ki, (ikinci kalite krediler dahil) konut kredilerinin içerdikleri risklerin, ipoteğe dayalı menkul kıymetler sayesinde dağıtılabileceği ve nesnel bir şekilde azaltılabileceği teorisinin (ya da inancının) gerçek bir temeli yoktur. Gerçekte, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin içerdikleri riskler o kadar da şeffaf değildi ve Standard and Poor's, Moody's gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının yanıltıcı derecelendirmeleri yüzünden daha da anlaşılmaz

hâle gelmişti. Haziran 2007'de, dev yatırım bankası Bear Sterns'e bağlı iki riskten korunma fonu, ikinci kalite ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdeki zararlar nedeniyle iflas etti. Bu iflas, Standard and Poor's ile Moody's'in derecelendirdiği binden fazla ipoteğe dayalı menkul kıymetin derecesinin hızla düşürülmesi sürecini başlattı. Konut patlamasının sona erişinden yaklaşık 6 ay sonra, ABD'de ihraç edilip dünyanın dört bir yanında tutulan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin içerdikleri gerçek riskler birdenbire ortaya çıkmıştı.

2007'de küresel finans piyasalarında yaklaşık 700 milyar dolarlık ikinci kalite ipoteğe dayalı menkul kıymet, 600 milyar dolarlık (biraz daha kaliteli) "Alt-A" tipi tahvil ve 390 milyar dolarlık Teminata Bağlanmış Borç Yükümlülükleri (TBBY)[7] dolaşıyordu. 2008 yazında ciddi bir krize giren Fannie Mae (Federal Ulusal İpotek Birliği, FNMA) ve Freddie Mac (Federal Konut Kredileri ve İpotek Kuruluşu, FHLMC) Eylül'de fiilen millileştirildiler. Bu kuruluşlar, birinci kalite Amerikan konut kredilerinin yaklaşık yarısını güvence altına alıyorlar. Bu olayla birlikte Amerikan konut piyasası genelinde kredi kalitesinin ciddi ölçüde kötüleştiği açıkça ortaya çıktı. Böylece, bu piyasanın yarattığı menkul kıymetler, tamamen beklenmedik bir şekilde küresel finans kurumlarına yıkıcı darbeler indirmeye başladılar. Dünya finans piyasaları bir mayın tarlasına girmiş, sürekli olarak devasa zararlar açıklamaya ve iflas riski yaşamaya başlamıştı.

İkinci kalite finansal krizi, piyasanın, özellikle de finans piyasalarının etkinliğine yönelik neoliberal inancın temelsiz olduğunu göstermiştir. Aynı zamanda, Amerikan (ve İngiliz) finans sistemlerinin Japon (ve Alman) sistemlerine karşı varsayılan üstünlüğünün yeniden gözden geçirilmesini gerektirmiştir. Spekülatif konut piyasası balonu patladığında, Amerikan finans sistemi, gerek ulusal gerekse küresel olarak büyük bir istikrarsızlığa ne-

7 TBBY, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle ve otomobil kredileri gibi diğer tüketici kredileriyle desteklenen menkul kıymetlerdir.

den olarak felaketi dünya geneline yaydı. Japonya krizi ise büyük ölçüde ülke içiyle sınırlı kalmış, esasen bankacılık sektörünü ciddi şekilde etkilemiştir. Keza, ABD ile Avrupa'da finans kurumlarına kamu fonlarının enjekte edilmesi, Japonya'nın 1990'lar ile 2000'lerde izlediği politikadan farklı sonuçlar doğurmuş olabilir. Yaşadığımız finansal krizle başa çıkılması muhtemelen çok daha zor olacaktır. Japonya ekonomisi, (büyüme hızının 1991'den sonra neredeyse sıfıra gerilemesiyle) 10 yıldan daha uzun süren bir iktisadi durgunluğa girmişti, ancak günümüzdeki kriz dünyanın önde gelen ekonomilerinde ciddi düşüşlere ve daha uzun süreli bir durgunluğa neden olabilir.

2. YÜZ YILDA BİR Mİ?

İkinci kalite sorununun artık açıkça eli kulağında olduğu Mayıs 2007'de, OECD (2007) ABD ekonomisinde bir yavaşlama olacağını tahmin ediyordu. Bunun, dünya genelinde iktisadi bir güçsüzlük döneminin habercisi olmadığı, Avrupa'nın büyüme bayrağını ABD'den devralarak küresel ekonominin "sorunsuz" bir şekilde yeniden dengelenmesini sağlayacağı düşünülüyordu. Buna "ayrışma [*decoupling*] senaryosu" deniliyordu. Besbelli ki bu beklenti, daha önceki spekülasyon balonlarından elde edilen deneyime dayanıyordu –örneğin, Japonya balonunun 1990'lardan sonra patlaması, 1997-98 Asya krizi ve Amerikan Yeni Ekonomi balonunun 2001'de patlaması. Görece sınırlı ve yerel etkileri olan bu deneyimleri dünyanın başka yerlerinde ortaya çıkan başka balonlar takip etmişti.

Ne yazık ki bu senaryo başarısız oldu, çünkü ikinci kalite finansal krizinin özgül özellikleri krizin yerelle sınırlı kalamayacağı anlamına geliyordu. İkinci kalite krizi, "yeniden birleşme [*re-coupling*] senaryosu" çerçevesinde, tehlikeli bir dünya çapında iktisadi krize doğru ilerliyor. Dünyanın farklı bölgelerinde birbiri ardına ortaya çıkan balon-kriz-balon döngüsü çökmüştür. İkinci kalite finansal krizinin yıkıcı gücü açıkça ortaya çıktığında,

Federal Rezerv Kurulu eski başkanı Alan Greenspan krize "tsunami" demişti. Japonya başbakanı Taro Aso, Greenspan'in izinden giderek dünyanın yüz yılda bir yaşanan finansal bir krizle karşı karşıya olduğunu ifade etmişti. Bu açıklamalar, yaşadığımız dünya çapındaki iktisadi krizin gündeme getirdiği gerçek tehdidi yansıtıyor gibi gözüküyorlar.

Akla şu soru ister istemez geliyor: Bu krizin yıkıcı gücü, 1929 krizinden daha mı büyük olacak? Kısaca belirtmek gerekirse, Amerikan iktisadi patlamasının sonunda yaşanan 1929 krizi, takip eden 3 yıl içerisinde giderek derinleşerek ABD'de hisse senedi fiyatlarının yaklaşık %90 azalmasına, birbirini takip eden 3 iflas dalgası sırasında 9.000 bankanın batmasına, işsizlik oranının %25'e yükselmesine ve GSYİH'nin yaklaşık %46 daralmasına neden olmuştu.[8] Bunun arkasından ciddi bir deflasyon sarmalı yaşandı, dünya tarım krizi patlak verdi, 1920'lerde yeniden tesis edilen altın standardı çöktü, ticaret bloklarının oluşması nedeniyle uluslararası ticaret daraldı ve dünyanın her yerinde iktisadi hayatta genel bir tahribat yaşandı. Acaba halen devam eden finansal kriz benzer, hatta daha büyük bir iktisadi çöküşe doğru mu ilerliyor? 2008'de hisse senedi fiyatları aniden ve şiddetli bir şekilde düşüşler olduğunda, uluslararası finans ve iş çevreleri arasında bu korku yayılmaya başladı.

Böylesi bir tahribatın yeniden yaşanması ihtimali artık göz ardı edilemez. Bu olasılık, kapitalist ekonominin iç çelişkilerinin günümüzdeki dışavurumudur. Ancak, meseleye ihtiyatla yaklaşmak gerek. Son 20 yılda sayısız finansal kriz yaşandı: Bunlar arasında en fazla dikkat çekenleri 1980'lerdeki devasa Japonya balonu, 1997-98 Asya krizi ve Yeni Ekonomi balonunun patlaması idi. Bu krizlerde, GSYİH'ye oranla değeri büyük 1929 kriziyle karşılaştırılabilecek, hatta ondan da fazla olan finansal varlıklar eriyip pula döndüler. Gene de, bu makalenin kaleme

8 Takumi (1994, 1998), 1929'u takip eden Büyük Kriz'in ayrıntılı bir analizini yapıyor.

alındığı sırada ikinci kalite finansal krizi için de geçerli olmak üzere, bunlardan hiçbiri finans ile reel ekonominin karşılıklı olarak birbirlerini tahrip etmesi sonucunda ekonominin çökmesine yol açmadı. Koşullar 1929'dan farklıdır ve yaşadığımız kriz uygun bir bakış açısıyla değerlendirilmelidir. 1929'a oranla halen süren krizin etkisini hafifletebilecek dört etkeni ele alalım.

İlk olarak, 1929'daki ilk şokun ardından altın standardı, döviz kurlarını sabitleyerek ve ülkeleri altın rezervleri istiflemeye zorlayarak hem maliye hem de para politikasının esnekliğini sınırlamıştı. Ticaret bloklarının oluşması, akabinde dünya ticaretindeki daralmayı hızlandırmıştı. Günümüzde ise dalgalı döviz kuru sistemi, dünyanın başta gelen ülkelerini, uluslararası ödeme aracı olan rezervler tutma gereğinden kurtarmaktadır. Bu durum, maliye ve para politikasının esnek bir şekilde kullanılmasını mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla, Japonya'nın 1990'ların sonlarında uyguladığı yöntemleri takip ederek, bankaları ve diğer finans kurumlarını kurtarmak için muazzam miktarlarda kamu fonunun enjekte edilmesi mümkün olmuştur.

Kamu fonlarının finans kurumlarına enjekte edilmesinin, dünya ekonomisinin ağır bir çöküş yaşaması tehlikesini hafiflettiğine şüphe yoktur; ABD'de izlenen acil durum maliye ve para politikalarıyla birlikte düşünüldüğünde, bu görüş daha da güçlenmektedir. Bütçe açıklarını yükseltip kamu borç yükünü uzunca bir süre için artıran bu politikalar, Japonya'da yaşandığı üzere kalıcı bir iktisadi durgunluğa katkıda da bulunmaktadır. Dahası, ABD'nin büyük bütçe açıklarının ancak uluslararası borcun büyük ölçüde artmasıyla karşılanabilecek olması, doların değer kaybetmesi tehlikesini artırmaktadır. Bu nedenle, ABD hükümeti, doların çökmesini önlemek ve yeni bir uluslararası para düzeni yaratmak için uluslararası siyasi işbirliği arayışı içine girmek zorundadır.

İkinci olarak, 1929 büyük krizi sırasında dünyanın önde gelen ülkelerindeki tekelci sermayeler, tekel fiyatlarını ve kârlarını ko-

rumak için üretimi ve istihdamı azalttılar. Tekelin karakteristik özelliği olan bu davranış genellikle bu ekonomilerin o dönemdeki makro-iktisadi performansını daha da kötüleştirdi. Ancak mevcut koşullarda, tekelci illet o kadar da belirgin bir tehlike olarak gözükmemektedir. En büyük işletmeler bile küresel rekabetçi baskılar altında faaliyet gösteriyor, kendi ülke piyasalarında tekelci fiyatlarını ve kârlarını sürdürmekte zorlanıyorlar. ABD otomobil sanayisinin Üç Büyükleri'nin şu anda yaşadıkları zorlukların kökeninde bu etken yatıyor. Dolayısıyla, büyük işletmelerden kaynaklanan üretim ve istihdam çöküşü muhtemelen 1929'daki kadar ağır olmayacak, genelde tüketici talebindeki düşüşün (nedeni değil) sonucu olacak. Üstelik, yukarıda bahsedildiği üzere büyük çok uluslu şirketler giderek özfinansmana yönelmişlerdir. Sonuçta, finansal kriz yüzünden ortaya çıkan kredi daralması, bu şirketlerin iş faaliyetlerini doğrudan ağır bir şekilde etkilemeyebilir. Öte yandan, ağırlıklı olarak bankacılık kredilerine dayanan küçük ve orta ölçekli işletmeler, kriz esnasında ağır darbeler almışlardır.

Üçüncü (ve ilk ikisiyle ilişkili) olarak, her ne kadar finansal krizin sanayi sektörü istihdamı ve reel ücretleri üzerindeki yıkıcı etkisi giderek ağırlaşsa da, 1929'dan daha hafif olmaya devam etmektedir. Gelecekle ilgili kaygıların artmasına karşın, işçi tasarrufları, sigorta, emeklilik maaşları ve (işsizlik yardımları dahil) sosyal güvenlik sistemi belli ölçüde işçilerin tüketimine destek olmuştur. Aynı zamanda, işsizlikteki artış, çalışma saatlerindeki kesintiler ve işçi ücretlerindeki düşüşler, kapitalist işletmelerin kriz karşısında maliyetlerini esnek bir şekilde azaltmalarını mümkün kılacaktır.

Dördüncü olarak, küreselleşme çağında, Çin ve diğer Asya ekonomileri gibi gelişmekte olan ülkelerin iktisadi güçleri önemli ölçüde artmıştır. Bu ekonomilerin başarısı ucuz emeği sürekli hareketlendirmelerine bağlı olmuştur; çok uluslu işletmelerin doğrudan yatırımları da bunu desteklemiştir. İktisadi artığın ticaret,

yatırım ve finans yoluyla gelişmekte olan ülkelerden dışarıya aktarılması, dünyanın belli başlı gelişmiş ülkelerinde iktisadi krizi doğrudan ya da dolaylı olarak hafifleten bir tampon vazifesi görüyor. Örneğin, tüketici mallarının ucuza ithalat edilmesi, ücretler üzerinde baskı kurmasına karşın işçilerin iktisadi kriz nedeniyle yaşadıkları güçlüklerin azalmasına da yardımcı oluyor.[9] Son olarak, petrol fiyatlarının yüksek olduğu dönemde petrol gelirlerinin biriktirilmesi (ki bunlar akabinde finans piyasaları aracılığıyla yeniden sisteme sokulacaktı), önceki dönemde spekülatif balonu teşvik etmesine karşın finansal krizin hafiflemesine yardımcı olmuştur.

Bu faktörlerin etkisiyle bir süreliğine yatışan ikinci kalite finansal krizi 1929 krizinden daha hafif seyretmiştir, ancak bu etkinin mutlak olduğu ve sonsuza dek sürüp gideceği düşünülmemelidir. Bu etkenlerin, günümüz finansına içkin olan kendi kendini tahrip etme eğilimine ne kadar direnebilecekleri belli değildir. Sonuç, reel ekonomi ile finans arasındaki etkileşime ve karşılıklı olarak yol açacakları tahribata bağlı olacaktır. İşletmeler ve devlet üzerindeki ağır baskının faturasının emekçi halka çıkarılması tehlikesi bulunmaktadır. En azından çalışan yoksulların sayısı ve zenginle yoksul arasındaki uçurum dünya genelinde muhtemelen artacaktır.

3. TOPLUMSAL MALİYETLER

İleri kapitalist ülkelerde 1980'lerden bu yana egemen politika çerçevesi olagelen neoliberalizm, neoklasik mikro-iktisat teorisine dayanır ve düzenlemelerin olmadığı rekabetçi piyasaların etkin olduğuna inanır. Bunun sonucunda neoliberalizm, kamu işletmelerinin özelleştirilmesini ve (finans sektörü dahil) çeşitli alanlarda düzenlemelerin ortadan kaldırılmasını savunmuştur. Özellikle, menkul kıymetler piyasalarını temel alan Amerikan

9 Emmanuel (1972) dahil, bağımlılık okulunun eşitsiz mübadele teorisini bu açıdan yeniden okumaya değer.

tipi finansın varsayılan etkinliğine dünya genelinde vurgu yapılmıştır. Bu nedenle, yaşamakta olduğumuz ikinci kalite finansal krizinin, deprem ya da savaş gibi dışsal bir şok yüzünden değil, aksine esas olarak Amerikan finans sisteminin içsel devinimi yüzünden ortaya çıktığını üzerine basarak vurgulamalıyız.

Sonuçta maruz kalınan iktisadi kayıplar, neoliberalizmin gerek piyasa etkinliğine gerekse Amerikan tipi finansın belirgin avantajlarına duyduğu inancın yanlış olduğunun açık kanıtıdır. Çeşitli yönleri bulunan iktisadi kayıplar, ikinci kalite finansal krizinin toplumsal maliyetleri olarak tanımlanabilirler. Toplumsal maliyet kavramı, üçüncü bir tarafa ya da toplumun tümüne yüklenen dışsallıklar, en iyi [*optimal*] kaynak dağılımının sağlanamamasından kaynaklanan makro-iktisadi kayıplar ve kamu politikası yüzünden doğan maliyetler gibi çeşitli olguları kapsar. Her ne kadar yaşadığımız krizin toplam toplumsal maliyeti henüz tam olarak bilinmese de, Japonya balonu deneyimini göz önüne alarak bu maliyetin dört farklı yönünü şimdiden tespit etmek mümkündür.

Birincisi, ipotek borçlularının maruz kaldıkları iktisadi kayıplar söz konusudur. 2007 itibariyle ABD'de 2 milyondan fazla iflas vakası yaşanmıştı. Evlerinden çıkarılan bu borçlanıcıların geçmişte yaptıkları ödemeler ve evle ilgili dayanıklı tüketim malı harcamaları tamamen boşa gitmiştir. Bu kayıplar çoğunlukla ikinci kalite kategorisinde yer alan düşük gelirli borçlanıcıları vurmuştur. Ancak, birinci kalite ipotek borçlanıcıları bile varlık fiyatlarındaki ve gelirdeki düşüşlerden olumsuz etkilenmişlerdir. Konut fiyatlarının düşmesi yüzünden bir evin piyasa değerinin ipotek borcunun altına düşmesi söz konusu olurken, sermaye kayıpları için bile geri ödeme talep edilmektedir.

Japonya'da balonun patlamasını takiben 1990'larda konut fiyatları büyük kentlerin bazı bölgelerinde yarıdan fazla düşmüştü. Borçlular açısından bakıldığında, konut kredileri için sürekli yapılan geri ödemelerin hiçbir anlamı yoktu. ABD'de halihazırda konut fiyatları 1929 krizindekinden daha hızlı düşüyor ve düşüş

oranı o dönemde ulaşılan %26'yı aşabilir.[10] ABD'de konut kredilerinin kabaca GSYİH'ye eşit olduğu düşünüldüğünde, borçluların yıllar boyunca boşu boşuna yaptıkları ödemeler cari GSYİH'nin üçte birine ulaşabilir. Bu, iflasların maliyetleri hesaba katılmadığında bile muazzam bir toplumsal kayıp anlamına geliyor.

İkincisi, dünya genelinde ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymetler, hisse senetleri gibi çeşitli menkul kıymet tiplerindeki fiyat düşüşlerinden kaynaklanan büyük sermaye kayıpları söz konusudur. Japonya balonun patlamasından sonra hisse senedi fiyatlarının yol açtığı toplam sermaye kayıplarının yaklaşık 500 trilyon yen olduğu, yani kabaca Japonya'nın 1990'ların ortasındaki GSYİH'sine eşit olduğu tahmin ediliyordu (üstelik gayrimenkul alanındaki benzer kayıplar bu rakama dahil değildi).[11] ABD'de ve başka yerlerde menkul kıymetlerdeki toplam sermaye kayıplarının GSYİH'ye oranla benzer büyüklüklere ulaşıp ulaşmayacağı henüz belli değil. Ancak, mutlak büyüklüklerinin Japonya'nın 1990'lardaki kayıplarından birkaç kat fazla olacağına şüphe yok.

Menkul kıymetler, hisse senetleri ve gayrimenkuller alanlarındaki sermaye kayıplarının içermeleri hakkında, özellikle de emek değer teorisi açısından bakıldığında neler söylenebilir? Daha önceki patlama sırasında elde edilen kazançlarla bu kayıpların belli bir ölçüde telafi edilmesi mümkündür, ancak tam olarak dengeleneceğinin garantisi yoktur. Öte yandan, balonun patlaması sırasında yaşanan fiyat düşüşleri, işçiler, işletmeler ve toplumun bütünü için somut kayıplar niteliğindedir. Bu varlıklar fiilen satılmadığı müddetçe söz konusu sermaye kayıplarının bir kısmının su yüzüne çıkmadığı doğrudur ve bu, varlık değerlerinin hayali tahminiyle ilgili bir yöndür. Dahası, menkul kıymetlerin satılmasıyla birlikte sermaye kayıpları fiilen gerçekleştiğinde, bazı başka kişilerin bu işlemlerden kazanç sağlaması olasılığı da vardır.

10 Kaneko ve DeWit (2008), s. 22.

11 Itoh (2006), 6. bölüm.

Böyle olsa bile net sonuç büyük olasılıkla eksi olacak, ortaya sıfır toplamlı olmayan bir oyun çıkacaktır. Bu gibi sermaye kayıplarının (olumsuz) değerinin toplumsal boyutunun kavranması, çetrefilli bir teorik sorun olmayı sürdürmektedir.

Marksist değer teorisine göre, yıllık olarak toplam toplumsal üründe cisimleşen canlı emek, yeni yaratılan değerin özünü meydana getirir. Bu değer, ücretli işçiler ile (toprak sahipleriyle rantiyeleri de kapsayan) kapitalist sınıf arasında bölüşülür. Üretilen değerin bir kısmının, değeri piyasalarda gerçekleştirme [*realizasyon*] güçlüğü (yani metaların satılamaması veya normal fiyatlarının altında satılması) nedeniyle zayi olması olasıdır. Ancak, toplum için sermaye kayıplarının, canlı emeğin ürettiği yıllık değerin gerçekleşmemiş kısmıyla ilgili olması ya da buna denk düşmesi şart değildir. Aksine, sermaye kayıplarının hacmi muhtemelen çok daha büyüktür.

Bu sermaye kayıplarının, ilk olarak biriktirilmiş geçmiş emek üzerindeki hakların bir kısmının tahrip olmasına ve ikinci olarak da yıllık canlı emekten kaynaklanan gelir akımının yeniden bölüştürülmesine delalet etmesi mümkündür. Bu, makinelerin "moral" yıpranmasından, yani bir sanayide daha etkin teknolojinin toplumsal standart hâline gelmesiyle birlikte makinelerde birikmiş emek zamanının toplumsal tahribatından teorik olarak farklı, ancak yine de bunu andıran bir şeydir. Böylesine yıkıcı bir darbe, iktisadi kriz sırasında menkul kıymet, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarında (Marx'ın deyişiyle hayali sermayenin değer yitirmesi olarak) sermaye kayıpları biçimini alabilir. Bu, hem yıllık gelir akımının bölüşümünde (doğrudan ve dolaylı) değişikliklere yol açacaktır, hem de muhtemelen toplam gelir akımını azaltacaktır.

Menkul kıymet fiyatlarının düşmesi, gelirin büyüklüğü ve bölüşümü üzerindeki etkisinden bağımsız olarak, bankalarla diğer finans kurumlarının kayıplar yaşamasına yol açacaktır. 2004'te Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (BIS) uygulamaya geçirdiği

sermaye yeterliliğiyle ilgili Basel II düzenlemeleri uyarınca, Cari (ya da Gerçeğe Uygun) Değer Muhasebesi Sistemi bankalar için küresel bir standart hâline gelmiştir. Banka hisse senetlerinin cari değer tahminlerini hesaba katması nedeniyle menkul kıymetleşmiş finans piyasalarındaki pratiklere uygun olan bu düzenlemeler, aynı zamanda risk yönetiminin daha şeffaf bir ortamda gerçekleştirilmesi çabası kapsamında dünya genelinde Amerikan tipi finansal pratiklerin dayatılmasının da yeni bir örneğidir. Bu düzenlemeler bankaları olumsuz etkiledi, çünkü artan (ama su yüzüne çıkmayan) sermaye kayıpları sermaye yeterlilik oranlarını korumayı güçleştirmişti. Bu düzenlemeler, ikinci kalite finansal krizinin etkisini kötüleştirmiştir.

1987'de BIS'in uygulamaya geçirdiği sermaye yeterliliğiyle ilgili Basel I düzenlemeleri, 1990'larda Japonya bankalarını fazlasıyla olumsuz etkiledi. Bankaların sermaye yeterlilik oranının en az %8 olmasını şart koşan bu düzenlemeler, bankaların küçük ve orta ölçekli işletmelere kredi açabilme güçlerini azaltarak Japonya'da krizin daha uzun sürmesine yol açtı. Kısacası, gerek I. gerekse II. BIS düzenlemeleri balonların patlamasını önlemede etkisiz kalmış ve devam eden bankacılık krizlerini ağırlaştırmıştır.

Aynı zamanda, günümüzde bankaların ve kurumsal yatırımcılar dahil olmak üzere diğer finans kurumlarının yalnızca kapitalist işletmelerle zenginlerin para fonlarını değil, aynı zamanda emekçi halk kitlesinin tasarruflarıyla emeklilik ve sigorta katkılarını da idare ettikleri dikkate alınmalıdır. Bu fonların büyük bir kısmı hisse senetleri ile diğer menkul kıymetlere yatırıldığı için, sermaye kayıplarının ve bununla bağlantılı olarak finans kurumlarının iflas etmesinin emekçi halkı da fazlasıyla etkilemesi kuvvetle olasıdır. Emekçi halkın, kamu fonlarının finans sistemini kurtarmak için enjekte edilmesine çok daha güçlü bir şekilde karşı çıkmamasının önemli bir nedeni potansiyel maliyetlerdir.

Üçüncüsü, bankalarla diğer finans kurumlarını kurtarmak için kullanılan kamu parası bir toplumsal maliyet türüdür. Örneğin ABD'de, Bush yönetimi Finansal İstikrar Yasası'nı 2008 Ekim ayı başında sonunda kabul ettirmeyi başararak, finans sistemine 700 milyar dolar kadar bir para enjekte edilmesini sağlamıştı. Bu, 1990'larda Japonya'da bankalara enjekte edilen kamu fonlarının hacmine (70 trilyon yen) yaklaşık olarak eşit bir tutardır. Bu işlem, bankaların Basel I düzenlemelerine uymalarını sağlamak için esasen özkaynak biçiminde gerçekleşti. Bazı durumlarda fonlar, başarısız bankaları fiilen millileştirerek yeniden yapılandırmayı amaçlayan bir tür sübvansiyon işlevi gördü. Örneğin, daha sonra Shinsei Bank adını alan Japonya Uzun Vadeli Kredi Bankası ve yine Aozora Bankası olan Nippon Kredi Bankası için bu durum geçerliydi. Ancak, diğer bazı durumlarda ise, enjekte edilen kamu fonlarının büyük bölümü, 2002'den sonra ekonominin toparlanmasıyla birlikte ve rasyonelleştirmelerle bankalar arasındaki birleşmeleri takiben devlete iade edildi. Gene de, kabaca 10 trilyon yeni bulan tahsil edilmemiş kamu fonu tamamen toplumsal bir maliyettir. ABD'de kamusal fonlar ağırlıklı olarak bankaların sorunlu menkul kıymetlerini satın almak üzere kullanıldığı için, bu menkul kıymetlerin giderek değersizleşmesiyle birlikte orantısal olarak daha büyük bir toplumsal maliyet ortaya çıkabilir.

Ancak, ABD hükümeti ile Federal Rezerv Kurulu'nun yaşadığımız kriz sırasında sarf ettikleri kamu fonları, Finansal İstikrar Yasası kapsamında kullanılan fonlarla sınırlı değildir. Bir rapora göre, ABD, çalışmaz hâle gelmiş kredi piyasalarını rahatlatmak için 7,7 trilyon dolarlık kaynak taahhüt etmiştir.[12] Finans kurumlarının şu ana kadar sızdırdıkları 3,2 trilyon doların yanı sıra FED'in şirket bonoları piyasasına müdahale etmek için kullandığı 2,4 trilyon dolar bu rakama dahildir. Ayrılan toplam kaynak, ABD GSYİH'sinin yaklaşık yarısı ve ABD'nin Irak ile Afganistan

12 Pittman ve Ivery (2008).

savaşlarında şimdiye dek yaptığı harcamaların 9 katı kadardır. Temerrütler ya da menkul kıymet fiyatlarının düşmesi yüzünden bu kaynakların önemli bir kısmının zayi olması muhtemeldir; tabii ki bunun maliyeti vergi mükelleflerinin omuzlarına yüklenecektir.

İngiltere ve diğer pek çok AB ülkesi, kamu fonlarını finans kurumlarının kurtarılmasına ayırmışlardır. Bu, mevcut finansal açmazın kötüleşmesini önlemek amacıyla uluslararası işbirliğini geliştirmek adına yapılmıştır. Kamu fonlarının enjekte edilmesi suretiyle çok sayıda banka ve finans kurumu ya fiilen millileştirilmiştir ya da idarelerini kamunun denetimine teslim etmenin eşiğine gelmişlerdir. Neoliberalizmin teorik kaidelerine tamamen aykırı olan bu gelişme, aslında geleneksel Keynesçiliğin de ötesine geçmekte, kapitalist ekonominin idaresiyle ilgili sosyalist argümanlara yaklaşmaktadır.

Dördüncüsü, ikinci kalite finansal krizinin reel ekonomi üzerindeki yıkıcı etkilerinin neden olduğu toplumsal maliyetler de bulunmaktadır. Bunların büyüklüğünü tahmin etmek zor, ancak devasa boyutta oldukları gayet açık. Bunlar arasında kapitalist işletmelerin kâr ve gelirlerinin azalması, üretimin düşmesi, atıl kapasitenin ve daha genel olarak atıl kaynakların artması gibi maddeler bulunuyor. Örnek verecek olursak, dünyanın önde gelen ekonomilerinde büyüme oranlarının 2009'da düşeceği ve çoğunlukla eksi olacağı tahmin ediliyor. 2008'de yüzde olarak bu düşüşler, OECD geneli için 1,4 ile -0,3, ABD için 1,4 ile -0,9, Japonya için 0,5 ile -0,1 ve Avro bölgesi için 1,1 ile -0,5 aralığında değişecek.[13] Bu gelişmelerin hem ilgili bireylere hem de toplumun bütününe dayattığı maliyetlerin önemli bir kısmı, işsizlik oranının akabinde artmasından kaynaklanıyor. Kriz reel ekonomiyi daha ağır vurdukça bu maliyetler de muhtemelen artacaktır. Örneğin, Ekim 2008'de Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) Genel Direktörü, 2007'de 197 milyon kişi olan dünya genelinde işsizliğin 2009'da

13 OECD (2008), No. 84.

210 milyon kişiye çıkabileceğini açıkladı. Bu tahminin henüz kesin olmaktan uzak olduğunu, gerçek rakamın bundan çok daha yüksek olabileceğini de vurgulamıştı.[14]

Sonuç olarak, ikinci kalite finansal krizi neoliberalizmin tarihsel sınırlarını açıkça ortaya koymuş, 30 yıllık neoliberalizm döneminin artık sona erdirilmesi gerektiğini göstermiştir. Aynı zamanda kriz, hem kapitalist ekonominin temel istikrarsızlığını ve çelişkili hâlini, hem de bu durumun basitçe kötü yönetime ya da yanlış ekonomi politikalarına mal edilemeyeceğini gözler önüne sermiştir. Ne Japonya tipi dolaylı finansman ne de Amerikan tipi doğrudan finansman devasa balonların yıkıcı bir şekilde ortaya çıkıp patlamasını engelleyebilmiştir. Neoliberalizmin hâkimiyeti altındaki kapitalist ekonomi, başta finans alanı olmak üzere toplumsal denetim ve düzenlemelerden büyük ölçüde kurtulmuştur. Emek gücü hızla finansallaşmıştır.

Yaşamakta olduğumuz kriz, neoliberal teorilerle politikaların kökten sorunlu olduğunu göstermiştir. Ancak, hangi teorik yaklaşımların sağlam temeller üzerine kurulmuş alternatifler sunabileceği henüz belirgin değildir. Bu alandaki tartışmalara taraf olan yegâne diğer yaklaşım Keynesçilik olmamalıdır. Marksist para, kredi ve finans teorisini temel alan radikal ekonomi politik, halen devam eden krizde fikir ve önerilerini sınayıp geliştirme fırsatı buluyor.[15] Radikal ekonomi politik, neoliberalizme alternatif olacak ve emekçi halkın çıkarlarına, ana yolcu yaklaşımdan kaynaklanan alternatif fikirlerden daha başarıyla hizmet edecek önerilerde de bulunabilir.

14 ILO, Basın açıklaması, 20 Ekim 2008, (Referans: ILO/08/45), http://www.ilo.org/global/About_the_ILO/Media_and_public_information/Press_releases/lang--en/WCMS_099529/index.htm.

15 Bu fikirlerin bazıları Itoh ve Lapavitsas'ın çalışmasında (1999) ortaya konuyordu.

KAYNAKLAR[16]

Blundell-Wignall, A. (2007) "Structured Products: Implications for Financial Markets", *Financial Market Trends* 93 (2007/2).

Emmanuel, A. (1972) *Unequal Exchange*, çev. B. Pearce. New York ve London: Monthly Review Press.

IMF. (2007, 2008) *Global Financial Stability Report*, Eylül/Ekim.

Imura, K. (2008) "[What the Sub-Prime Problem Shows]", [*Economy*] Haziran.

Itoh, M. ve C. Lapavitsas. (1999) *Political Economy of Money and Finance*. Houndmills: Macmillan, New York: St. Martin's.

Itoh, M. (2000) *The Japanese Economy Reconsidered*. Houdmills: Palgrave.

Itoh, M. (2006) [*Capitalism in the Era of Disillusionment*]. Tokyo: Otsuki-shobo.

Japan Cabinet Office, Policy Planning Room (2007), "[The Background and the Influence of the Sub-prime Housing Loan Problem]", [*Tide in the World Economy*] (Güz).

Kaneko, M. ve A. DeWit. (2008) [*The World Financial Crisis*]. Tokyo: Iwanami-shoten.

Lapavitsas, C. (2009) "Financialised Capitalism", mimeo.

Mizuho Research Institute. (2007) [*The Sub-prime Financial Crisis*]. Tokyo: Nihonkeizai-shibunsha.

OECD(2007, 2008), *Economic Outlook*, No. 80, 82 ve 84.

Pittman, M. ve B. Ivry. (2008) "U.S. Pledges Top $7.7 Trillion to Ease Frozen Credit", Bloomsberg.com web sitesi, 24 Kasım.

Takumi, M. (1994) [*The World Great Crisis*]. Tokyo: Ochanomizu-shobo.

Takumi, M. (1998) [*The Great Crash Type of Depression*]. Tokyo: Koudan-sha.

Walsh, L. (2008) "A Global Shock to the System", *Socialism Today* 115 (Ocak).

Walsh, L. (2008) "Bear Stearns bail-out", *Socialism Today* 117 (Nisan).

16 Bu kısımda […] olarak gösterilen kaynaklar Japonca'dan tercüme edilmiştir.

FİNANSAL SERMAYENİN KÜRESELLEŞMESİ: 1997-2008[1]

Carlos Morera Camacho
ve *José Antonio Rojas Nieto*

1. DÜNYA EKONOMİSİNİN DÖNÜŞÜMÜ

1973-74 ve 1980-81 petrol krizlerinden kaynaklanan derin iktisadi çalkantıyı, "fiilen var olan sosyalizm"in çöküşünü ve Çin'in dönüşüm geçirmesini takip eden 30 yılda dünya ekonomisinde çarpıcı değişimler yaşandı. Bu gelişmelerin sonucunda küresel ve genel bir yeniden yapılanma gerçekleşti. Dünya ekonomisinde yavaş yavaş bazı yeni özellikler ortaya çıktı: Doların hegemonyasına tabi olan finansal sermayenin üstünlüğünü, dünya finans sektörünün güçlü dinamizmiyle yeni özelliklerini ve ulusal finans piyasalarıyla para sistemleri arasındaki eklemlenmenin pekişmesini bunlar arasında sayabiliriz. Bu özellikler, ilk defa 1979 ile 1982 arasında ABD ile İngiltere tarafından uygulanan kuralsızlaştırma

1 Bu makale, halen devam etmekte olan "Dünya Finans ve Petrol Piyasaları: 1997-2007" başlıklı kapsamlı bir çalışmanın parçasıdır. Başta kredi konusu olmak üzere Costas Lapavitsas'ın eleştirel gözlemlerinden oldukça yararlandık. Veri tabanının geliştirilmesinde ve şekillerin hazırlanmasında Lidia Salinas Islas, Isaac Torres ve Iván Mendiata bize yardımcı oldular.

ve serbestleştirme önlemleri sonucunda ortaya çıkmıştı. Ancak, çok geçmeden sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğu aynı yoldan ilerlediler.

Sonuçta uluslararası finansal mekân güçlendirildi; pratikte tüm ulusal finans süreçleri birbirleriyle eklemlenmiş bir hâlde bu mekânın içinden geçmek zorundaydılar. Bu zorunluluk, üretken ve ticari nitelikteki ulusal faaliyetler için de geçerlidir. Hiç şüphe yok ki, bu dönüşümlerin gerçekleşmesinde önemli teknolojik değişikliklerin büyük bir payı vardır. Modern mikro-elektronik ve internet, bilginin aktarılması sırasında hacmi ençoklaştırıp maliyetleri enazlaştırma konusunda büyük bir güce sahiptir. Teknik değişiklikler, yapısal dönüşümleri mümkün kılarak onlara hız kazandırmıştır.

Dünya kapitalizminin dönüşümünde, çalışma süreçlerindeki sayısız önemli değişikliğin de önemli katkısı olmuştur –bu değişiklikler, işçilerin koşullarını hedef alan saldırıların genelleşmesini ifade etmektedir. Hiç şüphesiz ki sermayenin son 30 yılda yaşadığı en önemli değişikliklerin bazıları hem ücretli hem de ücretsiz emeğe tekabül ediyor.[2] Bu değişikliklerden bazılarını şöyle sıralayabiliriz: Üretim teknolojilerindeki, özellikle de süreçlerin denetimiyle otomasyonundaki önemli değişiklikler; geçici işten çıkarmaların yaygınlaşması; esnek istihdam biçimlerinin çoğalması. İşçilerin yaşam koşullarını olumsuz etkileyen gelişmeler yaşandı: Fiyatların ücretlerden daha hızlı yükselmesi; parasal ücretlerin gerilemesi; sosyal güvenlikle, işten çıkarmayla, yaşlılara sağlanan hizmetlerle ve emeklilikle ilgili koşullarının kötüleşmesi; işletmelerin ödeme güçlükleri yaşamaları ve iflas etmeleri.[3]

Gene de küresel sermaye, 2008-09'un son derece kritik koşullarının göstermiş olduğu üzere, II. Dünya Savaşı sonrası yılların ayırt edici özellikleri olan büyüme ve kârlılık ritimlerini yeniden tesis edememiştir. Aksine, son 30 yıldaki sürekli yeniden yapılanmanın

2 Munck (2002), s. 19-27; Anderson (2006), s. 28.

3 Moseley (2007), s. 2-3; Gill (2002), s. 643-644.

üretimle dolaşım üzerindeki etkileri asimetrik olmuştur. Bu asimetri, 1998'den itibaren dolaşımın lehine olacak şekilde artmıştır. Yaşadığımız kriz, ABD ekonomisinin 10 yıl kadar süren (ve aslında gerçek temellerinin desteklediğinden çok daha uzun sürdüğü artık anlaşılmış olan) patlamasının sonunda ortaya çıktı. Patlama (ki görece yapay bir patlamaydı) aslında hükümete, işletmelere ve Amerikan hanehalklarına verilen kredilerin eşi görülmemiş ölçüde artmasına dayanıyordu. Bu noktayı açıklığa kavuşturmak için aşağıda ABD ekonomisinin bazı yönlerini ele alacağız.

2. KÂRLILIĞIN YENİDEN TESİSİ VE ABD EKONOMİSİNİN PERFORMANSI

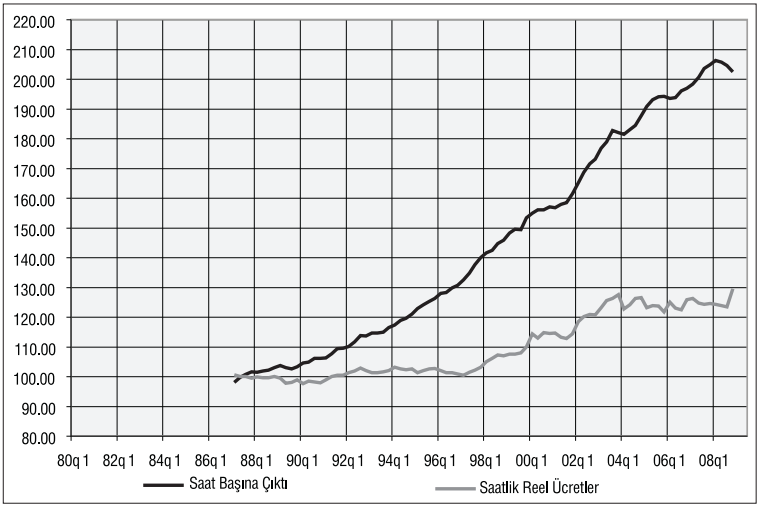
Marksist teori, kapitalizmin motorunun kâr olduğu tespitini yaparak, artık değerin yaratılıp el konulmasına koşut olarak sermaye birikiminin de yoğunlaşması sonucunda kâr oranının düşme eğilimi gösterdiğini öne sürer. Ancak, süreç karmaşıktır, çünkü kâr oranı düşme eğilimi gösterirken, kârın mutlak büyüklüğünde önemli artışlar olur. Bu iki farklı hareket, sermayenin tüm bölüntüleri arasındaki anlaşmazlıkları daha da tartışmalı ve şiddetli hâle getirir.[4]

ABD ekonomisinin performansı, kâr oranının gelişimine bakarak analiz edilebilir. ABD ekonomisinin 1970'lerdeki kriz ve durgunluk evresi, kâr oranının 1950 ile 1970 arasında yaklaşık %50 düşmesine dayanıyordu.[5] Sonraki 10 yılda %30'luk bir düşüş daha oldu (bkz. Şekil 2).

4 Marx (1976), s. 57-82.

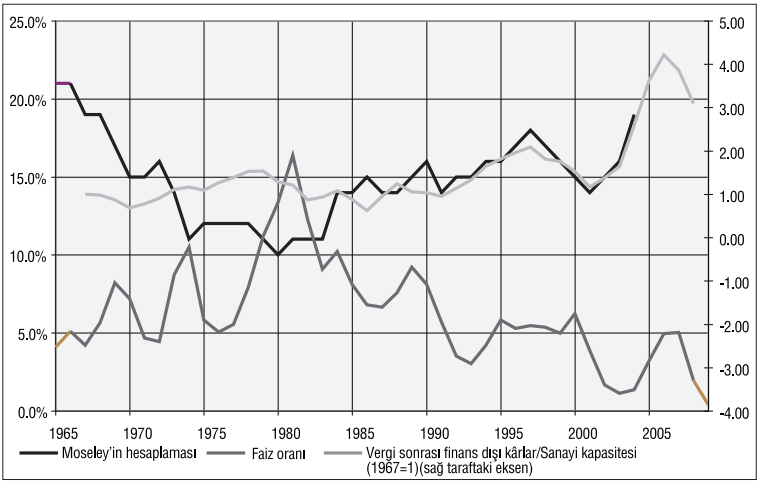
5 Moseley (2007), s. 6.

Şekil 1. ABD'de İmalat Sanayisinde Üretkenlik ve Reel Ücretler, 1980-2009 (I. çeyrekler itibariyle, 1987=100)



Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil 2. ABD'de Kâr ve Faiz Oranları, 1965-2009 (yıllık % düzey)



Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Kâr oranı, emek sömürüsünün yoğunlaşması temelinde 1981'de toparlanmaya başladı. Bununla birlikte, sömürünün koşulları da değişmişti. Emek sürecindeki değişiklikler, 1990'larda teşvik edilen ve *yersiz yurtsuzlaştırma* [*deterritorialisation*] (üretim sürecinin, dünya ekonomisinde ücretlerin, ham maddelerin, yakıt ve enerjinin daha ucuz olduğu diğer bölgelere taşınması) diye bilinen gelişmede ifadesini buldu. Ancak, ABD'de kâr oranının yeniden tesis edilmesi için izlenen temel strateji, uluslararası borçların artmasını ve kredilerin aşırı genişlemesini temel alan *finansallaşma* idi. Uluslararası borçların evriminde üç uğrak noktası öne çıkmaktadır: Birincisi, ABD'nin 1986'dan itibaren net borçlu hâline gelmesi; ikincisi, Güneydoğu Asya krizinin ortaya çıkması; üçüncüsü, 2001 ve 2008-09 finansal krizlerinin piyasalar üzerindeki etkisi.

1990'ların ikinci yarısında ham madde, yakıt, enerji fiyatları ile emek maliyetleri görece düşüktü. Faiz oranları, II. Dünya Savaşı'ndan bu yana görülen en düşük düzeyindeydi. ABD'de verimlilikte önemli artışlar gerçekleşti (bkz. Şekil 1). Sonuç olarak, ABD'de kâr oranında etkileyici bir toparlanma vardı; bu toparlanma, dünya ekonomisinde de genel kârlılıkta iyileşmeler olması anlamına geliyordu. Ancak, çok geçmeden ham madde, yakıt ve enerji fiyatlarında ani ve şiddetli artışlar oldu. Öte yandan, geçmişteki deneyimlerin aksine faiz oranları düşük düzeylerde seyretmenin ötesinde düşme eğilimi gösterdi.

Sonuçta, ana yolcu pek çok iktisatçı, 1990'ların sonundaki patlamanın dönüm noktası olduğu sonucuna vardılar. Görünüşe bakılırsa ABD ekonomisi 1970'lerde başlayan uzun durgunluğu geride bırakmış, iktisadi büyümenin hızlandığı, istihdamın arttığı, enflasyonun azaldığı ve ücretlerde ılımlı artışların olduğu yeni bir döneme girmişti. Ne var ki, 2001 krizi işlerin pek de böyle olmadığını gösterdi ve bir kez daha durgunluk baş gösterdi. 2002'de başlayan toparlanma yavaştı ve istihdam artışı üretimin gerisinde kalmıştı. Emek piyasasına yeni girenleri emmekte yetersiz kalan

istihdam olanakları ve iş kayıpları dinamiği, olağanüstü ölçüde zorlu olmuştur. Dünya ekonomisinin farklı alanlarında (reel sektörde) olduğu kadar hem finans ve ticaret sisteminde (sanal sektörde) hem de teknolojik gelişmede birbiri ardına köklü dönüşümler yaşandı.[6]

Ağustos 2007'de başlayan uluslararası kredi krizi, yalnızca bankacılığın değil, tüm sermaye ve devlet biçimlerinin de ne kadar köklü bir dönüşüm geçirdiğini gözler önüne serdi. Kriz, ipotek kredileri ile tüketici kredilerindeki büyük artışın sonucuydu; bu kredilerin bir kısmı işçi sınıfının en yoksul ve en fazla ezilen kesimlerine verilmişti.[7] Borçlanıcıların ağırlıklı olarak Siyahi ve Latin kökenlilerden oluşması, krize ırksal bir boyut kazandırıyordu.[8] ABD ve Avrupa bankaları, kendi yarattıkları ve ellerindeki varlıkların önemli bir kısmını oluşturduğu ortaya çıkan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin hızla değer kaybetmesinden oldukça ağır etkilendiler. Bunun sonucunda ödeme güçlerini kaybetmeleri kredi krizini tetikledi ve finans kurumlarının ilk tepkisi fonları gömülemek olduğu için kriz daha da şiddetlendi.

3. 1990'LARDA MEKSİKA VE ASYA FİNANSAL KRİZLERİ: FİNANSIN DAHA SONRAKİ EVRİMİ

Son krizin ve finansın 2000'li yıllardaki gelişiminin kökleri, 1995 Meksika ile 1997-98 Güneydoğu Asya (Tayland, Endonezya, Malezya ve Filipinler) krizlerinde yatıyor. Her iki kriz de benzer bir gelişim göstermişti. Yerel para birimlerinin dolar bağlantısı yüzünden ciddi düzeylere yükselen ticaret açıkları, yerel paranın devalüe edilmesine yol açarak krizleri başlatmış, bunu kısa vadeli sermayenin kaçışı ve zayıf finans piyasalarının çökmesi izlemişti.

Sonuç olarak, kamu kesiminin dış borç maliyetinde büyük artış olurken, kredi hacmi hızla daraldı ve üretim ciddi ölçüde

6 Lapavitsas (2009).

7 Lapavitsas (2009).

8 Dymski (2009).

geriledi. Özel sektörün (bankalarla işletmelerin) borcu da hızla arttı; Meksika örneğinde bu artış, devletin karşında eli kolu bağlı konumda olan vergi mükelleflerinin sırtına yüklenerek ve petrol kârlarından elde edilen mali gelirler kullanılarak karşılandı. Kısa vadeli yabancı ve yerli yatırımlar gerilerken, yerel bankacılık sistemleri ödeme aczine düştü –bu ise bazı durumlarda hem bankaları hem de ulusal şirketleri iflasa sürükledi.

Meksika krizi ve "tekila etkisi" sınırlı tutuldu. Bunda pek çok etkenin rolü vardı: O dönemde dikkate değer bir iktisadi gücü olan ABD'nin desteği; Meksika'ya gelen özel sermaye akımlarının büyük bir kısmının ABD kökenli olması yüzünden Clinton yönetiminin hiç zaman geçirmeksizin destek olmak zorunda kalması;[9] etkilenen Asya ekonomilerinin birbirleriyle yoğun ticaret ilişkileri varken, Meksika'nın ağırlıklı olarak ABD ile ticari bağlarının olması; telekomünikasyon ve ulaşım alanında, hatta petrol ve elektrik gibi ülke anayasası uyarınca özel sektörün faaliyet göstermesinin yasaklandığı alanlarda bile özelleştirme sürecinin derinleştirilmesi.

Güneydoğu Asya örneğinde, ekonomilerin özel sektör ağırlıklı olması ve parçalı bir yapı arz etmesi, krizin üstesinden nasıl gelineceğiyle ilgili müzakereleri fazlasıyla güçleştirdi. Buna ilaveten, bu ekonomilerin 1960'lardan itibaren yabancı pazarlara odaklanan bir kalkınma stratejisi takip ettikleri göz önüne alındığında, Asya bölgesinde bulaşma mekanizmaları ağırlıklı olarak üretim ve ticaret alanlarını etkisi altına alıyordu. 1997'de Tayland, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Çin'in dış ticaretlerinin yaklaşık %50'si bölgesel nitelikteydi ve bu ticaretin yine yaklaşık %50'si Japonya ile yapılıyordu. Güney Kore de krizden fazlasıyla etkilendi ve durgunluğa girdi.[10] Ayrıca, 1998'in ilk yarısında önce Rusya ve hemen ardından da Brezilya dış borçlarını ödeyemeyeceklerini ilan ettiler.[11]

9 Morera (1998), s. 218-220; Morera (2002), s. 430-432.

10 Chesnais (1999), s. 9-10.

11 UNCTAD (1999), s. 59 ve 71-72.

Uluslararası bankacılık sistemi, Asya krizinin ardından bu ülkelerin hem özel hem de kamu sektörleriyle daha sıkı bir şekilde eklemlendi. Yeni ilişkiler, bu ülkelerdeki ulusal bankacılık sistemleriyle mutabık kalınan daha uygun yeniden finansman şartlarını kapsıyordu. Borçlar ortadan kalkmadığı gibi, tam tersine krizin kendisini üretimin, ticaretin ve istihdamın gerilemesiyle göstermesi sonucunda daha da arttı. Dünya ticaretinin üçte birini gerçekleştiren Asya, 1990'larda ABD ile birlikte uzun süreli sınai büyüme yaşayan tek bölgeydi. ABD'nin sınai ihraç ürünlerinin çoğu bu bölgeye satılıyordu. 1998'de üretimin ve ticaretin daralması, ABD ekonomisini etkileyerek petrol dahil ham madde ihraç eden diğer ülkelere de sirayet etti.

Ancak, petrol fiyatları 1999'da artmaya başladı; bunda kısmen Çin ile Hindistan'ın büyük dinamizminin, kısmen de dünya ham petrol talebiyle karşılaştırıldığında üretim kapasitesi fazlasının düşük olmasının rolü vardı. Sonuçta, petrol gelirleriyle rantın yanı sıra yükselen ekonomilerin tasarruflarından kaynaklanan sermaye akımları gelişmiş ülkelere, özellikle de ABD'ye doğru akmaya başladı. Bu durum, Amerikan iktisadi çevriminin, iç tasarruf oranlarının izin vereceğinin ötesinde canlanmasını mümkün kılarken, ABD'nin muazzam boyutlara ulaşan dış ticaret açığı için de kaynak sağladı.[12]

Bu arka plandan hareketle, küresel finansal serbestleştirme ve süregiden teknolojik devrimler, 1998'den sonra eşi benzeri görülmemiş bir finansal patlamayı teşvik etti ve aynı zamanda, para politikası otoritelerinin finansal koşulları izleyip değerlendirmesi olanaksız hâle geldi.[13] Bu patlama, hem bankacılık sektöründeki hem de bankacılık dışındaki finans kurumlarının dünya genelinde gösterdikleri güçlü gelişimi yansıtıyordu. Büyük borçlu ülkelerin 1990'ların sonlarında "bir anda" çökmesinin uluslararası bankalarının varlıklarının daha da artmasına yol açması, bu

12 BIS (2003), s. 9-12; BIS (2005), s. 41-49.

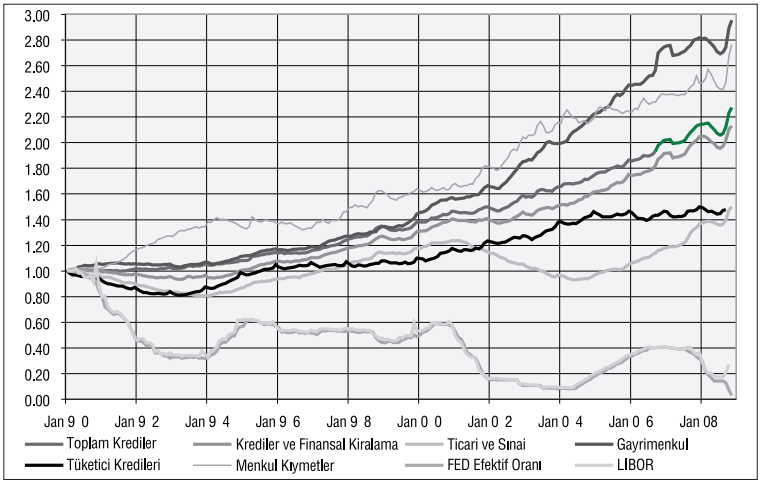
13 NYT (2002).

kurumların dünya finans merkeziyle (ABD ile) iyice eklemlenmiş olmalarından kaynaklanıyordu. Küresel finansal genişleme 1998'den sonra da devam ederek daha büyük bir krizin koşullarını hazırladı.

Finansın son 20-30 yıllık dönemdeki çarpıcı genişlemesinin altında, faiz oranlarının, finansal faaliyetlerin ve uluslararası sermaye akımlarının durmaksızın serbestleştirilmesi yatmaktadır. Ancak, ticari bankaların (ve tasarruf kurumlarının) toplam kredi hacmi içindeki payının azalmakta olduğuna dikkat edilmeli. Yukarıda bahsedildiği üzere bu dönem boyunca gerek telekomünikasyon ve bilgi alanlarında, gerekse finans kurumlarının kullandıkları yeni sistem, süreç ve araçlarda gerçekleştirilen teknolojik yenilikler daha da fazlalaştı. Bilgisayar teçhizatı ile yazılımına yapılan göreli harcamaları ölçü alırsak, teknolojik bilgiyi en yoğun şekilde kullanan yer ABD finans sektörüydü.

Sonuçta, büyük Amerikan (ve İngiliz) bankalarının faaliyetleri, geçtiğimiz 20 yıl içerisinde sınai ve ticari şirketlerin geleneksel kredi talebini karşılamaktan giderek uzaklaştı. Bankalar, bireylere kredi vermenin yanı sıra tahsil edilen çeşitli hizmet ücretlerinden gelir elde etmek gibi yeni kâr kaynakları geliştirdiler (bkz. Şekil 3).

Şekil 3. ABD'de Bankacılık Kredileri Endeksi, 1990-2008 (1990=1)



Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası verileri kullanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

Bu gelişmeler, hem kredilerin dağılımı hem de kredi riskinin toplumsallaştırılması üzerinde güçlü bir etki yaparak, finans piyasalarının kırılganlığını artırdı (bu kırılganlık, 2008'de tüm şiddetiyle kendini gösterecekti).[14]

4. HİSSE SENEDİ PİYASALARININ ROLÜ

1997-98 krizlerinde olduğu kadar finansın daha sonraki toparlanmasında ve bugün yaşadığımız krizde de belirleyici bir rol oynayan hisse senedi piyasalarını daha yakından incelemek gerekiyor. Hisse senedi piyasası, (hem hisse senedi hem de tahvil olarak) finansal varlıklar biçimini alan hayali sermayenin tam kalbinde yer alır.[15] Bu piyasada işlem hızının neredeyse anlık olması, krizlerin önceden sezilmesini daha da güçleştirir. Kural olarak, dü-

14 Lapavitsas (2009).

15 Marx (1976), s. 511-531.

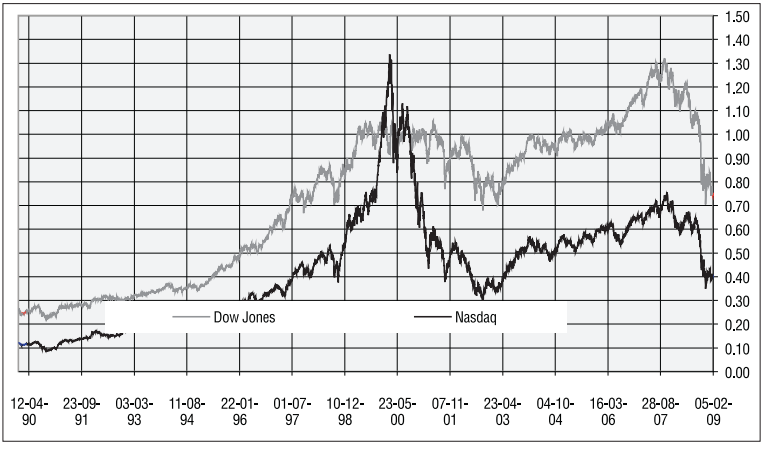
şüşler durgunluk ve toparlanma evrelerinden sonra olabilir; 1997-98'de Asya'da olduğu gibi yerel ya da bölgesel düşüşlerin yanı sıra 2008'den sonra ABD'de olduğu gibi dünya genelinde de düşüşler yaşanabilir. Büyük holdinglerin yoğun bir şekilde hisse senedi geri satın almaları Wall Street'i 1997'de çökmekten kurtarmıştı.

Ancak, 1997-98 krizi, büyük yatırım fonlarının (emeklilik fonları ve menkul kıymet fonları), belli başlı ulusötesi şirketlerin, uluslararası bankaların ve devlet borcunun hâkimiyeti altındaki finansal serbestleştirmenin sonuçlarını, sınırları ve çelişkilerini de gözler önüne serdi. Bu uluslararası sermaye-para değerlenmesi ekonomisinin temel dayanağı, oynaklığı ve istikrarsızlığı artıran ikincil sermaye piyasasıdır.[16] Gerek hisse senetlerinin ihraç edilmesi, gerek hisse senetleri aracılığıyla büyük şirketlerin oluşturulması, gerekse çok büyük miktarda finansal varlık biriktirilmesi yoluyla yaratılan hayali sermayenin kökeni ve oluşumu bu piyasada bulunur.

1990'larda dikkate değer bir dinamizm sergileyen Amerikan ekonomisi, başta bilgi teknolojileri ile biyoteknolojileri kapsayan "yeni" alanlar olmak üzere, yenilikçi şirketlerin gelişimine destek olabiliyordu. Bu, hisse senedi piyasası sektöründe de görülüyordu: 1990'ların başında 400 puan düzeyinde olan NASDAQ endeksi on yıllık dönemin sonunda 5.000 puanla en yüksek değerine ulaştı. Spekülasyon balonu 1999-2000 yıllarında özellikle güçlüydü. Ama balon patladığında, NASDAQ endeksi 1.000 puanın biraz üzerinde bir düşüş gösterdi. Endeks, 2000'de ulaştığı düzeylere bir daha yükselemedi (bkz. Şekil 4).

16 Bannock ve Manser (2003), s. 238.

Şekil 4. ABD Hisse Senedi Piyasasının Gelişimi
(Dow Jones ve NASDAQ, 1990-2009) (2000=1)



Kaynak: Yahoo Finans (http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIXIC) verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Spekülasyonun, günümüz kapitalizminin olgusal bir niteliği olarak, "kumarhane ekonomisi"nin bir yönü olarak yorumlandığını görüyoruz. Ancak, yukarıda tartışılan krizler sadece finans piyasalarının içkin istikrarsızlığının sonucu değildir. Daha ziyade bu krizler, ABD ekonomisinin 2001'deki krizine sirayet eden, 1990'lar boyunca süren yavaş büyüme ile kalıcılaşan aşırı üretime atfedilebilirler (bkz. Şekil 5).

Dahası, hayali sermaye bir mülkiyet hakkıdır ve kapitalizmin gelişim sürecinde mülkiyet hakları sürekli yeniden dağıtılır. 1980'lerde oldukça yoğunlaşan birleşme ve satın almalar, 1987 çöküşüne kadar sürdü. 1990'larda yeniden canlanarak 2000'de tarihsel zirvesine ulaşan birleşme ve satın almalar, 2000'de Wall Street ile NASDAQ'ın çökmesinin ardından, özellikle 2004'ten sonra eski canlılığını yeniden kazandı. Öyle gözüküyor ki, sermayenin yoğunlaşması süreci (birleşme ve satın almalar) çevrim-

sel bir seyir izliyor ve krizle ekonominin toparlanmasını takiben, tarihsel olarak durgunluk dönemlerinde yaşanıyor. Yoğunlaşma, sermayenin kontrolünde değişikliklere yol açar, finansal güçleri yeniden düzenler ve dolayısıyla da dünya ekonominin koşullarını her düzeyde etkiler.

5. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR, BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR, ULUSÖTESİ ŞİRKETLERİN ARTAN GÜCÜ

Ortaya çıkan yeni finansal yapı, hem kökenleri hem de faaliyetleri bakımından çok farklı mizaçlara sahip edimcilerle [*aktör*] araçların biçimlendirdiği karmaşık süreçleri içinde barındırıyor. Bunlar arasında öne çıkanları şöyle sıralayabiliriz: Menkul kıymetlerin ihracı ile satılmasında uzmanlaşan büyük şirketler ve yatırım bankaları; menkul kıymet yatırım fonları (küçük ve orta büyüklükteki yatırımcılar); riskten sakınma fonları (spekülatif ve kısa vadeli işlemlerde uzmanlaşan şirketler); emeklilik fonları (işçilerin emeklilik için yaptıkları tasarruflar); sigorta şirketleri ve ulusötesi şirketler. Çelişkili bir tarzda gelişim gösteren yeni yapılar bir yandan krediyi ucuzlatırken, öte yandan ise dağılımın [*dispersiyon*], oynaklığın ve sermaye spekülasyonunun artması gibi yeni istikrarsızlık öğeleri yarattılar. Örneğin Latin Amerika'nın yükselen piyasalarında krediyi ilk başta ucuzlatırken, daha sonra daha pahalı hâle getirdiler. Ancak, finans piyasalarının küreselleşmesi denilen gelişmenin, borç menkul kıymetleri mevcutlarının sıra dışı bir şekilde ulusöteleşmesine yol açtığı şüphesizdir.

Bu sürecin sonucunda yabancı yatırımlar, uluslararası çaptaki sermaye işlemlerinde baskın biçim olarak öne çıktı. Doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımları arasındaki ilişki geçtiğimiz 25 yılda değişmiştir. 1981'de, yıllık özel kesim yatırım akımlarının tam olarak %19'u portföy yatırımlarından oluşuyordu. Ancak, gelişmekte olan ekonomilerde spekülatif yatırımlar yapan

ve oynaklığı şiddetlendiren kurumsal yatırımcılar eliyle bu ekonomilere yönelen sermaye akımlarındaki artış, 1990'ların ayırt edici özelliği oldu. Eşzamanlı olarak, ulusötesi şirketlerin yaptıkları doğrudan yabancı yatırımlar da büyüdü. 1990'ların ikinci yarısında, ulusötesi şirketlerle uluslararası finans gruplarının birleşmeler, stratejik ittifaklar ve özelleştirmeler biçiminde gerçekleştirdikleri doğrudan yabancı yatırımlar, baskın sermaye işlemi biçimi hâline geldi.

1993-98 arasında toplam doğrudan yabancı yatırımların %35,3'ü gelişmekte olan ülkelere gitmişti (son 20 yılın en yüksek oranı). 1990-95 döneminde toplam doğrudan yabancı yatırım akımının ortalama olarak yılda 225 milyar doların biraz üzerinde değişmeden kaldığı düşünülürse, bu rakam daha da büyük bir önem kazanır. Ancak, bu rakam 1996'da 386 milyar, 1997'de ise 478 milyar dolara yükseldi. 1995-98 döneminde, gelişmiş ülkeler bu akımların ortalama olarak yılda %50'sini birleşme ve satın almalar için kullanırken, gelişmekte olan ülkeler içinse bu oran %31 düzeyindeydi. 1990'ların ilk yarısıyla karşılaştırıldığında bu dönemde söz konusu rakam ikiye katlanmıştı.[17]

Bu 10 yıllık dönemde, birleşme ve satın almalara ayrılan doğrudan yabancı yatırımların en önemli hedefi Latin Amerika kıtasıydı. Bölgenin yıllık ortalaması bu dönemde yaklaşık %57,5 idi. Birleşme ve satın almalar için toplamda 196 milyar doları aşan bir para ayrılırken, bu kaynağın büyük bir kısmı (125 milyar dolar) 1996-98 arasında Brezilya, Arjantin ve Meksika'ya yatırıldı. Bu dönemde, Güney Asya (Hindistan) ile Doğu Asya'nın (Çin, Hong Kong, Tayvan) yanı sıra Güneydoğu Asya'da (Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Singapur, Tayland, Malezya) da birleşme ve satın almalara önemli miktarda kaynak ayrıldı (44 milyar dolar). Bu kaynakların büyük bir kısmı Çin, Hong Kong ve Güney Kore'ye yönelmişti. Bununla birlikte, en büyük birleşme ve satın alma hac-

17 UNCTAD (2002), s. 7, 33, 303, 306 ve 337.

mi, yatırımların neredeyse ikiye katlandığı 1999-2001 döneminde gerçekleşti (82 milyar dolar).[18]

Üretim, finans, teknoloji ve örgütlenmeyle ilgili etkenlerin bir araya gelmesi, ulusötesi şirketlerin profilini değiştirerek bu şirketlerin dünya ekonomisinde daha önce görülmemiş bir güce sahip olmalarını sağladı. Bu şirketlerin 1960'ların ortalarında %17 düzeyinde olan dünya GSYİH'sindeki payı, 1982'de %24'e ve 1995'te %30'un üzerine çıktı. 1995 itibariyle, 39.000 ulusötesi şirket (ki bunların 4.000'den fazlası gelişmekte olan ülkelerdeydi), yurtdışındaki 270.000 bağlı şirketleriyle (bunların da 119.000 gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteriyordu) birlikte dünya ekonomisinin seyrini belirliyordu. Şu anda, 800.000 bağlı şirketi olan 60.000 ulusötesi şirket bulunuyor. Ancak, bankalar ve finans şirketleri hariç olmak üzere en büyük 100 ulusötesi şirketin doğrudan yabancı yatırımların üçte birini kontrol ettiklerini düşünürsek, sermayenin yoğunlaşması ve merkezîleşmesi daha da artmıştır. 1988-95 arasında %72'si çeşitli türdeki birleşme ve satın alma işlemlerine yönelen bu akımlar, (stratejik ittifaklarla birlikte düşünüldüğünde) en hızlı şekilde büyüyen uluslararası işlemleri meydana getiriyordu.

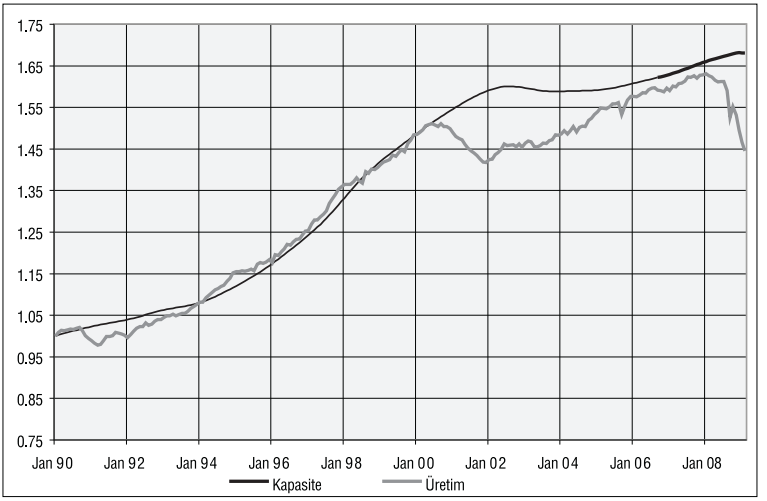
6. ABD SANAYİSİNİN 2000'LERİN SONUNDAKİ AŞIRI GÜÇSÜZLÜĞÜ

Dünya toplamının neredeyse üçte birini temsil eden ABD sanayisi geçtiğimiz 20 yılda oldukça inişli çıkışlı bir gelişim çizgisi gösterdi. Sanayi üretimi, 1991'den 2000'in ortasına gelinceye değin ortalama olarak yılda yaklaşık %4,6'lık sürekli bir artışı işaret etti. Bununla birlikte, sanayi üretimi artışı 1998'den itibaren yavaşladı ve 2001'in ilk aylarında eksiye döndü. Ancak 2002'nin ortasında (18 ay sonra) yeniden büyüme yaşanabildi. Sanayi üretiminin 2000'nin ortasındaki düzeyine yeniden ulaşması içinse

18 Rakamlar, UNCTAD'dan (2002) elde edilen istatiksel bilgiler kullanılarak hesaplanmıştır.

2004'ün başını beklemek gerekti. Toplamda, ABD sınai büyümesi 3,5 yıl boyunca durgun seyretti. Sanayinin, yaklaşık 40 aylık bu dönem boyunca gerileyip duraklaması iki göstergeye yansıdı: Sanayi kapasitesinin neredeyse 30 ay boyunca yerinde sayması (bkz. Şekil 5) ve kapasite kullanım oranının hızla düşmesi.[19]

Şekil 5 ABD'de Sanayi Üretimi ve Kapasite, 1990-2009 (Ocak 1990=1)



Kaynak: Ekonomik Analiz Dairesi ve Ticaret Bakanlığı verileri kullanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

Aralık 2008'de, ABD'de sanayi üretimi 2004 yazındaki düzeyiyle aynıydı. Aralık 2007 ile karşılaştırıldığında düşüş %8'e yakındı. Bu, ABD sanayi üretiminde 1975 baharından bu yana gözlenen en büyük düşüştü. Şu anda 5 yıl önceki düzeyinde olan ABD sanayisi, 35 yıl önceki dinamizmini sergiliyor –zor bir durum. Bu arada, kapasite kullanımı %73,6'ya düştü. Aralıksız bir büyümenin yaşandığı 1968-73 arasında ABD'de kapasite kullanımı en yüksek düzeyine çıkarak %90'a dayanmıştı. 1980'lerde ortalama

19 Morera ve Rojas (2008), s. 112-113.

kapasite kullanım düzeyi %80'nin üzerindeydi ve bazen bu düzeyin %5 kadar üzerine çıkıyordu.

ABD sanayisi, 1982 sonbaharında tarihinin en kötü düşüşlerden birini yaşadı, ancak bir şekilde toparlanmayı başardı. Buna karşın, bu 10 yıllık dönemin sonunda kapasite kullanımı fazla gerilemeyerek %72 düzeyinde kaldı. 1990'larda ise (1995 ile 1997'nin kış aylarında), belli aylarda %85'e yükselerek en yüksek düzeylerine ulaştı. Amerikan sanayisi, 1998'den sonra bu kapasite kullanım oranlarına tekrar ulaşamadı; fiili üretimin gerçek potansiyel düzeyin ötesine geçmesini sağlayan 2000'lerdeki çarpıcı kredi genişlemesi sırasında bile bu düzeye ulaşamadı.

2000'lerdeki patlama sırasında, en yüksek kapasite kullanım oranına 2006'nın sonu ile 2007'nin başında ulaşıldı. Bu tarihten 2009'a gelinceye değin yavaşlamanın da ötesinde belirgin bir düşüş yaşandı. Daha önce de belirtildiği üzere Aralık 2008'de %73,6 düzeyindeydi; 2001'in sonundaki düşüşten daha kötü olan bu düzey, Aralık 1982'de istatistiklere geçen düzeye yakındı. ABD ekonomisinin yakın tarihindeki en düşük düzey olan bu oran, aynı zamanda 1975'ten bu yana gözlenen en çarpıcı gerilemeydi. Aslında Şubat 2009'daki sanayi kapasite kullanımı %70,8 ile tarihin en düşük değerini alan Aralık 1982 düzeyine oldukça yakındı. Kısacası, çok büyük bir düşüş olmuştu (bkz. Şekil 6).[20]

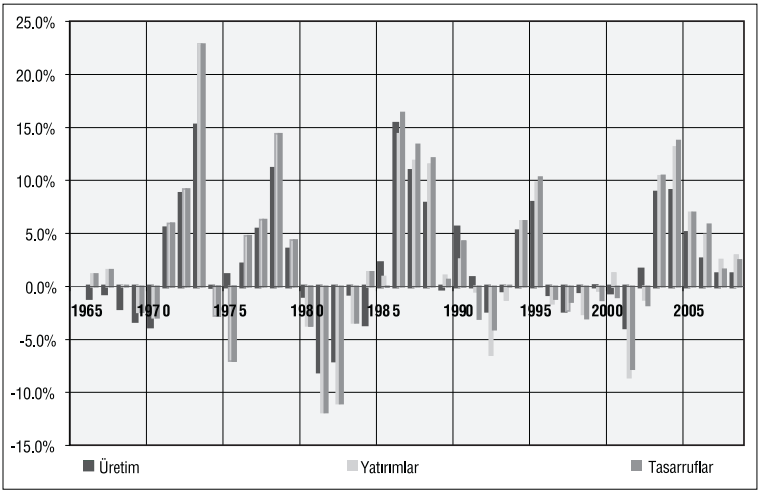
7. DÜNYA GENELİNDE TASARRUF VE YATIRIMLAR

Doğrudan yabancı yatırımların önemi ancak küresel tasarruf ve yatırımlar bağlamında tam olarak kavranabilir (bkz. Şekil 6). Uluslararası tasarruf ve yatırımlar, dünya GSYİH'sine oranla son 30 yıl içerisinde tedricen gerilemiştir. Sanayileşmiş ülkelerin hem tasarruflardaki hem de yatırımlardaki hâkimiyeti devam etse de, dünya katma değeri içindeki göreli payları sürekli azalmış, 1970'teki %26 düzeyinden yeni bin yılda %20'ye gerilemiştir. Aynı

20 Morera ve Rojas (2008), s. 114.

zamanda, yükselen ekonomilerle petrol üreticisi ülkeler eksi ya da çok düşük düzeyde olan paylarını yaklaşık %7'ye çıkarmışlardır (bkz. Şekil 6).[21]

Şekil 6 Dünyada Üretim, Tasarruf ve Yatırımlar, 1965-2008 (% olarak yıllık artış)



Kaynak: IMF verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Para-sermaye, sanayileşmiş ülkelerdeki tasarrufların sonucunda tarihsel olarak gelişmekte olan ülkelere doğru akmıştır. Sanayileşmiş ülkelerdeki emeklilik fonları faaliyetleri, uluslararası para akımlarının da katkısıyla bu eğilimi daha da güçlendirdi. Ancak, para-sermayenin bu uluslararası dolaşımı, gelişmekte olan bazı ülkelerin hızla sanayileşmesi ve petrol üretici ülkelerin petrol gelirlerinin büyümesi nedeniyle yakın geçmişte dönüşüme uğramıştır. Aslında, yükselen ekonomiler ve petrol üreticisi ülkeler, son yıllarda üç dönemde dünya tasarruflarının yaratılmasında güçlü bir rol oynadılar. İlk olarak, 1978-82 ikinci petrol şoku sırasında; ikinci olarak, 1994-98'de Güneydoğu Asya'daki sınai

21 Morera ve Rojas (2008), s. 101-102.

patlama sırasında; üçüncü olarak, 2000-07'de petrol fiyatlarının toparlanmasından ve Çin ile Hindistan'daki sınai patlamadan sonra.

Bununla birlikte, tasarruf ve yatırımların dünya üretimine oranı 1970'lerin başından bu yana azalma eğilimi göstermiştir. 2002'de artış oranları tarihteki en düşük düzeylerine gerileyen tasarruf ve yatırımlar, bu tarihten sonra yavaş yavaş toparlandı (bkz. Şekil 6). Aynı zamanda, yükselen piyasalarda ve petrol üreticisi ülkelerde tasarruf ve yatırımların artış eğilimi, Asya krizi yılları dışarıda tutulursa 20 yıl önce başladı. Yükselen ekonomilerle petrol üreticisi ülkelerin dünya tasarruflarına yaptıkları katkı, petrol fiyatlarının hızla yükselmesi ve Çin ile Hindistan'ın hızla sanayileşmesi yüzünden 2000'den sonra daha da önem kazandı.[22]

Toplam tasarruf ve yatırımlar geçtiğimiz 20 yılda ikiye katlandı. Daha özgül bir açıdan bakıldığında, tasarrufların %50 arttığı son 5 yılda tasarruf oranı dünya üretiminin %22,9'una ulaştı. Dünya tasarrufları 1965'te yaklaşık olarak 4,43 trilyon dolardı (bu bölümün geri kalanındaki tüm rakamlar için olduğu gibi ABD dolarının 2007 yılı değerine göre sabit olarak hesaplanmıştır). Bunun ardından gerileyen tasarruflar, ancak 1970'lerdeki petrol patlaması sırasında yeniden yükselerek 1979'da yaklaşık olarak 7,35 trilyon dolara yükseldi (oran olarak %24,7). Dünya tasarrufları, petrol fiyatlarının düşmesinin ve 1982 borç krizinin ardından hızla azalarak 1983'te 5,36 trilyon dolara geriledi (oran olarak %21,4). 1980'li ve 1990'lı yıllarda yavaş yavaş yeniden yükselmeye başlayan tasarruflar, 1997'de 8,95 trilyon dolara ulaştı (dünya GSYİH'sinin %23,1'i). Ardından tarihsel olarak en düşük düzeyine gerileyen tasarruflar, 2002'de 7,68 trilyon dolar oldu (dünya üretiminin %20,5'i).[23]

2002'den sonra yavaş yavaş toparlanan tasarruflar, 2007'de 11,09 trilyon dolarlık düzeyiyle dünya GSYİH'sinin %22,9'una ulaş-

22 Morera ve Rojas (2008), s. 125; IMF-GFSR (2007), s. 20-24; UNCTAD (2006), s. 2-3.

23 Morera ve Rojas (2008), s. 101-103.

tı. Tasarrufların 2000'lerde yeniden canlanması, kapitalizmin tarihinde benzeri görülmemiş bir şekilde yükselen ekonomilerle petrol üreticisi ülkeler sayesinde oldu. ABD, İngiltere ve Japonya'daki emeklilik fonlarının faaliyetlerinin de bu toparlanmada payı vardı.[24] Emeklilik fonları, yabancı sermayenin daha önce girmesinin mümkün olmadığı alanlara ve ülkelere girmesine izin veren düzenleme değişiklikleri sayesinde tasarruf ve yatırımlarda önemli bir oynamıştır. Bu durum, yüksek riskli menkul kıymetlerle finansal varlıkların hızla yaygınlaşmasına yol açtı.[25]

Para-sermayenin yükselen piyasalara yönelmesi, uluslararası tasarruf dinamiğinin bir ifadesi olduğu kadar yükselen piyasalardaki değerlenme [*valorizasyon*] koşullarını, yani dinamik sanayileşme ile petrol üretimini de yansıtır. Dünya ekonomisi, nasıl oldu da bu konuma ulaştı? Bu sonucun, aşırı üretim olgusuyla bağlantılı olması mümkündür. Ancak, çoğu iktisatçıya göre bu gelişmede katalizör rolü oynayan şey, 1990'ların sonlarından bu yana tasarrufların artmasına karşın yatırımların birdenbire düştüğü Asya'nın geçirdiği niteliksel dönüşümdür. Asya'daki bu dönüşüm, ABD'nin devasa boyutlara ulaşan cari işlemler açığının finanse edilmesine hizmet etmiştir. Bazı iktisatçılar, Asya ülkelerinde uygulanan para ve maliye politikalarına da vurgu yapıyorlar. Ancak bu argüman, diğer yükselen piyasaların daha yüksek faiz oranları sunmalarına karşın yatırımların neden ABD'ye yöneldiğini açıklamamaktadır.

Buradaki önemli nokta, dünya finans sisteminin doların hegemonyacı gücü altında yapılandırılmasıdır.[26] Dolar hegemonyasının temeli, ABD'nin, Plaza ve Louvre Anlaşmaları gibi anlaşmalarla diğer kapitalist devletlerin temsilcileriyle uzlaşmaya vardığı 1980'lerde atıldı. Dünya para-sermayesinin idaresini kolaylaştırmak amacıyla karmaşık iktisadi ve siyasi mekanizmaların uygulamaya geçirildiği 1990'larda doların hegemonyası iyice güçlendi. Bu mekanizmalar,

24 IFSL (2007), s. 1.

25 Morera ve Rojas (2008), 107.

26 Morera ve Rojas (2007), s. 5.

uluslararası bankacılık sistemi ile finans piyasalarının uygulamalarında çeşitli düzenlemeler ve ihtiyati müdahaleler yapılmasını içeriyordu. Uluslararası Ödemeler Bankası, bilgiyi merkezileştirerek ve uluslararası bankaların finans piyasalarında benimsenmiş pratiklere uymalarını sağlayarak, bu konuda hayati bir rol oynamıştır. Uluslararası Para Fonu'nun önemi daha da artmıştır, çünkü likit fonlardan faydalanabilme olanağını düzenlemek suretiyle bütün ülkelerin sermaye birikimini etkilemiş ve tasarlamıştır.

Dünya faiz oranlarının azalması bu politikalar sayesinde olmuştur (düşük faiz oranları, uluslararası finansal akımların canlanmasına ve krizin sona ermesine yardımcı olmuştur). Dünya tasarruf davranışının değişmesi de bu bağlamda gerçekleşmiştir. IMF'nin Para ve Sermaye Piyasaları Bölümü müdürü Jaime Caruana'nın dikkat çektiği üzere, geçtiğimiz 10 yılda üç önemli eğilim ortaya çıktı: Başta yükselen piyasalara doğru olmak üzere yabancı sermaye akımlarının artması; finans kurumlarının küreselleşmesi; finans piyasalarının küreselleşmesi.[27] Yabancı sermaye akımlarındaki çarpıcı artış (finansal varlıkların uluslararası yatırım bankalarında toplanması, kamu ve özel kesim borç portföyleri, hisse senedi ve borç portföyleri, kredi portföyleri, mevduatlar ve doğrudan yabancı yatırımlar), işte bu arka planda gerçekleşti. Nisan 2007'ye gelindiğinde, bu akımlar 9 trilyon dolara, yani dünya üretiminin neredeyse beşte birine yükselmişti.[28]

8. ABD'NİN DIŞ BORÇ BİRİKİMİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİSİ

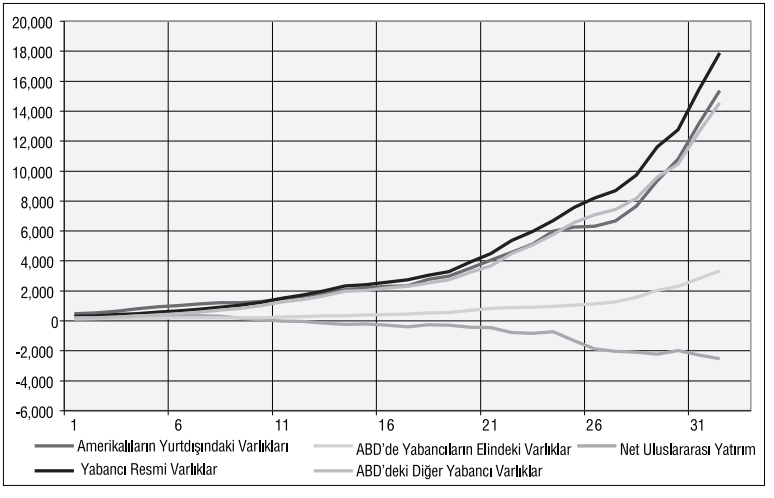
I. Dünya Savaşı'ndan itibaren kredi veren bir ülke hâline gelen ABD, bu konumunu 1985'e kadar muhafaza etti. Ancak, dünyaya kredi veren ülke olarak bir süredir güç kaybediyordu. 1986'dan sonra ABD'nin dış borçları arttı ve yükümlülükleri 1990'lar boyunca yükselmeye devam etti (bkz. Şekil 7). 1996 sonunda, pi-

27 Caruana (2007).

28 Caruana (2007).

yasa menkul kıymetleri dahil olmak üzere ABD'nin net borcu 456 milyar dolara ulaştı. Bir yıl sonra 776,5 milyar dolara, yani GSYİH'sinin %13'üne yükselen dış borç düzeyi, 2000 yılı sona ermeden 1,3 trilyon doları, başka bir ifadeyle GSYİH'sinin %18'ini buldu.

Şekil 7 ABD'nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu, 1986-2007 (türevler hariç, milyar dolar)



Kaynak: Para Murakıpları Ofisi ve Uluslararası Ödemeler Bankası verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

ABD'ye giren ve çıkan sermaye miktarı 1998'den sonra önemli ölçüde arttı. 2004'te ABD'nin borcu 2,2 trilyon dolara yükseldi, ancak 2004'te doların değer kaybetmesi nedeniyle ABD'nin net yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı %20,5'ten %20,1'e geriledi.[29] Buna rağmen, yabancıların elinde bulunan varlıkların dolar değeri ABD GSYİH'sine oranla yükseldi. Yabancıların elindeki varlıkların değeri 2003 sonunda ABD GSYİH'sinin %97'si kadarken, bu oran 2005'te %107,4'e çıktı. 2004 ve 2005 yıllarında gerçekleşen net ya-

29 Morera ve Rojas (2008), s. 116.

bancı yatırım girişi, ABD'nin cari işlemler açığını karşılamak için gerekli olan miktardan çok daha büyüktü ve bu fazlalık dünya ekonomisine geri döndü.

Yabancıların ellerinde tuttukları Amerikan mal varlıklarıyla karşılaştırıldığında, Amerikan yerleşiklerinin dış ülkelerdeki mal varlıklarının bileşiminde önemli asimetrilerle karşılaşıyoruz. Örneğin, 2005'te yurtdışındaki toplam Amerikan varlıklarının %27'si doğrudan yatırımlardan (tesis ve teçhizat) oluşuyordu; buna karşın, yabancıların elindeki ABD yükümlülüklerinin yalnızca %19'u bu şekilde kullanılıyordu. ABD'deki yabancı yatırımcılar, doğrudan yatırımlardan ziyade daha kolaylıkla nakde çevrilebilecek devredilebilir finansal varlıkları (tahviller, hisse senetleri, kamu menkul kıymetleri ve bankacılık yükümlülükleri) satın alma eğilimi gösteriyorlardı.[30] Bir başka önemli farklılık, Federal Rezerv'in ve diğer Amerikan kamu kurumlarının, diğer ülkelere önemsiz miktarda yatırım yapmasıdır. Bunun aksine, yabancı ülkelerin kamu sektörleri 2005'te ABD'de yaklaşık 2,3 trilyon dolarlık yatırım yapmışlardı –toplam yabancı yatırımların kabaca %16'sı. 2000'li yılların ortasına gelindiğinde, yabancı ülkelerin kamu kurumları, ABD'ye gelen sermaye kaynaklarından önemli biri hâline gelmişti.

Özel sektör kaynaklı yabancı yatırımların büyük miktarlara ulaşması ve dünyada likiditenin hızla artması, sanayileşmiş ülkelerin 2001 durgunluğuna tepki olarak uyguladıkları para politikalarının sonucuydu.[31] Likidite bolluğu ve faiz oranlarının düşüklüğü, küresel çapta daha yüksek getiri arayışını hızlandırdı. Federal Rezerv, kârlılığı korumak maksadıyla 2004'ten sonra faiz oranlarını yükseltti ve egemen ülke tahvillerinin faiz oranını düşürdü; bu süreç Eylül 2007'ye kadar devam etti. Aynı zamanda, yükselen ekonomilerin hisse senedi piyasaları teşvik edildi. Federal Rezerv, yen cinsinden ticari krediler yerine dolar cinsinden krediler ve-

30 D'Arista (2007), s. 14-15.

31 BIS (2004), s. 3-9.

rilmesini teşvik ederek, Amerikan finansal menkul kıymetlerine yönelik spekülatif ilgiyi de canlı tuttu. Tüm bu gelişmeler, uluslararası banka ödemeleri sisteminin, başta dolar, avro, yen ve sterlin olmak üzere az sayıda para biriminin hâkimiyeti altında kalmaya devam ettiği bir ortamda cereyan etti.

Bu eğilimlerin sonucunda, yükselen ekonomilerdeki yabancı portföy yatırımları 2005'in üçüncü çeyreğinde oldukça yüksek düzeylere ulaştı.[32] ABD, Japonya ve yükselen ekonomilerin birçoğunda likidite artışı 2005'te hız kazandı. Sermaye bolluğu diğer ulusal piyasalara da yayıldı, hatta bazı durumlarda sonunda ilk çıktığı piyasalara geri döndü. Yine de, dünya ekonomisini etkisi altına alan likidite fazlası, ABD'de ve başka yerlerde yurtiçi kredilerin artmasını teşvik etti.

İç ve dış borç arasındaki bağlantı çok önemliydi, çünkü her ikisi de gerek Amerikan talebini gerekse dünya talebini etkiliyordu. 1980'lerde finansal serbestleştirmenin hız kazanması ve kredi verilirken kullanılan ihtiyati normların gevşetilmesi, iç borç birikimini artırdı. ABD hanehalkları, tasarruf oranının düşmesiyle ve tüketimin artmasıyla bağlantılı olarak, 1995-2000 arasında giderek daha fazla borçlandılar.[33] Kredi almanın kolaylaştığını fark eden tüketiciler, özellikle 2002'den sonra kredi kullanmayı tasarruf etmenin yerine geçen bir şey olarak görmeye başladılar; alınan borçlar hem fiyatı yükselen meskûn emlakları satın almak, hem de tüketim gayesiyle likidite temin etmek için kullanıldı. İşletmeler de, ikincil piyasada tahvil ya da hisse senetlerini geri satın alarak kârlılıklarını güçlendirmek amacıyla kredi alma yoluna gittiler ve tahvil piyasalarında faizlerin düşük olmasından istifade ettiler.

Kısacası, özel sektör sermayesi, uluslararası sermaye akımlarının itici gücü ve ABD'deki kredi genişlemesinin önemli bir kaynağı idi. Aynı zamanda, dış kaynaklı özel sektör sermayesinin

32 BIS (2005c), s. 1-3.

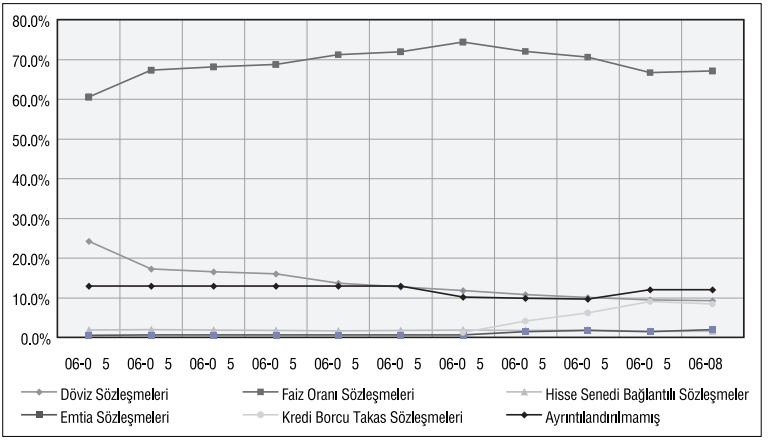
33 1995'te GSYİH'nin %65,7'si kadar olan aile borçları 2005'in sonunda %92,1'e yükseldi. Öte yandan, federal hükümet borçları aynı dönemde GSYİH'nin %49,2'sinden %37,2'sine geriledi (Federal Rezerv Bankası, Fon Akımları, çeşitli sayılar).

büyük hacimlere ulaşması, bir yandan ABD'den dışarı giden yatırım akımlarını büyütürken, öte yandan da gerek ABD'de gerekse dünya piyasasında likiditeyi artırdı. Dahası, yabancı hükümetlerin ABD'deki yatırımları çok büyük miktarlara ulaştı. Bu eğilimlerin yükselen ekonomilerde dikkate değer yansımaları oldu: Bu ülkelerin para politikası otoriteleri, müdahalenin dozunu artırmak zorunda kaldılar. Amaç ülke parasının değer kazanmasını durdurmak, ülke içinde para ve kredi artışını sınırlandırmaktı. Sonuçta, döviz rezervi biriktirilmesi, uluslararası likiditenin artırılmasına imkân verecek yeni bir alan açarak, genişleme ve daralmada önemli bir rol oynadı (bkz. Şekil 7).

Başka bir ifadeyle, uluslararası ödemeler sistemine hâkim durumdaki büyük özel finans kurumlarının kârlarını artırmak için kullandıkları stratejiler, yükselen ekonomilerin kırılganlığını da artırdı. 1990'larda giderek daha çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin sermaye hesaplarını serbestleştirmesiyle birlikte, bu ülkelerin paralarının değeri de giderek ticaretten ziyade finans kurumlarının çeşitli finansal araçlarla piyasalar arasında yürüttükleri işlemlere bağımlı hâle geldi.[34] Çeşitli para birimleri cinsinden ifade edilen faiz oranları arasındaki farklarda yaşanan değişimler, sermaye ve döviz akımlarının arkasındaki itici güç olmaya başladı. Böylece, para kontrolü konusunda dünya genelinde karşılaşılan sorunlar daha da ağırlaştı (bkz. Şekil 8).

34 Conford (2005), s. 3-6.

Şekil 8. Araçlara Göre Hisse Senedi Piyasası Harici Krediler, Haziran 1998-Haziran 2008 (Toplam Sözleşmeler)



Kaynak: Para Murakıpları Ofisi ve Uluslararası Ödemeler Bankası verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Yükselen ekonomilerin döviz rezervlerinin son on yılda olağanüstü artması, ticaretten sağlanan fazlaların, dış etkenler karşısında kırılganlığı azaltacak bir tampon oluşturmak için kullanılmasına yönelik baskının varlığına işaret ediyor.[35] Yükselen ülkeler, bu politikayı hayata geçirmek için tasarruflarını kendi ekonomilerinde kullanmak yerine gelişmiş ülkelere ödünç vermeye mecbur kaldılar. Aslında, tasarruf oranları yüksek olan ülkeler, ithalatlarını karşılayabilmek ve gelecekte finansal krizlerle karşılaşıldığı takdirde dış borç ödemelerini yapabilmek için kullanacakları atıl paralar biriktirmek mecburiyetinde kaldılar.[36]

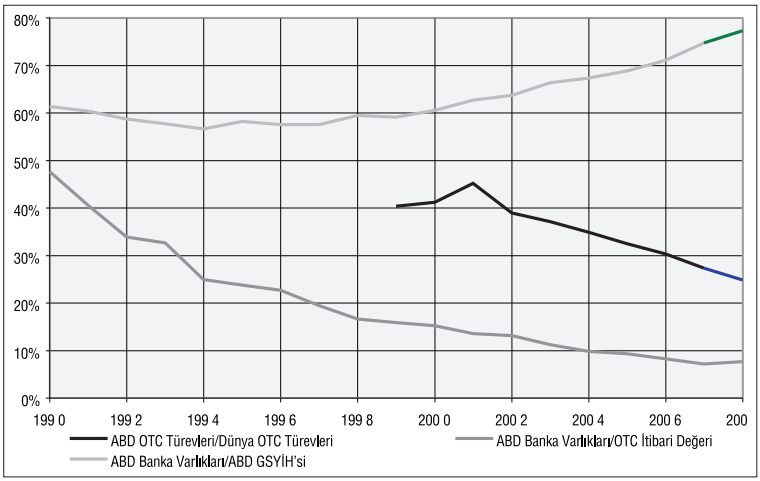
35 Painceira (2009); BIS (2007), s. 44-52.

36 "Her ne kadar merkez bankalarının defterlerinde tutulan döviz rezervleri ülke ekonomisinde para ve kredinin genişlemesine destek olsa da, bu ülkelerin para politikası otoriteleri, aşırı genişlemeyi önlemek için ya yurtiçi varlık mevcutlarını satarak ya da merkez bankası yükümlülükleri ihraç ederek döviz rezervlerindeki artışın bir kısmını ya da tamamını sterilize etmelidirler. Her iki sterilizasyon tekniği de, merkez bankalarının yurtiçi sermaye piyasalarına destek olma gücünü sınırlandırarak, bu piyasaların büyümesine ve istikrar kazanmasına mâni olur" (D'Arista (2007), s. 32).

Sonuçta, yükselen ekonomiler, üretken bir şekilde yatırım yapma güçlerini kısmen kaybettiler. Yabancı sermaye girişlerini telafi eden bir mekanizma olarak çok büyük miktarlarda döviz rezervleri yığmaya mecbur bırakıldılar. Muazzam boyutlara ulaşan döviz rezervleri, bu ekonomilerin hâkim para birimlerine, özellikle de temel uluslararası para olan dolara bağımlılığını güçlendirdi.[37]

Son olarak, türevlerde meydana gelen küresel kayıplar da gelişmekte olan ülkeleri muhtemelen etkileyecektir. 1995 sonunda, Amerikan ticari bankaları yaklaşık 15 trilyon dolarlık (çoğunlukla vadeli işlem, takas ve opsiyon sözleşmelerinden oluşan) türevlere sahipken, varlıkları ise 4 trilyon dolar kadardı. Haziran 2008'de türevler 182 trilyon dolara ulaşırken, varlıklar ise sadece 11 trilyon dolara yükselmişti (bkz. Şekil 9). Uluslararası Ödemeler Bankası'na göre dünya genelinde türevlerin hacmi 684 trilyon dolardı.[38]

Şekil 9. ABD'de Hisse Senedi Piyasası Harici Krediler, 1990-2008 (OTC[39] Türevler, % olarak)



Kaynak: Para Murakıpları Ofisi ve Uluslararası Ödemeler Bankası verileri kullanılarak yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

37 Lapavitsas (2009).

38 BIS (2008).

39 Tezgâh Üstü –*çev.*

Brüt piyasa değeri 20 trilyon dolardan az olan bu türevler, yatırım fonları, emeklilik fonları, ticari bankalar ve diğer finans kurumları tarafından kontrol ediliyor. Eylül 2008 itibariyle Amerikan ticari bankalarının ellerindeki türevlerin değeri 176 trilyon dolara düşerken, varlıkları 12 trilyon dolar düzeyindeydi. 6 trilyon dolar, yani Meksika GSYİH'sinin 7 katı kadar bir para kaybedilmişti. Dow Jones endeksinin Haziran ve Aralık ayları arasında sürekli değer kaybetmesinin ardından türevlerin itibari değerinde en az %35'lik (60 trilyon dolardan fazla) bir düşüş oldu. Nereden bakarsanız bakın muazzam bir kayıp. Dünyanın dört bir yanında benzer kayıplar yaşandı. Akla doğal olarak şu soru geliyor: ABD'de 60 trilyon doları ve dünyada (dünya çıktısının 5 katına eşit olan) yaklaşık 235 trilyon doları kimler kaybetti? Bu kaybı kim telafi edecek?

9. SONUÇ

Kâr oranının yeniden tesis edilmesi, 1970'lerde yaşanan krizden bu yana hem devletin hem de sermayenin çabalarının odak noktası olmuştur. Geçen 30 yılı aşkın sürede sermaye ile emek arasındaki toplumsal üretim ilişkilerinde köklü değişimler gerçekleşti. Sosyalist denilen rejimlerin çökmesi ve Çin'in köklü bir dönüşüm geçirmesi, kapitalist faaliyetlerin hareket alanını oldukça genişletti. Ancak, bankacılık sermayesi ile Amerikan dolarının hâkimiyeti altında yaşanan en çarpıcı gelişme, "finansallaşma" stratejisinin sermayenin bütün biçimlerine dayatılmasıdır.

İşgücündeki değişiklikler ve devletin dönüşümü, "finansallaşma" açısından hayati öneme sahipti. Çalışmanın doğası değişirken, başta eğitim, sağlık hizmetleri ve emeklilik sistemleri olmak üzere elde edilmiş olan toplumsal kazanımların çoğunda gerilemeler yaşandı. Özel kesimin kâr mantığına göre çalışan yeni finans kurumları, hem üretici olan hem de üretici olmayan emeğin ücretli gelirini finansal varlıklara dönüştürdü. Böylece, işçiler daha da şiddetli bir sömürüye maruz kaldılar. Bunun yanı sıra devlet, ken-

di denetimi altındaki stratejik işletmeleri özelleştirirken, merkez bankalarının faiz oranlarının belirlenmesinde ve para politikasının uygulanmasında stratejik bir rol üstlenmesine izin verdi. Bu dönüşümler, büyük miktarda tasarrufun daha önce görülmemiş bir şekilde sermayenin elinde toplanmasını sağlayacak koşulları yaratarak, kredinin mümkün olduğunca genişlemesini sağladı. Bu servetin büyük bir kısmı gelişmekte olan ülkelerden geldi.

Dünya ekonomisi, yine büyük toplumsal, siyasi ve kültürel dönüşümlerin sonucunda farklı şekillerde bütünleşmiştir. Ancak, şu anda dünya ekonomisi bir kez daha krizin, belki de kapitalizmin tarihindeki en kötü krizlerden birinin pençesine düşmüş durumdadır. Bu, küreselleşmenin ya da "finansallaşma"nın tam olarak olgunlaşmış ilk krizidir ve krizin merkez üssü ABD'dir. Kriz, neoliberalizmin son yıllarda kazandığı zafere rağmen neoliberal politikalarla yöntemlerin basitçe yeniden düzenlenip önümüze getirilmesini engelleyerek, bunlara karşı alternatifler ortaya koyma fırsatı sunmaktadır.

KAYNAKLAR

Anderson, Perry. (2008 [2007]) "Apuntes sobre la coyuntura", *New Left Review* 48, s. 5-35.

Bannock, Manser ve William Graham. (2003 [1989]) *International Dictionary of Finance*. Londra: The Economist Series.

Caruana, Jaime. (2007) "Global Financial Market Risk – Who is Responsible for What?", Finansal İstikrar konferansı açılış konuşması, Berlin Heinrich Böll Vakfı/Alman Bankalar Birliği, 30 Mayıs 2007", http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/053007.htm.

Cornford, Andrew. (2005) "Reflections on the Prediction, Management and Measurement of (Primarily Financial) Risk" 30 Eylül-1 Ekim, Cenova.

Chesnais, Francoise. (1999) *La mundialización financiera: Génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires: Losada.

D'Aristá Jane. (2004) "U.S Debit and global imbalance", *International Journal of Political Economy* 36 (4), s. 12-35.

Dymski, Gary A. (2009) "The Political Economy of the Subprime Meltdown", *Historical Materialism*.

Gill, L. (2002) *Fundamentos y límites del capitalismo*. Madrid: Trotta.

IFSL. (2007) *International Financial Services*. Londra: Pension Reform.

Lapavitsas, C. (2009) "Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation", *Historical Materialism*.

Marx, Karl. (1976 [1894]) *El Capital*, Volumen 6-7, Capítulos III ve XXV. México: Siglo XXI Editores.

Morera, Carlos. (1998) *El capital financiero en México y la globalización : límites y contradicciones*. México: Ediciones Era.

Morera, Carlos. (2002) "La nueva corporación trasnacional en México y la globalización", Dolores de la Peña, Marisol Simón ve Carlos Morera (der.) *Globalización y alternativas incluyentes para el siglo XXI* içinde, s. 397-434. México: UNAM (FE, CRIM, IIEc, DGAPA) UAM-Azcapozalco.

Morera, Carlos ve José Antonio Rojas. (2007) "Notas sobre los cambios en la naturaleza del trabajo y la reorganización productiva y financiera mundial". IIEC, UNAM (yayınlanacak).

Morera, Carlos ve José Antonio Rojas. (2008) "Mercado mundial de dinero y renta petrolera", *La guerra del fuego, coordinado por Guillaume Fontaine y Alicia Puyana* içinde. Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) ve Ministerio de Cultura.

Moseley, Fred. (2007) "Is the U.S. Economy headed for a hard landing?", http://www.mtholyoke.edu/~fmoseley/.

Munck, Ronaldo. (2002 [2002]) *Globalización y Trabajo La Nueva Gran Transformación*. Madrid city: El Viejo Topo.

Painceira, Juan Pablo. (2008) "Financialisation and Financial Crises: the Role of Developing Countries", *Historical Materialism*.

The New York Times. (2002) "Round Table: Wall Street's Prescriptions in a Convalescing Economy", 2 Ocak.

UNCTAD. (1999) *World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development*. New York ve Cenova: United Nations.

UNCTAD. (2002). *World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness*. New York ve Cenova: United Nations.

UNCTAD. (2003) *World Investment Report 2003: FDI Policies for Development: National and International Perspectives*. New York ve Cenova: United Nations.

UNCTAD. (2005) *World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D*. New York ve Cenova: United Nations.

UNCTAD. (2006) *World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*. New York ve Cenova: United Nations.

EK: Grafik Veri Tabanı Hakkında

ABD ile ilgili grafikler Federal Rezerv Sistemi Yöneticiler Kurulunun "Fon Akımı Hesapları" ve "İstatikler: Güncel ve Tarihsel Veriler" veri tabanı kullanılarak hazırlanmıştır.

İktisat ve Finans Dünyası:

BIS (Uluslararası Ödemeler Bankası). (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008) *Annual Report*.

BIS. (2005b, 2005c) *Quarterly Review of International Banking and Financial Market Developments*.

IMF (Uluslararası Para Fonu). (2007) *Global Financial Stability Report 2007*. Washington D.C.: IMF.

Petrol:

BP. (2008) *Annual Report and Accounts*.

IEA (Uluslararası Enerji Yıllığı). (2005, 2006, 2007, 2008) *EIA Energy Information Administration Official Energy Statistics from the U.S. Government*.

FİNANSALLAŞMA DÖNEMİNDE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER: SÜREKLİ AÇIKTAN, DÖVİZ REZERVİ BİRİKTİRMEYE

Juan Pablo Painceira

1. GİRİŞ

Finansallaşma, 1970'lerin başlarından itibaren reel birikimde yaşanan değişimler temelinde kapitalist ekonomilerin köklü bir dönüşüme uğramasını temsil eder.[1] Finansal faaliyetler, yeni iktisadi sektörlere ve gündelik yaşamın pek çok alanına yayılmıştır: Konut, emeklilik, tüketim ve benzeri. Finansın büyümesi, asıl olarak gelişmiş kapitalist ülkelerde olmak üzere, değer biçiminin gelişimi önünde yeni bir hareket alanı açmıştır. Eskiden devletin kontrolünde olan faaliyetlerin ve sermaye varlıklarının özelleştirilmesinin yanı sıra finans piyasalarıyla kurumlarının kuralsızlaştırılması, bu sürecin önemli unsurları olmuştur. Ayrıca, emek piyasalarının kuralsızlaştırılması da işçilerin "finansal disiplin" altına alınmasına katkıda bulunmuştur.

Bu makalede, finansallaşmanın gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini ele alarak finansallaşmanın analizine katkı yapmaya çalışacağız. Makalenin odak noktasını gelişmekte olan

1 Lapavitsas (2009).

ülkelerin 2000'den sonraki uluslararası finansal işlemleri oluşturuyor ve ABD ekonomisiyle ilişkisine özellikle vurgu yapılıyor. Uluslararası sermaye akımlarının artmış olduğu, ancak gelişmekte olan ülkelerin aynı zamanda büyük miktarlarda uluslararası rezervler biriktirdikleri gösteriliyor. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş olanlara doğru net bir sermaye akımı yaşanmıştır. Finansallaşmanın bu yönü gelişmekte olan ülkelere büyük toplumsal maliyetler getirirken, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkeler bu süreçten hatırı sayılır faydalar elde etmişlerdir. 2000'lerde finansallaşma, gelişmekte olan ülkelerin aleyhine olacak şekilde yarı dünya parası niteliğindeki doların ihraççısı olan ABD'ye net kazançlar sağlamıştır. Bu, dönemin belirgin özelliği olan finansal sömürünün bir yönünü oluşturuyor.

Biraz daha ayrıntılı ifade etmek gerekirse makalede, uluslararası sermaye akımları, döviz rezervi biriktirme ve ABD'nin finansal koşulları arasındaki karşılıklı ilişkiler ele alınarak, bu sürecin gelişmekte olan ülkeler açısından doğurduğu sonuçlar ve dünyanın önde gelen kapitalist ülkelerine sağladığı faydalar analiz ediliyor. Ayrıca, finansallaşmanın gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yayılması incelenerek, finans kurumlarının giderek önem kazandığı gösteriliyor. Gelişmekte olan ülkelerin, finansallaşmanın 1990'ların başlarından itibaren fiilen başlamasından bu yana iki ayrı dönemden geçtikleri de vurgulanıyor. Önemli miktarlara ulaşan özel sektör sermaye akımları ve büyük cari işlemler açıkları ilk dönemin belirleyici özellikleri olurken, döviz rezervi biriktirme ve net sermaye akımının gelişmiş ülkelere doğru olması ikinci döneme damgasını vurmuştur.

Makalenin 2. kısmında, gelişmiş ülkelerde finansal serbestleştirmeyi destekleyen teorik argümanların yanı sıra sürece ekonomi politik cephesinden yöneltilen eleştiriler inceleniyor. Finansal serbestleştirmenin, daha genelde kapitalizmin finan-

sallaşmasının ayrılmaz bir yönü olduğu gösteriliyor. 3. kısımda, dünya parasının rolüne odaklanıp, uluslararası finans ile finansal krizlere özel bir önem vererek Marksist ekonomi politiğin finans ve gelişmeyle ilgili argümanları gözden geçiriliyor. Bu kısımda, gelişmekte olan ülkelerin 1990'larda sürekli açık verirken nasıl olup da 2000'lerde döviz rezervi biriktirir konuma geldiklerini teorik olarak daha iyi kavramayı amaçlıyoruz. 4. kısımda, gelişmekte olan ülkelerin 1990'ların sonlarında yaşanan finansal krizin ardından benimsedikleri uluslararası rezerv biriktirme stratejisi değerlendiriliyor. Spelükatif ve istikrarsız sermaye akımlarına tepki olarak geliştirilen bu strateji, günümüzün dünya parasının sorunlu mizacını gözler önüne seriyor. 5. kısımda, döviz rezervi biriktirmenin gelişmekte olan ülkelere getirdiği önemli toplumsal maliyetler tartışılıyor. Döviz rezervleri, gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere net sermaye transferini kolaylaştırmış, gelişmiş ülkelerin (hepsinden önce de ABD'nin) gelişmekte olan ülkeleri sömürme mekanizması olarak işlev görmüştür. 6. kısımda çalışmamızın sonuçlarını ortaya koyuyoruz.

2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL SERBESTLEŞTİRMENİN ORTAYA ÇIKIŞI VE 1997-1998 KRİZLERİ[2]

Finansal serbestleştirme, neoliberal kalkınma yaklaşımı doğrultusunda son 30 yılda hayata geçirilen yapısal reformların bir parçasıdır. Aynı zamanda serbestleştirmenin hayati bir yönüdür,

2 Yazar, "gelişmekte olan ülkeler" terimini kullanırken "gelişme"nin sınıfsal içermelerinin yanı sıra emperyalist bir boyutunun da olduğunun tamamen farkındadır. Marksist, özellikle de Leninist bir açıdan bakıldığında, "gelişmiş" ve "gelişmekte olan" ülkeler arasındaki ilişkinin sömürücü ve emperyalist yönleri vardır. Ayrıca bu ilişki, uluslararası sermaye birikiminin genel temposu tarafından şekillendirilir. Esas itibariyle bu makalede, finansallaşma, serbest sermaye akımları, döviz rezervi biriktirme ve doların yarı dünya parası olarak kullanılması sayesinde ortaya çıkan uluslararası sömürünün bazı yeni yönleri ortaya konuluyor.

çünkü 1990'lardan itibaren ulusal ekonomilerin küresel finans sistemine açıklığını artırmıştır. Bu kısımda, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşmesini destekleyen ana yolcu teorik savlar ele alınıyor. Amacımız, finansal serbestleştirmenin hem anahtar niteliklerini hem de bazı ampirik sonuçlarını analiz ederek bu konuda bir arka plan oluşturmak. 2000'lerin başından itibaren olup bitenlerle ilgili tarihsel ve analitik bir bakış açısı geliştirirken bu arka plandan yararlanacağız.

2000'li yıllarda sermayenin yoksullardan zenginlere doğru akması ve döviz rezervi biriktirmenin gelişmekte olan ülkelere getirdiği çok büyük maliyetler (bunları ayrıntılı olarak 4. ve 5. kısımlarda tartışacağız), finansal serbestleştirmenin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki zararlı etkisinin somut kanıtlarıdırlar. Bu süreçten faydalananlar ise gelişmiş ülkeler, özellikle de ABD olmuştur. Uluslararası finansın Marksist ekonomi politiğin bakış açısıyla tartışıldığı bir sonraki kısımda daha kapsamlı bir teorik analiz yapacağız.

Finansal serbestleştirmenin başlangıçtaki, yani 1970'lerdeki amacı, yurtiçi tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesini kolaylaştırmak için finansal faaliyetler üzerindeki kısıtlamaların ortadan kaldırılmasıydı. Ödemeler dengesinin sermaye hesabı kısmının açılması, serbestleştirme yanlılarının gündeminde değildi. Ancak, finansal serbestleştirme kademeli olarak sermaye hesabına doğru genişleyerek uluslararası sermaye akımlarının artmasını teşvik etti. Ulusal ekonomilerin 1990'larda ve 2000'lerde uluslararası finans piyasalarına açılması, finansal serbestleştirmenin temel unsuru hâline geldi.

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi hem yerli yerleşiklerin döviz cinsinden ifade edilen varlık ve yükümlülüklerde pozisyon almalarını hem de yerli olmayan yerleşiklerin yurtiçi piyasalarda faaliyet göstermelerini kolaylaştırıp esnekleştirir. Akyüz'e (1992) göre, gelişmekte olan ülkelerin finansal bakımdan dışa açılmaları, sermaye girişleri ile çıkışlarının ser-

bestleştirilmesinin yanı sıra para biriminin konvertibilitesini de içerir.[3]

IMF [*Uluslararası Para Fonu*] ve Dünya Bankası gibi çoktaraflı uluslararası örgütler, bu değişiklikleri yapmaları için gelişmekte olan ülkeleri baskı altına almışlardır. Ancak, özel uluslararası finans kurumları da iki nedenden ötürü bu değişiklikleri desteklediler. İlk olarak, bu değişiklikler, gelişmekte olan ülkelerin mevcut dış borçlarını açık piyasalarda belirlenen, dolayısıyla özel sermaye açısından daha olumlu olan koşullarla yeniden finanse etmelerine olanak sağladı. İkinci olarak, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, ülke ekonomilerini uluslararası finansal işlemlere açtı.

Sermaye hesabının serbestleştirilmesi, 1990'ların başlarında, çoğu Latin Amerika ülkesi olan çok sayıda gelişmekte olan ülkenin dış borcunu yeniden yapılandıran Brady Planı'nın başlıca şartlarından biriydi. Brady planı, gelişmekte olan ülkelerde yükselen piyasa tahvilleri denilen egemen ülke borcu piyasaları yaratılmasında önemli bir rol oynadı. Gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, Brady Planı bu ülkelerin finansallaşmasının başlangıcı olarak değerlendirilebilir. Planı benimseyen gelişmekte olan ülkeler, hem ekonomilerini devasa sermaye girişlerine açtılar, hem de finansal serbestleştirmeyi daha ileri taşıyacak reformları gerçekleştirme taahhüdü altına girdiler.

Ana yolcu iktisat kuramının, sermaye hesabının serbestleştirilmesini destekleyecek güçlü teorik gerekçeler sunmaması dikkat çekicidir. Finansal serbestleştirmenin ilk teorik savunucuları olan McKinnon (1973) ile Shaw (1973), yurtiçi finans piyasalarının etkin bir şekilde çalışmasını engelleyen her türlü hükümet kısıtla-

3 Sermaye girişi, yerleşiklerin uluslararası ticaretle bağlantılı olmayan nedenlerle yabancı piyasalardan borçlanmalarının yanı sıra yerleşik olmayanların yurtiçi finans piyasalarında kredi verebilmelerini ifade eder. Sermaye çıkışı, yerleşiklerin yurtdışına sermaye aktararak finansal varlık satın almalarının yanı sıra yerleşik olmayanların yurtiçi piyasada yükümlülükler ihraç etmelerini ifade eder. Paranın konvertibilitesi, banka mevduatları ve kredi verilmesi dahil olmak üzere, yerleşikler arasındaki kredi ilişkilerinin döviz kullanılarak yürütülmesine yasal olarak izin verilmesini ifade eder.

masını finansal "baskılama" olarak değerlendiriyorlardı.[4] Ancak zamanla finansal "baskılama" kavramı, ulusal ve uluslararası finansal sermayenin hareketliliği önündeki yasal sınırlamalara da uygulanmaya başlandı. Neoklasik iktisat teorisine göre tasarruflar, beklenen sermaye getirisi farkları nedeniyle sermayenin bol olduğu (gelişmiş) ülkelerden sermayenin kıt olduğu (gelişmekte olan) ülkelere doğru akmalıdır. Bu nedenle, sermayenin hareketliliğine getirilen uluslararası sınırlamaların ve ülke parasının konvertibilitesiyle ilgili kontrollerin muhtemelen bu tür yararlı akımları engelleyebileceği öne sürülebilir.

Bu yaklaşıma göre finansal dışa açılma, sermaye kıtlığıyla karşı karşıya olan ülkelerde yabancı tasarruf akımını iyileştirecektir. Aynı zamanda, varlıkların çeşitlendirilmesini mümkün kılarak yerli ve yabancı yatırımcıların maruz kalacakları riskleri de azaltacaktır. Finansal dışa açılma, ülkelerin ödemeler dengesi sorunlarıyla başa çıkmalarına yardım ederek, yurtiçi talebin esnek bir şekilde uyum sağlamasını mümkün kılacaktır. Son olarak, yabancı ve yerli finans kurumları arasındaki rekabet ve (muhtemelen) uluslararası finans piyasasına açık olunması sayesinde ulusal finans sistemleri daha etkin çalışacaktır.[5]

Sermayenin serbestçe hareket etmesinin gelişmekte olan ülkelerin ekonomi politikasını özerk bir şekilde oluşturmalarını sınırlandıracağı, finansal dışa açılmayı destekleyen ana yolcu argümanlardan bir diğeridir. Görünüşe bakılırsa bu, finansal küreselleşme bağlamında uygun olmayan ekonomi politikalarının yol açtığı hasarı azaltacaktır.[6] Böylece, küresel ekonomide "iyi" ekonomi politikaları daha da homojenleşecektir.

4 Bu tür kısıtlar, tipik olarak, gerek bankacılık sektöründeki gerekse bu sektör dışındaki finans kurumlarının faaliyetlerinin düzenlenmesini, çeşitli banka mevduatları için zorunlu karşılıklar tespit edilmesini ve piyasa faiz oranı düzeyinin sabitlenmesini ifade eder.

5 Levine (1996), s. 225 ve Poret (2001), s. 3.

6 Bkz. Mathieson ve Rojas-Suárez (1992), s. 3; Eichengreen ve diğerleri (1998), s. 14 ve 1999.

Finansal serbestleştirme savunuculuğunun, "şok tedavisi"nin tercih edildiği bir dönemden reformun kademeli bir şekilde uygulanmasının desteklendiği başka bir döneme geçmiş olduğunu dikkate almak gerekiyor.[7] Başlangıçtaki "şok tedavisi" yaklaşımı, serbestleştirme önlemlerinin kademeli olmasıyla ilgilenmeyip sadece farz edilen faydalarına odaklanıyordu.[8] Bunun aksine kademeli reformu savunanlar, atılması gereken ilk adımın ülke içinde faiz oranları ile finansal faaliyetlerin "baskılanmasına son verilmesi" olduğunu dile getiriyorlar.[9] Bir sonraki adım, ihracatçılara ve/veya ithalatçılara karşı ayrımcılık yapılmasının önüne geçilmesi amacıyla döviz piyasasının düzenlemelerden arındırılmasıydı.[10] Bunun ardından dış ticaret daha serbest olmalı ve son olarak da sermaye hesabı serbestleştirilmeliydi.[11] Kademeli yaklaşım, zamanla fiili serbestleştirme politikasına hâkim olmuştur.

Ancak, sermaye hesabının serbestleştirildiği ve ülke ekonomilerinin uluslararası ticarete açıldığı 1990'lardaki ilk serbestleştirme dalgası, gelişmekte olan birçok ülke için oldukça farklı bir gerçeklik ortaya çıkardı. Bir yandan sermaye girişlerinde büyük artışlar olurken, öte yandan da cari işlemler açığı hızla büyüdü.[12] Bu bileşim, 1990'ların sonları ile 2000'lerin başında gelişmekte olan ülkelerde ağır finansal krizlere ve döviz krizlerine yol açtı: Güney Kore ve diğer Asya ülkeleri (1997-1998), Rusya (1998) ve Brezilya (1999). 2001'de Arjantin ile Türkiye'de de döviz krizleri yaşan-

7 Bkz. McKinnon (1973), 1.-6. bölümler ve McKinnon (1991).

8 Bkz. McKinnon (1973).

9 Kamu açıklarını kontrol altına alarak hem kamu borcunun daha iyi bir şekilde yeniden finanse edilmesine, hem de varsayıldığı gibi kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesine olanak verecek mali reform da gerçekleştirilmeliydi.

10 Ana amaç, gelişmekte olan ülkelerin sanayileşme stratejisinin bir parçası olan ithal ikamesini ve ihracatın teşvik edilmesini destekleyen döviz kontrollerini ortadan kaldırmaktır.

11 Serbestleştirilecek en son unsurun sermaye hesabı olması gerektiği konusunda görüş birliği vardır; bkz. Williamson ve Molly (1998).

12 1994-2001 döneminde gelişmekte olan ve yükselen ülkelere verilen net krediler ortalama olarak toplam GSYİH'nin %0,7'si kadardı. Ancak, 1993-1999 döneminde ortalama %1,5 düzeyinde olmuştu (IMF, 2008a ve 2008b).

dı. Bu krizlerin etkileri oldukça ağırdı; işsizlik artarken, GSYİH düşmüş, tüketim ve yatırım çökmüştü. Zaten görece yoksul olan toplumlarda çok büyük maliyetler ortaya çıkmıştı.

Bu krizlerin, her ekonominin yapısal ve kurumsal özelliklerine göre değişen ölçülerde şirketlerle, bankacılıkla, dövizle ve egemen ülke borçlarının ödenmesiyle ilgili karmaşık yönleri olduğuna hiç şüphe yok. Örneğin, Doğu Asya'daki 1997-1998 döviz krizleri, çoğu ekonomiyi şirketler ve finans sektörlerinde zaten ciddi sorunlar yaşarken yakalamıştı. Ancak, gelişmekte olan pek çok ülkenin ortak özelliği çıpalı döviz kuru rejimini benimsemiş olmalarıydı. Bu ülkeler için dış finansmanın kesintiye uğraması, kendilerine özgü sorunların da ağırlaştırıcı etkisiyle büyük döviz krizlerine neden oldu. Bu krizlerin belirgin özellikleri, sermaye akımlarının aniden tersine dönmesi ve çıpalı döviz kuru rejimlerinin çökmesiydi. Bu makaledeki amacımız doğrultusunda, 1990'larda finansal serbestleştirmenin genel olarak döviz ve finans krizlerinde katalizör vazifesi gördüğünü, gelişmekte olan ülkeler arasında hızlı bir bulaşmayı teşvik ettiğini söyleyebiliriz.

1990'ların sonu ile 2000'lerin başında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizleri açıklamaya yönelik pek çok girişim olmuştur. Ana yolcu asimetrik bilgi teorisine dayanan yaklaşım, finans piyasası başarısızlıkları ve müdahaleci devlet politikaları dahil olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin özel sektörü içinde var olan dengesizliklere vurgu yapıyordu.[13] Bunlara kimi zaman "üçüncü kuşak" kriz modelleri de denilir.[14]

Bu yaklaşımın belki de en önemli taraftarı, Asya krizini ahbap-çavuş kapitalizminin bir sonucu olarak sunan Krugman'dır

13 Doğu Asya finansal krizini açıklamak için ortaya atılan bu yorum "üçüncü kuşak" kriz modeli olarak da adlandırılır. Basit bir şekilde ifade edecek olursak, ilk kriz modeli sürdürülemez maliye politikasıyla bağlantılıdır. İkinci kuşak modelde kriz, finans kurumlarının kendilerini paranın değer kaybetmesinden korumaya yönelik tutumlarının döviz krizini hızlandırdığı, kendi kendini gerçekleştiren bir süreçtir.

14 Bkz. Krugman (1998), Chang ve Velasco (1998, 1999), Mishkin (1996), Calvo ve Reinhart (2000), Corseti ve diğerleri (1998).

(1998). Görünüşe göre kriz, hükümetin, finansal aracı kurumların yükümlülüklerini zımnen garanti altına almasının yol açtığı ahlaki çöküntüden kaynaklanmıştı –üstelik bu kurumlar düzenlemelere de tabi değildi. Bu durum, finansal aracı kurumları aşırı riskli krediler vermeye teşvik ederek iş dünyasını ve sermaye varlıklarını geçici olarak canlandırıyor, sonuçta aracı kurumlar üzerinde tekrar olumlu bir etki yaratıyordu. Bu döngüsel süreç, arazi gibi bazı sermaye varlıklarına aşırı yatırım yapılmasına ve bu varlıkların fiyatlarının aşırı yükselmesine yol açmıştı. Hükümetin şirketler kesimine de zımni garantiler sağladığını belirterek krize açıklama getiren Corseti ve diğerleri (1998) de benzer bir görüşü dile getiriyorlardı.

Krizlerle ilgili Marksist olmayan etkili ekonomi politik yaklaşımlar ana yolcu açıklamalara karşı çıktılar.[15] Chang ve diğerlerine göre Güney Kore krizinin nedeni, sanayi politikası ile finansal düzenleme arasında eşgüdümü sağlayan hükümet mekanizmalarının tasfiye edilmesiydi. Benzer bir anlayışla Taylor (1998), Doğu Asya finansal krizinin başlıca sebebinin, hükümetin reel ekonomiyi, finans piyasasını ve özellikle de sermaye hesabını düzenlemekten vazgeçmesi olduğunu savunur. Son olarak Wade'e (1998) göre finansal serbestleştirme, devletin, özel kesimin dışarıdan borçlanmasını düzenleme gücünü ciddi ölçüde etkilemişti. Yatırıma yönelik fon akımlarını kontrol etmek giderek karmaşıklaşıp zorlaştığı için Asya gelişme modelinin sürdürülebilirliği azalmıştı.

Marksist olmayan diğer ekonomi politik açıklamaları, genellikle Minsky'nin çalışmasıyla bağlantılı finansal istikrarsızlık teorisine dayanıyordu. Bu düşünce tarzına göre Asya krizinin nedeni, kısa vadeli aşırı kaldıraçlı pozisyonların, zaten kapasite fazlasının olduğu sektörlerde sonuçlanma süresi uzun olan yatırım projelerini finanse etmek için kullanıldığı Ponzi türü borçlanmada yatıyordu. Finansal istikrarsızlık, iş çevrimi sırasında

15 Bkz. Chang, Park ve Yoo (1998), Taylor (1998), Wade (1998).

şirketler kesimi ile finans kurumlarının gerek getirilerle gerekse performansla ilgili bakış açılarının birbirine yaklaştığı içsel [*endojen*] bir süreçtir. Çevrimin başlangıcında sermaye varlıklarının finans kurumları aracılığıyla yeniden finanse edilmesine ihtiyaç yoktur veya bu ihtiyaç çok sınırlıdır. Ancak, çevrimin yükseliş evresi belirginleştiğinde ekonomi, yeniden finansman ihtiyacının arttığı ve borç verme-alma işlemlerinde vadenin sürekli kısaldığı spekülatif konumlara doğru yavaş yavaş ilerler.

Bu yaklaşımı Doğu Asya örneğine uyguladığımızda dış yükümlülüklerdeki artışın, iktisadi eyleyicilerin [*ajan*], döviz kurunun istikrarlı seyredeceğine (veya değer kazanacağına) ve dışarıdan düşük maliyetle borçlanma imkânının devam edeceğine duydukları inançtan kaynaklandığı görülebilir. Finansal serbestleştirme, yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki finansal işlemleri kolaylaştırarak borçlanmayı hızla artırmıştı. Kregel'e (1998) göre bu durum, döviz kurlarının değer kazanmasıyla birlikte güvenlik paylarının (likit varlıkların) azalmasına neden oldu. Sermaye akımlarının tersine dönmesi, güvenlik paylarının aslında ne kadar düşük olduğunu açığa çıkardı. Benzer bir yaklaşımı benimseyen Arestis ve Glickman (2002), Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan finansal istikrarsızlıkta finansal serbestleştirmenin asli bir rol oynadığını da iddia ettiler.

Krizlerin ortaya çıkmasında finansal serbestleştirmenin önemli bir rol oynadığının vurgulanması, Marksist olmayan bu ekonomi politik analizlerin ortak noktasını meydana getirir. Aralarındaki başlıca fark, ilk akımın devletin ekonomiyi düzenleme gücünü kaybetmesine odaklanırken, Minskici akımın ise yurtiçi finans sisteminin ve sermaye hesabının açılmasının spekülatif sonuçlarına odaklanmasıdır. Bununla birlikte, her iki akım da krizlerin sistemik yönlerine vurgu yapar. Bu sayede, sorunun kökünde ahlaki çöküntünün ya da bilgiyle ilgili meselelerin yattığını düşünen ana yolcu açıklamalardan çok daha açıklayıcı görüşler sunarlar.

Yine de Marksist olmayan ekonomi politik yaklaşımları, reel

birikim ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi tam anlamıyla analiz etmezler. Özellikle de kapitalist ekonominin gelişmesinin, kapitalist gelişmeyi daha da güçlendirmek üzere finans sisteminin gelişmesini nasıl içsel bir şekilde uyardığı konusunda söyleyecek pek bir şeyleri yoktur. Finansal krizlerin genellikle bu tür bir süreçle bağlantılı olduğu sezgisel olarak kavranmış gibi gözükür.[16] Ayrıca, Marksist olmayan açıklamalar gerek uluslararası paranın küresel finans akımlarındaki rolüyle, gerekse sonuçta ortaya çıkan güç, hiyerarşi ve sömürü ilişkileriyle ilgili hiçbir şey söylemezler. Oysa, bunlar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkilerin hayati önem taşıyan yönleridirler.

Bu nedenlerle, Marksist olmayan ekonomi politiğin, gelişmekte olan ülkelerin 2000'lerde döviz rezervi biriktirmeye başlaması konusunda sunabileceği fazla teorik içgörüsü yoktur. Keza, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere yaptıkları sistemli değer aktarımları konusunda da fazla bir şey söylemezler. Yarı dünya parası olan uluslararası dolar rezervleri, hem 1990'larda yaşanan krizlerde hem de 2000'lerde tersine dönen sermaye akımlarında kilit bir rol oynamıştır. Bir sonraki kısımda, uluslararası finansal krizlerle ilgili Marksist bir açıklamanın unsurları ortaya koyuluyor. Bu teorik analizin ardından, bu olguların ampirik boyutları 4. ve 5. kısımlarda analiz ediliyor.

3. MARKSİST BİR ULUSLARARASI FİNANS VE FİNANSAL KRİZLER ANALİZİ

3.1 Kredi, Birikim ve Kriz

Finansal serbestleştirmenin ve uluslararası finans sisteminin Marksist bir bakış açısıyla analiz edilmesi, finans sisteminin kapitalist ekonomideki gelişimi ve rolüyle ilgili bazı ilkelerin saptanmasını gerektirir. Buradaki önemli nokta kapitalist finansın,

16 Bir sonraki kısımda bu sürecin genel yönleri analiz ediliyor.

sermaye devrinin normal seyri sırasında sürekli olarak atıl (ya da durağan) para-sermaye tutarları yaratılmasına bağlı olmasıdır. Bu atıl para kaynakları, kapitalist kredi sisteminin temelini oluşturur. Itoh ve Lapavitsas'a göre "kredi sistemi, kapitalist yeniden üretim sırasında yaratılan durağan parayı harekete geçirerek onu faiz getiren (ödünç verilebilir) sermayeye dönüştürür ve yeniden birikime yönlendirir".[17] Bu nedenle, finans ve iktisadi gelişme, finansın sacayaklarını oluşturan reel birikimle ayrılmaz bir şekilde ilişkilidir.

Finans ile reel ekonomi arasındaki temel ilişki, paranın para olarak ve sermaye olarak işleyişi açısından analiz edilebilir.[18] Finans, kapitalist ekonomide zorunlu olarak ortaya çıkan ve paranın toplumun genelinde para-sermayeye dönüşümünü kolaylaştıran kurumlar, piyasalar ve varlıklar kümesini ifade eder. Daha özgül olarak finans, ödünç verilebilir (ya da faiz getiren) sermaye işlemlerini kapsar. Ödünç verilebilir sermaye, daima para biçiminde mevcut bulunan, kredi olarak reel birikim yapanlara verilmeye hazır olan ve kâr yerine faiz kazandıran sermayedir. Ayrıca, tarihi kapitalist üretim tarzından önceye uzanır.[19] Ödünç verilebilir sermayenin hareketinde kilit rol oynayan bankacılık sistemi bu sayede reel birikimle bağlantılı hâle gelir ve değerin üretimde kendini genişletmesinden kaynaklanan getiriler elde eder.

Kapitalist finans sisteminin bel kemiği olan bankacılık sistemi, ödünç verilebilir sermayenin kapitalist ekonomi üzerindeki etkisini düzenler. Bankaların ortaya çıkış süreci, tarihsel olarak, ticari ve sınai sermayenin gelişmesiyle bağlantılıydı. Bu yüzdendir ki, bankacılık faaliyetleri ticari krediyle ve para muameleleriyle ilgilidir. Bankacılık sisteminin ortaya çıkışının iktisadi temellerini analiz

17 Itoh ve Lapavitsas (1999), s. 61.

18 Aşağıda gösterileceği üzere bu ilişki çelişkilidir ve Marksist ekonomi politiğin analiz ettiği iki farklı finansal kriz türünün temelini oluşturur.

19 Marx (1973), s. 376.

eden Lapavitsas şöyle diyor: "Kapitalist bankacılığın kalbinde, hem ticari krediyle hem de para muameleleriyle ilgili faaliyetler yatar. Bu yaklaşım, analitik olarak bize iki avantaj sağlar. İlk olarak, bankaların kredi faaliyetleri ile (dövizi, hesap yönetimini, denkleştirmeyi, para transferini ve varlıkların saklanmasını içeren) para muameleleri arasında özgül bir bağlantı olduğunu kabul eder. … İkinci olarak, bankaların, ticari kredi işlemleriyle araçlarının hızla çoğaldığı ticaret merkezlerinde yoğunlaşması eğilimiyle tamamen uyumlu bir yaklaşımdır".[20] Bu açıdan bakıldığında bankalar, kapitalist dolaşımın parasal ve finansal yönlerinde uzmanlaşan kurumlardır. Bu uzmanlıkları sayesinde sınai kapitalistlerin devir zamanını azaltarak dolaşım maliyetlerini düşürürler.

Finans sistemi, kapitalist ekonominin ayrılmaz bir yönü olan krizler açısından da asli öneme sahiptir. Marx, sermayenin, değerin genel biçimi olarak para ile değerin tikel biçimi olarak metalar arasındaki içkin çelişkiyi bir araya getirdiğini gösterir.[21] Kapitalist krizler bu çelişkinin en uç biçimleridir, çünkü krizde metalar paraya çevrilemez. Krizlerin temel nedenleri reel birikimde yatar ve kâr oranlarının azalmasıyla somut bir şekilde görülür. Tipik olarak, değişmez sermaye değişir sermayeye göre aşırı büyür ya da ekonominin farklı kesimleri arasındaki oranlar bozulur. Ancak, ödünç verilebilir sermaye akımlarına, dolayısıyla da (krizde satılamaz duruma gelen) çıktının genişlemesine finans sistemi aracılık ettiği için kapitalist krizlerin kaçınılmaz olarak finansal ve parasal yönleri de vardır. Borçların geri ödenmesi için taze para bulmanın zorlaşması, bu yönlerden sıklıkla karşılaşılan sorunlardan biridir.

Bu söylenenlerin ışığında bakıldığında Marksist ekonomi politik, üretim sürecine ayrılmaz bir şekilde bağlı olan finansal krizleri, finans sisteminin içsel işleyişlerinin sebep olduğu finansın

20 Lapavitsas (2007), s. 424.

21 Marx (1976), *Kapital*, I. Cilt.

aşırı yayılmasından kaynaklanan krizlerden ayrı tutar.[22] İkinci türdeki krizler, finansın içkin olarak reel birikimden özerk olmasını yansıtırlar. Üretim sürecine ayrılmaz bir şekilde bağlı olanlara 1. tip, yalnızca finans sisteminden kaynaklananlara ise 2. tip krizler denilir.[23]

Marx'ın sözleriyle ifade edecek olursak: "Metinde her genel sınai ve ticari krizin tikel bir evresi olarak tanımlanan parasal kriz, yine parasal kriz diye adlandırılmasına karşın diğerlerinden bağımsız olarak ortaya çıkabilen ve sanayi ile ticareti ancak dolaylı olarak etkileyen özel tür bir krizden açıkça ayırt edilmelidir. Hareket merkezleri para-sermayede olduğu için bu krizlerin dolaysız alanı bankacılık, borsalar ve finanstır".[24] Bu ayrımın yapılması, finansın iç işlemlerine oldukça çok şey borçlu olan ve finans sisteminin son 30 yıl içinde giderek özerkleşmesini yansıtan günümüzün finansallaşma krizlerinin analiz edilebilmesi açısından çok önemlidir. Yaşamakta olduğumuz finansal kriz 2. tip bir kriz olarak görülebilir, çünkü kökleri finans kurumlarının ABD konut piyasasında yaptıkları işlemlerde yatmaktadır.[25] Ancak, finansallaşmanın ekonomiyi etkisi altına aldığı düşünüldüğünde, reel birikim sürecinde de kökleri bulunmaktadır. Başka bir deyişle, yaşadığımız finansal krizin tetikleyicisi ve en yakın nedenleri finans sisteminin içinde bulunuyor, ancak daha derinlere giden kökleri reel birikimin dönüşümüne kadar uzanıyor.

3.2 Dünya Parası ve Uluslararası Krizler

Son kriz, Amerikan finans sistemi ile küresel finans sistemi içinde yürütülen finansal işlemler arasındaki bağlantı nedeniyle küresel bir finansal krize dönüştü. Yarı dünya parası olma özel-

22 Gerek paranın çelişkilerinin, gerekse kredi ve para ilişkilerinin gelişiminin analiz edilmesi başka çelişkiler doğurur (bkz. Rosdolsky (1997), II. Bölüm).

23 Bu sınıflandırma için bkz. Itoh ve Lapavitsas (1999), 6. bölüm.

24 Marx (1976), s. 236.

25 Kapsamlı bir analiz için bkz. Lapavitsas (2009).

liğini taşıyan dolar cinsinden gerçekleştirilen bu işlemler,[26] tipik olarak, menkul kıymetleştirme işlemlerini de kapsayan para ve kredi muamelelerinden oluşuyorlar. Doların dünya parası rolünü üstlenmesi, ihraççı ülkenin kendi alanı ile uluslararası finansal alan arasında doğrudan bir bağlantı sağlıyor. Bu nedenle, Amerikan finans piyasasında 2007-08'de baş gösteren ve bankalar arasında likidite/ödeme gücü sorununun ortaya çıkmasıyla tanımlanan ciddi sorunlar küresel finans sistemine zarar vermiştir, çünkü bu sorunlar yarı dünya parası ihraççısı ülkede yaşanmıştı.

1990'lardaki finansal krizler, yükselen ekonomilerde dünya parasıyla ilgili likidite ve ödeme güçlüğü sorunları olarak somutlaşmıştı. Dünya parası basamayan yükselen ülkeler, uluslararası finansla olan ilişkilerinde tabi bir rol üstleniyorlar.[27]

Bu nedenle, dünya parasının gerek uluslararası finans sistemi gerekse sermaye akımları açısından taşıdığı önemi göz önünde bulundurarak, gelişmekte olan ülkelerin 1990'ların sonlarında yaşadıkları krizleri ve döviz rezervi biriktirmeye yönelmelerini anlamak için başka analitik gereksinimlere ihtiyaç vardır. Finansal krizler, iç piyasadan yapısal olarak farklı olan dünya piyasasında ortaya çıkan küresel olaylardır. İç piyasayla karşılaştırıldığında, dünya piyasasında daha az sayıda homojenleştirici yasa mekanizması, kurumsal pratik, gelenek ve düzenleme vardır. Dahası, dünya piyasasına destek olabilecek, kalbinde bir merkez bankasının olduğu ve küresel olarak bütünleşmiş bir kredi sistemi de bulunma-

26 ABD dolarını tanımlamak için dünya parası yerine yarı dünya parası terimi kullanılıyor, çünkü altın döneminin aksine günümüzde resmi bir anlaşma bulunmamaktadır. Üstelik, dünya parasını ihraç eden uluslararası birçok taraflı örgüt değil, bir ülkedir. Ayrıca, altın döneminde uluslararası bir uyum mekanizması varken, günümüzde böyle bir şeyden söz etmek mümkün değildir. Ancak, kolaylık olsun diye dünya parası ve yarı dünya parası terimlerini zaman zaman birbirlerinin yerine kullandık.

27 Servet kayıplarına karşı aniden korumacılığın ön plana çıkmasıyla birlikte para talebinin yükseldiği kriz anında, para ve kredi sistemleri arasındaki çelişkiler belirginleşir. Finansallaşma döneminde bu talep artışı ulusal paralarda değil, esas olarak dünya parasında olmuştur.

maktadır. Uluslararası finans, dünya piyasası için büyük bir öneme sahip olmasına karşın, yurtiçi finansın aksine yapılandırılmış ve katmanlaşmış bir kurumlar kümesinden oluşmaz. Nihayetinde, dünya piyasası devletlerin yanı sıra özel sermayelerin ilişkilerini de içermesi nedeniyle güç ve ulusal sömürü ilişkilerini de barındırır.[28] Sonuç olarak, dünya piyasasında paranın rolü çok özel bir ağırlığa, öneme ve anlama sahiptir.

Marksist ekonomi politiğe göre para evrensel bir eşdeğerdir[29] ve meta mübadelesi süreciyle doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı olan bazı işlevleri yerine getirir. Değer ölçüsü ve mübadele aracı olması, meta mübadelesiyle doğrudan ilgili olan işlevleridir; dolaylı olarak ilgili olanlarsa gömüleme, ödeme aracı ve Marx'ın "para olarak para" dediği dünya parası işlevleridir.[30] Marx'a göre dünya parası, "evrensel ödeme aracı olarak, evrensel satın alma aracı olarak ve bu hâliyle de servetin mutlak toplumsal maddileşmiş hâli olarak hizmet eder. Başlıca işlevi, uluslararası bakiyelerin kapatılmasında ödeme aracı olmasıdır".[31] Dünya parası dünya piyasasına destek olur ve iç piyasalara nazaran dünya piyasasının yoksun olduğu örgütleyici itici gücü sağlar. Aynı nedenden ötürüdür ki dünya parası, dünya piyasasında mevcut olan gerilimleri belirginleştirir ve küresel krizlerin odak noktasını oluşturur.

Tarihsel olarak bakıldığında, dünya parası meta para (esasen altın) biçimini almıştır. Bunun sonucunda, küresel para ve finans sistemi işlemleri, altının kapitalist ülkelerce biriktirilmesine ve transferine bağlı olagelmiştir. Küresel kapitalist krizler, altın gömülerindeki ani ve şiddetli değişikliklerle nitelendirilirken, piyasa katılımcıları para bulmakta ya da ellerindeki metaları dünya piyasasında satmakta zorluk yaşıyorlardı. Marx'a göre "bu gömülerin dikkat çekecek derecede ortalama düzeyinin üzerine çıkması,

28 Lapavitsas (2006).

29 Paranın değer ölçütü olarak kabul edilip ticari işlemlerde değişim aracı olarak kullanılması –*çev*.

30 Itoh ve Lapavitsas (1999), s. 45-52.

31 Marx (1976), s. 242.

bazı istisnaları olmakla birlikte meta dolaşımındaki durgunluğun bir belirtisidir".[32]

Ancak, dünya parası mevcutları, günümüzün uluslararası para ve finans sisteminde daha karmaşık bir rol oynuyor. Meta para eski önemini kaybederek son çare olarak başvurulacak bir gömü konumuna gerilirken, ABD doları yarı dünya parası olma işlevini üstlenmiştir. Ekonomi politiğin bugün karşı karşıya olduğu en önemli sorunlardan biri, doların yarı dünya parası olarak rolünün tam anlamıyla açıklanmasıdır. Itoh'a göre, başka önemli noktaların yanı sıra doların herhangi bir resmi uluslararası anlaşma olmaksızın evrensel para hâline gelmiş olması ve doların değerinin sürekli çökme tehlikesi yaşamasına rağmen mübadele değerinin görece istikrarlı olması, mutlaka dikkate alınması gereken noktalardır.[33]

ABD dolarının gelişmekte olan ülkelerin krize girdikleri dönemdeki akış hareketleri ile altının daha önceki uluslararası para düzenlemesi (altın standardı) dönemindeki akışı karşılaştırılırsa, yarı altın para olarak doların rolü daha açık bir şekilde anlaşılabilir. Her iki örnekte de servet kayıplarına karşı korunma sağlanması talebinin öne çıkması, ilkinde dolara ya da dolar cinsinden varlıklara, ikincisinde ise altına olan talepte ani bir artışa yol açmıştı.[34]

Sonuç olarak, kriz anında para ve kredi sistemi arasındaki çelişki su yüzüne çıkar, çünkü para olarak paraya talep artar; çünkü "kredilerin kısıldığı ya da büsbütün kesildiği darlık zamanlarında, para birdenbire yegâne ödeme aracı ve diğer tüm metalarla mutlak bir karşıtlık içerisinde değerin hakiki varlık biçimi olarak ortaya çıkar".[35] Ancak, mevcut uluslararası para düzenlemesi çerçevesinde dolar cinsinden varlıklara (kredi paraya) –yarı dünya

32 Marx (1976), s. 244.

33 Itoh (2006), s. 110.

34 Hâlen devam eden krize bakıldığında, krizin Eylül 2008'de küresel hâle gelmesiyle birlikte aynı hareketin ortaya çıktığını görmek mümkündür. Ancak bu hareketlerin kapsamlı analizi, dünya parası rolü üzerine odaklanarak uluslararası finansı ve finansal krizi ele aldığımız bu kısmın amacının dışında kalmaktadır.

35 Marx (1972), s. 516.

parası ihraççısının desteklediği Amerikan borç menkul kıymetlerine– olan talep artıyor. Bu nedenle, rezerv varlığın bir meta olması yüzünden uluslararası para sisteminden faydalananların belirgin olmadığı altın döneminden farklı olarak, mevcut düzenlemede dünya parasını ihraç eden ülke bundan açıkça faydalanmaktadır.

Dolayısıyla, egemen bir devlet tarafından tedavüle sürülen dünya parasının, uluslararası ekonominin işleyişi açısından önemli içermeleri vardır. Bu içermelerin uluslararası sermaye akımlarıyla, gelişmekte olan ülkelerle ve finansal krizlerle ilgili olan bazılarını takip eden kısımlarda analiz edeceğiz. ABD doları dünya parası olduğu için gelişmekte olan ülkeler kendilerini finansal krizlerden korumak amacıyla dolar rezervleri tutmak zorundalar. Bu, ABD'de getiri eğrisi üzerinde azaltıcı bir etki yaparak ABD'nin finansal koşullarına yardımcı oluyor.

3.3 Dünya Parası ve Finansallaşma

Bizce, dünya parası ile 2000'li yıllarda ABD ekonomisinde gerçekleşen finansallaşma arasındaki ilişki, yabancı sermaye akımlarının ABD getiri eğrisi ve dolayısıyla da ABD'nin finansal koşulları üzerindeki etkisi aracılığıyla kavranabilir. 4. kısımda göstereceğimiz üzere, Amerikan borç menkul kıymetlerine yönelen yabancı sermaye akımı, (Federal Rezerv'in politika faiz oranını sürekli yükseltmesine rağmen[36]) uzun vadeli faiz oranlarını[37] düşürerek olumlu finansal koşulların devam etmesine yardımcı oldu. Bu makalede, bahsettiğimiz bu yabancı sermaye akımlarının ve Amerikan faiz oranını azaltıcı etkisinin, hanehalkı borcunun (daha çok ipotekler aracılığıyla) artmasına katkıda bulun-

36 Federal fonlar hedef faiz oranı 2004-2006 arasında %1'den %5,25'e yükseldi.

37 Amerikan borç menkul kıymetleri risksiz varlıklar olarak değerlendirildiği için Amerikan hazine tahvillerinin getiri eğrisi finansal varlıkların çoğu için gösterge olma özelliği taşır. Bu nedenle, getiri eğrisinin uzun vadeli kısmında olacak bir düşüş, normal olarak ekonominin finansal koşullarını iyileştirir.

duğu savunuluyor. Ayrıca bu akımlar, şirketlerin bankalardan borçlanmak yerine şirket tahvilleri ve diğer borçlanma araçları ihraç ederek açık piyasalardan daha fazla kaynak temin etmeleri olgusunu da açıklayabilir. Son olarak, bu akımların Amerikan bankalarının kredi işlemlerini artırmalarını, finans piyasalarında gerçekleştirdikleri menkul kıymetleştirme işlemlerini (hacim ve önem bakımından) büyütmelerini ve işlerini yaparken şirketlere kredi vermekten ziyade bireylere (hanehalklarına) ve alım-satım faaliyetlerine odaklanmalarını mümkün kıldığı öne sürülüyor.[38] Daha genelde, ABD'deki son patlama devresi sırasında finansal işlemlerin hâkimiyetinin ve kârlılığının arttığı gözlenebilir –bu dediğimiz, ipoteklerini konut değerindeki artışlarla yeniden finanse edebilen hanehalkları için de geçerlidir. Ancak, ABD doları dünya parası rolünü üstlenmiş olmasaydı bu gelişmeler mümkün olmayacaktı, çünkü Amerikan ekonomisi, uluslararası sermaye akımlarının ülke içinde meydana getirdiği avantajlardan mahrum kalacaktı. Dahası, bu dinamikler ve Amerikan ekonomisinin işleyişinde meydana gelen değişiklikler, gelişmekte olan ülkeler dahil diğer ülkeleri de etkilemiş, bu ülkelerin daha finansallaşmış bir kapitalizme yönelmelerini sağlamıştır; başka bir deyişle, finansallaşmayı dünyanın dört bir yanında pekiştirmiştir.

Reel birikime gelince, finansın (ödünç verilebilir sermaye akımlarının) olumlu ve olumsuz işlev görme niteliği, ABD dolarının çevrim sırasındaki dinamiğine bakılarak analiz edilebilir. Dolar, değer kaybetmesine rağmen, 4. kısımda analiz edildiği üzere dolar cinsinden varlıklara büyük bir talep olması nedeniyle çevrimin patlama evresinde küresel rezerv para olma rolünü korumuştur.[39] Kriz patlak verdiğindeyse finans olumsuz işlev gör-

38 Büyük küresel bankaların bu tür işlemlerden elde ettikleri kârların artmasıyla ilgili olarak bkz. Dos Santos (2009).

39 Örneğin, Doğu Asya ülkelerinden dışarıya yönelen sermaye akımları da küresel sermaye birikimi dinamiğiyle bağlantılıdır, çünkü bu ülkeler kendi yurtiçi birikimlerini sürdürmek için ulusal paralarının değerini rekabetçi bir düzeyde tutmak zorundadırlar.

me niteliğini gösterir, çünkü ABD dolarına ve ABD doları cinsinden varlıklara geri dönüş olması, reel birikime giden kredi akımını sekteye uğratır. Başka bir deyişle, serveti korumak amacıyla değer biçimi olarak paraya geri dönüldüğü gözlenebilir, ancak bu dönüş değerin üretimdeki genişlemesiyle çelişkili bir şekilde olur.[40]

Para birimleri ile dünya parasının dinamiklerine gelince, küresel piyasada ABD dolarının dünyanın önde gelen gelişmiş ülkelerinin para birimleri karşında değer kaybetmesi ve önde gelen yükselen ekonomilerin para birimlerinin (1990'ların sonlarında yaşadıkları finansal krizlerden sonra) değer kazanması, 2000'lerdeki son patlama evresinin belirgin özelliği olmuştur. Dolaşım alanına odaklanarak bundan sonraki kısımlarda analiz edeceğimiz üzere, ABD dolarının yarı dünya parası olmasının nitelendirdiği dünya piyasası ve sermaye birikimi dinamiği, yabancı sermaye akımları sayesinde ABD ekonomisinin neredeyse hiçbir kısıtlamayla karşılaşmaksızın cari işlemler açığını ve artan kamu borçlarını finanse etmesini mümkün kılmıştır. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, sonuçta devasa yabancı döviz rezervleri biriktirilmiş ve kamu iç borcu artmıştır (bu gelişmeleri takip eden kısımda analiz edeceğiz). Dolaşım alanıyla ilgili kurumsal süreçlerin aydınlatılması bu anlamda önem taşıyor, çünkü gerek finansal serbestleştirme, gerek sermaye hesabı konvertibilitesinin genişletilmesi, gerekse sermaye akımı hareketliliğini artırmayı amaçlayan diğer reformlar, dünya parasını ihraç eden ülkeye değer aktarılması sürecini geçtiğimiz 20 yılda kolaylaştırmıştır.

Bu makaledeki amacımız doğrultusunda uluslararası para sistemindeki bu dönüşümün anlamı, rezerv para gömülerinin, para politikasıyla olduğu kadar dünya piyasasının önde gelen ülkesinin ulusal para biriminin yönetimiyle de ilgili bir mesele hâline gelmiş olmasıdır. Bu, ABD'nin dünya piyasasında özel faydalar

40 Bu olumsuz işlevli hareketlenme, yarı dünya parasının desteklediği küresel kredi ve para ilişkilerinin sermaye birikimine zarar verdiği Eylül 2008'de gerçekleşti. Ancak, önemine karşın bu analiz makalemizin konusu dışında kalıyor.

elde etmesine olanak veren, hayati öneme sahip bir ayrıcalıktır. Ayrıca, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere diğer ülkelerle sömürücü bir ilişkinin kurulmasına yol açmaktadır. Makalenin ilerleyen kısımlarında, yarı dünya parasının dünya piyasasının şu anki biçimlenmesi içinde taşıdığı sömürücü yönü ortaya koyacağız. Yarı dünya parası ihracı, zenginlerin, finansallaşma ve serbest sermaye akımları bağlamında yoksullardan değer sızdırmalarını sağlayan uluslararası bir mekanizma hâline gelmiştir. Döviz rezervi biriktirilmesi bu anlamda sömürücü bir süreçtir; yarı dünya parasını ihraç eden ülkenin payına düşen bir haraç biçimidir.

Özetlemek gerekirse, finansallaşmanın uluslararası yönünü, yani yarı dünya parası olan ABD dolarıyla desteklenen ödünç verilebilir sermaye ihracının eşliğinde finansın ülke içindeki (bankalar, piyasalar, işletmeler, bireyler) yükselişini –ki bundan esas faydalanan hâkim emperyalist ülke olmuştur, bundan sonraki kısımlarda ele alacağız. Ayrıca krizler, bu düzenlemelerin olağan bir sonucu hâline gelmiştir.

4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSALLAŞMANIN İLERLEYİŞİ

4.1 Finansal varlıkların küresel artışı ve gelişmekte olan ülkelerde iç borçların yükselişi

2007-09 küresel krizi, gelişmiş ülkelerin finans sistemi genel bir dönüşüm geçirirken, esasen ABD ikinci kalite ipotek piyasasındaki finansal spekülasyondan kaynaklandı.[41] Bu anlamda, küresel finansal krizin nedenleri, gelişmiş ülkelerin finans sistemlerinin içsel davranışında bulunabilir. Ancak, Amerikan finans sisteminde gerçekleştirilen spekülatif faaliyetler, önde gelen rezerv parayı ya da yarı dünya parasını yaratan ülkenin ekonomisinde cere-

41 Bkz. Lapavitsas (2009) ve dos Santos (2009). Düzenlemelerin olmamasını ve riskin yanlış fiyatlandırılmasını temel alan bir açıklama için bkz. Goodhart ve Persaud (2008).

yan etmeleri nedeniyle uluslararası anlamda önem taşımaktadır. Finansallaşmanın önemli bir özelliği olan küresel finansın son 30 yıldaki büyümesi, ABD konut piyasasında yaşanan çöküşün gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini daha da ağırlaştırdı.

Tablo 1'de, küresel finansal varlıkların 1980'den bu yana ne kadar arttığı gösteriliyor. Finansal varlıkların dünya GSYİH'sine oranı 1980'de %109 iken, 1990'da %201'e, 2000'de %294'e ve 2006'da %346'ya yükseldiğine dikkat ediniz. Kısacası, 1980'den bu yana belirgin bir "finansal derinleşme" söz konusudur ve bu gelişme 1990'dan sonra hız kazanmıştır.[42] Gelişmekte olan ve yükselen ekonomilerin finansal varlıklarında da belirgin bir artış olmuştur: 1995'te 3,9 trilyon dolarken, 2006'da 23,6 trilyona yükselmiştir.[43] Yükselen piyasaların toplam finansal varlıklar içindeki payı 1995'te %6 iken, 2006'da %14'e yükselmiştir.

Tablo 1. Küresel Finansal Varlıklar[i] (trilyon dolar)

	Devlet İç Borçlanma Senetleri	Toplam Finansal Varlıklar	Devlet Borcunun Toplam İçindeki Payı (%)
1980	2	12	17
1990	8	43	19
1995	13	66	20
2005	24	142	17
2006	26	167	16

[i] Finansal varlıklar, hisse senetlerini, özel kesim borç menkul kıymetlerini, devlet iç borçlanma senetlerini ve banka mevduatlarını içerir.

Kaynak: MacKinsey (2008).

1980'den bu yana toplam içindeki payı hiçbir zaman %15'in altına düşmeyen devlet borçlarının, finansın büyümesi açısın-

42 MacKinsey (2008), s. 10.

43 MacKinsey (2008), s. 11.

dan hayati öneme sahip olduğu da Tablo 1'den görülmektedir. Bu makaledeki amacımız açısından Tablo 2 belki daha büyük bir önem taşıyor. Gelişmekte olan ülkelerin kamu kesimi iç borçlarının gelişmiş ülkelerinkine oranı 1995'te %8,8 düzeyindeyken, 2005'e gelindiğinde hızla yükselerek %34,5'a ulaşmıştır.[44] Örneğin Brezilya, Meksika, Kore ve Çin'de kamunun iç borcunun GSYİH'ye oranının değişimine bakacak olursak, bu oran 1995-2005 yılları arasında sırasıyla %21, %6, %9, %0 düzeylerinden %53, %20, %66, %28 düzeylerine yükselmiştir. BIS (2007) verileri, 2002'den itibaren gelişmekte olan ülkelerde kamunun iç borcunda büyük bir artış olduğunu ve borcun döviz yerine giderek yerel para birimi cinsinden olmaya başladığını teyit etmektedir. Kısacası, gelişmekte olan ülkeler 2000'lerde ağır bir iç borç yüküyle karşı karşıya kalmışlardır.

44 Bir sonraki kısımda, gelişmekte olan ülkelerde kamunun iç borcundaki artışın uluslararası rezerv biriktirme çabasının bir sonucu olduğunu göstereceğiz.

Tablo 2. Yükselen Piyasaların Henüz Ödenmemiş Toplam Borcu[i] (milyar dolar)

	1995				2000				2005			
Bölgeler	Toplam	Uluslararası[ii]	Yurtiçi kamu kesimi[iii]	Yurtiçi özel kesim[iv]	Toplam	Uluslararasıı[i]	Yurtiçi kamu kesimi[iii]	Yurtiçi özel kesimi[v]	Toplam	Uluslararası[ii]	Yurtiçi kamu kesimi[iii]	Yurtiçi özel kesimi[v]
Latin Amerika	430	186	221	24	806	299	432	74	1.282	272	797	212
Asya (büyük ekonomiler)[v]	198	45	94	59	962	70	505	387	2.426	122	1.532	772
Bütün yükse-len piyasalar	1.002	294	593	114	2.463	504	1.430	530	4.927	621	3.196	1.110
Sanayi ülkeleri[vi]	15.471	985	6.743	7.743	22.059	3.461	6.344	12.255	35.851	8.267	9.270	18.314

[i] Tahvilleri, bonoları ve para piyasası araçlarını kapsar.

[ii] BIS veri tabanından elde edilen uluslararası tahviller, bonolar ve para piyasası araçları.

[iii] Merkezi Hükümet, Diğer Hükümet, Merkez Bankası, Yarı Hükümet ve Yerleşik olmayan resmi ihraççıların toplamı.

[iv] Bankacılık sektörü, Banka dışı finans kurumları, (yarı hükümet hariç) Finans dışı şirketler kesimi ve Yerleşik olmayan ihraççıların toplamı.

[v] Çin, Hindistan, Kore ve Tayvan.

[vi] Avustralya, Belçika, Kanada, Almanya, İspanya, İngiltere ve ABD.

Kaynak: BIS (2007).

2000'lerde, gelişmekte olan ülkelerin finansallaşması kamu borcunun artışına dayanıyordu.[45] Ancak, bu olgunun en çarpıcı yönü kamu borcunun, *gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere* doğru sermaye akımlarını desteklemek için artmış olmasıdır.[46] Finansallaşma, gelişmekte olan ülkelerin, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelere sermaye göndermek için ağır bir iç borç yükü altına girmeleri anlamına gelmiştir. Bu durum, 1997-98 yıllarından itibaren küresel finansta gözlenen en çarpıcı gelişmedir.

Gelişmekte olan ülkelerin hızla artan kamu menkul kıymetlerini esas olarak finans kurumları (bankalar ve diğerleri) ellerinde tutuyorlar. 2000'de finans kurumları toplam iç borcun %57'sini ellerinde tutarlarken, bu oran 2005'te %80'e ulaşmıştı. Özellikle, bankaların ellerinde bulunan kamu menkul kıymetleri gelişmekte olan ülkelerin tümünde artmıştır.[47] Finans kurumlarının gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde iktisadi güçlerini önemli ölçüde artırmaları bunun bir sonucudur. Bu gelişme, gelişmekte olan ülkelerde sınıfsal yapının yanı sıra gelir ve servet dağılımını da yeniden şekillendirmiştir.[48] Finansallaşmanın gelişmekte olan ülkeler için toplumsal ve iktisadi içermeleri, aşağıda gösterildiği üzere oldukça ağır olmuştur.

---

45 Kamu menkul kıymetlerinin, ülke içinde finansallaşmayı desteklemenin ötesine geçen bir rolü vardır. Makro-iktisadi politikaların yakından etkilediği faiz oranı ile döviz kuruna dayanan, yoğun şekilde alımı-satımı yapılan sözleşmelerin işlem gördüğü küresel OTC (tezgâh üstü) türev piyasaları açısından hayati önem taşırlar. Bu nedenledir ki, Nisan 2007 itibariyle bütün sözleşmelerin %89'unun en azından bir "ayağı"nın ABD doları cinsinden ifade edildiği döviz (FX) piyasasında dolar önde gelen para birimi konumunda bulunmaktadır (bkz. BIS (2007a), s. 15). Bu, daha önceki kısımlarda tartışılan ABD dolarının dünya parası olma rolünün de bir ifadesidir.

46 4. kısımda gösterildiği üzere bu durum, finansal serbestleştirme taraftarlarının beklentilerinin tam zıttıdır.

47 Bkz. BIS (2007), s. 68-69.

48 Gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi finansallaşmanın kapsamlı bir analizinin yapılması, bu makalenin kapsamı dışındadır.

4.2 1997-98'den sonra döviz rezervi biriktirme ve gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere doğru sermaye akımı

Sermaye, 2000'lerin büyük bir kısmında gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş olanlara doğru akmıştır. Tablo 3'te, gelişmekte olan ülkelerin gelişen ülkelere net olarak kredi verdikleri ve bu miktarın 2002'den sonra yükseldiği gösterilmektedir. Net krediler rakamı, her ulusal ekonominin mevcut kaynaklarından kullanılan kaynakların çıkarılmasıyla elde edilir. Net kredilerin eksi olması, yurtiçi harcamaların karşılanması için ulusal ekonominin (dış kaynaklardan) finansmana ihtiyacı olduğu anlamına gelir; net kredilerin artı olması ise ülke ekonomisinin ulusal kaynaklarını dünyanın geri kalanına ihraç ettiği anlamına gelir. Bu durum, uluslararası finansal serbestleştirmenin ne kadar arzulanır bir şey olduğunu savunan ana yolcu argümanlarla doğrudan çelişir.

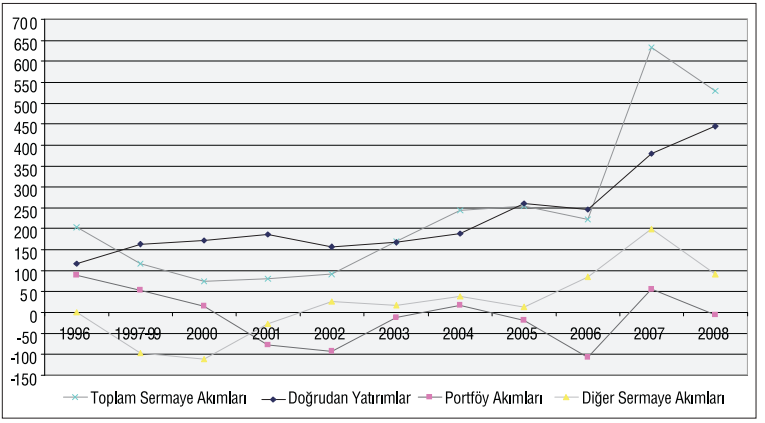
Tablo 3. Net Krediler – Dünya Tasarruflarının Kaynak ve Kullanımları
(GSYİH'nin %'si olarak)

	Ortalama 1994-2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
İleri Ekonomiler	-0,2	-0,7	-0,8	-0,7	-1,2	-1,4	-1,1
ABD	-2,6	-4,2	-5,1	-5,5	-6	-5,9	-5,1
Japonya	2,3	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8
İngiltere	-1,3	-1,6	-1,3	-1,6	-2,5	-3,9	-4,9
Avro Bölgesi	0,3	0,7	0,6	1,1	0,2	-0,2	-0,4
Yeni Sanayileşen Asya Ekonomileri	3,1	5	6,8	6,3	5,3	5,3	6,3
Yükselen ve Gelişmekte olan Ekonomiler	-0,7	1,2	1,9	2,4	4,1	4,8	4,2

Kaynak: IMF (2008a).

1 ve 2 numaralı şekiller, son on yılda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını daha ayrıntılı bir şekilde göstermektedir. Şekil 1'e bakıldığında, 1990'ların sonları ile 2000'lerin başlarında yaşanan krizlerin ardından, özel sermayenin doğrudan yatırımlar ve diğer sermaye akımları biçiminde gelişmekte olan ülkelere geri döndüğü görülmektedir. Özellikle, doğrudan yabancı yatırımlar krizler sırasında bile gelmeye devam etmiş, 2002'den sonra önemli ölçüde artmıştır.[49] 2008'de, yaşadığımız finansal krizin sonucu olarak, sermaye akımlarının daha oynak bileşenlerindeki düşmeyle birlikte toplam sermaye akımları da gerilemiştir.

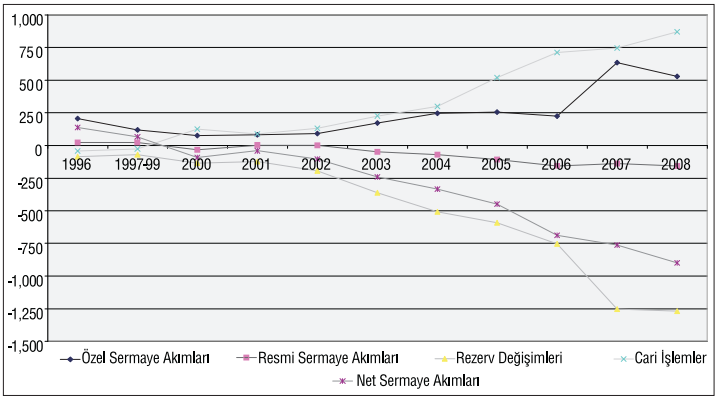
Şekil 1. Özel Sermaye Akımları (yükselen ve gelişmekte olan ülkeler) (milyar dolar)



Kaynak: IMF (2008a).

49 Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin, kapitalist üretimin Batı'dan Doğu'ya "kayması" sürecine o kadar da zarar vermediği görülmektedir. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımlar, küresel üretim kapasitesinin kısmen gelişmekte olan ülkelere aktarıldığını göstermektedir. Bu "kayma"nın önemli bir yönü de, Şekil 2'de görülen devasa cari işlem fazlalarıdır. Ancak, küresel sermaye birikiminin bu boyutunun analizi bu makalede ele alınmıyor.

Şekil 2. Net Küresel Sermaye Akımları (yükselen ve gelişmekte olan ülkeler) (milyar dolar)



Kaynak: IMF (2008a).

Ancak, Şekil 2'den görüldüğü üzere, uluslararası sermaye akımlarının en önemli yönü, uluslararası rezervlerdeki büyük artış olmuştur. Tipik olarak para politikası otoriteleri tarafından tutulan rezerv varlıklar, çeşitli türdeki mevduatlarla menkul kıymetlerden, altın, geri satın alma anlaşmaları ile türevlerden oluşur. Rezervlerin kaynakları, cari işlemler fazlalarından oluşan fonların yanı sıra özel sermaye akımlarıdır.

Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkeler, ülkeye gelen fonları üretken bir şekilde kullanmak yerine devasa döviz rezervleri oluşturmaya tahsis etmişlerdir. İki nedenden ötürü böyle bir strateji benimsenmiştir: Döviz kurlarında istikrarı sağlamak ve sermaye akımlarındaki ani tersine dönüşlere karşı bir savunma hattı oluşturmak.[50] Bu iki sorun, 1990'ların sonlarında yaşanan krizlerin belirgin özelliğidir. Gelişmekte olan ülkelerin bu stratejiyi takip etmelerinde kısmen IMF gibi uluslararası örgütler, kısmen de daha önceki krizlerin sancılı deneyimleri etkili olmuştur. Döviz rezervi

50 Gelişmekte olan ülkeler, özellikle de bazı Doğu Asya ülkeleri açısından döviz kurunun istikrarı aynı zamanda dış ticarette rekabet gücünün sürdürülmesiyle ilgilidir.

biriktirmenin gelişmekte olan ülkeler arasında, hatta fakirleştirilmiş Afrika'da bile ne kadar yaygın olduğu Tablo 4'ten görülebilir.

Tablo 4. Seçilmiş Ülkeler İçin Uluslararası Rezervler (milyar dolar)

	2000	2003	2006	2007
Gelişmekte Olan Asya Ülkeleri	320,7	669,7	1.489,1	2.108,4
Çin	168,9	409,2	1.069,5	1.531,4
Hindistan	38,4	99,5	171,3	256,8
Çin ve Hindistan Hariç	113,4	161,1	248,2	320,2
Rusya	24,8	73,8	296,2	445,3
Brezilya	31,5	49,1	85,6	180,1
Meksika	35,5	59,0	76,3	86,6
Afrika	54,0	90,2	221,3	282,7

Kaynak: IMF (2008a).

Büyük miktarlara ulaşan döviz rezervi birikimi, Şekil 2'den görüldüğü üzere net sermaye akımının eksiye dönmesine yol açmıştır.[51] Yabancı döviz rezervleri mecburen küresel finans piyasalarındaki en güvenli varlıklara yatırılır ve bu varlıklar gelişmiş ülkeler tarafından ihraç edilir. Döviz rezervlerinin ana dayanak noktası, dolara en güvenli şekilde erişme olanağı sağlayan ABD Hazine tahvil ve bonolarıdır. Kısacası, 2000'lerin başından bu yana gelişmekte olan ülkelere çok büyük miktarda özel sermaye yönelmiş olmasına rağmen net sermaye akımları eksi olmuştur. Bunun başlıca nedeni, uluslararası rezerv paranın esasen ABD tarafından yaratılmasıdır.[52]

Tablo 5'ten görüldüğü üzere, döviz rezervi biriktirme sürecine gelişmekte olan ülkelerin iç borçlarının büyük ölçüde artması eşlik

51 Net sermaye akımı, özel ve resmi sermaye akımlarının yanı sıra döviz rezervi değişimlerini de kapsar.

52 2006 sonu itibariyle uluslararası rezervlerin %65,3'ü ABD doları cinsindendir (IMF, Uluslararası Finansal İstatistikler).

etmiştir. Bunun başlıca nedeni, gelişmekte olan ülkelerin, yabancı sermaye girişlerinin enflasyonist etkisini gidermek için parasal sterilizasyona başvurmak zorunda olmalarıdır. Sterilizasyon, hazinenin ya da merkez bankasının, döviz fazlaları yüzünden yurtiçi likiditede (para arzında) meydana gelen artışları massetmek amacıyla kamu borçlanma kâğıtları ihraç etmesi uygulamasıdır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkeler, makro-iktisadi Ortodoksluğa özgü enflasyon hedeflemesi rejimi uyarınca sterilizasyona başvurmaya zorlandılar.[53] Başka bir deyişle, gelişmekte olan ülkeler yatırım yapmak için değil, enflasyon hedeflerini ıskalamalarına neden olabilecek para arzı artışlarından sakınmak için iç borçlanmayı artırdılar.

Tablo 5. Yerli tahvil ve bono stoklarındaki değişimler
(yıllık esasa indirgenmiş, milyar dolar)

	1995-99	2000-04	2005	2006
Latin Amerika	42,0	36,2	83,2	88,4
Asya (büyük ekonomiler)	90,1	161,4	202,6	218,4
Diğer Asya	20,8	22,2	23,6	26,3
Orta Avrupa	7,3	14,1	24,0	23,1
Diğer ülkeler	24,5	35,4	38,8	25,2
Toplam	184,7	269,3	372,2	381,4

Kaynak: BIS (2007).

Tekrarlamak gerekirse, rezerv biriktirme stratejisinin gelişmekte olan ülkeler üzerinde iki önemli etkisi olmuştur. İlk olarak, gelişmekte olan ülkelerden gelişmişlere doğru sermaye aktarımlarına (net kredilerin artıya dönmesine) yol açmıştır. İkinci olarak, ulusal kalkınmayı desteklemek yerine parasal sterilizasyon

53 Bkz. Papadatos (2009).

nedeniyle kamunun iç borcunun büyük ölçüde artmasına katkıda bulunmuştur.

4.3 Döviz rezervi biriktirmenin ABD üzerindeki etkisi

ABD doları günümüzde başlıca rezerv para (ya da yarı dünya parası) biçimi olduğu için uluslararası rezerv biriktirmenin ABD ekonomisi üzerinde önemli etkileri olmuştur.[54] Bu etkiye dair kanıtlar elde etmek için ABD Hazinesi Uluslararası Sermaye (TIC) sisteminde düzenlenen aylık anketlere bakılabilir. Bu anketin iyi bilinen bazı eksik ve çarpık yönleri vardır, ancak yine de yabancı yatırımcıların Amerikan menkul kıymetler piyasalarında oynadıkları rolün makul bir resmini sunar.[55] Yabancıların ellerinde bulunan uzun vadeli Amerikan kamu menkul kıymetleri Mart 2000'de 3,6 trilyon dolar düzeyindeyken, Haziran 2007'de 9,1 trilyon dolara yükselmiştir.[56] Tablo 6, Mart 2000'de %9,7 düzeyinde olan yabancıların toplam uzun vadeli Amerikan (kamu ve özel) menkul kıymetleri içindeki payının Haziran 2006'da %16,7'ye yükseldiğini göstermektedir. Bu oran Haziran 2007'de %18,8'e ulaşmıştır.

54 ABD ekonomisinin son yıllarda devasa cari işlem açıkları vermesi, küresel sermaye akımlarının yönünün açıklanması için de önem taşıyor. Ancak, bu kısımda küresel akımların ABD'ye etkisine odaklanacağız.

55 TIC'in zayıf noktaları, yabancı yatırımcıların ellerinde tuttukları ve işlem yaptıkları ABD devlet menkul kıymetleriyle ilgili olarak, Amerikan finans kurumları arasında anket düzenlemek suretiyle gerçekleştirdiği veri toplama yöntemlerinden kaynaklanır. Finans kurumlarının bildirimleriyle ilgili sorunların yanı sıra bu kurumların herhangi bir yasal yaptırıma tabi olmamaları anket sonuçlarını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle, yabancıların (esasen merkez bankalarının) ellerinde tuttukları ABD devlet menkul kıymetlerine ilişkin rakamlar muhtemelen olduğundan daha düşük hesaplanmaktadır (Frey ve Moec (2005)).

56 Bu menkul kıymetler, Amerikan Hazinesi'nin yanı sıra önde gelen Hükümet Destekli Kurumlar (HDK) arasında yer alan Federal Ulusal İpotek Birliği (Fannie Mae) ile Federal Konut Kredileri ve İpotek Kuruluşu (Freddie Mac) gibi devlet kurumları tarafından ihraç edilmektedir.

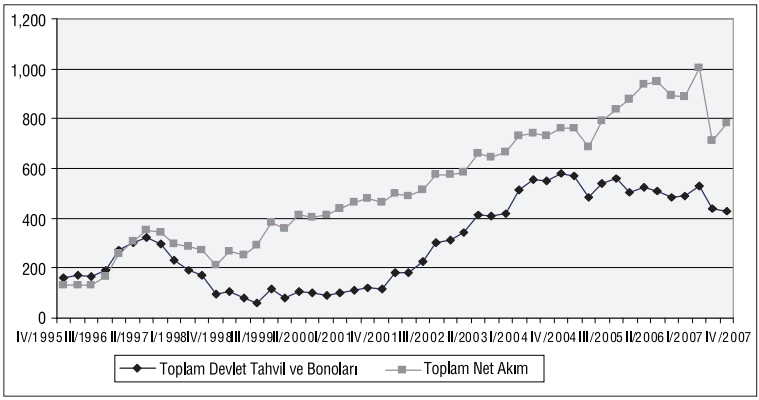
Tablo 6. Yabancıların elinde bulunan uzun vadeli Amerikan menkul kıymetleri (toplam menkul kıymetlerin %'si olarak)

	Mart 2000	Haziran 2006
Hisse senedi	6,9	10,2
ABD hazine tahvilleri	35,2	52
ABD devlet kurumu tahvilleri	7,3	16,8
Şirket tahvilleri ve diğer borçlanma senetleri	12,3	20,4
Toplam	9,7	16,7

Kaynak: ABD Hazinesi (2007).

Şekil 3, 1990'ların ortalarından 2007'ye gelinceye kadar yabancı sermaye akımları ile ABD kamu borcu arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu ikisi arasında 1990'ların sonlarında ve 2002-2005 döneminde özellikle yakın bir bağıntı vardır.

Şekil 3. Net Yabancı Sermaye Akımları – ABD (milyar dolar)

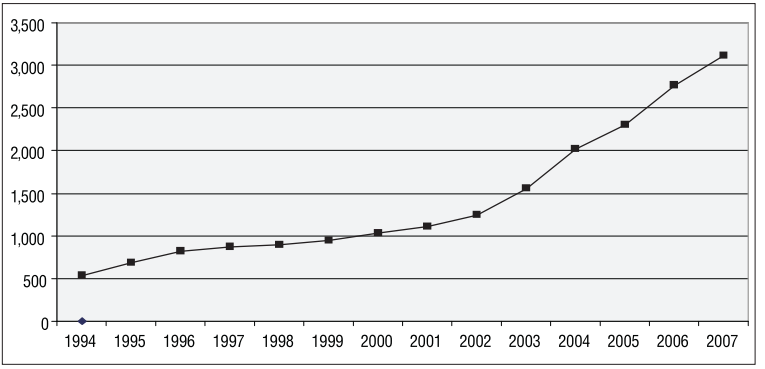


Kaynak: ABD Hazinesi (2008).

Amerikan kamu borcunun son yıllardaki başlıca yabancı sahipleri resmi kurumlar, yani ağırlıklı olarak merkez bankaları olmuştur. 2000-2007 döneminde, ABD'nin yabancıların elinde

bulunan toplam borcu içinde merkez bankalarının payı %18,3'ten %28,1'e yükselmiştir. Şekil 4, yabancı ülke merkez bankalarının ellerinde tuttukları Amerikan yükümlülüklerinde (bilhassa kamu borcunda) 2001'den sonra çok büyük artışlar olduğunu gösteriyor.

Şekil 4. Yabancıların Elinde Bulunan Amerikan Varlıkları – Merkez Bankaları



Kaynak: Thomson Datastream.

Verilere biraz daha yakından bakıldığında, vadesi henüz gelmemiş toplam ABD hazine menkul kıymetlerinin Mart 2000'de 2,5 trilyon dolarken Haziran 2007'ye gelindiğinde 3,5 trilyon dolara yükseldiği görülüyor. Aynı dönemde, yabancıların ellerinde bulunan kısım 0,9 trilyon dolardan 2 trilyon dolara yükseldi. Başlıca alıcılar olan merkez bankalarının payı 0,5 trilyon dolardan 1,45 trilyon dolara çıktı.[57] Bu dönemde, merkez bankalarının elinde bulunan ABD kurum tahvilleri de artış gösterdi. Kurum tahvillerinin toplam düzeyi 3,6 trilyon dolardan 6,1 trilyon dolara yükselirken, yabancı yatırımcılarla merkez bankalarının payları hızla artarak sırasıyla 300 milyar dolardan 1,3 trilyon dolara ve 90 milyar dolardan 750 milyar dolara çıktı.

57 Bu veriler için bkz. ABD Hazinesi (2008), s. 8-14.

Amerikan devlet kurumlarının borçlarının Amerikan konut piyasasıyla doğrudan doğruya ilgili olması nedeniyle yabancı ülke merkez bankalarının alımları 2001-06 konut balonu açısından önem taşıyordu.[58]

Uluslararası sermaye akımlarının Amerikan ekonomisi açısından taşıdığı önem, ana yolcu iktisadın da dikkatinden kaçmamıştır. Frey ve Moec'e göre, 2002'den bu yana "yabancıların net alımları, bu sefer resmi kesimin önderliğinde yeniden artmaya başlamıştır. Temelde bu eğilimin, Asya merkez bankalarının kendi ulusal paralarının döviz karşısında değer kazanmasını frenlemek gayesiyle döviz rezervlerini artırarak takviye etmelerinden kaynaklandığı söylenebilir".[59] ABD piyasalarında ödünç verilebilir fon arzının artmasının, uzun vadeli finansal varlıkların getirisini 2004 yazında %1 kadar azaltmış olduğu tahmin ediliyor.

Warnock ve Warnock (2005) da, yabancı yatırımların ABD'ye getirdikleri fonların, 2004 ve 2005 yıllarında uzun vadeli getirileri %1,5 kadar düşürmüş olduğunu tahmin ediyorlar. Roubini ve Setser (2005), esasen merkez bankası akımlarının sebep olduğu etkinin %2 düzeyinde olduğunu belirtiyorlar. Merkez bankalarının ellerindeki mevcutların Haziran 2007'ye kadar artmaya devam ettiğine dikkat ediniz. Bu nedenle, faiz oranlarını düşürücü etkisi konut balonu dönemi boyunca devam etmiş ve Amerikan

58 2007-2008 finansal krizi, iki büyük devlet kurumunun (Fannie Mae ve Freddie Mac) kısa vadeli finansman sağlama pratiklerini önemli ölçüde etkilemiştir. Temmuz 2008'de ABD hükümeti, kamu parasının kullanılacağı bir kurtarma planı hazırladı. Vergi mükelleflerinden toplanan paraların spekülatörleri kurtarmak için harcanacağı gerekçesiyle plana karşı haklı eleştiriler dile getirildi. Ancak, bunun alternatifi, bu kurumların tahvillerini ellerinde tutanların zarar etmesine izin vermek olacaktı. Tahvil sahipleri arasında gelişmekte olan ülkelerin yabancı yatırımcıları ve merkez bankaları da olduğu için buna izin verilmesi dünya parası olarak ABD dolarının rolünü doğrudan etkileyecekti. ABD'li yetkililerin bu seçeneği benimsememiş olmaları pek de şaşırtıcı olmasa gerek.

59 Frey ve Moec (2005), s. 21.

finans piyasalarının genel koşulları üzerinde önemli bir etki yapmıştır.[60]

Özetlemek gerekirse, başta Asya ülkeleri olmak üzere yabancı merkez bankaları, 2000'lerin başlarından itibaren uluslararası rezervlerini ağırlıklı olarak ABD kamu borcuna yatırmışlardır. Böyle davranarak ABD borcunun uzun vadeli getirilerinin düşmesine yardımcı olmuşlardır. Bu nedenle, Amerikan finans piyasalarında 2001-07 arasında hüküm süren patlama koşulları ile gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezervleri arasında doğrudan bir bağlantı vardır. Aynı şekilde, ABD konut balonu ile (esasen Doğu Asya olmak üzere) gelişmekte olan ülkelerin 2000'lerin başlarından itibaren oluşturdukları devasa tasarruflar arasında da doğrudan bir bağlantı vardır.

Son yıllarda üretim kapasitesinin dünya genelindeki dağılımında yapısal kaymalar olması, gelişmekte olan birçok ülkenin son dönemde ticaret fazlası vermesinin nedenlerinden biridir. Bu kayma, Doğu Asya'da ve gelişmekte olan dünyanın diğer yerlerinde emek sömürüsünün son derece ağırlaşmasına neden olmuştur. Sonuç, dünya ekonomisinin yoksul ülkelerinden başta ABD olmak üzere zengin ülkelere doğru net sermaye akımı olmasıdır. Nihayetinde devasa 2001-2007 balonunun ortaya çıkmasına yol açan bu akımlardan en çok faydalananlar arasında Amerikan finans piyasaları yer almaktadır.

Doların uluslararası rezerv para (yarı dünya parası) rolünü üstlenmesi nedeniyle sermaye akımları ABD'ye yönelmektedir. Üstelik, dolar yaratabilmesi ABD'nin bu dönem boyunca çok büyük ticaret açıkları vermesini mümkün kılmıştır. Özünde ABD, giderek artan ithalatını, hükümetin karşılığını dolarla ödeyeceği taahhüdüne dayanan kamu borçlanma kâğıtları ihraç ederek karşılamaktadır. ABD'nin ticaret açıkları, dünya ekonomisi için bir talep kaynağı olma işlevi üstlenerek küresel büyümenin sür-

60 Japonya'nın uluslararası rezervlerinin de yurtdışında tutulan ABD borcu üzerinde önemli bir etkisi olmuştur (Frey ve Moec [2005]). Ancak, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, Amerikan finans piyasaları için sermaye kaynağı olarak 2004'ün başlarından itibaren Japonya merkez bankasını geride bırakmışlardır (bkz. BOJ (2008)).

mesini de sağlamıştır. Truman (2005), ABD açıklarının 2000-04 döneminde küresel büyümeye yıllık en az %0,3'lük bir katkı yaptığını tahmin ediyor.

Dolayısıyla finansallaşma, ABD'nin muazzam ticaret açıkları vermesini mümkün kılarken, yoksulların zenginlere finansman sağlaması gibi garip bir duruma yol açmıştır. Eğilimlerin böylesine tuhaf bir biçim alması sonsuza kadar süremez. King'e (2006) göre, "ABD cari işlemler açığının ulusal gelirin %6'sını aşması, eninde sonunda yapılması gerekecek olan düzeltmenin nasıl gerçekleştirileceğiyle ilgili endişelere yol açıyor. Geçtiğimiz 20 yılın büyük bir kısmında, 1990'ların sonlarında patlak veren Asya krizinin de açıkça gösterdiği üzere, yükselen piyasa ülkelerinin aşırı dolar yükümlülükleri biriktirmelerinden endişe duyuyorduk. Şimdi ise bu ülkelerin aşırı dolar varlıkları biriktirmelerinden endişeleniyoruz. Sermaye, 'yukarıya' doğru, yoksul ülkelerden zenginlere doğru akıyor. Uluslararası sermaye piyasalarının görünmez eli, para ve döviz kuru politikalarını başarılı şekilde düzenleyememiştir". Tüketim ve sermaye akımları, muhtemelen küresel ölçekte yeniden düzenlenecektir. Belki de 2007-09 kriziyle bu süreç zaten başlamış olabilir.

5. DÖVİZ REZERVİ BİRİKTİRMENİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE GETİRDİĞİ MALİYETLER

Döviz rezervi biriktirme stratejisi, gelişmekte olan ülkelerde muazzam toplumsal ve iktisadi maliyetler doğurmuştur. Bu maliyetlerin önemini tam anlamıyla kavrayabilmek için ana yolcu yaklaşımın en uygun [*optimal*] uluslararası rezerv düzeyiyle ilgili görüşlerine kısaca da olsa değinmek gerekiyor. Üç gösterge kullanılıyor: Döviz rezervlerinin ithalata oranı, döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borca oranı ve döviz rezervlerinin para arzına (tipik olarak M2'ye) oranı.[61]

61 Hedef olarak kısa vadeli borcun seçilmesi konusunda bkz. Bussiere ve Mulder (1999), Garcia ve Souto (2004). Döviz kurları üzerindeki etkisi için bkz. Hviding ve diğerleri (2005).

İlk gösterge, ticaret dengesinde meydana gelebilecek beklenmedik olumsuzluklarla bağlantılı olarak döviz rezervlerine odaklanıyor. Bu nedenle ülkelerin, en az 3 aylık ithalatlarını karşılayacak kadar döviz rezervi tutmaları bekleniyor. Greenspan-Guidotti kuralı olarak bilinen ikinci gösterge, 1990'ların sonlarında yaşanan krizlere tepki olarak 2000'lerin başlarında ortaya atıldı ve kısa vadeli dış borcu dikkate alıyor. Buna göre ülkelerin, kısa vadeli dış borçlarının tamamını karşılamaya yetecek kadar döviz rezervi tutması bekleniyor. Üçüncü gösterge de 1990'larda yaşanan krizlere bir tepki olarak gündeme gelmiştir, ancak ikincisinden daha büyük miktarda döviz rezervi tutulmasını gerektiriyor. Ani sermaye çıkışları üzerinde duran bu göstergeye göre ülkeler, para arzının (M2'nin) en az %20'si kadar döviz rezervi tutmalılar.

Bu göstergelerin en büyüğü normal olarak üçüncüsüdür, ardından ikinci gösterge gelmektedir. Çünkü, finansal faaliyetlerdeki (varlık ve yükümlülüklerdeki) artışlar son yıllarda ticaretteki artışlardan çok daha fazla olmuştur. Üçüncü gösterge, en yüksek döviz rezervi düzeyini gerektirdiği için uluslararası finans sisteminin en çok tercih ettiği gösterge olmuştur. Bu gösterge, gelişmekte olan ülkelere gelen uluslararası sermaye için bir tür sigorta işlevi görüyor. Son yıllarda uluslararası rezerv düzeylerinin üçüncü göstergeden bile fazla olması dikkat çekicidir.

Rodrik (2006), bu arka plandan hareketle döviz rezervi biriktirmenin toplumsal maliyetini ölçen öncü bir çalışma yapmıştı. Rodrik maliyetin, yurtdışından kısa vadeli borçlanma faizi (çünkü ülkeler, en az kısa vadeli borçlarına eşit olacak kadar döviz rezervi tutarlar) ile uluslararası rezervlerin getirisi (çünkü bu rezervler yurtdışındaki varlıklara yatırılır) arasındaki farkla ölçülmesi gerektiğini öne sürmüştü. Elbette ilki diğerinden daha yüksektir. Rodrik, gelişmekte olan ülkelerin yıllık kaybının GSYİH'nin %1'ine yakın olduğunu tahmin ediyor –oldukça büyük bir tutar. Akyüz (2008) de döviz rezervlerinin maliyetiyle ilgili bir ölçü

sunar, ancak döviz rezervlerinin ticaretten değil de borçlanmadan kaynaklanması durumunda maliyet doğurduğundan hareket eder. Yine de, Akyüz'e göre tahmini yıllık maliyet 100 milyar dolara yakındır.

Rodrik (2006), gelişmekte olan ülkelerin 2000'lerin başından itibaren neden kısa vadeli dış yükümlülüklerini azalmaya çalışmadıkları sorusunu da gündeme getirir. Bunu yapmış olsaydılar, likidite kaybetmeleri gerekmeden döviz rezervi tutmanın maliyetini azaltabilirlerdi. Bu önemli bir sorudur ve cevabın ne olduğu açık değil. Kısa vadeli dış borcun artışı, gelişmekte olan ülke döviz kurlarının son yıllardaki değer kazanma eğilimiyle bağlantılı olabilir. Uluslararası sermaye akımlarının davranışını etkilemiş olan bu eğilim, gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli borçlarını azaltmalarını engellemiştir.

Daha açık bir şekilde ifade edecek olursak, gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun değer kazanması eğilimi kalıcı bir hâl aldığında yatırımcılar, yerli kamu ve özel sektör tahvilleri, hisse senetleri, gayrimenkuller ve diğer menkul kıymetler gibi yerli sermaye varlıklarına yatırım yapmak üzere uluslararası finans piyasalarından borçlanmaya başlarlar. Bu yatırımcıların, gerek finans kesimi kökenli gerekse finans dışı kesimden gelen yerli yatırımcılar olabileceği mutlaka dikkate alınmalıdır. Ülke parasının değer kazandığı varsayılırsa, bu yatırımcılar dış finansman yükümlülüklerini daha iyi koşullarla geri ödeyebilir ya da basitçe öteleyebilirler. Başka bir ifadeyle yatırımcılar, faiz oranları görece düşük olan zayıf para birimleri cinsinden varlıklarını satıp, ardından bu fonları daha yüksek faiz oranları getiren güçlü para birimi cinsinden varlıkları satın almak için kullanacaklardır. Uluslararası finansal yatırımcılar, "taşıma ticaret" [*carry trade*] denilen bu tür işlemlerden olağanüstü kârlar elde etmişlerdir.[62]

Finansallaşmanın mesafe katetmesiyle birlikte gelişmekte olan ülkelerin finansal varlıkları "taşıma ticaret"e elverişli hâle

62 IMF (2008a).

gelmiştir. Son yıllarda gelişmekte olan ekonomilerde faiz oranları genellikle gelişmiş ekonomilerden daha yüksek olurken, sabit yatırımların GSYİH'ye oranı düşmüştür. 5. kısımda gösterildiği üzere, gelişmekte olan ülkelerde finansal varlıkların GSYİH'ye oranı 1990'dan itibaren artmıştır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezervleri büyük bir hızla artarken, kısa vadeli dış borçları da önemli ölçüde yükselmiştir. Sonuç, uluslararası rezervlerin doğurduğu toplumsal maliyetlerden kısmen anlaşılabildiği üzere, gelişmekte olan ülkelerin finansal sömürüsünün şiddetlenmesi olmuştur.

6. SONUÇ

Finansal serbestleştirmenin temel bir yönü olduğu finansallaşma çağında, uluslararası sermaye akımları gelişmekte olan ülkeler açısından iki ayrı dönemde ele alınabilir. 1990'lara tekabül eden ilk dönemin ayırt edici özellikleri, sermaye akımlarının nihayetinde tersine dönmesi, cari işlem açıklarının ve finansal krizlerle döviz krizlerinin yaygınlaşması idi. Bu ilk dönemin aksine, 2000'lerde başlayan ikinci dönemin belirgin özelliği ise uluslararası rezerv birikimi olmuştur. Gelişmekte olan ülkeleri uluslararası sermaye akımlarında yaşanabilecek ani tersine dönüşlerden korumak amacıyla tutulan bu rezervler, aynı zamanda bu ülkelerin küresel finans piyasalarına daha etkin bir şekilde katılmalarına imkân tanır.

Bu makalede, farklı nedenlerle de olsa her iki dönemin de gelişmekte olan ülkelere çok büyük toplumsal ve iktisadi maliyetler getirdiğini ortaya koyduk. Finans ve döviz krizlerinin yıkıcı etkisi toplumsal maliyetler doğururken, borç alınan kaynaklara nazaran döviz rezervlerinden düşük getiriler elde edilmesi iktisadi maliyetlere yol açmıştır. Finansallaşma, 2000'lerin başlarından bu yana devasa yarı dünya parası rezervleri tutan gelişmekte olan ülkelerin, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkeler tarafından finansal açıdan sömürülmelerini kolaylaştırmıştır. 2007-09 krizi

hâlâ tüm şiddetiyle devam ederken, Amerikan finansal varlıklarının değer kaybetmesiyle birlikte yeni kayıplar ortaya çıkabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin, sonuçları son derece maliyetli olan döviz rezervi biriktirme politikası üzerinde daha güçlü bir toplumsal denetime sahip olmaları gerektiği açıktır. Dahası, serbest sermaye akımlarına iştirak edilmesi ülke içinde finansallaşmayı güçlendirerek, finans kurumlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki gücünü ve nüfuzunu artırmıştır. Bu eğilimlerin gelişme üzerindeki etkileri oldukça sorunludur. Yoksullukla boğuşan ve devasa toplumsal ihtiyaçları olan gelişmekte olan ülkelere bu tür politikaların dayatılmış olması büyük bir trajedidir.

KAYNAKLAR

Akyüz, Yılmaz. (2008) "Managing Financial Instability in Emerging Markets: a Keynesian Perspective", *METU Studies in Development* (yayınlanacak).

Akyüz, Yılmaz. (1992) "On Financial Openness in Developing Countries", UNCTAD Çalışma Metni Dizisi.

Arestis, Philip ve Murray Glickman. (2002) "Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan way", *Cambridge Journal Economics* 26.

Bank of Japan (BOJ). (2008) *Bank of Japan Statistics*, http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/index.htm.

Bernanke, Ben. (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Başkan Ben Bernanke'nin Sandridge konferansındaki konuşması, http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm.

BIS. (2007) "Financial stability and local currency bond markets", CGFS Papers no. 28.

BIS. (2007a) *Foreign Exchange and derivatives market activity in 2007: Triennial Central Bank Survey*. Basle: BIS.

Bussiere, Matthieu ve Mulder Christian. (1999) "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion", IMF Çalışma Metni no. 99/88.

Calvo, Guilhermo ve Carmen Reinhart. (2000) "Fear of Floating", NBER Çalışma Metni Dizisi no. 7993.

Chang, Ha-Joon, Hong-Jae Park ve Chul Gyeu Yoo. (1998) "Interpreting the Korean Crisis: financial liberalization, industrial policy, and corporate governance", *Cambridge Journal Economics* 22 (6).

Chang, Roberto ve Andres Velasco. (1999) "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and policy", NBER Çalışma Metni Dizisi no. 7272.

Chang, Roberto ve Andres Velasco. (1998) "The Asian Liquidity Crisis", Federal Reserve Atlanta Çalışma Metni no. 98-11.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti ve Nouriel Roubini. (1998) "Paper Tigers? A model of the Asian Crisis", NBER Çalışma Metni Dizisi no. 6783.

Dos Santos, Paulo. (2009) "On the Content and Contradictions of Financialised Commercial Banks", mimeo, SOAS.

Eichengreen, Barry, Michael Mussa, G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti ve A. Tweedie. (1999) "Liberalizing Capital Movements: some analytical issues", *IMF Economic Issues* (17).

Eichengreen, Barry, Michael Mussa, G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti ve A. Tweedie. (1998) "Capital Account Liberalisation: Theoretical and Practical Aspects", IMF Occasional Papers no. 172.

Frey, Laure ve Gilles Moëc. (2005) "US long-term yields and interventions by foreign central banks", *Banque de France Monthly Bulletin Digest* 137.

Garcia, Pablo ve Claudio Soto. (2004) "Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?", Şili Merkez Bankası Çalışma Metni no. 299.

Goodhart, Charles ve Michel Persaud. (2008) "The crash of 2007-08 has laid bare the poverty of the current regulatory philosophy", *Financial Times*, 31 Ocak 2008.

Gourinchas, Pierre ve Helene Rey. (2005) "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", NBER Çalışma Metni no. 11653.

Hviding, Ketil, Michael Nowak ve Luca A. Ricci. (2004) "Can Higher Reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility?", IMF Çalışma Metni no. 04/189.

IMF. (2008) *Global Financial Stability Report*. Washington: IMF.

IMF. (2008a) *World Economic Outlook*. Washington: IMF.

Itoh, Makoto. (2006) "Political Economy of Money, Credit and Finance in Contemporary Capitalism: Remarks on Lapavitsas and Dymski", *Historical Materialism* 14(1), s. 97-112.

Itoh, Makoto ve Costas Lapavitsas. (1999) *Political Economy of Money and Finance*. Londra: Macmillan.

King, Marvin. (2006) "Reform of the International Monetary Fund", İngiltere Merkez Bankası Başkanı Marvin King'in Indian Council for Research on International Economic Relations (ICRIER) konuşması, New Delhi.

Kregel, Jan. (1999) "Yes, 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia", Çalışma Metni Dizisi no. 234, The Jerome Levy Economics Institute.

Krugman, Paul. (1998) "What Happened to Asia?", MIT İktisat Bölümü, http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html.

Lapavitsas, Costas. (2009) "Financialised Capitalism: Instability and Financial Exploitation", mimeo, SOAS.

Lapavitsas, Costas. (2007) "Information and Trust as Social Aspects of Credit", *Economy and Society* 36 (3), s. 416-436.

Lapavitsas, Costas. (2006) "Relations of Power and Trust in Contemporary Finance", *Historical Materialism* 14 (1), s. 129-154.

Levine, Ross. (1996) "Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth", Claude E. Barfield (der.) *International Financial Markets: Harmonization versus Competition* içinde . Washington, D.C.: The AEI Press.

Marx, Karl. (1976) *Capital*, I. Cilt. Londra: Penguin [*Kapital*, çev. Alaattin Bilgi, Sol Yayınları, 1965].

Marx, Karl. (1972) *Capital*, III. Cilt. Londra: Lawrence & Wishart.

Mathieson, D.J. ve L. Rojas-Suárez. (1992) "Liberalisation of the Capital Account: experiences and issues", IMF Çalışma Metni no. 92/46.

Mckinnon, Ronald. (1991) *The Order of Economic Liberalisation: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: John Hopkins University Press.

Mckinnon, Ronald. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.: Brookings Institution.

McKinsey. (2008) *Mapping Global Capital Markets 4th Annual Report*. Mckinsey Global Institute.

Mishkin, Frederick. (1996) "Understanding Financial Crises: a developing country perspective", NBER Çalışma Metni Serisi no. 5.600.

Papadatos, Demophanes. (2009) "Central Banking in Contemporary Capitalism: Monetary Policy and its Limits", mimeo, SOAS.

Poiret, P. (2001) "New Horizons and Policy Challenges for Foreign Direct Investment in the 21st Century", OECD Global Forum on International Investment, Mexico City.

Rodrik, Dani. (2006) "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", *International Economic Journal* 20 (3), s. 253-266.

Rosdolsky, Roman. (1977) *The Making of Marx's 'Capital'*. Londra: Pluto Press.

Shaw, Edward. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

Taylor, Lance. (1998) "Capital markets crises: liberalisation, fixed exchange rates and market driven destabilisation", *Cambridge Economic Journal* 22, s. 663-676.

Thomson DataStream. SOAS kütüphanesinden erişim.

US Treasury. (2008) *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities*, http://www.treas.gov/tic/fpis.shtml.

Wade, Robert. (1998) "From 'miracle' to 'cronyism': explaining the great Asian slump", *Cambridge Economic Journal* 22, s. 693-706.

Warnock, Francis ve Veronica Warnock. (2005) "International capital flows and US interest rates", International Finance Discussion Papers no. 840.

Williamson, John and Molly, M. 1998, A Survey of Financial Liberalisation. Princeton Essays in International Finance no. 211, Princeton University.

FİNANSALLAŞMA DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNİN KÜRESEL BÜTÜNLEŞMESİ[1]

Nuray Ergüneş

1. GİRİŞ: FİNANSALLAŞMANIN YÖNLERİ

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. Öte yandan, finansallaşma başka bir dizi gelişmeyle de ilişkili olmuştur. Bu gelişmelerden biri devlet ve ekonomi arasındaki ilişkide yaşanan dönüşümdür. Merkez bankasının yeni rolü değişen bu ilişkinin bir göstergesi olmuştur. Finansallaşma sürecinde, merkez bankaları görünürde karar alma mekanizmalarından bağımsızlaşmışlardır. Merkez bankalarının önemi arttığı gibi, temel hedef-

1 Çalışma, Research Money and Finance (RMF), Discussion Paper, no 8'in Türkçe çevirisi olup çeviri bana aittir. Çalışmanın gerçekleştirilmesindeki katkılarından ve yorumlarından dolayı Costas Lapavitsas'a ve RMF grubunun her bir üyesine teşekkür ederim.

leri de fiyat istikrarının sağlanmasına indirgenmiştir. Enflasyon hedeflemesi politikası dünya çapında temel para politikası hâline dönüşmüştür.

Finansallaşma ayrıca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkiyi de dönüşüme uğratmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik aşırı sermaye hareketi bu ülkeleri uluslararası rezerv birikimine zorlamış, bu olgu ise ABD cari işlemler açığının finanse edilmesine hizmet etmiştir. Bu süreçten en fazla yarar sağlayan ise uluslararası ödemeler aracının ihraççısı olarak ABD olmuştur. Bunun sonucu ise dünya ekonomisinde yoksulun zengine borç vermesi olmuştur.[2] Harvey'in tanımıyla bu durumu hegemonyasız hâkimiyet olarak nitelendirmek mümkündür.[3]

Finansallaşma ayrıca finansal sektörün kuralsızlaştırılması, yeni finansal araçların yaygınlaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve döviz piyasalarında istikrarsızlığın artması olgularını da içermektedir. Piyasa temelli finansal sistemlere geçiş, finansal piyasalarda ana oyuncular olarak kurumsal yatırımcıların ortaya çıkışı, hissedar değeri yoluyla kurumsal yönetişimin, hem finansal hem de finansal olmayan şirketlerde, baskınlığına doğru bir değişim yaşanan gelişmeler arasındadır[4]

Finansallaşmaya paralel olarak, finansallaşma literatürü de hızla gelişmiştir. Finansallaşma bilim insanları arasında farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Epstein'a göre finansallaşma, "ulusal ve uluslararası ekonomilerin işlemlerinde finansal saiklerin, finansal aktörlerin, finansal piyasaların artan rolü" anlamına gelmektedir.[5]

Aglietta ve Bretton (2001), birikim rejimini biçimlendirdiğini düşündükleri yeni finansal sistemin baskın gücü olarak hisse senedi piyasalarına odaklanmaktadır. Düzenlemeciler için ise, finansal serbestleştirme birikim rejimindeki değişimin en önemli kurumsal faktörü olmuştur.

2 Lapavitsas (2008).

3 Harvey (2007), s. 69.

4 Stockhammer (2007), s. 2.

5 Epstein (2005), s. 3.

Stockhammer (2004), Crotty (2005), Skott ve Ryoo (2008) çoğunlukla finansallaşmanın makro ekonomik sonuçları üzerine odaklanmakta ve bu terimi finansal piyasalarla finansal olmayan piyasalar arasındaki ilişkide yaşanan dönüşümü tanımlamakta kullanmaktadırlar. Froud, Haslam, Johal ve Williams (2001) gibi yazarlar ise finansallaşmayı mikro düzeyde analiz etmektedirler. Bu yazarlar kupon kapitalizmi [*coupon pool capitalism*] kavramı etrafında geliştirdikleri analizlerinde finansal piyasaların şirketler ve bireylerin davranışlarında yarattığı etkiyi incelemektedirler.

Bununla birlikte Arrighi (2003), Harvey (2007) ve Lapavitsas (2008) eleştirel çalışmalarında finansallaşmanın kökenini sermaye birikim sürecinde aramakta, kapitalizmin aşırı birikim krizinin altını çizmektedirler. Ancak, konuya farklı bir perspektifle yaklaşan Lapavitsas, yeni bir olgu olarak finansın sömürücü yönlerini ve finansal sistemin geçirdiği dönüşüme işaret etmekte, özel olarak ise günümüz kapitalizminde aracı kurum olan bankalara ve onların değişen rollerine odaklanmaktadır.

Gelişmiş ülkelere içsel bir süreç olarak ortaya çıkmış olan finansallaşma, gelişmekte olan ülkeleri de içererek küresel bir sürece dönüşmüştür. Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından, finansallaşmanın etkilerini yoğun bir şekilde yaşamışlardır. Bu ise, doğrudan yabancı sermaye ve portföy hisse senedi yatırımları biçiminde tezahür eden olağanüstü boyutlardaki sermaye girişleri biçiminde olmuştur. Gelişmiş ülkelerden kaynaklanan, kârlı pazar arayışındaki aşırı miktardaki uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir. Gelişmekte olan ülkelere özel sermaye girişleri 2000'de 74,8 milyar dolar iken bu rakam 2007'de 605 milyar dolara yükselmiştir.[6]

Öngörülemezlik ve istikrarsızlığa yol açan bu sermaye hareketleri, kaçınılmaz bir şekilde finansal krizlerle sonuçlanmıştır.

6 IMF (2008).

Son yirmi yıl, gelişmekte olan ülkelere yoğun krizler getirmiştir. Farklı dinamiklere sahip olmakla birlikte bunlardan en fazla dikkat çekenler 1994-95 Meksika, 1997-98 Doğu Asya, 1999 Rusya, 1999 Brezilya, 2000-01 Türkiye ve 2001-02 Arjantin krizleri olmuştur.

Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yol açtığı istikrarsızlık ve kırılganlığa rağmen, sermaye birikimlerini desteklemek için bu sermaye hareketlerinden yararlanmaya devam etmişlerdir. Aynı zamanda, sermaye hareketlerinin yol açtığı belirsizlik ve kırılganlıktan kaçınabilmek amacıyla da makro-ekonomik politikalarını değiştirmişlerdir.

Benimsenen temel politika ise, çoğunlukla ABD doları olmak üzere, yüksek düzeyde rezerv birikimi olmuştur. Yabancı döviz rezervi birikimi, ülke parasının değerini stabilize etme ve ülkeyi ani sermaye çıkışlarına karşı koruma amacı taşımaktadır. 1995'te 1,2 trilyon dolar olan dünya rezervleri, Eylül 2005'te 4 trilyon dolardan daha fazladır.[7] Aynı şekilde, gelişmekte olan ülkelere artan sermaye girişleri kaçınılmaz olarak para politikası yaklaşımını da değişikliğe uğratmıştır. Özellikle 1990'ların sonlarından itibaren bu ülkelerin temel politika seçenekleri, daraltıcı para politikaları olmuştur.

İlk kez Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesi, farklı ülkeler tarafından da uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi esas olarak ücretler, döviz kuru, nominal GSYİH gibi açık bir nominal çapanın, mali baskınlığın olmaması, fiyat istikrarına kurumsal bağlılık, politika araçlarında bağımsızlık, şeffaflık, hesap verebilirlik olmak üzere beş bileşenden oluşmaktadır.[8]

Enflasyon hedeflemesinin, yabancı sermayeyi çekmeye çalışan gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri için de önemli etkileri olmuştur. Kısaca özetlemek gerekirse, enflasyon hedeflemesi ülke

7 European Central Bank International Relations Committee (2006), s. 7.

8 Rose (2007), Mishkin (2002), Petturson (2000).

hükümetlerini bir dizi daraltıcı para ve maliye politikası uygulamaya itmiştir. Bu politikalar, denk bütçe, mali harcamaların azaltılması ve yüksek faiz oranlarına bağlılığı içermektedir. Böylece, kısa dönem faiz oranları gibi dolaylı piyasa temelli araçlar para politikasının gözde araçlarına dönüşmüştür.[9]

Yabancı sermayeyi ülke içerisine çekmek için araç olan yüksek reel faiz oranlarına bağlılık kritik bir unsur olmuştur. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi programı uygulanmasının temel nedeninin, aşırı rezerv biriktirirken, sermaye hareketlerinin düzenlemesi, bir başka deyişle de ülke içerisine çekilmesi olduğu ileri sürülebilir.

Öte yandan, enflasyon hedeflemesi, sermaye hareketlerinin düzenlenmesindeki rolünün yanı sıra ücretleri düşürmede de bir mekanizma gibi hizmet ederek gelişmekte olan ülkelerin küresel çapta rekabet edebilmesine ve birikimlerini arttırabilmesine imkân sağlamıştır. Bu ise kuralsızlaştırılmış emek piyasası, emeği koruyan yasaların esnekleştirilmesi, aktif emek piyasaları, ücret artışlarının fiyat düzeyine endekslenmesine dayanan enflasyonist olmayan büyüme politikasının özgül bileşenlerinden biridir.[10]

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerin üretken sektörleri üzerinde önemli etkileri olmuştur. Böylece enflasyon hedeflemesi, finansallaşma döneminde, gelişmekte olan ülkelerin sermaye birikim sürecinde kritik bir öneme sahip olmuştur[11].

Bu çalışma Türkiye'yi örnek bir ülke olarak alarak, enflasyon hedeflemesinin ülke ekonomisinin bütünü üzerinde yarattığı sonuçları incelemektedir. Çalışmada geliştirilmeye çalışılan yaklaşım ise sıkça ileri sürülenin aksine, enflasyon hedeflemesinin sadece finansın yararına bir politika olmadığıdır. Enflasyon

9 Epstein ve Yeldan (2006).

10 Montgomerie (2008), s. 10.

11 Gelişmekte olan ülkelerden enflasyon hedeflemesini uygulayanlar İsrail, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Güney Afrika, Tayland, Kore, Meksika, Macaristan, Peru, Filipinler, Slovakya, Endonezya, Romanya ve Türkiye'dir.

hedeflemesi aynı zamanda Türkiye ekonomisinin uluslararası sermaye ile bütünleşme sürecinde sermaye birikiminin gerekliliklerı doğrultusunda uygulanan bir politika olmuştur. Çalışma, Türkiye'nin, finansallaşma döneminde, 1980'lerde başlamış olup 2000'lerde en yüksek düzeyine ulaşmış olan küresel ekonomiye bütünleşme sürecinin diğer orta gelir düzeyindeki gelişmekte olan ülkelerle paralel olduğunu ortaya koymaktadır.

2000-01 krizinin ardından, enflasyon hedeflemesi programını ve yapısal reformları hayata geçiren Türkiye hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. Ancak, bu büyüme istikrarsız olmuş ve ekonomide kırılganlığı arttırmıştır. Türkiye, 2007'de başlayan ve bugün etkilerini hâlâ yaşamakta olduğumuz küresel krizde en riskli ülkeler arasında bulunmaktadır.

Çalışma şu şekilde ilerlemektedir. İkinci bölümde enflasyon hedeflemesi uygulaması ve ekonomi üzerinde yarattığı sonuçlar incelenmektedir. Üç, dört ve beşinci bölümlerde Türkiye'nin küresel bütünleşme sürecinde sermaye birikiminin dinamiklerini açığa çıkarabilmek amacıyla makroekonomik göstergelere yer verilmektedir. Bölüm yedi, sekiz ve dokuzda, bu süreç boyunca reel sektörün finansmanında, bankacılık sektörünün yapısı ve faaliyetlerinde yaşanan değişim ve bireylerin borçluluğu konuları incelenmektedir. Bu bölümler bize, ekonominin temel aktörlerinin, yani reel, finans sektörü ve bireylerin finansallaşma sürecinden nasıl etkilendiğinin kanıtlarını da sunmaktadır. Bunlar ise günümüzde gelişmekte olan ülkelerde reel sektör ve finansal sektör arasındaki bütünleşmenin yeni biçimini tartışmaya da bir pencere aralamaktadır.

2. PARA POLİTİKASINDA DEĞİŞİM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Türkiye, birçok gelişmekte olan ülkeyle benzer şekilde, 1989 sermaye hareketlerinin tam serbestleştirilmesi süreci sonrası önemli finansal krizler yaşamıştır. Ekonomiyi istikrara kavuştur-

mayı amaçlayan ve IMF denetiminde oluşturulan makroekonomik programların ana konusunu ise enflasyonla mücadele oluşturmuştur. Aralık 1999'da uygulamaya konulan Dezenflasyon Programı böyledir. Tarım reformu, emeklilik reformu, vergi politikasının idaresini içeren, mali düzenlemeler ve yapısal reformlarla desteklenmiş döviz kuru temelli bir program olan Dezenflasyon Programı'nın temel amacı kamu harcamalarını azaltma, kamu gelirlerini arttırma ve aynı zamanda kamudaki ücretleri tahmin edilen enflasyon oranlarına endeksleme yoluyla faiz dışı fazlanın arttırılmasıdır.[12]

Yukarıda da belirtildiği gibi 1990'ların sonlarından itibaren enflasyonla mücadelede uygulanan makroekonomi politikaların temelini oluşturmuştur. İzleyen satırlarda ayrıntılı açıklanacağı üzere Dezenflasyon Programı ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) bu temel üzerine oluşturulmuştur.

Dezenflasyon Programı hükümet tarafından 1999 yılında uygulamaya konulan üç yıllık bir programdır. Tarım reformu, emeklilik reformu, vergi politikasının idaresini içeren, mali düzenlemeler ve yapısal reformlarla desteklenmiş döviz kuru temelli bir program olan dezenflasyon programının temel amacı; kamu harcamalarını azaltma, kamu gelirlerini arttırma ve aynı zamanda kamudaki ücretleri tahmin edilen enflasyon oranlarına endeksleme yoluyla faiz dışı fazlanın arttırılmasıdır.[13]

Dezenflasyon Programı başlangıçta başarılı olarak görülmesine rağmen 2000 ve 2001'de yaşanan iki krizin ardından çözülerek sürdürülemez hâle gelmiştir.[14] Şubat 2001'de bu programın terk edilmesinin ardından Mayıs 2001'de hükümet güven krizini ve finansal istikrarsızlığı ortadan kaldırmak amacıyla yeni bir ekonomik programı, GEGP'yi uygulamaya koymuştur. Enflasyonla mücadeleyi esas alan GEGP, Türkiye'nin küresel bütünleşmesine yönelik

12 Kibritçioğlu (2005).

13 Kibritçioğlu (2005).

14 Akyüz ve Boratav (2005).

yapısal reformları içermekte olup bu anlamda Türkiye ekonomisi açısından özel bir anlam taşımıştır. Bu yapısal reformlar bankacılık, kamu ve özel sektör olmak üzere üç yapısal bloğa dayanmaktadır. Bankacılık sektörüne yönelik olan ilk yapısal blok, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması amacıyla hem kamu bankalarının hem de Tasarruf ve Mevduat Sigortası Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların finansal açıdan yeniden yapılandırılmasını, özel bankaların güçlendirilmesini ve bankacılık düzenleme ve denetleme sisteminin geliştirilmesini içermektedir. Kamuda yönetişime yönelik olan ikinci yapısal blok, kamu idaresi reformu ve kamu harcamaları yönetimine ilişkin reformları, özel sektörün geliştirilmesine yönelik olan üçüncü yapısal blok ise özelleştirme, kurumsal yönetişim, yabancı sermayenin teşviki ve yatırımları canlandırmak amacıyla kamu idaresinde yapılacak reformları içermektedir.

Yukarıda da değinildiği gibi enflasyonla mücadeleye odaklı para politikası GEGP'nin merkezi unsuru olarak kalmış, programın para politikasına yönelik temel unsurlarını ise bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, Merkez Bankası Kanunu'nun değiştirilmesi ve enflasyon hedeflemesi oluşturmuştur.[15] Türkiye'de enflasyon hedeflemesi programı örtük olarak 2000-01 krizinin ardından 2002'de uygulamaya konulmuş, açık enflasyon hedeflemesine ise 2006'da geçilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi programının ardından ekonomide hızlı bir büyüme gerçekleşmiş, büyüme oranı yüzde yedi düzeylerinde olmuştur. Ekonomideki hızlı büyümeye rağmen bu büyüme istihdam yaratmamış, işsizlik oranı hızla yükselmiştir. Bu durum literatürde istihdam yaratamayan büyüme olarak nitelendirilmektedir.[16]

Bu süreçte ülke içine yoğun bir sermaye girişi yaşanmıştır. Yüksek düzeydeki faiz oranları yabancı sermayeyi ülke içerisine çekmiş, bunun sonucunda döviz miktarının artması Türk lirasının

15 Nisan 2001'de Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikle MB'nin temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenmiştir.

16 Yeldan (2006).

aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Düşük döviz kuru ise ithalatta önemli düzeyde bir artışa yol açmıştır. 2000'de %20,5, 2002'de %22,4 olan ithalatın GSYİH'ye oranı 2007'de %25,9'a ulaşmıştır. Ancak paradoksal bir biçimde, ithalatta yaşanan artıştan daha düşük düzeyde olmakla birlikte, ihracatta da artış söz konusu olmuştur. 2000'de %10,5, 2002'de %15,6 olan ihracatın GSYİH'ye oranı 2007'de %16,3 olarak gerçekleşmiştir. TL'nin aşırı değerlenmesinin sonucu olarak ithalatta yaşanan artış kaçınılmaz bir şekilde büyük oranlarda cari işlemler açığını da beraberinde getirmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde Türkiye'nin de uluslararası rezervleri artmıştır. Merkez Bankası bu rezervleri yine gelişmekte olan diğer ülkelere benzer şekilde çoğunlukla ABD hazine bonolarına yatırmıştır.

Türkiye'nin rezerv birikiminin, Greenspan-Guidotti rezerv yeterlilik kuralı olarak da adlandırılan rezervlerin kısa dönem dış borçlara oranına göre değerlendirildiğinde oldukça yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Türkiye'nin 2007 yılı için rezervlerinin kısa dönem dış borcuna oranı 1,81 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aydoğuş ve Türkler'in (2006) hesaplamalarına göre rezervlerin ülke ekonomisine maliyeti ise GSYİH'nin yaklaşık %1'i oranında olmuştur.

Böylece, Türkiye ekonomisindeki son dönem eğilimler istihdamı arttırmayan hızlı büyüme, ithalat ve ihracatta artış, yüksek düzeyde cari açık, sermaye hesabı fazlası, yüksek düzeyde rezerv birikimi ve artan dış borçlar olmuştur. Türkiye ekonomisi, tarihinde yaşadığı en ağır krizlerden biri olan 2000-01 krizinin ardından bu büyüme eğilimini nasıl yakalamıştır? Türkiye ekonomisi ani sermaye hareketlerini nasıl yönetebilmiştir ve finansallaşma ülkeyi nasıl etkilemiştir?[17]

Tablo 1'de ekonominin performansı makro-ekonomik göstergeler üzerinden sunulmaktadır. Bu ise küresel bütünleşme süre-

17 2000-01 krizinin ardından GSMH %9,5 gerilemiş, kamu borçları GSYİH'nin %40'ı oranında artış göstermiştir. İlk altı ayda TL %30 değer kaybederken, enflasyon %70'e yükselmiştir (Taymaz ve Yılmaz (2008), s. 6).

cinde sermaye birikim rejiminin dinamiklerini ve gerekliliklerini ortaya koymaktadır. İzleyen bölümde, bu veriler ışığında yukarıda yer verdiğimiz soruların cevapları aranacak, ilk olarak ise üretimin yapısında gerçekleşen dönüşüm ve ihracatla ithalatın durumu analiz edilecektir.

Tablo 1. Seçilmiş Temel Makro-ekonomik Göstergeler

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSYİH Oranı (%)	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6
İhracat (fob)/GSYİH (%)	10,5	15,9	15,6	15,5	16,2	15,2	16,2	16,3
İthalat (cif)/GSYİH (%)	20,5	21,0	22,4	22,8	25,0	24,2	26,5	25,9
Cari İşlemler/GSYİH (%)	-3,7	1,9	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,1	-5,7
İşsizlik Oranı (%)	6,5	8,4	10,3	10,5	10,3	10,3	9,9	9,9
Enflasyon Oranı - TÜFE (2003=100) (%)	39,0	68,5	29,7	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4
Reel Kur Endeksi (1987=100)	140,35	152,04	123,05	137,75	151,74	162,08	179,57	198,96
Dış Borç/GSYİH (%)	44,7	57,8	56,2	47,3	41,2	35,1	39,5	36,1
Uzun Dönem/GSYİH (%)	34,0	49,4	49,1	39,8	33,0	27,4	31,4	30,0
Kısa Dönem/GSYİH (%)	10,7	8,4	7,1	7,5	8,2	7,8	8,0	6,1
MB Rezervleri (milyon dolar)	22.172	18.787	26.807	33.616	36.009	50.518	60.912	73.317
MB Rezervleri/Kısa Dönem Borç	0,78	1,14	1,63	1,46	1,12	1,36	1,44	1,81
MB Rezervleri/GSYİH (%)	8,4	9,5	11,6	11,0	9,2	10,5	11,5	11,1

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı; Devlet Planlama Teşkilatı; Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (2007), s. 11-12 verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

3. ÜRETİMİN YAPISINDA DÖNÜŞÜM

3.1. İhracatın Performansında Değişim

Türk lirasının aşırı değerlenmesinin Türkiye ihracatının temel kalemi olan imalat sanayinin ihracat performansındaki olumsuz etkisine rağmen ihracat performansı belirli düzeyde kalmayı başarmış, 2000'de toplam ihracatın GSYİH'ye oranı %10,5 iken, bu oran 2007'de yüzde 16,3'e yükselmiştir.

İhracat içerisinde en güçlü performans elektrikli makine ve cihazlar, motorlu taşıtlar, haberleşme araçları, radyo ve televizyonu içeren yatırım mallarında gerçekleşmiştir. 2003-07 döneminde yatırım malları yıllık ihracat artışı %31,8'dir. Yatırım malları üreten grubun toplam ihracat içindeki payında da sürekli bir artış söz konusu olmuştur. Yatırım malları üreten sektörlerin toplam ihracat içindeki payı 1996'da %15,5 iken bu oran 2001'de %25,8'e, 2007'de %36,7'e yükselmiştir.

Bu dönemde tarım ve madencilik ürünleri ihracatı çok sınırlı bir artış gösterirken, ihracat içinde en ilginç rakamlar 1980'lerin başında uygulamaya başlanan dışa yönelik birikim stratejisinde büyümenin motoru olacağı kabul edilen tüketim mallarına ait olmuştur. Tekstil, hazır giyim, yiyecek gibi geleneksel ihracat mallarını içeren tüketim malları ihracatı genel ihracat artışının gerisinde kalarak önemini kaybetmiştir. 1996-99 döneminde toplam ihracat içindeki payları %49,7 iken, 2003-07 döneminde bu oran %33,5'e düşmüştür. Türkiye ihracatı içerisinde, son yıllarda, tüketim mallarından yatırım mallarına doğru bir dönüşüm gerçekleşmiştir. Bir başka deyişle ihracatta, görece kalifiye olmayan emek yoğun sektörlerden yüksek düzeyde kalifiye emek gerektiren teknoloji yoğun sektörlere doğru bir dönüşüm yaşanmıştır.[18]

18 Aysan ve Hacıhasanoğlu (2007).

Tablo 2. İhracat Yapısı, 2000-07 (milyon dolar)

Yıllar	Toplam İhracat	Tarım Ürünleri	Madencilik Ürünleri	İmalat Sanayi Ürünleri				Diğer
				Toplam	Tüketim Malları	Ara Malları	Yatırım Malları	
2000	25.775	1.684	400	25.518	12.810	6.118	6.589	173
2001	31.334	2.006	349	28.826	13.369	7.384	8.073	153
2002	36.059	1.806	387	33.702	15.287	8.512	9.902	165
2003	47.253	2.201	469	44.378	19.335	10.609	14.434	204
2004	63.167	2.645	649	59.579	22.865	15.756	20.959	294
2005	73.476	3.468	810	68.813	25.669	18.312	24.833	384
2006	85.535	3.611	1.146	80.246	26.754	23.076	30.416	531
2007	107.154	3.882	1.661	100.966	31.604	30.041	39.320	645

Kaynak: Yükseler ve Türkan (2008), s. 25.

3.2. İthalatın Hacminde ve Bileşeninde Yaşanan Değişim

2000-01 krizi sonrası sürece damgasını vuran ithalatta yaşanan artış olmuştur. İthalatın yıllık ortalama artışı 1997-2002 döneminde %2,8 iken bu oran 2003-07 döneminde %27'ye yükselmiştir. İthalatın GSYİH'ye oranı 2000'de %20,5 iken, 2007'de %25,9 olarak gerçekleşmiş; ithalatta yaşanan artışın sonucu olarak Türkiye'nin cari açığı hızla yükselmiş, 2000'de 26,7 milyar dolar iken, 2008'de 65 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 3. İthalat Yapısı, 2000-07 (cif-milyon dolar)

Yıllar	Toplam İthalat	Tarım Ürünleri	Madencilik Ürünleri		İmalat Sanayi Ürünleri				Diğer
			Toplam	Petrol & Doğal Gaz	Toplam	Tüketim Malları	Ara Malları	Yatırım Malları	
2000	54.503	2.125	7.097	6.196	44.198	4.237	17.280	22.681	1.083
2001	41.399	1.410	6.577	6.076	32.686	3.839	14.434	14.413	726
2002	51.554	1.704	7.192	6.193	41.383	5.359	18.405	17.619	1.275
2003	69.340	2.538	9.021	7.766	55.690	6.633	25.133	23.923	2.092
2004	97.540	2.765	10.981	9.366	80.447	8.232	35.067	37.148	3.346
2005	116.774	2.826	16.321	14.140	94.208	9.087	42.818	42.303	3.419
2006	139.576	2.935	22.034	19.220	110.379	10.617	51.713	48.049	4.228
2007	169.987	4.671	25.311	21.782	133.879	13.061	65.138	55.680	6.126

Kaynak: Yükseler ve Türkan (2008), s. 35.

Toplam ithalat içerisinde tüketim malları ithalatının oranı, ihracattaki duruma benzer şekilde dikkat çekici bir şekilde gerilemiştir. Toplam ithalat içerisinde tüketim mallarının payı 1996-99 döneminde %10,1 iken, 2003-07 döneminde %8 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte ara malı ve yatırım malı ithalatının oranı ise artmıştır. Toplam ithalat içerisinde ara mallarının payı 1996-99 döneminde %30 iken, bu oran 2003-07 döneminde %37,1'e yükselmiştir.[19] Bu artışta, yüksek performansa sahip ihracat sektörlerinde ithal ara malları kullanımı temel etken olmuştur.

Bunun yanı sıra bölgesel ticaret de ithalat artışına katkıda bulunmuştur. Asya bölgesinin ucuz işgücüne dayanan küresel rekabetçi fiyatları Türkiye'nin bu bölgeden ithalatını arttırmıştır. Türkiye'nin ihracatı ise Gümrük Birliği Anlaşması sonrası Türkiye için güçlü bir pazar olan Avrupa'ya yönelik ol-

19 Yükseler ve Türkan (2008), s. 38.

muştur. Bu ticaret genellikle "Asya'dan al, Avrupa'ya sat" olarak nitelendirilmektedir.[20]

Öte yandan, bu süreçte, Türkiye rekabet gücünü ucuz işgücüne dayandırmış; reel sektör, yoğun rekabet baskısının ve Türk lirasının değerlenmesinin neden olduğu rekabet kaybını istihdamı sınırlandırmak ve ücretleri düşük tutmak yoluyla telafi etmeye çalışmıştır.

Türkiye'nin ihracat ve ithalat kalemleri aynı mal grubudur. Ticaretin aldığı bu biçim, Türkiye'nin, ithal edilen ara malların ihraç edilen nihai mallarda kullanılması aracılığıyla uluslararası piyasalarla yüksek düzeyde gerçekleşen bütünleşmenin, bir başka ifadeyle de uluslararası üretim zincirleriyle iç içe geçmiş üretim yapısının önemli bir göstergesidir. Aşırı değerli Lira bu süreçte önemli bir rol oynamıştır. Bir taraftan üretim performansı üzerinde baskı oluşturarak reel sektörü ücretleri düşürüp verimliliği arttırmaya zorlarken, diğer taraftan ise ithalat üzerinde artan bir satın alma gücü yaratmıştır. Bu ise üretim sürecinde ithal ara malların ve yatırım mallarının yoğun bir şekilde kullanımına yol açmıştır.[21]

3.3. Dönüşen Üretim

İthalat ve ihracatta yaşanan gelişmelerden de görülebileceği gibi üretim yapısı 2000-01 krizi sonrası yapısal bir dönüşüm geçirmiştir. Bu dönüşümde, Gümrük Birliği süreci, tarımsal desteğin kaldırılması, finansal sistemin yeniden yapılandırılması, kırdan kente göçün artması etkili olmuştur.

20 2006 yılı itibariyle, ihracatın en fazla olduğu ülkelerin başında Almanya, İspanya, İngiltere, İtalya, Fransa, Hollanda, Romanya, Rusya, Birleşik Arap Emirlikleri, ABD gelmektedir. Bkz. Aydın ve diğerleri (2007), s. 26.

21 Narin (2008b), s. 48.

Tablo 4. Sanayi Üretimi (Yıllık Ortalama % Artış) ve Teknoloji Yoğunluğu

Teknoloji Sınıfı			Düşük			Yüksek-Orta	Orta	Yüksek		
Yıllar	Toplam Sanayi	İmalat Sanayi	Gıda, İçki, Tütün	Tekstil Ürünleri	Giyim Eşyası	Kimya Ürünleri	Ana Metal Sanayi	Motorlu Taşıtlar	Metal Ürünleri	Elektrikli Makine Cihazları
2002	9,5	10,9	2,8	12,5	3,3	14,2	10,0	27,1	0,6	11,5
2003	8,7	9,3	7,7	2,1	1,8	8,8	11,9	47,7	3,2	2,8
2004	9,8	10,4	-0,5	-1,5	3,5	16,1	11,6	53,3	9,4	-4,6
2005	5,3	4,7	6,0	-11,8	-12,6	5,5	3,4	9,6	31,6	16,7
2006	5,8	5,5	6,0	-1,0	-4,8	6,3	10,7	9,7	18,9	20,4
2007	5,2	4,4	2,9	2,5	2,3	8,1	10,9	6,4	14,2	25,4

Kaynak: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (2007), s. 34'ten tablolaştırılmış; Saraçoğlu ve Suiçmez'in sınıflandırmasından hareketle sınıflandırılmıştır. Bkz. Saraçoğlu ve Suiçmez (2006).

Üretim artışları sektörel olarak incelendiğinde, teknolojik yoğunluğu ortalamanın üzerinde olan sektörlerde önemli ölçüde artış yaşandığı görülmektedir. Elektrikli makineler ve motorlu araçlar sektörlerinin rekabet avantajı ve verimlilikleri yüksek olmuştur. Bu sektörlerin toplam ihracat içerisindeki payı 1997'de %17 iken, bu oran 2006'da %31 düzeyine yükselmiş, öte yandan teknoloji yoğunluğu ortalamanın altında olan tekstil, gıda, tütün gibi sektörlerde hem üretim hem ihracat artışları imalat sanayi ortalamasının altında gerçekleşmiştir[22].

22 Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (2007), s. 35.

Tablo 5. Sektörlere Göre İmalat Sanayi Üretim Artışı

	İmalat Sanayi Toplamı	Tüketim Malları	Ara Mallar	Yatırım Malları
Ortalama yıllık üretim artışı, 1998-2005 (%)	4,07	1,02	4,06	7,58

Kaynak: Yükseler ve Türkan (2008), s. 58.

1998-2007 döneminde, imalat sanayi alt sektörleri itibariyle üretim artışları önemli farklılaşmalar göstermiştir. Bu dönemde imalat sanayi genelinde yıllık ortalama üretim artışı %4,1 iken, tüketim mallarında %1,0, ara mallarında %4,1 ve yatırım mallarında %7,6 oranında yıllık ortalama artış gözlenmiştir. Özellikle 2003-07 döneminde imalat sanayi üretim artışı hızlanmış, üretim doğrudan ve dolaylı ithal girdi kullanımının yüksek olduğu alt sektörlerde yoğunlaşmıştır. Bu dönemde, imalat sanayi genelinde ortalama yıllık üretim artışı %7,0 iken, ara malları grubunda %6,7, yatırım malları grubunda ise %15,0 olmuştur. Tüketim malları grubunda üretim artışı yine sınırlı kalmış ve %0,7 oranında gerçekleşmiştir.[23]

Genel olarak ara ve tüketim malları üretimde hâlâ önemli bir yere sahip olsa da, son yıllarda teknoloji yoğun yatırım mallarının üretimi ağırlık kazanmaya başlamıştır. Üretim malları üretimi anlamına gelmeyen bu dönüşüm, sermayenin uluslararasılaşması sürecinin daha da yoğunlaşmasıyla ilişkilidir.

Bu süreçte reel sektör girdi ihtiyacını ülke içinden sağlamak yerine daha ucuz olduğu için dışarıdan karşılamayı tercih etmiştir. Bu anlamda uygulanan döviz politikası ulusal sermayenin uluslararası sermaye ile bütünleşmesini hızlandırmıştır. İzleyen bölümde de belirtildiği üzere, üretimin yapısında gerçekleşen bu dönüşüm reel sektörün finansmanında da önemli değişimleri beraberinde getirmiştir.

23 Yükseler ve Türkan (2008), s. 59.

4. ÜCRETLER VE VERİMLİLİK DÜZEYİ

Ekonomideki hızlı büyüme aynı düzeyde istihdam yaratmamıştır. 2000'lerde %6,5 düzeyinde olan işsizlik oranı 2008'de %9,6'ya yükselmiştir.[24] Üretimin yapısında ortaya çıkan değişim düşünüldüğünde "istihdam yaratmayan büyümenin" sürpriz olmadığı açıktır. Teknoloji yoğun yatırım malları üretiminin artışı emeğin ikamesine yol açmaktadır. Bu gelişme, işsizlik oranlarının ve aynı zamanda emek sömürüsünün artışı anlamına gelmektedir.

Öte yandan ücretler ve verimlilik düzeylerinde de önemli ölçüde değişim göze çarpmaktadır. Reel ücretler bu süreçte düşüş göstermiştir. İmalat sanayinde reel ücret endeksi 2000'de 111,3 iken 2007'de 93,7'ye düşmüştür. Verimlilik endeksinde ise tersi bir eğilim görülmektedir. Tablo 6'dan da izlenebileceği üzere imalat sanayinde verimlilik 2000'de 115,7 iken, 2007'de 169,4'e yükselmiştir. Yükseler ve Türkan'ın (2008) hesaplamalarına göre işgücü maliyeti 2000-07 döneminde azalmıştır. Verimlilik artışları, işgücünün azaltılması ve ücretlerin kısılması yoluyla sağlanmıştır. Bu dönemde Türkiye'nin küresel rekabette itici gücü düşük ücretler olmuştur.

24 Sönmez, gerçek işsizlik oranlarının açıklanan rakamlardan çok daha yüksek düzeyde, %20'ye yakın olduğunu belirtmektedir. Bkz. Sönmez (2008), s. 101.

Tablo 6. Sanayi Üretimi, Reel Ücretler, Çalışanlar, Verimlilik Endeksleri (İmalat Sanayi – Saat Başına Çalışılan) ve Enflasyon Oranı (TÜFE)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sanayi Üretimi Endeksi	103,4	94,4	103,3	112,4	123,4	130,0	137,6	145,0
Reel Ücretler Endeksi	111,3	95,1	90,0	88,3	90,5	92,3	93,1	93,7
Üretimde Çalışanlar Endeksi	89,1	81,7	82,2	83,7	85,4	84,8	84,2	86
Verimlilik Endeksi	115,7	116,9	126,9	136,1	146,1	154,8	162,2	169,4
Enflasyon Oranı (TÜFE) (2003=100)	39,0	68,5	29,7	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

İşgücü maliyetlerinin azalması, kârlılığın artması ve ihracatın süreklileştirilmesinin de temeli olmuştur.[25] Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi ücretleri baskılamaya yönelik bir fonksiyona sahip olmuştur. Ücretler, ücret oranlarını tahmin edilen enflasyon oranlarına endekslemek yoluyla düşük tutulmuştur. Mutlak ve nispi artık değer oranları yoğunlaşmıştır. Bunun yanı sıra, teknolojik rekabet edebilirlik, bir başka deyişle teknolojik yenilik de ihracat performansına önemli bir katkı sağlamıştır. 1980'li yıllarda Türkiye'nin ihracatı ağırlıklı olarak emek ve hammadde yoğun ürünlere dayanırken, bu durum son yıllarda önemli ölçüde değişmiştir.

İmalat sanayinde, özellikle de telekomünikasyon ve otomobil gibi küresel entegrasyonu yüksek olan sektörlerde, araştırma ve geliştirme yoğunluğu, bir başka ifadeyle ileri teknoloji kullanımı artmıştır.[26]

25 Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007), Aydın ve diğerleri (2007).

26 Aydın ve diğerleri (2007), s. 22; Aysan ve Hacıhasanoğlu (2007), s. 27.

Tablo 7. Faktör Yoğunluklarına Göre İhracatın Sınıflandırılması
(Toplam İhracat İçindeki %'si)

	Yüksek Teknoloji Yoğun	Ham madde Yoğun	Emek Yoğun	Sermaye Yoğun	Tarım Yoğun
1980-1989	6,0	16,9	30,6	9,3	24,2
1990-1996	6,9	5,5	42,7	14,8	17,7
1997-2000	12,0	3,7	44,3	12,8	13,0
2001-2004	18,0	3,9	39,4	16,0	8,8

Kaynak: Aydın ve diğerleri (2007), s. 22.

2000-01 krizi sonrası üretim yapısında dikkat çekici bir teknolojik dönüşüm gözlemlenmektedir. Yatırım ve ara malları üretiminden de görüleceği üzere teknolojik gelişim ve verimlilik artışı hızlanmıştır.[27] Bununla birlikte emek yoğun sektörler daha az başarılı olmuştur. Ancak, tüm bu teknolojik gelişmelere rağmen çalışma saatleri azalmamış, tersine fazla mesai gibi yöntemlerle uzatılmış, reel ücretler düşmüştür.

Bu süreçte üretimdeki artış ve uluslararası rekabette elde edilen güç, emeğin yoğunluğunun artırılması ile olduğu kadar teknik ilerleme yoluyla kârlılığın yükseltilmesi ile sağlanmıştır.[28]

5. BÜYÜMENİN KAYNAKLARI VE SABİT YATIRIMLAR

İhracatın yanı sıra, ekonomideki hızlı büyümeye en büyük katkı, aşağıdaki tabloda net olarak gözlemlenebileceği gibi, tüketimle sağlanmıştır. Özel tüketim harcamalarındaki bu büyüme ise kredi hacmindeki genişlemeden, özellikle de kredi kartları ve kredili alışlardan kaynaklanmıştır.[29] Sermaye hareketlerindeki

27 Narin, yüksek teknolojinin büyüme oranının düşük teknolojinin azalma oranından daha düşük düzeyde gerçekleşmesinden dolayı orta düzey teknoloji olarak isimlendirmek gerektiğini belirtmektedir. Bkz. Narin (2008a).

28 Narin (2008a).

29 BSB (2008), s. 86.

artış aynı zamanda tüketimde patlamayla ilişkili olmuş, hanehalkı tasarruflarını azaltırken borçluluğu arttırmıştır.[30] Ekonomide gözlenen bu eğilimler Türkiye ekonomisinin finansallaşmasının can alıcı unsurları olmuştur.

Tablo 8. Büyümenin Kaynakları (= 1987 fiyatları ile bin YTL)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tüketim	91.084	82.786	84.834	89.559	97.645	105.579	111.528
Özel Tüketim Harcamaları	80.774	73.356	74.894	79.862	87.897	95.594	100.584
Devletin Tüketim Harcamaları	10.310	9.430	9.940	9.697	9.748	9.985	10.944
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu	33.281	22.783	22.532	24.782	32.802	40.683	46.373
Kamu Sektörü	8.630	6.733	7.325	6.482	6.180	7.778	7.760
Özel Sektör	24.651	16.050	15.207	18.300	26.622	32.904	38.614
Stoktaki Değişmeler	3.082	-1.699	6.121	9.714	11.145	7.770	4.750
Mal ve Hizmet İhracatı	39,198	42,097	46,787	54,264	61,033	66,235	71,857
Mal ve Hizmet İthalatı	-47,498	-35,700	-41,350	-52,541	-65,515	-73,066	-78,259
GSYİH	118.789	109.885	118.612	125.485	136.693	146.781	155.732

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı.

Bununla birlikte, sabit yatırımların miktarı ve ekonomik büyümeye olan katkısı da artmıştır. Gayri safi sabit sermaye oluşumu 2001'de 22.783 bin YTL iken 2007'de 46.373 bin YTL'ye yükselmiştir. Bu eğilim net bir biçimde sabit sermaye yatırımı endeksinden de izlenebilmektedir. Endeks değeri 2001'de 66 iken, 2007'de 138'e yükselmiştir. Özel sektör, özellikle de imalat sanayi, artan dış finansman olanaklarını kullanarak sabit yatırımlarını artırmıştır.

30 Akyüz, s. 4.

Tablo 9. Sabit Sermaye Yatırımları Miktar Endeksi (1997=100)

Sabit Yatırım Endeksi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam	96	66	63	70	91	114	130	138
Kamu	132	93	103	97	91	125	131	134
Özel	85	58	52	62	91	111	129	139
- İmalat Sanayi	98	63	67	107	167	203	238	250
- Ulaştırma	110	63	62	49	79	90	98	100
- Konut	56	38	25	25	32	46	54	63

Kaynak: Bağımsız Sosyal Bilimciler (2008), s. 93.

6. DIŞ BORÇLAR

Son yıllarda ekonomide yaşanan bir başka olgu dış borçların miktarındaki artış ve özellikle de bileşenindeki değişimdir. 2002'de 130 milyar dolar olan dış borçlar, özel ve kamu sektörleri borçlarındaki artışın sonucu olarak 2008'in ilk çeyreğinde 263 milyar dolara yükselmiştir. Ancak bu artış daha çok özel sektörün, özellikle de finans dışı kesimlerin borçlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Tablo 10'dan da izlenebileceği üzere finans dışı kesimlerin dış borçları 2002'de 25 milyar dolar iken 87 milyar dolara yükselmiştir.

Bununla birlikte, kamu dış borçlarında bir gerileme söz konusudur. Gerileme, faiz dışı fazladaki artışın sonucu olarak IMF'ye olan borçların azalması ve kamu yatırımlarındaki azalmadan kaynaklanmıştır.[31]

Finans dışı kesimlerin dış borçlarında yaşanan bu artış, reel sektörün finansmanında yaşanan dönüşümün en önemli göstergesidir. Bu dönüşüm hem uzun dönem hem de kısa dönem borçlardan izlenebilmekle birlikte, uzun dönemli borçlarda yaşanan artış oldukça dikkat çekicidir. Uzun dönemli borçlarda yaşanan bu artış, reel sektörün yatırımlarının finansmanındaki dönüşüm-

31 Sönmez (2008), s. 72.

den kaynaklanmıştır. Özel sektör yurtdışından borçlanma yoluna gitmiştir.

Tablo 10. Dış Borç Stokunun Bileşeni (milyar dolar)

Borç Alana Göre	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008Q1
Dış Borç Stoku	129,721	144,319	160,835	168,849	205,548	247,094	262,934
Kısa Vadeli	16,424	23,013	31,880	37,103	40,354	41,810	44,550
A. Merkez Bankası	1,655	2,860	3,287	2,763	2,563	2,282	2,357
B. Ticari Bankalar	6,344	9,692	14,529	17,741	18,275	14,657	15,028
C. Diğer Sektörler	8,425	10,461	14,064	16,599	17,766	22,708	24,829
D. Genel Hükümet	0	0	0	0	1,750	2,163	2,336
Orta ve Uzun Vadeli	113,297	121,306	128,955	131,746	165,194	205,283	218,385
A. Toplam Kamu	63,619	69,507	73,813	68,215	69,840	71,272	72,009
B.Merkez Bankası	20,340	21,504	18,114	12,654	13,115	13,519	14,233
C. Özel Sektör	29,338	30,295	37,028	50,877	82,239	120,492	132,143
1. Finans Kuruluşları	4,728	5,168	8,451	15,954	29,134	42,712	45,048
a. Bankalar	3,030	3,142	5,757	12,244	22,068	30,479	32,307
b. Bankacılık Dışı	1,698	2,026	2,694	3,710	7,066	12,233	12,741
2. Finansal Olmayan Kuruluşlar	24,610	25,127	28,577	34,923	53,105	77,780	87,095

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı.

7. REEL SEKTÖRÜN FİNANSMANINDA YAŞANAN DÖNÜŞÜM

Yukarıda da belirtildiği gibi, ithalata bağımlı yatırım malları üretimi, reel sektörün finansmanında yaşanan değişimin temel nedenidir. Bu üretim biçimi reel sektörü ucuz döviz bulmaya zorlamış, bu ise reel sektörün yurtdışından borçlanması anlamına

gelmiştir. Dış borçlanma, enflasyon hedeflemesi programının bir parçası olan yüksek faiz oranları ve güçlü döviz politikasının sonucu olarak hızlanmıştır. Böylece, bir anlamda reel sektörün dışarıdan borçlanması teşvik edilmiştir.

Merkez Bankası tarafından 7308 işletmenin verileri baz alınarak hazırlanan "Sektör Bilançoları Raporu", sanayi kuruluşlarının artan yabancı döviz finansman ihtiyaçlarını yabancı kaynaklardan sağladıklarını göstermektedir. Tablo 11'den izleneceği üzere yabancı nakit kredilerin büyük bölümü imalat sanayi tarafından kullanılmıştır.[32]

Tablo 11. Seçilmiş Sektörler İçin Bankalar Aracılığıyla Kullanılan YTL-Yabancı Para (YP) Nakdi Krediler, 2004-06

Sektörler	Sektör Payları	YTL-YP Kredi Payları (%)						% Artış			
		2004		2005		2006		2005 2006		2005 2006	
		YTL	YP	YTL	YP	YTL	YP	YTL		YP	
Tarım	0,3	49,9	50,1	47,3	52,7	45,6	54,4	34,6	15,8	49,2	24,0
İmalat	55,4	22,3	77,7	26,8	73,2	31,2	68,8	51,8	56,0	18,8	26,1
Elektrik	7,8	3,6	96,4	4,6	95,4	3,4	96,6	25,9	-1,6	-0,7	31,8
İnşaat	6,2	23,9	76,1	29,1	70,9	40,6	59,4	62,3	57,4	24,5	-5,7
Ticaret	15,9	35,6	64,4	43,7	56,3	47,4	52,6	71,8	37,3	22,5	18,0
Ulaşım ve Haberleşme	3,9	30,4	69,6	36,2	63,8	57,7	42,3	158,9	273,8	99,2	55,2
Gayrimenkul ve Kiralama	6,3	22,0	78,0	15,9	84,1	8,5	91,5	-2,6	24,7	44,8	152,9
Toplam	100	22,7	77,3	27,8	72,2	31,7	68,3	57,4	58,0	20,2	31,1

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007), s. 12.

32 Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007).

Aynı durum reel sektör tarafından kullanılan kredilerden de izlenebilmektedir. Tablo 12'ye göre 2003'te reel sektör tarafından kullanılan kredilerin toplamı 26 milyar dolar iken, 2008 yılının ilk çeyreğinde 87 milyar dolara yükselmiştir. Ülke içi kredilerle karşılaştırıldığında reel sektörün yurtdışından temin ettiği kredilerin önemli ölçüde arttığı görülmektedir.

Tablo 12. Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (milyon dolar)

	2003	2004	2005	2006	2007-12	2008-03
Varlıklar	30.980	38.659	45.701	63.426	77.864	80.832
Mevduat	19.958	24.565	30.890	45.452	54.834	55.377
Yurtiçi Bankalar	8.578	10.598	12.636	18.756	24.402	24.051
Yurtdışı Bankalar	11.385	13.967	18.254	26.696	30.432	31.326
Menkul Kıymetler	920	1.306	1.035	933	830	898
Devlet Borçlanma Senetleri	808	1.175	790	632	573	622
Yurtiçinde ihraç edilen*	271	379	96	83	61	106
Yurtdışında ihraç edilen	536	797	693	549	512	516
Yurtdışındaki Portfolyö Yatırımları	112	131	245	301	257	276
İhracat Alacakları	5.158	7.005	6.721	9.584	12.009	14.154
Yurtdışında Doğrudan Sermaye Yatırımları	4.945	5.783	7.056	7.467	10.191	10.403
Yükümlülükler	50.759	59.006	72.383	100.047	138.843	154.584
Nakdi Krediler	44.204	49.603	61.348	88.275	124.250	138.905
Yurtiçinden Sağlanan Krediler	18.158	20.457	26.429	34.804	46.305	51.666
Yurtdışından Sağlanan Krediler	26.046	29.146	34.919	53.471	77.964	87.239
İthalat Borçları	6.555	9.403	11.035	11.772	14.593	15.679
Net Döviz Pozisyonu	-19.778	-20.347	-26.682	-36.621	-60.979	-73.752

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2008b).

Öte yandan hem ilk 500'de hem de ikinci 500'de yer alan sana-

yi şirketlerinin faktör gelirlerine göre katma değerinin dağılımını gösteren tablo 13'e göre reel kesim faiz yükleri yıllara göre önemli ölçüde azalmıştır. Bu durum, reel kesimin finansmanında banka kredilerindeki azalmanın göstergesi olarak değerlendirilebilir. İlk 500 Sanayi şirketinin faiz ödemeleri 2002'de %30,4 iken bu oran 2005'te %8,8'e düşmüştür.

Tablo 13. Sanayi Şirketlerinin Faiz Ödemeleri (Faktör Gelirlerinin %'si)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
İlk 500 Sanayi Kuruluşu	33,4	93,5	30,4	13,3	11,7	8,8
İkinci 500 Sanayi Kuruluşu	28,5	78,2	34,7	17,3	13,6	13,8

Kaynak: İstanbul Sanayi Odası.

Bu süreçte, reel sektörün finansmanında, ülke içi kaynaklar ağırlığını korumakla birlikte dış kaynakların oranı artmaya başlamış, banka dışı fon kaynaklarının da ağırlığı artmıştır. Finansmanda yaşanan bu değişim finansallaşmanın etkilerinden biri olduğu gibi, sermayenin uluslararasılaşması sürecinin gelmiş olduğu aşamaya bağlı olarak gerçekleşmiştir.

Reel sektör verimliliği arttırmak ve ücretleri baskılamak yoluyla küresel olarak rekabet edebilme şansını yakalamıştır. Üretim için gerekli olan yatırım malları ihtiyacı ithalat yoluyla sağlanmıştır. Böylece, güçlü döviz politikası reel sektörün değişen finansman yapısında bir olanağa dönüşmüştür.

Reel sektörün finansmanında yaşanan dönüşüm, sermaye gruplarının temsilcilerinden olan kuruluş ile hükümet arasındaki ilginç tartışmada da açık bir şekilde ifade edilmektedir. Kriz baş gösterdiğinde Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Başkanı Rıfat Hisarcıklıoğlu, Başbakan Tayip Erdoğan'a tepkisini şöyle dile getiriyordu:

> "Birileri (Erdoğan'ı kastederek) hükümetin borcu yok diyor. TL ile uzun vadeli kredi veren vardı da biz mi almadık? Türkiye'de tasarruf yok, başkalarının tasarrufunu kullanıyoruz. Peki, kullandık da ne yaptık? Bunu hovardalıkta mı yedik, kumarda mı yedik? Yatırım yaptık Türkiye'ye. Eğer Türkiye 2002'den itibaren büyüdüyse özel sektör sayesinde büyüdü."[33]

8. BANKACILIK SEKTÖRÜNDE DÖNÜŞÜM

Bu süreçte, bankacılık sektörünün hem yapısında hem de faaliyetlerinde dönüşüm gerçekleşmiştir. Yabancı bankaların sektöre girişi yoğunlaşmış ve buna bağlı olarak pazar payları 2007'de %39,7 düzeyine ulaşmıştır.[34] Türkiye bankacılık sektörü, özellikle 2005'ten itibaren, yabancı bankalar için en cazip pazarlardan biri hâline gelmiştir. 2005-07 arasında 15 yerli banka (bunlardan bir tanesinin satışı henüz onaylanmamıştır) yabancı bankalarca ya tamamen ya da kısmen satın alınmıştır.

Yabancı banka girişleri uluslararası ve ulusal etmenlerden kaynaklanmakta, bunlar literatürde itme ve çekme faktörleri olarak isimlendirilmektedir. Bu faktörler kısaca şu şekilde açıklanabilir: Uluslararası faktörlerin başında yabancı sermayenin kâr fırsatlarını arttırma ve pazar paylarını genişletme isteği gelmektedir. Bu sermaye son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir. Özel olarak ise 2000-01 krizi sonrası bankacılık sektöründe yaşanan birleşme ve satın almaların şube ve personel sayısını azaltması etkili olmuştur. Bu durum, sektörü yabancı sermaye için daha çekici hâle getirmiştir.[35]

Bankacılık sektörünün yeniden yapılanma sonrası daha güçlü hâle gelmesi yabancı bankaları teşvik eden unsurlardan biri olmuştur. 2002'de 132,2 milyar dolar olan toplam varlıkların miktarı 2007'de 501,7 milyar dolara yükselmiştir. Mevduatlar ve kredilerde

33 Rıfat Hisarcıklıoğlu, *Hürriyet*, 29 Ekim 2008.

34 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2007).

35 Aysan ve Ceyhan (2008), s. 94.

de benzer bir durum söz konusudur. 2003'te %17,2 olan mevduatların GSYİH'ye oranı, 2007'de %42'ye, aynı yıllar içinde %35,1 olan kredilerin GSYİH'ye oranı %34,6'ya yükselmiştir. 2003'te %49 olan kredilerin mevduatlara oranı 2007'de %83 düzeyine yükselmiştir.[36] Bu yapısal gelişmeler yabancı bankaları teşvik etmiştir. Ayrıca, AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında Türkiye pazarının sahip olduğu yüksek potansiyel de etken olmuştur. Pazar potansiyelini varlıkların GSYİH'ye oranından izlemek mümkündür. 2007 yılı için AB ülkeleri ortalamasında varlıkların GSYİH'ye oranı %300 dolaylarında iken bu oran Türkiye'de oldukça düşük düzeyde olup %76'dır.[37]

Öte yandan yerli bankalar veya bu bankaların sahibi olan sermaye grupları açısından bankalarını yabancı bankalara satmalarının veya ortaklıklar oluşturmalarının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Öncelikle bu satışların getirileri oldukça yüksektir. Yerli bankalar, aynı zamanda yabancı bankalara ortak olmak yoluyla kredibilitelerini ve uluslararası piyasalardan alternatif kredi olanaklarını artırmışlardır. Sermaye grupları böylece finansman elde etme konusunda daha fazla esneklik kazanmıştır.

Bununla birlikte, yabancı bankaların AB üyesi ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek potansiyele sahip olan tüketici kredileri pazarında büyüme istekleri de sektöre girişlerinde önemli nedenlerden biri olmuştur. Yabancı bankalar faaliyetlerini özellikle tüketici kredileri alanında yoğunlaştırırlarken, yerli bankaları satın almak veya bu bankalara ortak olmak yoluyla tüketici veritabanlarına ulaşabilmektedir.

Benzer şekilde yerli bankalar da faaliyetlerini sanayi sektöründen ziyade kişilere yöneltmişlerdir. Ev kredisi, eğitim, otomobil gibi tüketici kredilerinin arzı buna bağlı olarak hızla yükselmiştir. 2002'de 4 milyar dolar olan tüketici kredileri 2007'de 81,9 milyar dolara ulaşmıştır. Buna paralel olarak tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki oranı 2002'de %13,4 iken 2007'de %33,3

36 Merkez Bankası (2008), s. 36.

37 Kutlay (2008), s. 4.

olarak gerçekleşmiştir. Tüketici kredilerindeki en yüksek artış ise ev kredilerinde ortaya çıkmıştır.

Tablo 14. GSYİH, Aktifler ve Kredilere İlişkin Göstergeler, 2002-07 (milyar dolar)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSYİH	230,5	304,9	390,4	481,5	526,4	658,8
Toplam Aktifler	132,2	183,0	234,8	303,2	355,5	501,7
Toplam Krediler	29,9	47,5	74,4	116,6	155,9	246,4
Ticari ve Kurumsal Krediler	25,9	38,3	54,4	80,1	103,3	164,4
Bireysel Krediler	4,0	9,2	20,0	36,5	52,6	81,9
Ticari Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)	86,6	80,6	73,1	68,6	66,2	66,7
Bireysel Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)	13,4	19,4	26,9	31,4	33,8	33,3
Toplam Krediler/GSYİH (%)	13,0	15,6	19,1	24,2	29,6	37,4
Toplam Varlıklar/GSYİH (%)	57,3	60,0	60,1	63,0	67,5	76,2

Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu (Aralık 2007), s. 54, www.bddk.org.tr, 2008 ve hesaplamalar.

Bankacılık sektörü faaliyetlerinde yaşanan dönüşümde yabancı bankalar öncü olmuşlardır. Yabancı bankaların tüketici piyasasına girmek için yürüttükleri agresif strateji bütün sektör üzerinde bir rekabet baskısı oluşturmuş, böylece yerli bankaların stratejilerini de bu yönde etkilemiştir. Yabancı bankaların teknolojik üstünlükleri ve bankacılık deneyimleri, onları rekabette daha avantajlı hâle getirirken, yerli bankalar rekabet güçlerini tüketici kredilerini çeşitlendirmek ve teknolojik yenilikler yapmak yoluyla arttırmaya çalışmışlardır.[38]

38 Türkiye bankacılık sektöründe yaşanan dönüşüm için bkz. Ergüneş (2009).

9. BİREYSEL BORÇLULUKTA ARTIŞ

Bankaların tüketici kredileri aracılığıyla bireylere yöneliminin kaçınılmaz sonucu ise bireylerin borçlarndaki artış olmuştur. Kredi kartları ve tüketici kredileri yoluyla finanse edilen tüketici harcamaları önemli ölçüde artmıştır. Hanehalkı borcunun hanehalkı harcanabilir gelirine oranı hızlı bir şekilde yükselmiş; 2003'te %7,5 olan bu oran, 2007'de %29,5'e ulaşmıştır.[39]

Bunun sonucu olarak ise hanehalklarının harcanabilir gelirlerinden yaptıkları faiz ödemelerinin oranı artmıştır. Hanehalkı harcanabilir gelirlerinin faiz ödemelerine oranı 2003'te %2,1 iken, 2007'de bu oran %4,6'ya yükselmiştir. Bu faiz ödemeleri bireylerin harcanabilir gelirlerinden finansal sisteme akan doğrudan gelir aktarımının miktarını yansıtmaktadır.[40] Ayrıca bireylerin borçluluklarındaki artış, finansın, bireylerin ekonomik ve sosyal yaşamları üzerindeki artan kontrolünün bir göstergesidir.

Tablo 15. Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Borçluluğu ve Faiz Ödemeleri

	2003	2004	2005	2006	2007
Faiz Ödemeleri/Harcanabilir Gelir (%)	2,1	3,2	4,2	4,1	4,6
Borç/Harcanabilir Gelir (%)	7,5	12,9	20,9	25,1	29,5

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2008a), s. 22; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2006b), s. 11.

Bununla birlikte, bireylerin borçluluğundaki artış iflaslarda artışı da beraberinde getirmiştir. Kredi kartları ve tüketici kredileri aracılığıyla gelirlerinin üzerinde harcama yapmaya özendirilen insanlar kendilerini borçlarını ödeyemez durumda bulmuşlardır. 2002'de 38.538 olan kredi kartı ve tüketici kredisi borçlarını ödeyemeyen bireylerin sayısı 2006'da 203.736'ya yükselmiştir.[41]

39 Ergüneş (2009b).

40 Lapavitsas (2008).

41 Yükseler ve Türkan (2008b), s. 12.

10. SONUÇ

Türkiye ekonomisinin 2000-01 krizini bir fırsata çevirerek hızlı bir büyüme sürecine girdiği ortak kabullerdendir. Kuşkusuz bunda sınıf hareketinin zayıflığı belirleyici olmuştur. Türkiye ekonomisi bu süreçte ekonomiyi finansallaşmanın tam etkisine açarken, uluslararası sermaye ile bütünleşmesinde de gerçekleştirmiştir. Bu durum, Türkiye yönetici sınıfı için stratejik bir karar olduğu kadar uluslararası sermaye ile bütünleşmek isteyen ülke sermayesi için bir zorunluluk da olmuştur.

Finansallaşma kendisini 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, özellikle de ihracata yönelik sektörlerin, rekabet gücü kazanmasında hayati olmuştur. Bununla birlikte, üretim sektörü ithalata bağımlı üretiminin finansmanını dışarıdan borçlanma yoluyla karşılamıştır. Bu finansman biçimi de şu an içinde bulunduğumuz krizin reel sektörde patlayacağının habercisi olmuştur.

Öte yandan, 2000-01 krizi sonrası yeniden yapılandırılarak güçlendirilen bankacılık sektörü daha az risk unsuru oluşturmuştur. Ancak bu durum, bankacılık sektörünün, özellikle hızla artan tüketici borçları düşünüldüğünde, tehlikeden muaf olduğu anlamına da gelmemektedir.

Eski TÜSİAD Başkanı Arzuhan Yalçındağ'ın krizin başladığı ilk günlerde yaptığı konuşma, ekonominin karşılaşacağı sıkıntıları fazla söze gerek bırakmadan açık bir şekilde ifade etmektedir:

> "Gelişmelerin mali piyasalara yansımasını düşündüğümüzde, özel sektörün 140 milyar doları bulan dış borcunu da önemli bir risk faktörü olarak dikkate almamız gerekiyor. Özel sektör yatırımların finansmanında etkili olan yurtdışı finansman imkânının bozulması, sadece finansal bir risk unsuru

olarak kalmayacak, aynı zamanda büyüme sürecini de sekteye uğratacaktır. 2001-07 döneminde özel sektör yatırımlarının ve dolayısıyla büyümenin finansmanında çok önemli bir rol oynamış olan bu kaynakların, küresel finansal kriz sürecinde ciddi derecede sınırlanacağı çok aşikâr."[42]

Yaprak dökümü başladı. Bu süreçte geleneksel sektörler rekabet gücünü kaybettiklerinden, 2007-09 krizinin Türkiye'yi vurmaya başladığı ilk günlerde üretimini durduran ilk işletme bir tekstil firması, Sönmez Filament oldu. Sönmez Filament ülkenin en büyük sentetik iplik ve elyaf üreticisiydi. Sönmez Filament'i Denteks Tekstil izledi. Denteks Tekstil de Denizli Organize Sanayi Bölgesinin en büyük dokuma-kumaş üreticilerinden biriydi. Ardından diğer tekstil firmaları Atakan, Atak, İrem, Bordo ve Türkmar 2008 sonlarında üretimlerini durdurdular.

Finansallaşmanın sekiz yılı Türkiye'de arkasında ithalata bağımlı üretim, cari açık, yüksek kamu ve özel sektör dış borcu, artan işsizlik ve borçlandırılmış bireyler bıraktı. Türkiye bu krizi de atlatabilecek mi? Birlikte göreceğiz.

42 Arzuhan Yalçındağ, "Küresel Kapitalizmin Geleceği ve Türkiye" Konferansı Açış Konuşması, 10 Ekim 2008.

KAYNAKLAR

Aglietta, M. ve R. Breton. (2001) "Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation", *Economy and Society* 30 (4), s. 433-466.

Akyüz, Y. ve K. Boratav. (2005) "The Making of the Turkish Financial Crisis", Gerald Epstein (der.) *Financialisation and the World Economy* içinde. Edward Elgar.

Akyüz, Y. "Financial Instability and Countercyclical Policy", UNDESA'ya sunulmuş tebliğ.

Arrighi, G. (2003) "The Social and Political Economy of Global Turbulence", *New Left Review* 20, s. 5-71.

Aydın, F., H. Saygılı, ve M. Saygılı. (2007) "Empirical Analysis of Structural Change in Turkish Exports", Research and Monetary Policy Department Working Paper No: 07/08, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Aydoğuş, I. ve H. Öztürkler. (2006) "Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Sosyal Maliyeti", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*.

Aysan, A.F. ve Bektaş, F. "Export Competitiveness of Turkey: The New Rising Sectors in Turkey Comparison with Eastern European Countries".

Aysan, A.F. ve Y.S. Hacıhasanoğlu. (2007) "Investigation on Determinants of Turkish Export-Boom in 2000s", MPRA Paper No. 5493.

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2008) *2008 Kavşağında Türkiye*. İstanbul: Yordam Kitap.

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2007) *IMF Gözetiminde On Uzun Yıl: 1998-2008: Farklı Hükümetler Tek Siyaset*. İstanbul: Yordam Kitap.

Boratav, K. (2007) "Dünya Ekonomisinde Değişimler ve Türkiye'ye Yansımaları", www.bagimsizsosyalbilimciler.org.

Boyer, R. (2000) "Is a Finance led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism: a Preliminary Analysis", *Economy and Society* 29 (1), s. 111-145.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2005) *General Framework of Inflation Targeting Regime and Monetary and Exchange Rate Policy For 2006*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Carney, M. (2004) "The New International Monetary Order", Toronto Society of Financial Analysts'e yapılan konuşma.

Crotty, J. (2005) "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.) *Financialisation and World Economy* içinde. Edward Elgar.

Epstein, G. (2003) "Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary", Working Paper Series No. 62, PERI.

Epstein, G. (2005) "Introduction: Financialisation and the World Economy", Gerald Epstein (der.) *Financialisation and World Economy içinde*. Edward Elgar.

Epstein, G. ve E. Yeldan. (2006) "Developing Policy Alternatives to Inflation Targeting, The New Facade of Neoliberal Conditionality: an Introduction".

Ergüneş, N. (2008) "Transformation of Turkish Banking Sector within the Financialisation Process of Turkish Economy", yayınlanmamış çalışma.

Ersel, H. ve F. Özatay. (2007) "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lesson from Turkey".

Euoropean Central Bank International Relations Committee. (2006) "The Accumulation of Foreign Reserves", Occasional Paper Series No. 43.

Farrel, D., S.M. Lund ve A. Maasry. (2007) "Mapping the Global Capital Markets", *the McKinsey Quarterly.*

Fine, B. (2008) "From Financialisation to Neo-liberalism, Engaging Neo-Liberalism", yayınlanmamış çalışma.

Foster, J. B. (2007) "Financialisation of Capitalism", *Monthly Review* 58, s. 11.

Foster, J.B. (2008) "The Financialization of Capital and the Crisis", *Monthly Review* 59, s. 11.

Froud, J., C. Haslam, S. Johal ve K. Willams. (2001) "Financialisation and The Coupon Pool", *Gestaoe&Producao*, 8 (3).

Harvey, D. (2007) "In What Ways is 'The New Imperialism' Really New?", *Historical Materialism* 15, s. 57-70.

Lapavitsas, C. (2008) "Financialised Capitalism: Direct Exploitation and Periodic Bubbles", *Historical Materialism,* basım aşamasında.

Mahlebiciler, O. (2006) *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü.

Masson, P., M.A. Savastano ve S. Sharma. (1997) "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper.

Montgomerie, J. (2008) "(Re)Politicizing Inflation Policy: A Global Political Economy Perspective, Centre for Research on Socio-Cultural Change", Working Paper, No. 53.

Mishkin, F.S. (2002) "Structural Issues for Successful Inflation Targeting in Transition Countries", National Bank of Poland Monetary Policy in the Environment of Structural Change konferansına sunulmuş tebliğ.

Narin, Ö. (2008a) "Bugünü Anlamamak: Üretimde Teknoloji Artıyor Ama Çalışma Saatleri de, İşsizlikte Artıyor", Karaburun Bilim Kongresi, 4-7 Eylül 2008.

Narin, Ö. (2008b) *Teknolojik Değişim: Türkiye'de Üretim Araçları Üretimi (1996-2005)*, yayınlanmamış doktora tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Onaran, Ö. (2006) "Speculation-led Growth and Fragility in Turkey: Does EU Make a Difference or 'Can It Happen Again'?", Vienna University, Department of Economics Working Paper Series, No. 93.

Painceira, J.P. (2008) "Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation", *Historical Materialism*, basım aşamasında.

Papadatos, D. (2008) "Central Banking in Contemporary Capitalism; Monetary Policy and Its Limitations", *Historical Materialism,* basım aşamasında.

Petursson, T.G. (2000) "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy", Monteray Bulletin 2000/1.

Rodrik, D. (2006) "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", National Bureau of Economic Research, Working Paper 11952.

Rose, A.K. (2007) "Are International Financial Crisis a Barbarous Relic? Inflation Targeting as a Monetary Vaccine", Centre For Economic Policy Research.

Saraçoğlu, B. and H. Suiçmez. (2006) *Türkiye İmalat Sanayinde Verimlilik, Teknolojik Gelişme ve Yapısal Özellikler ve 2001 Krizi Sonrası Reel Değişmeler*. Ankara: Milli Produktivite Merkezi.

Sarı, M. (2004) *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Skott, P. ve S. Ryoo. (2008) "Macroeconomic Implications of Financialisation", *Cambridge Journal of Economics*.

Sönmez, M. (2008) *2008 Dünya Krizi ve Türkiye*, Petrol-iş Yayınları.

Stockhammer, E. (2007) "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime", Political Economy Research Institute Working Paper Series, No. 142.

Svensson, L.E.O. (2007) "Inflation Targeting", Larry Blum and Steven Durlauf (der.) *The New Palgrave Dictionary of Economics* içinde, 2. Basım.

Taymaz, E. ve K. Yılmaz. (2008) "Integration With The Global Economy, The Case of Turkish Automobile and Consumer Electronics Industries", Working Paper 0801, TÜSIAD-Koç University Economic Research Forum.

Yeldan, E. (2006) "Patterns of Adjustment under the Age of Finance: The Case of Turkey as a Peripheral Agent of New-Imperialism", URPE'ye sunulmuş tebliğ.

Yükseler, Z. ve E. Türkan. (2008) *Türkiye'nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm*. İstanbul: Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği.

Yükseler, Z. ve E. Türkan. (2008) *Türkiye'de Hanehalkı: İşgücü, Gelir, Harcama ve Yoksulluk Açısından*. İstanbul: Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği.

Yalçındağ, A. (2008) "Küresel Kapitalizmin Geleceği ve Türkiye" konferans açılış konuşması, 10 Ekim 2008.

Yeldan, E. (2006) "Neoliberal Global Remedies: From Speculative-led Growth to IMF Led Crisis in Turkey", *Review of Radical Political Economics* 38, s. 193.

Raporlar

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2007) *Finansal Piyasalar Raporu 2007*, www.bddk.org.tr, 12.08.2008.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2006) *Finansal İstikrar Raporu Aralık 2006*.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. "Sektör Bilançoları Analizi (2004-2006)", www.tcmb.gov.tr, 18.09.2008.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2008a) *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2008*.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2008b) "Firmaların Döviz Pozisyonu Göstergeleri", www.tcmb.gov.tr, 15.09.2008.

İstanbul Sanayi Odası. (2008) *Türkiye Ekonomisi 2008*.

International Monetary Fund. (2008) *World Economic Outlook 2008*.

Devlet Planlama Teşkilatı. "Temel Ekonomik Göstergeler", www.dpt.gov.tr, 17.09.2008.

Hazine Müsteşarlığı. "Ekonomik Göstergeler, Finansal Piyasalar", www.hazine.gov.tr, 11.08.2008.

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği. (2007) *2008 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi*.

YAZARLAR HAKKINDA

Costas Lapavitsas

Londra Üniversitesi Doğu ve Afrika Araştırmaları Okulu'nda (SOAS) iktisat dersleri vermektedir. Para ve finansın ekonomi politiği, Japonya ekonomisi, iktisadi düşünceler tarihi, iktisat tarihi ve günümüz dünya ekonomisi üzerine araştırmalar yapmıştır. Aralarında *Political Economy of Money and Finance* (1999, M. Itoh ile birlikte), *Development Policy in the Twenty-first Century* (2001, B. Fine ve J. Pincus ile birlikte), *Social Foundations of Markets, Money and Credit* (2003) ve *Beyond Market-Driven Development*'ın (2005, M. Noguchi ile birlikte) bulunduğu pek çok kitap ve makale yazmıştır.

Gary Dymski

Kaliforniya Üniversitesi (Sacramento) Merkezi (UCCS) merkezi kurucusu ve icra direktörü, Kaliforniya Üniversitesi (Riverside) iktisat profesörü olan Gary Dymski, doktora derecesini 1987'de Massachusetts Üniversitesi'nden (Amherst) almıştır. Bangladeş Kalkınma Çalışmaları Enstitüsü, Tokyo Üniversitesi, Sao Paulo Üniversitesi, Rio de Janeiro Federal Üniversitesi, Minas Gerais Federal Üniversitesi, Newcastle Üniversitesi ve Atina Üniversitesi'nde misafir öğretim görevlisi olarak çalışmıştır. *Capture and Exclude: Developing Nations and the Poor in Global Finance* (2007, Amiya Bagchi ile birlikte ortak editör) ve *Reimagining Growth: Toward a Renewal of the Idea of Development* (2005, Silvana DePaula ile birlikte ortak editör) son yayınlanan kitapları arasında yer alıyor.

Paulo L. dos Santos

Doğu ve Afrika Araştırmaları Okulu'nda sermaye piyasaları, finans ve mikro-iktisat teorisi dersleri vermektedir. Araştırma konuları arasında sermaye piyasalarının ekonomi politiği, finansal aracılık ve bankacılığın uluslararasılaşması yer alıyor.

Demophanes Papadatos

Yunanistan'da bankacılık sektöründe çalışmaktadır. Aynı zamanda Londra Üniversitesi Doğu ve Afrika Araştırmaları Okulu'nda para ve finansın ekonomi politiği alanında çalışmalarına devam etmektedir. Araştırma konuları arasında finans, iktisadi gelişme ve makro-iktisat bulunuyor.

Makoto Itoh

1936'da doğan Itoh, Tokyo Kokushikan Üniversitesi iktisat profesörü, Tokyo Üniversitesi emekli profesörü ve Japonya Akademisi üyesidir. Aralarında Yeni Toplumsal Araştırmalar Yeni Okulu (NSSR), Londra Üniversitesi, Greenwich Üniversitesi, Thammasat Üniversitesi ve Sidney Üniversitesi'nin de bulunduğu birçok üniversitede dersler vermiştir. *Value and Crisis*, *The Basic Theory of Capitalism*, *The World Economic Crisis and Japanese Capitalism*, *Political Economy for Socialism*, *Political Economy of Money and Finance* ve *The Japanese Economy Reconsidered* İngilizce yayınlanmış kitapları arasındadır.

Carlos Morera Camacho

Mexico Ulusal Özerk Üniversitesi (UNAM) İktisadi Araştırmalar Enstitüsü'nde profesör olarak çalışmaktadır. Meksika'daki birçok üniversitede dersler vermenin yanı sıra Oxford Üniversitesi ile Bahía Üniversite'nde misafir araştırmacı olarak çalışmıştır. Aralarında *El capital financiero en México y la globalización* (1997), *Globalización inserción de México y alternativas incluyentes para el siglo XXI* (2001),

"Work Process, Oil Revenue and Financial Restructuring in World Economy"nin de bulunduğu çok sayıda kitabın yazarıdır.

José Antonio Rojas Nieto

1990'a kadar UNAM İktisat Bölümü Enerji İktisadı yüksek lisans programında profesör olarak görev yapan Nieto, Ekonomi Politik Akademisi profesörüdür ve 1991'den bu yana Meksika Federal Elektrik Komisyonu'nda teknik uzman olarak çalışmaktadır. 1980 yılından itibaren enerji iktisadı alanında araştırmalar yapan Nieto, 1986'da UNAM'ın "Jesus Silva Herzog" İktisat Ödülü'nü kazanmıştır. *Unomásuno* ve *La Jornada* gazetelerinde düzenli olarak makaleler yazmaktadır.

Juan Pablo Painceira

Para ve finansın ekonomi politiği alanında merkez bankalarının orta gelir düzeyli ülkelerdeki rolüne odaklandığı araştırmasını Londra Üniversitesi Orta ve Afrika Araştırmaları Okulu'nda sürdüren Painceira'nın finansal istikrarsızlık, Güney Kore finans sistemi, Brezilya ekonomisinin kırılganlığı ve iktisadi yöntem konularında yaptığı çalışmalar Brezilya'da bazı yıllık ve dergilerde yayınlanmıştır. Brezilya finans sektöründe (Brezilya Merkez Bankası'nda) bir süre çalışan Painceira'nın akademik ilgi alanları arasında bilim felsefesi ve makro-iktisat da vardır.

Nuray Ergüneş

İstanbul Üniversitesi Kamu Yönetimi Bölümünde öğretim üyesi olarak çalışmaktadır. Bankacılık ve finansın ekonomi politiği, yolsuzluk ve toplumsal cinsiyet konularında pek çok çalışması olan Ergüneş'in son yayınları arasında *Bankalar, Birikim, Yolsuzluk: 1980 Sonrası Türkiye'de Bankacılık Sektörü* (2008), "Marksizm ve Kadın" (2008, *Manifesto'nun 160. Yılında Marksizmin Güncelliği* içinde), "Banka Sermayesi Üzerinden Sınıf İçi Çatışmaları Anlamak" (2009, *Praksis* dergisi) sayılabilir.