T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA ve BÜYÜMENİN İSTİKRARI

Doktora Tezi

TOGAN KARATAŞ

İSTANBUL, 2017

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA ve BÜYÜMENİN İSTİKRARI

Doktora Tezi

TOGAN KARATAŞ

DANIŞMAN: PROF. DR. AHMET YILMAZ

İSTANBUL, 2017

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi TOGAN KARATAŞ'nın TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE BÜYÜMENİN İSTİKRARI adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 17.08.2017 tarih ve 2017-23/16 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / ~~oy çokluğu~~ ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 20/09/2017

Öğretim Üyesi Adı Soyadı			**İmzası**
1.	Tez Danışmanı	Prof. Dr. AHMET YILMAZ	
2.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. SUAT OKTAR	
3.	Jüri Üyesi	Yrd. Doç. Dr. İSMAİL CEM AY	
4.	Jüri Üyesi	Doç. Dr. DEVRİM DUMLUDAĞ	
5.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. GÜLDEN ÜLGEN	

ÖNSÖZ

1980 sonrası dönemde dünya ekonomileri için finansallaşma bir olgu olarak ortaya çıkmıştır. Türkiye de dünyaya eklemlenmiş bir ekonomi olarak bu süreçten etkilenmiştir. Bu tez çalışmasında Türkiye ekonomisinin yakın dönemdeki finansallaşma deneyimi ve bunun büyüme sürecine etkileri incelenmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında büyük desteğini gördüğüm danışmanım Prof. Dr. Ahmet Yılmaz'a, çalışmayı baştan sonra titizlikle okuyup öneriler sunan Levent Özkan'a, uygulama kısmında büyük yardımları dokunan Emre Ürkmez'e, hiçbir zaman desteğini esirgemeyen eşim Yasemin Baksi'ye, daima eğitimim için büyük çaba sarfeden anneme ve babama ve 2211 numaralı Yurt İçi Doktora Burs Programı'ndan faydalandığım TÜBİTAK'a teşekkür eder, çalışmanın ilgililere yararlı olmasını dilerim.

İstanbul, 2017 Togan KARATAŞ

GENEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı	: Togan Karataş
Ana Bilim Dalı	: İktisat
Programı	: İktisat Teorisi
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Ahmet Yılmaz
Tez Türü ve Tarihi	: Doktora – Eylül 2017
Anahtar Kelimeler	: Finansallaşma, Büyüme, Türkiye Ekonomisi

ÖZ

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA ve BÜYÜMENİN İSTİKRARI

Dünya ekonomisinde 1980 sonrası neoliberalizmin egemen olmasıyla ekonomiler küreselleşmiş ve dünyada finansal piyasalar öne çıkmaya başlamıştır. Bu durum son yıllarda finansallaşma olarak tanımlanmaktadır. Türkiye ekonomisinde de ilgili süreçte yaşanan çeşitli liberalizasyonlar ile özgün bir finansallaşma olgusu söz konusu olmuştur. Bu tez çalışmasında Türkiye ekonomisinin 1980-2016 döneminde yaşadığı finansallaşma deneyimi ve bu deneyimin büyüme performansıyla olan ilişkisi ele alınmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede öncelikle finansallaşma olgusuna ilişkin almaşık teoriler ele alınmış ve dünya ekonomisinin finansallaşma deneyiminin kısa tarihçesi verilmiştir. Ardından dönemlendirmeler yapılarak Türkiye ekonomisi için birçok gösterge ile finansallaşma olgusunun boyutları ve ekonominin büyüme performansı incelenmiştir. Bununla birlikte konumuz çerçevesinde bir ekonometrik modelleme de yapılmıştır. Genel olarak elde edilen temel bulgular, Türkiye ekonomisinin 1980 sonrasında finansallaşmanın farklı versiyonlarını yaşadığı ve büyümenin de finansallaşmanın boyutları genişledikçe daha çok dalgalandığıdır.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname	: Togan Karataş
Field	: Economics
Programme	: Economic Theory
Supervisor	: Professor Ahmet Yılmaz
Degree Awarded and Date	: Ph.D. – September 2017
Keywords	: Financialization, Growth, Turkish Economy

ABSTRACT

FINANCIALIZATION and STABILIZATION of GROWTH in TURKISH ECONOMY

After 1980, with the dominance of neoliberalism in World Economy, economies have been globalized and financial markets have begun to step forward. In recent years, this is described as financialization. Besides, with several liberalizations, a unique financialization phenomenon has taken place in Turkey Economy during the same period of time. In this thesis, the financialization that Turkey Economy had experienced between 1980-2016 years and its relation with the growth performance have been discussed. In this context, primarily, alternative theories relating to financialization have been addressed and the brief history of the financialization of World Economy has been mentioned. Secondly, dimensions of financialization and growth performance of Turkey Economy have been examined through various indicators by making periodizations. In addition, an econometric model has been built within the frame of the topic. In general, the key findings are that Turkey Economy has been experiencing the different versions of financialization after 1980 and that the growth flactuates more as the dimensions of financialization expands.

İÇİNDEKİLER

GRAFİKLER ..... **Vİ**

TABLOLAR ..... **İX**

ŞEKİLLER ..... **Xİ**

KISALTMALAR ..... **Xİİ**

1. GİRİŞ **1**

2. FİNANSALLAŞMA VE FİNANSALLAŞMA TEORİLERİ **5**

2.1. POST KEYNESYEN YAKLAŞIM 10

2.1.1. Keynes'in Para ve Finans Analizi *14*

2.1.2. Kalecki'nin Para Analizi *16*

2.1.3. Minsky ve Finansal İstikrarsızlık Hipotezi *18*

2.1.4. Post Keynesyen İktisatta Güncel Finansallaşma Tartışmaları *24*

2.2. MARKSİST YAKLAŞIM 28

2.2.1. Marx ve Engels'te Para Sermaye ve Finans *28*

2.2.2. Klasik Dönem Marksist İktisatta Finans Kapital *33*

2.2.2.1. Finans Kapital Teorisinin Oluşumu: Hilferding 33

2.2.2.2. Finans Kapital ve Emperyalizm: Lenin 36

2.2.2.3. Dünya Ekonomisi ve Finans Kapital: Buharin 37

2.2.3. Çağdaş Marksistlerin Finans Kapital ve Finansallaşma Analizi *39*

2.2.3.1. Monthly Review Okulu: Finans Kapital Teorisinin Gelişmesi ve Tekelci Kapitalizm 39

2.2.3.2. Lapavitsas ve Harvey'de Finansallaşma 44

2.2.3.3. Diğer Güncel Marksist Analizler 47

3. DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE BÜYÜME – KISA TARİHÇE ... 56

3.1. 19. YÜZYILDA VE 20. YÜZYILIN BAŞINDA KAPİTALİZMİN KÜRESELLEŞMESİ VE FİNANS 58

3.2. KAPİTALİZMİN "ALTIN ÇAĞI" 59

3.3. SERMAYENİN KARŞI ATAĞI: NEOLİBERALİZM – KÜRESELLEŞME-FİNANSALLAŞMA 64

3.4. SEÇİLMİŞ GÖSTERGELERLE DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE SONUÇLARI 72
3.4.1. Karlarda Toparlanma ve Yön Değişimi *72*
3.4.2. Menkul Kıymet Piyasasının Yükselişi *74*
3.4.3. Küresel Borçluluğun Artışı *77*
3.4.4. Bozulan Gelir ve Servet Bölüşümü *79*
3.4.5. Birikim Rejimi Olarak Finansallaşma *85*
3.5. DÜNYA EKONOMİSİNDE UZUN DÖNEMLİ BÜYÜME 87
4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE BÜYÜME (1980-2016)..... 92
4.1. 1980 ÖNCESİ DÖNEM: İTHAL İKAMECİ YILLAR 93
4.2. EKONOMİNİN DÖNÜŞÜMÜ: 1980-1988 102
4.3. TAM LİBERALİZASYONA GEÇİŞ: 1989-2001 111
4.3.1. 1990'lar: İniş – Çıkışlı Büyüme ve Para Sermayenin Yüksek Getiri Yılları *114*
4.3.2. Kırılma: 1999-2001 Kriz Süreci *124*
4.4. KESİNTİSİZ TEK PARTİ İKTİDARI: 2002-2016 128
4.4.1. İktisat Politikalarındaki Dönüşüm *130*
4.4.1.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Sıkı Maliye Politikası 130
4.4.1.2. Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçiş 133
4.4.1.3. Fiyat İstikrarı Hedefine Finansal İstikrar Hedefinin Eklemlenmesi 135
4.4.2. Birikim Kaynakları ve Büyüme Performansı *138*
4.4.3. Finansal "Derinleşme" *155*
4.4.3.1. Bankalara İlişkin Göstergeler 156
4.4.3.2. Borsanın Yükselişi 162
4.4.3.3. Para Arzı Gelişmeleri 165
4.4.3.4. Finansal Gelişim ve Finansal İstikrar 166
4.4.3.5. Finans Sektörü – GSYİH Bağlantısı 170
4.4.4. Bankacılık Sektörü ve Reel Sektör Karları Perspektifinden Finansallaşma *173*
4.4.5. Borçların Özelleşmesi ve Sonuçları *177*

4.4.5.1. Reel Sektörün Borç Dinamikleri....179
4.4.5.2. Hane Halklarının Borçlulukla Tanışması ve Sonuçları....183
4.4.6. 2002 Sonrası Finansallaşma ve Büyüme Bilançosu....*195*
4.4.6.1. Karlar ve Borçlar/Yükümlülükler....196
4.4.6.2. Büyüme....205

5. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE BÜYÜME ÜZERİNE EKONOMETRİK UYGULAMA....**211**

5.1. LİTERATÜR....211
5.2. VERİ SETİ VE METODOLOJİ....213
5.2.1. Modelde Kullanılan Makro Değişkenlerin Ele Alınışı....*214*
5.2.2. Modelde Kullanılan Yöntem: VAR Modeli....*216*
5.3. MODELİN ÇIKTILARI....217
5.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi....*218*
5.3.2. Birim Kök Testi Sonuçları (ADF)....*220*
5.3.3. VAR(1) Modelinin Kararlılığı....*221*
5.3.4. Etki-Tepki Analiz Sonuçları....*222*
5.3.5. Varyans Ayrıştırması Sonuçları....*223*
5.4. MODELİN DEĞERLENDİRİLMESİ....224

6. SONUÇ....**226**

EKLER....**233**

EK 1. VERİLERİN GRAFİKSEL GÖSTERİMİ....233
EK 2. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI (ADF)....234
EK 3. ETKİ TEPKİ ANALİZİ GRAFİKLERİ....239
EK 4. ETKİ TEPKİ ANALİZİ TABLOLARI....240
EK 5. VARYANS AYRIŞTIRMASI TABLOLARI....243

KAYNAKÇA....**245**

GRAFİKLER

GRAFİK 1 ABD EKONOMİSİNDE KAR ORANLARI (1955-2015) 72
GRAFİK 2 ABD EKONOMİSİNDE FİNANSAL KARLARIN FİRMALARIN TOPLAM KARLARINA ORANI (1955-2015) 73
GRAFİK 3 DÜNYA EKONOMİSİNDE MENKUL KIYMET TİCARETİNİN DÜNYA GSYİH'SİNE ORANI (1975-2015) 74
GRAFİK 4 DÜNYA TÜREV PİYASASI HACMİ VE DÜNYA GSYİH'SİNE ORANI (1998-2016 TRİLYON $) 76
GRAFİK 5 DÜNYA EKONOMİSİNDE ÖZEL SEKTÖRE VERİLEN YURT İÇİ KREDİLERİN GSYİH'YE ORANI (1960-2016) 77
GRAFİK 6 KÜRESEL BORÇLULUK - GSYİH İLİŞKİSİ (2001-2016) 78
GRAFİK 7 ABD EKONOMİSİNDE EN ZENGİN %1'LİK KESİMİN GELİR YÜZDESİ (1913-2015) 80
GRAFİK 8 ABD EKONOMİSİNDE EN ZENGİN %1'LİK KESİMİN TOPLUMSAL SERVETTEN ALDIĞI PAY (1913-2014) 80
GRAFİK 9 DÜNYA EKONOMİSİ İÇİN GİNİ KATSAYISININ GELİŞİMİ (1960-2010) 82
GRAFİK 10 DÜNYA EKONOMİSİNDE BÜYÜME (1961-2015) 88
GRAFİK 11 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME (1960-1979) 94
GRAFİK 12 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME (1980-1989) 107
GRAFİK 13 TÜRKİYE EKONOMİSİNİN DÜNYA MİLLİ GELİRİNDEN ALDIĞI PAY (1980-1988) 108
GRAFİK 14 ÖZEL BÜYÜK SANAYİ KURULUŞLARINDA FAALİYET DIŞI GELİRLERİN DÖNEM KARINA ORANI (1989-2001) 117
GRAFİK 15 BANKACILIK SEKTÖRÜ KARI/İSO-500 İÇİNDEKİ ÖZEL BÜYÜK ŞİRKET KARLARI (1989-1998)* 118
GRAFİK 16 MİLLİ GELİRİN YÜZDESİ OLARAK FAİZ GELİRİ (1989-1998) 120
GRAFİK 17 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME (1989-2001) 121
GRAFİK 18 TÜRKİYE EKONOMİSİNİN DÜNYA MİLLİ GELİRİNDEN ALDIĞI PAY (1989-2001) 123
GRAFİK 19 TÜRKİYE'DE ENFLASYON ORANI VE PARA PİYASASI FAİZLERİ (2002-2016) .134

GRAFİK 20 TCMB AĞIRLIKLI ORTALAMA FONLAMA MALİYETİ (2011-2016) 137
GRAFİK 21 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME (2002-2016).....139
GRAFİK 22 TÜRKİYE EKONOMİSİNİN DÜNYA MİLLİ GELİRİNDEN ALDIĞI PAY (2002-2016) 141
GRAFİK 23 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜME VE YABANCI SERMAYE GİRİŞİ (2002-2016)* 144
GRAFİK 24 KİŞİ BAŞI GSYİH (2002-2016 - DOLAR) 146
GRAFİK 25 BANKACILIK SEKTÖRÜ AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ VE GSYİH'YE ORANI (2002-2016 – MİLYAR TL) 156
GRAFİK 26 BANKACILIK SİSTEMİNDE SERMAYE YETERLİLİK ORANI (2002-2016) 159
GRAFİK 27 TL MEVDUAT VE DÖVİZ TEVDİAT HESAPLARININ GSYİH'YE ORANI (2005-2016) 162
GRAFİK 28 BORSA İŞLEM HACMİ/GSYİH VE GSYİH BÜYÜME ORANI (2002-2016).....164
GRAFİK 29 PARA ARZI GÖSTERGELERİNİN GSYİH'YE ORANLARI (2005-2016) 165
GRAFİK 30 FİNANSAL GELİŞMİŞLİK ENDEKSİ (2002-2014) 166
GRAFİK 31 FİNANSAL ERİŞİM GÖSTERGESİ OLARAK 100.000 KİŞİ BAŞINA ATM VE BANKA ŞUBE SAYISI (2007-2015) 167
GRAFİK 32 TÜRKİYE'DE FOREX PİYASASI İŞLEM HACMİ VE GSYİH'YE ORANI (2012-2015) 168
GRAFİK 33 FİNANS VE SİGORTA SEKTÖRÜNÜN İSTİHDAMA VE GSYİH'YE KATKISI (2004-2016) 170
GRAFİK 34 FİNANS VE SİGORTA SEKTÖRÜ BÜYÜME ORANI – GSYİH BÜYÜME ORANI (2002-2015) 172
GRAFİK 35 500 BÜYÜK SANAYİ KURULUŞUNDA FAALİYET DIŞI GELİRLERİN DÖNEM KARINA ORANI (2002-2015)* 175
GRAFİK 36 BANKACILIK SEKTÖRÜ KARI/İSO-500 KARI (2002-2016).....176
GRAFİK 37 FİNANSAL KESİM DIŞINDAKİ FİRMALARIN YÜKÜMLÜLÜKLERİ/GSYİH (2002-2016) 180
GRAFİK 38 HANE HALKI VARLIKLARI VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ (2002-2016).....185
GRAFİK 39 TÜKETİCİ KREDİSİ HACMİ VE GSYİH'YE ORANI (2002-2016).....188

GRAFİK 40 KONUT MASRAFI DIŞINDA BORCU VEYA TAKSİT ÖDEMESİ OLAN KURUMSAL OLMAYAN NÜFUSUN ORANI (2006-2015) 189
GRAFİK 41 KONUT KREDİLERİNİN TÜKETİCİ KREDİSİ İÇİNDEKİ PAYI (2002-2016) 190
GRAFİK 42 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE SERVET BÖLÜŞÜMÜ (2002-2014) 194
GRAFİK 43 BRÜT DIŞ BORÇ STOKUNUN GSYİH'YE ORANI (2002-2016) 197
GRAFİK 44 KISA VADELİ DIŞ BORÇ STOKUNUN BRÜT REZERVLERE ORANI (2002-2016)* 198
GRAFİK 45 NET REZERVLERİN CARİ AÇIĞI KARŞILAMA ORANI (2003-2016) 199
GRAFİK 46 ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU/GSYİH (2002-2016) 200
GRAFİK 47 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE KREDİ/MEVDUAT ORANI (TL CİNSİNDEN 2002-2016) 201
GRAFİK 48 EKONOMİNİN NET FİNANSAL DEĞERİ (2010-2016 MİLYAR TL) 202
GRAFİK 49 HARCAMALAR YÖNÜNDEN BÜYÜMENİN KAYNAKLARI (2003-2015)* 206
GRAFİK 50 VAR(1) MODELİNİN KARARLILIĞI 221
GRAFİK 51 ETKİ TEPKİ ANALİZİ GRAFİKLERİ (BÜYÜME) 222

TABLOLAR

TABLO 1 1980 ÖNCESİNDE GİRİŞİNE İZİN VERİLEN YABANCI SERMAYE MİKTARI (MİLYON $-TL) 99

TABLO 2 ÖDEMELER DENGESİ GELİŞMELERİ (1960-1974 – MİLYON $) 100

TABLO 3 ÖDEMELER DENGESİ GELİŞMELERİ (1980-1989 – MİLYON $) 109

TABLO 4 FİNANSMAN KAYNAKLARINA İLİŞKİN GÖSTERGELER (1981-1987) 110

TABLO 5 BORSA İLE İLGİLİ BÜYÜKLÜKLER (1986-2001) 114

TABLO 6 ÖDEMELER DENGESİ SEÇİLMİŞ KALEMLER (1989-2001 MİLYON $) 115

TABLO 7 TCMB'NİN PARA POLİTİKASINDA DEĞİŞİM 135

TABLO 8 GSYİH'YE ORANLA TASARRUFLAR VE YATIRIMLAR (2002-2016) 142

TABLO 9 YILLIK ORTALAMA DÖVİZ KURLARI (2002-2016) 144

TABLO 10 ÖDEMELER DENGESİ ANA HESAPLAR (2002-2016 – MİLYON DOLAR) 150

TABLO 11 FİNANSAL YATIRIM ARAÇLARI REEL GETİRİ ORANLARI (2002-2016 %) 152

TABLO 12 TCMB REZERVLERİ (YIL SONU - 2002-2016 - MİLYON $) 154

TABLO 13 SEÇİLMİŞ BANKACILIK RASYOLARI (2002-2015 - %) 157

TABLO 14 MEVDUATLARIN GELİŞİMİ (2005-2016 – MİLYON)* 160

TABLO 15 DÖVİZ TEVDİAT HESAPLARI (2005-2016 - MİLYON) 161

TABLO 16 BORSA İLE İLGİLİ BÜYÜKLÜKLER (2002-2016) 163

TABLO 17 BANKACILIK SEKTÖRÜ GELİR – GİDER DURUMU (2002-2015 - 1000 TL)* 173

TABLO 18 KAMU BORÇ STOKU GELİŞMELERİ (2002-2015 – MİLYAR TL) 178

TABLO 19 FİNANSAL KESİM DIŞINDAKİ FİRMALARIN VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ (2002-2016 - MİLYON $) 179

TABLO 20 REEL SEKTÖR BİLANÇO YAPISI - SEÇİLMİŞ RASYOLAR (2002-2015 %) 182

TABLO 21 HANE HALKI YÜKÜMLÜLÜK DEĞİŞİMİ (2002-2016 MİLYAR TL)* 184

TABLO 22 TÜKETİCİ KREDİLERİNİN GELİŞİMİ (2002-2016 – MİLYON TL) 187

TABLO 23 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GELİR DAĞILIMI (2006-2015)* 192

TABLO 24 GELİR TÜRLERİNİN YILLIK ORTALAMA ARTIŞ ORANI (2002-2011) 193

TABLO 25 ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONU (2002-2016 – MİLYON DOLAR) 200

TABLO 26 MODELDE KULLANILAN VERİLER 215

TABLO 27 TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER 218

TABLO 28 KORELASYON MATRİSİ.....219
TABLO 29 DÜZEYLER CİNSİNDEN BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI.....220
TABLO 30 BÜYÜME İÇİN VARYANS AYRIŞTIRMASI SONUÇLARI.....223

ŞEKİLLER

ŞEKİL 1 SERMAYE VE KURUMLAR..... 62
ŞEKİL 2 DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ..... 86
ŞEKİL 3 TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE BÜYÜME 1980-2016.....210

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

Bkz: Bakınız

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

EKK: En Küçük Kareler Yöntemi

EVDS: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (TCMB Veri Tabanı)

FED: Federal Reserve (ABD Merkez Bankası)

FSB: Financial Stability Board (Finansal İstikrar Kurulu)

GATT: General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması)

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

ISO: İstanbul Sanayi Odası

KİT: Kamu İktisadi Teşekkülleri

P-M-P': Para – Meta – Para' (Kapitalist üretim süreci)

P-P': Para – Para' (Finansallaşmayı temsil eden formülasyon)

SDR: Special Drawing Rights (IMF'den Özel Çekiş Hakları)

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TOKİ: Toplu Konut İdaresi Başkanlığı

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

VAR: Vektör Otoregresif Model

WB: World Bank (Dünya Bankası)

WTO: World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü)

1. GİRİŞ

Yakın tarihte ve günümüzde dünya ekonomisini karakterize eden neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma üçgeninin egemenliği ile birlikte sermaye sınıfının hakimiyet biçimi ve alanları büyük değişimler göstermiştir. 1980'lerde başlayan bu değişimin son dönemde en çok tartışılan alanı finansallaşma olmuştur.[1] Dünya ekonomisindeki finansal büyüklüğün muazzam boyutlara ulaştığı son dönemde ekonomilerde girift ilişkiler söz konusu olmaktadır. Tarihsel kapitalizmin[2] içinde yaşadığımız döneminde sistemi tanımlayan başat olgu olan ve özellikle 2008 krizi ile birlikte sonuçları daha net ortaya çıkan finansallaşmanın kodlarının çözümlenmesi, gerek dünya ekonomisi gerekse ona eklemlenmiş Türkiye ekonomisi açısından oldukça önemli ve gereklidir. Zira finansallaşma temelde sermaye birikim biçiminin/rejiminin yeni bir evresidir ve bu dönüşüm dünyanın iktisadi büyüme performansını da direkt olarak belirleyen olguların başında gelmektedir.

Kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen, II. Dünya Savaşı sonu ile başlayan ve 1970'lere kadar geçen süreç dünya ekonomisinde sermaye sınıfı için üretken sermayenin başat olduğu bir dönem olmuştur.[3] Bretton Woods'un yönettiği bu süreçte gerek savaştan çıkan ekonomilerin yeniden inşası gerekse Sovyet etkisi ile sınıflar arasındaki güç dengesi sınıfsal mücadelenin de güçlü olması ile işçi sınıfına doğru kaymaya başlamıştır. Ancak 1960'ların sonuyla birlikte üretken sermayenin karlılığının azalması ve sonunda 1973'te petrol krizi olarak beliren birikim krizine sermayenin cevabı yukarıda bahsedilen neoliberalizm, küreselleşme ve zamanla finansallaşma şeklinde olmuştur. Bu süreçte kapitalizm yeniden kurgulanmış ve yepyeni bir aşamaya geçilmiştir. Bu durum içsel bir sürekliliğe işaret etmesine rağmen, 1980 sonrası birikim koşulları ve üretim ilişkileri değişime

[1] Kavramsal olarak da finansallaşma; neoliberalizm ve küreselleşmeye göre daha yenidir.
[2] Bu noktada "tarihsel" belirli bir zaman ve mekanda geçerli olan – genel geçer olmayan anlamı taşımaktadır. Bu konuda bkz: Immanuel Wallerstein. **Tarihsel Kapitalizm ve Kapitalist Uygarlık**. Necmiye Alpay (çev.). Genişletilmiş 6. Basım. İstanbul: Metis Yayıncılık. 2012.
[3] Sermayeyi bir sınıf olarak ele alırken biçimsel olarak üretken, ticari ve para sermaye olarak sınıflandırmak mümkündür.

uğramıştır. Ancak günümüze uzanan süreçte her ne kadar birikim için yeni kanallar açılsa da birikimi kesintiye uğratan unsurlar da söz konusu olmuştur. 2008 krizi ile boyutları daha da iyi anlaşılan finansal sektör hegemonyası yakın dönemde kapitalizmin güncel dinamiği olmuştur.

Dünya ekonomisinde hegemonya mücadelesinin bir ayağı ve sermaye birikiminin kendini yeniden ürettiği alan olan finansallaşma, yalnızca sermaye sınıfı içi ilişkiler bağlamında değil, aynı zamanda hem sınıfsal hem de ülkeler arası düzeyde ele alınmalıdır. Sermayenin 1980 sonrası tüm dünyayı yeniden biçimlendirmesi/yapılandırması ile birikim dinamiğinin son halkası olan finansallaşmanın; yeni bir birikim alanı yaratılması bakımından birçok sonucu olmuştur. Bu manada artık finansal kesim, reel kesime yardımcı olmanın ötesinde sistemin birincil dinamiği haline gelmiştir. Çalışmada ayrıntılarıyla ele alınmaya çalışılacak olan finansallaşmanın ekonomilerde yarattığı kırılganlıklar ve dönüşümler ile dünya ekonomisinin genel büyüme performansı ve sınıfsal mücadele alanlarının özü değişmiştir. Bu durum, finansın geleneksel rollerinden kopup sistemde hegemonya kurmasıyla doğrudan ilişkilidir.

Bu tez çalışması temelde Türkiye ekonomisindeki finansallaşma ve büyümenin gelişimini teorik ve ampirik olarak incelemeyi hedeflemektedir. Böylece dünyada ve Türkiye'de son dönemde gelişen finansallaşma literatürüne bir katkı yapılmaya çalışılacaktır. Farklı finansallaşma perspektiflerinin ele alınacağı çalışmada genelde kapitalizmin ve özelde Türkiye ekonomisinin finansallaşma dönüşümü ve yarattığı sonuçlar ele alınacaktır. Çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinin finansallaşmasının özgün yanlarını ortaya koyarak ülkemizin büyüme performansının bu çerçevede incelenmesidir. Bu çerçevede finansallaşma olgusu çeşitli görüşler çerçevesinde ele alındıktan sonra dünya ekonomisindeki finansallaşma deneyiminin kısa bir tarihçesi verilecek ve birçok gösterge ile Türkiye ekonomisinin finansallaşma deneyimi ve büyüme performansı analiz edilmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde finansallaşma kavramının ortaya çıkışı ve bazı alternatif tanımlar ele alındıktan sonra bu alanda Post Keynesyen Okul ve Marksist Okul kapsamında ortaya konan para, para sermaye, finans ve finansallaşma teorileri incelenmeye çalışılacaktır.[4] Bu açıdan farklı iktisadi görüşlerin ele alınmasıyla, güncel gelişmelere ilişkin alternatif analizler ortaya koyulmaya çalışılacak ve teorik donanım sağlanmaya çalışılacaktır. Böylece kapitalist ekonomilerin yaşadığı birikim dönüşümlerinin sistemi taşıdığı konjonktürün ve dünya ekonomisinde yaşanan yeni kırılganlık alanları ile krizlerin temel dinamiği olan finansallaşma olgusu almaşık teoriler çerçevesinde anlaşılabilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, konumuz için gerekli olduğu düşünülen dünya ekonomisinde finansallaşma deneyiminin kısa bir tarihçesi verilecektir. Çünkü finansallaşma teorileri ile finansallaşma olgusunun daha iyi eklemlenmesi amacıyla dünya ekonomisindeki güncel finansal göstergeleri incelemek gerekmektedir. Dahası dünya ile entegre olmuş Türkiye ekonomisinin yaşadığı dönüşümün anlaşılması için dünya ekonomisindeki dönüşümlerin ele alınması gerekmektedir. Bu çerçevede kapitalizmin gelişim dinamikleri çerçevesinde önce erken kapitalistleşen ekonomilerde görülen ve tüm ülkeler ile sınıfları dolaylı olarak etkileyen finansallaşmanın, neoliberalizm ve küreselleşme ile dalga dalga yayılması kapitalizmin dönemleri çerçevesinde göstergelerle özetlenecektir. Yine bu bölümde dünya ekonomisinin 20. ve 21. yüzyıldaki büyüme performansı da finansallaşma bağlamında incelenmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın kritik bölümü olan dördüncü bölümünde dünya ekonomisinin bir parçası olan Türkiye ekonomisinin yakın dönemde yaşadığı finansallaşma deneyiminin özgün yanları incelenecek ve ekonomiye olan etkileri dönemler arasındaki farklar ortaya koyularak, ayrıntılarıyla analiz edilecektir. Genel olarak 1980-2016 döneminin ele alınacağı bölümde ekonominin büyüme performansının finansallaşma süreciyle olan ilişkisi ayrıntılarıyla ele alınmaya çalışılacaktır. Türkiye'nin büyüme serüveninin aktüel belirleyicilerinden biri olduğunu

[4] Bu çerçeve heterodoks iktisat çerçevesi gibi görünebilir. Fakat bu durum finansallaşma olgusunun daha ziyade iktisadın heterodoks kanadınca teorileştirilmiş olmasıyla ilgilidir.

düşündüğümüz ve finansal serbestleşmenin ve birikim sürecindeki dönüşümlerin bir sonucu olan finansallaşma olgusu ekonominin özgün yapısı çerçevesinde incelenmeye çalışılacaktır. Bu bağlamda Türkiye ekonomisindeki sermaye birikiminin dönüşüm zincirinin halkaları analiz edilecek ve özellikle 2002 sonrası döneme ağırlık verilecektir. Türkiye'nin birikim rejimindeki dönüşümlerin şifrelerinin çözümlenmeye çalışılacağı dönemde finansallaşma ve büyüme için genel bir bilanço oluşturulmaya çalışılacaktır.

Beşinci bölümde ise Türkiye ekonomisi için büyümenin bağımlı değişken ve çeşitli finansal göstergelerin bağımsız değişken olarak alındığı bir ekonometrik analiz yapılacaktır. VAR Modeli aracılığıyla ekonomideki finansallaşmanın büyüme performansını ilgili dönemde nasıl etkilediği ekonometrik olarak ortaya koyulmaya çalışılacaktır.

Sonuç bölümünde ise çalışma boyunca elde edilen bulgular ekseninde yapılan analizler özetlenecek ve bu çerçevede Türkiye ekonomisinin gelecekte nasıl yapılanması gerektiğine dair bazı öneriler sunulacaktır.

2. FİNANSALLAŞMA ve FİNANSALLAŞMA TEORİLERİ

Dünya ekonomisinde egemen sistem olan kapitalizmin dünya çapında geçirdiği evrime bakıldığında finansallaşmanın başat olgu olduğu görülmektedir. **Neoliberalizm – küreselleşme – finansallaşma** üçgeni son dönemde kapitalizmi hem taşımış hem de 2008 finansal krizine sürüklemiştir. Her ne kadar 2010'ların ikinci yarısı ile dünyanın yeni bir küreselleşme karşıtı döneme girdiğine yönelik analizler yapılmaya başlanmış olsa da[5] kapitalizmin yakın tarihi finansallaşma deneyimi çerçevesinde ele alınabilir. Bu açıdan sistemin üç sacayağından biri olan finansallaşmanın çözümlenmesi sistemin güncel eğilimlerini anlamak açısından kritiktir.

Kapitalizmin altın çağı olarak adlandırılan ve Keynesçiliğin hakim olduğu 1945'ten sonraki 30 yıllık dönemin ardından 1980'lerle birlikte dünya ekonomisinin çehresinde önemli değişiklikler olmuştur. Sermaye sınıfı kendine yeni kar alanları ararken merkez kapitalizmden başlayan ve çevreye yayılan finansallaşma sürecini de tetiklemiştir. Doğal olarak bu değişim dünya ekonomisindeki egemen paradigmayı da değiştirmiştir. Artık egemen paradigma neoliberalizm olurken dünya ekonomisinde üretken yatırımlardan göreli olarak kaçış dönemi de başlamıştır. Bu çerçevede çağdaş kapitalizmin anlaşılması için 1980'lerden sonraki süreç iyi analiz edilmelidir. Zira bu dönemden sonra dünya ekonomisinde finans kesimi büyümüş ve bu kesimin manevra alanı genişlemiştir. Finansal alanda elde edilen spekülatif gelirler, sermaye için birikimi başka bir boyuta taşımakla birlikte ciddi kırılganlıklar da yaratmış ve nihai olarak 2008 krizini

[5] Özellikle **Brexit** süreci ve ABD'de **Trump**'ın seçilmesi, mülteci krizinin de tetiklediği milliyetçilik akımları ile bu tip analizlerin sayısı artmıştır. Bu konuda bkz. Salvatore Babones, "Deglobalization? Or just an end to globalization?" https://www.worldeconomicsassociation.org/newsletterarticles/deglobalisation/ (Erişim: 05.11.2016) ve Simon Nixon, "Risk of Deglobalization Hangs Over World Economy". https://www.wsj.com/articles/risk-of-deglobalization-hangs-over-world-economy-1475685469 (Erişim: 05.11.2016)

doğurmuştur. 2008 krizi sonrası ise dünya ekonomisi için henüz net bir toparlanma söz konusu olamamıştır.

Ekonomi politik alanında yapılan kavramsallaştırmalar ve üretilen almaşık teoriler güncel ekonomik gerçeklikle bağlantılı olmak durumundadır. Bu çerçeveden bakacak olursak finansallaşma kavramı da finansallaşma olgusu gibi tarihsel olarak yeni sayılabilir. Nitekim bir kavram olarak finansallaşma ilk kez **Kevin Phillips** tarafından 1993 yılında ABD ekonomisinde finansal kesimin yükselişi üzerine kullanılmıştır.[6]

Finansallaşma kavramını anlamaya çalışırken karşımıza birçok farklı tanım ve analiz çıkmaktadır. Bu nedenle Post Keynesyen ve Marksist okulun spesifik analizlerine yer vermeden önce finansallaşma üzerine yapılan bazı güncel analizlere yer vermek yerinde olacaktır.

Finansallaşma çalışmalarında sıkça başvurulan Epstein ve Krippner'e göre finansallaşma; finansal kurumların, işlemlerin ve genel olarak finansal piyasaların ekonomi içindeki yerinin artması anlamına gelmektedir. Fakat Krippner için finansallaşma, aynı zamanda sermaye sınıfı için yeni bir birikim alanı olarak ortaya çıkmıştır.[7] Bu analizleri bir adım öteye taşıyan Dore ise finansallaşmayı ekonomide finans endüstrisinin hakimiyetinin artması, şirketlerin finansal kontroller vasıtası ile yönetilmesi, varlıkların giderek daha fazla finansal alana kayması ve özellikle borsanın konjonktürel dalgalanmaları yönlendiren faktör olarak ele alır.[8] Palley'in finansallaşmayı ele alışı ise finansal yapının yükselişi şeklindedir. Bu bağlamda Palley'e göre finansal piyasalar - kurumlarla finansal elitlerin iktisadi ve siyasi açıdan göreli konumu değişmiş ve bu kurum - aktörler daha etkili hale gelmiştir. Özellikle finansal sektörün reel sektöre göre büyüklüğünün artması, reel sektörden

[6] Ali Rıza Güngen. "Finansallaşma: Sorunlu Bir Kavram ve Verimli Bir Araştırma Gündemi". **Praksis Dergisi**. Dipnot Yayınları. Sayı:20. 2009. s.86.
[7] Gerald Epstein. **Financialization and World Economy**. Northampton: Edward Elgar Press. 2005. ve Greta Krippner. "The Financialization of the American Economy", **Socio- Economic Review**, Vol:3 Issue:2. 2005. ss.173-208.
[8] Bkz. Ronald Dore. "Stock market capitalism and its disusion", **New Political Economy**. Vol:7, Issue:1. 2002. ss.115-121.

finansal sektöre transfer olan gelirler ve gelir eşitsizliğinin oluşması ile ücretlerin bir tür durgunluğa girmesi Palley için sürecin öne çıkan noktalarıdır.[9] Yine Froud, Haslam, Johal ve Williams'ın literatüre kattığı "kupon havuzu kapitalizmi" kavramı da şirket ve bireyler üzerinden geliştirilen mikro analizler ile finansallaşma teorileri arasında önemli bir yer kaplamaktadır.[10] Van der Zwan ise finansallaşmayı yeni bir birikim rejimi ve hissedarların hüküm sürmesi şeklinde ele almıştır.[11] Burada bahsedilmesi gereken bir diğer nokta da son dönemde oldukça popüler olan bir güncel büyüme dinamiği olarak finansallaşma analizidir. Ekonominin büyüme kaynağının finans olması da finansallaşmanın geldiği boyutları göstermesi açısından kritiktir. Bu bağlamda Bhaduri, Raghavendra ve Guttal'ın kullandığı "finansın sürüklediği büyüme" kavramı dikkate değerdir.[12] Yine Boyer de teknolojik gelişmeler bağlamında bu kavramı kullanmıştır.[13]

Öte yandan "finansal mühendislik" çerçevesinde ele alınabilecek teknolojik gelişmelerin menkul kıymetleştirmeyi artırması ile gelişen finans piyasaları kaynaklı krizlerin gündelik yaşama da yansıması ve dahası gündelik yaşamın da finansallaşması, sisteme egemen olan sürecin yarattığı etkilerin okunabilmesi açısından önemlidir.[14]

Özetle birçok farklı vurgu noktası olmakla birlikte finansallaşma kavramsallaştırmaları finans sektörünün reel sektöre göre daha egemen olmasının yarattığı makro ve mikro sonuçlarla finansallaşmanın kapitalizmi ele geçirmesi çerçevesinde toparlanabilir. Finansallaşmanın teknolojinin de etkisiyle geçirdiği evrim ile sınıfsal güç (ekonomik ve siyasal) dengesini değiştirmesi, finans sermayesinin tüm iktisadi alanlarda egemenliğini genişletmesi, kapitalizmin odak

---

[9] Bkz. Thomas Palley. "Financialization: What It Is and Why It Matters". **The Levy Economics Institute.** Working Paper 525. 2007.
[10] J. Froud, S. Haslam, K. Johal ve S. Williams. "Financialisation and the Coupon Pool". **Gestao & Producao**, Vol: 8, No: 3, University of Manchester. 2001. ss.271-288.
[11] Natascha Van Der Zwan. "Making Sense of Financialization". **Socio-Economic Review**. Vol: 12, Issue:1. 2014. ss.99–129.
[12] Bhaduri, Armit, Srivinas Raghavendra, Vishwesha Guttal. "On the Systemic Fragility of Finance-Led Growth". **Metroeconomica – International Review of Economics.** Vol:66 Issue:1. 2015. ss.158-186.
[13] Bkz. Robert Boyer. "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis." **Economy and Society** Vol:29 Issue:1. 2000. ss.111-145.
[14] Bu konuda bkz. Ahmet Yılmaz ve Ayhan Uçak. "Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Sürecinin Eleştirel Bir Değerlendirilmesi". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**. Cilt:33, Sayı:2. 2012. ss.67-84.

noktasının finansa doğru kayması gibi birçok farklı vurgu söz konusu olabilmektedir.[15]

Bütünsel olarak bakacak olursak finansallaşmaya yönelik iktisadi teoriler ve ampirik bulguların analizi beş ana eksende toplanmaktadır:[16]

1. Finansallaşmanın, hissedar değeri çerçevesinde bir şirket yönetişim biçimi olarak yükselişi,
2. Sermaye piyasası temelinde yükselen finansal sistemlerin, banka temelli finansal sistemlere göre artan egemenliği,
3. Para sermaye anlamında rantiye sınıfın artan iktisadi ve siyasi gücü,
4. Çok sayıda yeni finansal enstrüman sayesinde finansal işlemlerin patlama göstermesi ve
5. Karın giderek ticaret ve meta üretimi yoluyla değil, finansal kanallardan sağlandığı bir birikim tarzı.

Tarihsel olarak finansallaşma süreci, toplumsal ilişkilerin kesişme noktası olan sermayenin üretkenlik gelişimine ek olarak spekülasyonlar ve varlık değerleri üzerinden kendini yeniden ürettiği dönem olarak da ele alınabilir. Sermayenin temel amacı olarak görebileceğimiz "büyüme"nin ancak yeni birikim alanlarıyla sağlanabileceği gerçekliğinden hareketle, finansallaşma süreci de sermayeni neoliberal dönemde bir genişleme alanı olarak ele alınabilir. Finansallaşma olgusunu temelde ekonomideki bütün sınıfların gelirlerinin giderek daha fazla oranda finansal sektöre bağımlı hale gelmesi olarak ele alırsak sınıfsal davranış kalıplarındaki değişmeler de dikkat çekecektir. Nitekim sonraki bölümlerde dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisi özelinde inceleneceği üzere finansallaşma

[15] Çalışma boyunca atıf yapılan bütün eserlerin ortaya koyduğu teorileştirme çabalarının birçok farklı vurgu noktası söz konusu olmuştur.

[16] Bkz: Greta Krippner'den aktaran, Hayri Kozanoğlu. "Finansallaşma ve Türkiye". **Uç(ur)ulamayan Balon: Finans**. Hayri Kozanoglu (drl.). 1. Basım, İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 2011, s.14. Bu çerçevede finansallaşmanın farklı iktisat okulları tarafından ele alınış biçimi değişkenlik göstermekle birlikte finansallaşma olgusunun tanımı konusunda bu tanımlamalar genel kabul görmüş durumdadır.

sürecinde gerek hane halklarının gerekse sermaye sınıfının iktisadi davranış kalıpları değişime uğramıştır.

Öte yandan, finansallaşma ile finansal krizler birbirine karıştırılmamalıdır. Finansallaşma, kapitalizm için yeni bir aşamaya işaret ederken finansal krizler kapitalizm tarihi açısından daha eski deneyimlerdir. Nitekim finansal krizlere ilişkin kriz teorileri nesillere ayrılacak kadar geniş iken finansallaşma analizleri daha yeni ve gelişmeye açıktır. Dahası bir bütün olarak sistemin üretim sürecinden kopması olarak ele alınabilecek finansallaşma ile belirli bir dönemde belirli dinamiklerle ortaya çıkan finansal krizlerin yapısı birbirinden farklıdır. Dünya ekonomisinin finansallaşması doğal olarak finansal krizlerin derinliğini ve boyutlarını farklılaştırsa da sürecin düzenli olarak uğradığı duraklardan biri olan krizler aynı anlamı ifade etmemektedir.

Son olarak finansallaşma sürecinin bir üretim (değer yaratma) süreci olmadığı unutulmamalıdır. **P – P'** şeklindeki (salt paradan para üretme veya sermayeyi üretim sürecine sokmadan büyütme) bir ilişkide iktisadi anlamda değer yaratılması mümkün değildir.[17] Öte yandan rantiye oligarşisinin[18] sermayesini büyütmek adına bulduğu yeni bir yol olarak finansallaşma bir bütün olarak kapitalist üretim sürecinden kopuk görünmekle birlikte o süreç kapsamında üretilen değerden beslenir. Çünkü para, doğuran değil üretilen bir değişkendir. Finansallaşmanın yarattığı değişim ile dünya ekonomisinde sınıflar ve devletler arası ilişkiler ile mücadelelerin biçimleri de değişmiştir. Bu açıdan çağdaş kapitalizmin ve emperyalizmin özü olarak görebileceğimiz finansallaşmayı Post Keynesyen ve Marksist açıdan incelemek yerinde olacaktır.

[17] Bu noktada Marksist yazında, değer teorisi çerçevesinde "değer"in işçinin katıldığı üretim sürecinde (P-M-M'-P') üretildiği kabul edilmektedir.
[18] Bu kavram finansallaşmaya yönelik Marksist yaklaşımda daha ayrıntılı ele alınacaktır.

2.1. POST KEYNESYEN YAKLAŞIM

Post Keynesyen İktisat Cambridge Ekolünden gelen bir heterodoks iktisat okuludur. Post Keynesyen iktisatçılar, okulun teorik konumu ve okulu karakterize eden argümanlar çerçevesinde homojen bir topluluğa işaret etmese de Davidson'a göre, yalnızca Keynes'in efektif talep ilkesini uygulayan ve Genel Teori'de önemli bir rol oynayan likidite tercihinin önemini kabul eden analitik modellerin Post Keynesyen olarak kabul edilmesi mümkündür.[19] Temelde Post Keynesyen teori, paranın yansızlığı, ekonomik yaşamın önemli karar alıcı yönlerinin bazılarında ergodik (geçmiş deneyimlere dayanarak geleceğe dair beklenti oluşturma) olmayan belirsizliğin oluşumu ve brüt ikame etkisine sık rastlandığının reddi üzerine inşa edilmiştir.[20]

Post-Keynesçi iktisatçılar ağırlıkla bölüşüm ve dağıtım konusunda çalışmış olmalarına rağmen ekonominin parasal açıdan analizine de eğilmiştir. Post Keynesçiler için paranın mübadele aracı veya değer stoku olarak önemsiz bir ikame elastikiyeti vardır. Dahası Post Keynesçilere göre mali kurumlar toplam para stokunu kolektif olarak harekete geçirme kapasitesine sahiptir.[21]

Şüphesiz Post Keynesyen iktisadın bütün özgün teorilerini vermek bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Bu açıdan konumuz çerçevesinde para ve finansallaşma alanına yaptıkları katkılar incelenecektir. Post Keynesyen iktisatçıların finansallaşma alanına yaptığı teorik katkıları incelemeden önce bu okulun para teorisindeki özgün yaklaşımları ele alınmalıdır. Zira özellikle para piyasasının ele alınışı okulun teorik ve ideolojik konumu açısından kritiktir. Post Keynesyen düşüncede belirsizlik sorunu mutlaka parasal analizlere dahil edilmelidir. Bunun yanında para arzının içselliği söz konusudur. Post Keynesyen

[19] Paul Davidson. Post Keynesyen Okul. **Modern Makro Ekonomi – Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**. Brian Snowdon ve Howard R. Vane. (Ed.). Barış Kablamacı (çev. editörü). 1. Basım. İstanbul: Efil Yayınevi: İstanbul. 2012. s.402.
[20] Davidson, s.419.
[21] E. K. Hunt. **İktisadi Düşünce Tarihi**. Birinci Baskı. Ankara: Dost Kitabevi. 2005. s.598.

düşünce için paranın ekonomideki rolünü anlama noktasında modellerin temel vasıfları şöyle olmalıdır.[22]

- Kararlar, insanların yanılabilir olduğunu bilen birimlerce verilir.
- Sözleşmelerle sağlanan anlaşmalar belirsizliğin taraflar arasında bölünmesini sağlar.
- Reel ve finansal aktiflerin alım-satımının yapıldığı anında teslim ve vadeli teslim piyasaları vardır. Bu piyasalar, bilgilenme yetersizliği durumunda belirli bir güvence sağlayabilir.
- Piyasalarda para malları, mallar da parayı satın alabilir. Talep, ödeme gücünü içermelidir.
- Piyasada mevcut iktisadi aktörler, fiyatın belirlenmesinde ve değişmesinde belirleyicidir.
- Dışsal olarak belirlenen yasal karşılık oranlarını tutmak zorunda olan bankalar, özel borç alacakların değiş-tokuşuna olanak sağlar.

Post Keynesyen iktisadın finansallaşma analizine geçmeden önce bazı temel argümanları da kısaca açıklamak yerinde olacaktır. Zira ilgili argümanlar, finansallaşma analizinin anlaşılması açısından önemlidir. Post Keynesyenlere göre temelde ekonomide **belirsizlik** hakimdir, geleceği bilmek çoğu zaman mümkün değildir. Ayrıca ekonomiye tarihsel olarak bakılmalıdır. Bir başka ifadeyle konjonktürel dalgalanmaların mutlak anlamda tekrarı söz konusu olmayabileceğinden ekonomik gelişmeler kendi özgünlükleri çerçevesinde okunmalıdır.[23] Örneğin; Alan Blinder'e göre Keynesçiliğin temel prensiplerinden biri ekonominin hem kamusal hem de özel sektör kararlarından etkilendiği ve

[22] Ufuk Başoğlu, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız. **İktisatta Devrimler Karşı Devrimler.** 1. Baskı. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım. 2004. s.37.
[23] Ayrıntılar için bkz. Ercan Eren. "1929 ve 2008 Krizlerine (Post)Keynesçi İktisat ve Avusturya Okulu Yaklaşımlar". **John Maynard Keynes... Yine, Yeniden**. Deniz Taner Kılınçoğlu, Emre Özçelik (der.). 1. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları. 2016. ss.145-176 ve Mehmet Fatih Cin. **Post-Keynezyen İktisat**. 1. Basım. İstanbul: Efil Yayınevi. 2012.

dengesiz davrandığı fikridir.[24] Bu dengesizliğin temelinde para piyasası ve finansal dünyanın dinamikleri vardır.

Post Keynesyen iktisadın para teorisini ele aldığımızda para arzı ana akım iktisadın söylediğinin aksine yalnızca dışsal değişken olarak kabul edilmemektedir. Hatta para arzının monetaristlerin iddialarının aksine[25] **içsel** olması söz konusudur. Bu açıdan para arzı, halkın ve bankaların tercihlerinin faiz oranlarından etkilendiği inancına bağlı olarak yalnızca merkez bankaları tarafından belirlenen bir olgu değildir. Bu açıdan analiz, Keynes'in spekülatif para talebi analizinin de bir adım önündedir. Bilindiği gibi Keynes'in spekülatif para talebi analizinde iktisadi aktörlerin para taleplerinin faize de duyarlı olması söz konusudur. Post Keynesyen para teorisinde ise finansal kurumlar büyük bir önem taşımaktadır. Yine Post Keynesyen para teorisinde para arzı efektif talep beklentilerine göre şekillenmektedir. Çünkü üretimdeki çıktılar ile ekonomideki tercihler para talebini ve dolayısıyla para arzını etkilemektedir. Bundan dolayı nedensellik para talebinden para arzına doğrudur. Bu noktada kredi mekanizması belirleyici konumdadır.[26]

Post Keynesyen iktisadi düşünceye göre para arzı ve talebinin dışında özellikle kredilerin kontrol edilememesi nedeniyle konjoktürel dalgalanmaların şiddeti artmaktadır. Bu çerçevede Kaldor, Weintraub ve Moore'a göre merkez bankaları süreci kontrol etmeye çalışsa bile sonucu belirleyen ekonomideki aktörlerin tercihleridir.[27] Bütünsel olarak bakıldığında Post Keynesyen yaklaşımda paranın iktisadi sisteme girdiği üç yol bulunmaktadır:[28]

1. Üretimin belli bir zaman aralığına karşılık gelmesi nedeniyle kredinin bu süreci kolaylaştırmasıdır. Üretken kredi, üretim ekonomisinin normal parasal bir fonksiyonu olarak kabul edilmelidir. Eğer bankacılık sektörü kredileri yanlış tahsis ederse, bu durumda üretken olmayan krediler artacak,

[24] Aktaran Edmund Conway s.40. **Gerçekten Bilmeniz Gereken 50 Ekonomi Fikri**. Domingo Yayınları. 2. Baskı. 2009. s.40.
[25] Örneğin; dışsal para arzına atfen türetilen helikopter para teorisi gibi.
[26] Bkz. Cin, ss.65-77.
[27] Gökhan Akbulut. "Para Arzının Endojenliği ve Türkiye Örneği". **İ.Ü. İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü Yönetim Dergisi**. Sayı: 51. 2005. s.27.
[28] Lavoie'den aktaran Cin, s.69.

kredilerin geri ödenmesi zorlaşacak ve arkasından finansal kriz gelecektir. Bu Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi olarak ifade ettiği yaklaşımdır.

2. İkincisi, para otoritelerinin uyguladıkları para ve maliye politikasıyla gerçekleşmektedir. Bu durumda para diğer finansal varlıklara bir alternatif olarak görülmektedir.
3. Üçüncü yol, açık ekonomiler kanalıyla oluşan akımdır. Ödemeler bilançosu fazlası parasal bir artık yaratmaktadır. Ödemeler bilançosundaki açık ise, tam tersi bir etkiye sahiptir.

Bu çerçeveden bakıldığında Post Keynesyen okulda kredi çarpanı, parasal taban ve para stoku arasındaki nedensellik ilişkisi parasal tabandan para stokuna doğru değil, kredi talebinden banka mevduatlarına (banka rezerv artışına) doğrudur. Ayrıca merkez bankaları ticari bankaların ihtiyaçlarına göre hareket ederken para stoku yerine faizi kontrol ederek hareket ederler.[29] Bu çerçevede, genel olarak Post Keynesyen para teorisinde para, kredi yaratımının bir çıktısı olarak alınmıştır.[30]

Post Keynesyen para teorisinin finansallaşma ile olan bağlantısını temel olarak finansman kaynakları kurar. Sonraki bölümde inceleneceği üzere kredilerin yaratabileceği finansal istikrarsızlık aslında doğrudan ekonomideki aktörlerin tercihlerinin bir yansımasıdır. Bu tercihler de hem para piyasasını hem de finansal yapıyı etkilemektedir. Konuyu anlaşılır kılmak adına Post Keynesyen para ve finans analizinde kritik yer tutan teorisyenlerin analizlerini ele almak gerekmektedir.

Post Keynesyen okul için Avrupa ve Amerika Post Keynesçiliği gibi farklı damarlardan bahsedilse de temel, Keynes'in eleştirel analizleri üzerine oturmaktadır. Bu açıdan öncelikle Keynes'in konumuzla ilgili görüşlerine kısaca yer vermek yerinde olacaktır.

[29] Lavoie'den aktaran Cin, s.70.
[30] Philip Arestis ve Alfred Eichner. **Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance**. Thames Papers in Political Economy. Thames Polytechnic. Incorporating Avery Hill College. 1987. s.18.

2.1.1. Keynes'in Para ve Finans Analizi

Temelde Klasik İktisatçıların önermelerine karşı çıkan ve ekonominin eksik istihdamda efektif talep eksikliği ile sıkışıp kalabileceğini açıklayan Keynes'in konumuzla ilgili iki argümanına yer vermek gerekmektedir: **Likidite tercihi** (para talebi) analizi ve **gazino kapitalizmi** kavramsallaştırması.

Klasik okulun para teorisi analizini eksik bulan Keynes'in bu konudaki özgün katkısı spekülatif para talebi çerçevesinde biçimlenmiştir. Keynes'e göre bir ekonomide para talebi yalnızca gelire değil aynı zamanda faiz oranına da bağlıdır. İnsanlar faizlerin en düşük seviyeye indiği ve daha fazla düşemeyeceğine inandıysa menkul kıymetlerin (Keynes o dönem tahvili ele almıştır.) gelecekteki getiri imkanı için elinde daha fazla para tutacaktır. Böyle bir durumda ekonomide para arzını genişleterek faiz oranlarını düşürmek imkansızdır.[31] Spekülatif para talebi çerçevesinde likidite tuzağı olarak bilinen durumda para politikaları etkinsiz olacaktır. Bu durumda da ekonominin resesyondan veya depresyondan çıkması için maliye politikaları uygulanmalıdır.

Spekülatif para talebi analizi dışında Keynes'in **finans motifi** analizi genelde gözden kaçmaktadır. Bu analizin para talebinde yeni bir motif olarak ele alınması okul içerisinde tartışmalı olmakla birlikte[32] kabul ediliş biçiminin dışında da oldukça önemlidir. Keynes spekülatif para talebini geliştirerek planlanan yatırımlar nedeniyle finansman talebindeki artışın faiz oranları üzerinde yukarıya doğru bir baskı yapacağı kanaatindedir. Bu açıdan Davidson'a göre finans motifi olarak ele alınabilecek bu analiz paranın içselleşmesi açısından kritiktir.[33] Bu analiz Post Keynesyen iktisatçıların para teorisi tartışmalarını da ciddi şekilde etkilemiştir. Burada son olarak Keynes'e göre likidite tercihi teorisi kapsamında para piyasasında faiz, tüketimden vazgeçmenin, paradan ayrılmanın bir karşılığı olduğu

[31] Bkz. Halil Seyidoğlu. **Ekonomik Terimler – Ansiklopedik Sözlük**. Geliştirilmiş 3. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2002. s.387.
[32] Bkz. Gülsüm Akalın. Keynes'in Finans Motifi Üzerine. **Keynes'in Genel Teorisi Üzerine**. Birinci Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2012 s.128.
[33] Akalın, s.147.

hatırlanmalıdır. Bu açıdan faizler bir yatırım tasarruf denkliği kurmak yerine elde tutulmak istenen para miktarını var olan para miktarına eşitleyici bir işlev görür.[34]

Keynes, paranın doğasını incelerken, finansal nedenlerle ihtiyaç duyulan para miktarını finansal dolaşım olarak nitelendirir. Bu noktada Keynes için;

> *"Finansal enstrümanların mübadele hacmi, yani finansal ticari faaliyet, sadece yüksek derecede değişken olmakla kalmaz, aynı zamanda ister sermaye malları isterse tüketim malları cinsinden olsun, çıktı hacmiyle sıkı biçimde **ilişkili** de **değildir.**"*[35]

Para talebi analizleri dışında finansın yükselişi veya güncel tanımıyla finansallaşma için kategorik bir saptama olarak ele alınabilecek gazino kapitalizmi kavramının mucidi Keynes'tir:[36]

> *"Spekülatörler düzenli akan bir girişim ırmağının üzerindeki balonlar olarak zararlı değildirler. Ama girişimler, **spekülasyon** girdabının üzerindeki balonlara dönüstüğünde iş ciddileşir. Bir ülkenin sermaye gelisimi **gazinoculuk** etkinliklerinin bir yan ürünü haline gelmişse, işler büyük olasılıkla sağlıksız yapılmaktadır."*[37]

Bununla birlikte Keynes, piyasalar için bu durumu bir ihtimal olarak görmekten öte normal bir süreç olarak ele almaktadır: *"Piyasa psikolojisini öngörme faaliyetlerine **spekülasyon**, varlıkların yaşam süreleri boyunca olası hasılalarını öngörme faaliyetine **girişim** dersem, girişime karşı spekülasyonun her zaman üstünlük sağlayacağı söylenebilir."*[38]

Keynes'in spekülasyon temelli gazino kapitalizmi analizi aynı zamanda sistemin istikrarsızlığına da dikkat çekmektedir. Bu okuma biçimi de Post Keynesyen iktisadi analizi etkilemiştir.[39]

---

[34] Sadun Aren. **100 Soruda Para ve Para Politikası**. 3. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2013. ss.92-93.
[35] John Maynard Keynes. **Para Üzerine Bir İnceleme.** Cihan Gerçek (çev.). 2. Basım. 2015. s.230.
[36] John Maynard Keynes. **Genel Teori – İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi**. Uğur Selçuk Akalın (çev.). 1. Basım. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2008, s.142.
[37] Aslında Keynes'in geliştirdiği "gazinoculuk" kavramını kapitalizmle birlikte ele alıp gündeme sokan Susan Strange olmuştur. Strange 1987'de "kumarhane kapitalizmi" kavramını ilgili dönemdeki dönüşümleri betimlemek amacıyla kullanmıştır. Bkz: Max Haiven. **Hayali Sermaye – Popüler Kültürde ve Gündelik Yaşamda Finansallaşma**. Yasin Emre Kara (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Koç Üniversitesi Yayınları. 2016. s.111.
[38] Keynes. *Genel Teori – İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi.* s.141.
[39] Bu analiz ileride bahsedileceği üzere Montly Review okulu kapsamında Marksizmde de karşılık bulmuştur.

2.1.2. Kalecki'nin Para Analizi

Michal Kalecki'nin iktisadi analizleri hem Keynesyen hem de Marksist İktisat çerçevesinde ele almak mümkündür.[40] Ancak Kalecki'nin iktisadi düşünce alanındaki yeri para analizleri bağlamında daha ziyade Post Keynesyen görüş içerisinde incelenebilir. Her ne kadar asıl katkı alanları; iş çevrimleri, büyüme ve yatırım gibi alanlar olsa da Kalecki'nin önemli para ve finans analizleri de söz konusudur.

Kalecki için öncelikle paranın üretim süreci, reel ekonomiye içseldir. Bu açıdan para stokunun ekonomideki oluşumu ve yarattığı etkiler de ortodoks iktisadi görüşten farklıdır. Modern anlamda Post Keynesyen para teorisinin kurucularından sayılabilecek olan Kalecki için bir ekonomideki yatırım ve tüketim harcamalarına ilişkin kararları temelde karlar belirlemektedir. Bu, Kalecki'nin reel sektör analizine dayanır. Kalecki'nin ortaya koyduğu reel sektör analizi, parasal ekonominin analizi için köşe taşlarından biri olmuştur. Kalecki için firmaların boyutları ekonominin finansal analizi için önemlidir: *"Firmalar sahip oldukları sermaye miktarı ile bağlantılı olarak güç kazanır ve bu gücüne paralel olarak finansal piyasadan borç sermaye bulur."*[41] Bu analiz, güç ilişkilerini iktisadi analize katması ve bu ilişkiler bağlamında dolaşım ve bölüşümü tanımlaması açısından önemlidir.

Kalecki'nin sınıfsal konum vurgusu aynı zamanda eşitsizliğin de analize eklemlenmesi anlamına gelir. Kalecki için finansman, neoklasik önermenin iddia ettiğinin aksine her aktör için aynı şartlarda gerçekleşmemektedir. Bu noktada firma sermayesinin büyüklüğü ilgili firmaya finansman avantajları sağlaması bağlamında önemlidir.[42]

---

[40] Kalecki'nin ekonomi politik açıdan sergilediği duruşun hangi iktisat okuluna daha yakın olduğu literatürde tartışmalıdır. Bu çalışmada literatürde daha çok Post Keynesyen iktisatçılara dahil edildiği için Kalecki'nin para analizi bu bölümde ele alınmıştır.

[41] Kalecki'den aktaran Fuat Ercan. **Para ve Kapitalizm**. Gözden Geçirilmiş 2. Baskı. İstanbul: Devin Yayıncılık. s.235.

[42] Bkz. Michal Kalecki. **Selected Essays on the Dynamics of Capitalist Economy**. London: Cambridge University Press. 1971. ss:100-110.

Ayrıca Kalecki için krediler kapitalist ekonomideki finansal hesapların temelini oluşturmaktadır. Bu açıdan krediler, ticari bankalar ve merkez bankalarını içeren ödemelerin çok daha ötesindedir. Yine Kalecki için para politikaları da merkez bankalarının faiz ve kredi politikasından ziyade iş çevrimlerine içsel bir olgudur. Bu açıdan para ve para politikası bir bütün olarak üretim sürecine içkindir. Bu analiz paranın ve para politikalarının sistemdeki reel dinamiklerden bağımsız olmadığı anlamını taşımaktadır. Kalecki için para sirkülasyonu firmaların üretim/yatırım kararlarından etkilenmekle birlikte anahtar rol **kurumsal finansman**dadır. Ayrıca Kalecki için faiz oranları yatırımların belirlediği iş çevrimlerini etkileyemez ancak geleneksel olmayan önlemler bankacılık sisteminin likiditesini etkileyebilir. Bununla beraber iş çevrimlerinin yatırımcılar tarafından belirlenmesi olgusu iktisat politikaları için ön planda tutulması gereken bir noktadır.[43]

Paranın endojenliği (içselliği) ve güç ilişkilerinin analize eklemlenmesi gibi konulardaki ortodoks iktisada göre yöntemsel farklılığın yanında Kalecki'nin para analizi genel olarak şöyle özetlenebilir:[44]

- Planlanan yatırımları artırmanın yolu, bankacılık sisteminin yeni kredi (borç) yaratmasıdır. Böyle bir durumda genel para stoku artar.
- Para stoku temelde kamunun para talebine bağlıdır.
- Para stoku kamu para talebi kadar bankacılık sisteminin kararlarına ve faaliyetlerine de bağlıdır.
- Borçlar ve riskler paralel olarak ilerler. Borç artarsa risk de artar.
- Kredi (borç) talebindeki değişiklikler faiz oranına etkisi nedeniyle bankaların bilançolarında değişikliklerin oluşmasına neden olur.
- Paranın değişim değeri ve değer saklama vasfı arasında bir yön bulunmalıdır. Çünkü paranın biçimsel olarak farklı halleri farklı amaçlara hizmet eder.

[43] Bkz. Jan Toporowski. "The Monetary Theory of Kalecki and Minsky". **SOAS Department of Economics - Working Paper Series**. No:172. 2012.
[44] Sawyer'dan aktaran, Mehmet Şişman. **Uluslararası Paranın Ekonomi Politiği ve Kriz**. 1. Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2011. s.61.

2.1.3. Minsky ve Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Hyman P. Minsky'nin 20. yüzyılda geliştirdiği finansal istikrarsızlık hipotezi günümüzde halen finansal sistemle ilgili birçok tartışmada yol gösterici olma niteliği taşımaktadır. Neoklasik - monetarist argümanların reddi üzerinden inşa edilen bu hipotez modern kapitalizmin finansal sisteminin nasıl çalıştığını heterodoks açıdan deşifre etmeyi denemiş temel analizlerden biridir. Bu nedenle kapitalist bir ekonomideki finansal yapının yarattığı ve yaratmakta olduğu kırılganlıkların analizinde Minsky'ye sık sık atıf yapılmaktadır. Son olarak 2008 küresel finans krizi için de **"Minsky Anı"** benzetmeleri kullanılmaktadır.[45]

Bir sonraki bölümde Marx – Hilferding bağlantısında da belirtileceği gibi Minsky, Keynes'in Genel Teorisinin finansal ayağını tamamlamıştır denilebilir.[46] Bu bağlamda "Finansal Keynesçiliğin" başlangıcı Minsky olarak kabul edilebilir. Çünkü Keynesyen teorik araçları kullanmakla birlikte Minsky kapitalizmin finansal bir sistem olduğu kabulünden hareket etmiştir. Ancak Minsky'yi salt finansal Keynesçi olarak tanımlamak eksik bir analiz olacaktır. Zira Minsky teorisini finansal sistemin kurumlarına değil, sistemin içsel yapısına yönelik olarak geliştirmiştir.

Minsky finansal istikrarsızlık teorisini geliştirirken teoriyi **"para yöneten kapitalizm"** kavramı üzerine inşa etmiştir. Minsky, bir bütün olarak para yöneten kapitalizmin temel özelliklerini şöyle tanımlamaktadır:[47]

1. Hemen hemen bütün işletmeler şirket yapılanması şeklinde organize olmuştur.
2. Bu şirketlerin yükümlülüklerinin önemli bir kısmı bankaların, sigorta şirketlerinin, yatırım fonlarının ya da emeklilik fonlarının elindedir.
3. Finansal sistem, yatırım ve emeklilik fonları gibi kurumlar sayesinde yeni bir şekle bürünmüştür.

---

[45] Bkz: The Economist. "Minsky's Moment". http://www.economist.com/news/economics-brief/21702740-second-article-our-series-seminal-economic-ideas-looks-hyman-minskys (Erişim: 20.02.2017)
[46] Y. Tamer Ergül. **Finansal İstikrarsızlık Hipotezi**. 1. Baskı. İstanbul: Bizim Kitaplar. 2015. s.34.
[47] Erkan Tokucu. "Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri". **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt: 67, No: 2. 2012. s.199.

4. Yatırım fonları ve emeklilik fonları, sahip olabilecekleri varlıkları ve gerçekleştirebilecekleri faaliyetleri gösteren sözleşmelerle sınırlandırılabilir.
5. Fon yöneticileri için belirlenen temel gaye, gerçekleştirdikleri yatırımların değerini maksimize etmektir.
6. Bir fonun veya fon yöneticisinin performansı, varlıklardan elde edilen toplam getirilerle (faiz, kar payı ve hisse senetlerinin değerlerinin yükselmesi) ölçülmektedir.

Minsky için bütünsel olarak (modern) *"Ekonomi[nin] istikrarsız olmasının nedeni kapitalist finansmandır."*[48] Konjonktürel dalgalanmalara içsel olan finansal hareketler ekonomiyi içsel olarak istikrarsız kılmaktadır. Hatta finansal hareketler ile konjonktürel dalgalanmalar arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır. Bu pencereden bakıldığında analiz, dengesizlikleri veya krizleri dışsal olgulara bağlayan ana akım iktisadi görüşün zıttı bir nitelik taşımaktadır. Finansal dalgalanmaların veya krizlerin kötü yönetim veya ahlaki riskler ile ilgisi yoktur. Bu bağlamda borç birikim, aşırı borçluluk, finansal kırılganlık, borç deflasyonu[49], sistemik risk gibi kavramlar, finansal istikarsızlık yaklaşımının temel unsurlarıdır ve finansal istikrarsızlık sisteme içkindir.[50]

Minsky'yi öncelikle bir yatırım kuramcısı olarak ele almak mümkündür. Minsky için ekonomide ikili fiyat düzeyi söz konusudur. Bunlar üretilmiş yatırım ve tüketim mallarının fiyatı ile daha önce üretilmiş yatırım mallarının fiyatıdır.[51] Bu noktada eski yatırım mallarının fiyatı yeni yatırım mallarının fiyatından yüksekse yatırımcılar için kar fırsatı söz konusudur. İlgili yatırımın finansman biçimi de (iç veya dış borç) risklerin ortaya çıkmasına neden olacaktır.

---

[48] Hyman P. Minsky. **İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı.** (Çev. Oğuz Esen). 1. Basım. Efil Yayınevi: İstanbul. 2013. s. 225.
[49] Minsky bu noktada Fisher'den de etkilenmiştir. Bu konuda bkz: Irving Fisher. "The Debt-Deflation Theory Of Great Depressions". **Econometrica**, Vol. 1, No. 4, ss. 337-357. 1933. http://www.jstor.org/stable/1907327 (Erişim: 02.11.2016)
[50] Sayım Işık. **Para, Finans ve Kriz - Post Keynesyen Yaklaşım**. Genişletilmiş İkinci Baskı. Ankara: Palme Yayıncılık. 2010. ss.299-300.
[51] Ergül, s.36.

Minsky için temel hareket noktası yatırım çıktıları üretilirken, bunların mutlaka finanse edilmesi zorunluluğunun varlığıdır. Hatta buna sermaye varlıklarının sahipliği de eklenmelidir. Çünkü bir kapitalist ekonominin gidişatı kamu harcamaları veya ücretlerden kaynaklı istikrarsızlıklardan ziyade yatırım harcamalarındaki istikrarsızlıklarla belirlenir.[52] Bu bağlamda her zaman finansman koşulları varlık fiyatlarını ve yatırım talebini etkileyecektir. Öte yandan bir yatırım kararı Minsky için sermaye varlıklarının elde edilmesi açısından bir yükümlülük yapısına ilişkin bir karardır. Ekonominin genel istikrarı da bu sermaye varlıkları üzerine alınan pozisyonlar ile yakından ilgilidir. Sistemin lokomotifi olarak yatırımın ve sermaye sahipliğinin finansmanı kabul edilince finansal istikrarsızlık hipotezi de belirir. Bu noktada unutulmaması gereken bir diğer nokta da finansal istikrarsızlık hipotezinin Kalecki ve Levy'nin toplam talebin karı belirlediğine ilişkin görüşlerinden de etkilenmiş olmasıdır.[53]

Finansal istikrarsızlık hipotezi bir bakıma Keynes'in Genel Teori'de eğildiği **belirsizlik** probleminden beslenir. Bir yatırım yapılırken gelecekte elde edilecek kar belirsizdir. Bu noktada devreye giren finansal piyasalar, yatırım projelerinin likiditelerini artırarak bu soruna çözüm getirir. Ancak Keynes için varlıkların likiditesinin artması yatırımcıların uzun vade yerine kısa vadeye odaklanmasına ve likit finansal piyasalarla oluşan hareketlerin istikrarsızlık yaratması anlamı taşır.[54] Bu istikrarsızlık da kendi kendini yok eden bir yapıda olmaktan uzaktır. Bu açıdan unutulmaması gereken nokta Minsky için istikrarsızlığın sistem dışı değil, sisteme içsel olduğudur. Sistem doğası gereği istikrarsızdır.[55] Öte yandan Minsky'ye göre[56]

> *"İstikrarsızlığın analizinde, tarihsel olarak spekülatif genişlemeyi ve krizler sonrası toparlanmayı takip eden spekülatif panikler, borç deflasyonu ve derin krizler, kırılgan ve istikrarsız finansal yapıların ortaya çıkmasına yol açan sürekli büyüme özelliğine sahip bir dönemdeki gelişmelerden daha az önemlidir."*

[52] Minsky. *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*, s.175.
[53] Suat Oktar ve Levent Dalyancı 2010. Finansal Kriz Teorileri ve 1990 sonrasında Türkiye ekonomisinde Finansal Krizler. **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. Cilt: 29, Sayı:2. 2010. s.8.
[54] Keynes, *Genel Teori – İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*, ss.121-170.
[55] Minsky, *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*, s.176.
[56] Minsky, *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*, s.177.

Minsky'ye göre kapitalist sistemin finansal yapısı içerisinde firmaların, borç yapıları için üç farklı şekilde tutum alması söz konusu olabilir:[57]

1. ***Tedbirli, güvenli – hedge finans:*** Finansal duruma göre davranan firmalar, belirli bir periyotta yükümlülüklerini karlarından düşük tutacak şekilde hareket eder. Bu açıdan firmaların nakit akışları ve yükümlülükleri arasında firma lehine bir denge vardır. Firmalar yükümlülüklerini öderken zorlanmazlar. Bu durumda firmaların varlık yapıları sağlıklı olarak nitelendirilebilir.
2. ***Spekülatif finans:*** Tedbirli finansın aksine firmanın borçları için yapacağı nakit ödemelerin beklenen geliri aşması söz konusudur. Bu sürecin vadesine göre (kısa veya uzun) firma spekülatif olarak konum almış olur. Bu durumda yeniden finansa ihtiyaç duyması muhtemel olan firma, bankaların da spekülatif kurumlar olmasından hareketle, daha yüksek faiz oranları ile karşı karşıya kalabilir. Bu durum tüm ekonomiye yayılırsa yükselen faizler ciddi bir risk yaratacaktır. Artan finansal talepse ekonomideki güven seviyesini düşürecektir.
3. ***Ponzi finans:*** Firmaların kısa dönem beklenen nakit gelirlerinin, kısa dönemli nakit yükümlülüklerini karşılayamaması durumunda olur. Bu açıdan spekülatif finans biçiminin özel bir halidir. Bu durumda firma sadece eski borçlarını ödeyebilmek için yeniden borçlanır ve bir nevi borcu borçla kapatmış olur. Bu açıdan Ponzi finans ancak geleceğe dair yüksek kar beklentilerinin olduğu durumda söz konusu olabilir. Fakat ciddi risk içeren bu durum kredilerdeki kesintiler ile sekteye uğrayabilir. Minsky bu noktada 1974-75'teki ABD konut piyasasını örnek göstermektedir. Birçok finansal projeksiyona göre konutların hızlıca satılması beklenirken mortgage kredilerindeki kesintiler sektörü krize sokmuştur. Özellikle, Ponzi

[57] Hyman P. Minsky. "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement". **Thames Papers in Political Economy**. London. 1978. s.15.
http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1179&context=hm_archive (Erişim: 03.11.2016)

oranındaki artış, borç-deflasyonun tehlikeli bölgesindeki finansal kırılganlığın bir göstergesidir.[58]

Bu borç/finans biçimleri çerçevesinde Minsky'nin sınıflandırdığı finansman biçimleri kısaca şöyle gösterilebilir:[59] (r: kar oranı, i: faiz oranı, g: büyüme oranı)

- Güvenli finans: r > g > i veya r > i > g
- Spekülatif finans: g > r > i
- Ponzi finans: i > r

Hedge, spekülatif veya ponzi finansman biçimleri, firmaların doğrudan kar beklentileri ile ilgili olduğundan konjonktürel dalgalanmalara içseldir. Bu açıdan spekülatif ve ponzi finansmanı tercih etme durumunda olan firmaların varlığı ekonomide finansal olarak kırılganlığa yol açacaktır. Bu durumda bir finansal kriz kaçınılmazdır. Bu açıdan finansal istikrarsızlık hipotezinin önermesi kapitalizm için kaçınılmazdır. Bir başka açıdan finansal kriz üreten hareket biçimi Minsky için kapitalizmin reddi anlamına gelmez.[60]

Daha geniş anlamda incelenirse Minsky'ye göre finansal piyasaların yükselişten inişe geçme aşaması beş evreden geçer:[61]

1. ***Kayma:*** Yatırımcıların piyasa algılarını değiştirecek bir şey yaşanır.
2. ***Yükseliş:*** Yatırımcıların bu kaymanın olumlu çıktılarına (Genelde "yeni paradigma" olarak adlandırılır.) dair umutları meyve vermeye başlar.
3. ***Coşku:*** Heyecan artar; bankalar karı artırmak için daha fazla borç verir. Bunu yapmak için de genelde yeni finansal araçlar icat ederler.
4. ***Karda Bırakma:*** Akıllı yatırımcılar bu iyi durumun sonsuza dek süremeyeceğini fark eder ve yatırımlarını satmaya başlar. Sattıkça, fiyatlar ilk kez düşmeye başlar.

[58] Minsky. *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı,* s.353.
[59] Işık, s. 321.
[60] Minsky. *The Financial Instability Hypothesis: A Restatement*, s.21.
[61] Conway, s.144.

5. ***Panik:*** Fiyatlar düşerken korku yayılır. İnsanlar kitleler halinde yatırımlarını satmaya çalışır, fiyatlar iyice aşağı çekilir. Bankalar sadece kredi derecesi yüksek insanlara borç vermeye başlar.

Finansal istikrarsızlık hipotezinin varış noktası bir finansal krizdir. Minsky için finansal krizlerle ilgili üç tipik gelişme söz konusudur ve bu süreç yukarıda belirtildiği gibi çevrimsel hareketlere içseldir:[62]

1. Kısa dönemli kredilerde artışlar,
2. Ekonomide likiditenin azalması ve
3. Kısa dönemli faiz oranlarındaki yükselmeler.

Bu açıdan iş çevrimleri Minsky'ci anlamda bir kredi çevrimleri öngörüsü de içermektedir. Özetle yine Minsky'ye göre finansal istikrarsızlık hipotezinin iki temel önermesi şudur:[63]

1. Kapitalist piyasa mekanizması, sürdürülebilir, istikrarlı fiyatlara ve tam istihdam dengesine yol açmaz.
2. Ciddi konjonktür dalgalanmalarına neden olan, kapitalizmin asli finansal özellikleridir.

Bu çerçevede Minsky için finansal istikrarsızlıkları sistemin kendisi üretmektedir. Bu bağlamda Minsky'nin devlet müdahalesini savunduğu açıktır. Minsky için içsel olarak kırılgan olan finansal sistem bazı düzenlemeler ile biraz daha dengeli hale getirilebilir. Aksi takdirde sistem sürekli olarak finansal kriz yaratma eğilimi taşımaktadır. Kapitalizmin dengesizliklerini çözmek durumunda olan devlet, finansal düzenlemeler ile iş/kredi çevrimlerini kontrol etmelidir.

[62] Cin, s. 72.
[63] Minsky *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı,* s. 178.

2.1.4. Post Keynesyen İktisatta Güncel Finansallaşma Tartışmaları

Post Keynesyen okulun mihenk taşlarından biri sayılan Joan Robinson'un 1952'de yaptığı *"girişim öncülük, finans da ona yardım eder"* analizi haliyle güncel kapitalizmi anlamak için yetersiz kalmaktadır.[64] Çağdaş Post Keynesyen iktisatçıların finansallaşma analizleri, Post Keynesyen iktisadın büyüme teorilerini ve Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini temel almakla birlikte ABD temelli finansallaşma gerçekliği ile makro iktisadi göstergeler ve sermaye birikimi arasındaki neden sonuç ilişkileri üzerinden finansallaşmaya yönelik yeni tanımlar geliştirme çerçevesinde olmuştur. Bu noktada güncel Post Keynesyen tartışmalarda finansallaşmanın etkileri Post Keynesyen iktisadın ana akım iktisattan farkılaştığı noktalar üzerinden analiz edilmektedir. Yine çağdaş Post Keynesyen analizler finansallaşmanın firma düzeyinde mikro etkilerini incelerken sıkça makro sonuçlara da varmıştır.

Güncel tartışmalarda en çok atıf yapılan Epstein çağdaş Post Keynesyen tartışmalara finansallaşmayı makro açıdan inceleyerek katkı vermiştir. Bölümün başında aktarıldığı üzere Epstein'a göre finansallaşma; finansal aktör, kurum ve güdülerin yani finansal piyasaların ulusal ve uluslararası ekonomilerin işleyişinde artan rolünü ifade etmektedir. Bu noktada Epstein'a göre finansal kurumlarla birlikte finansal elitler de yükselişe geçmiş ve bu durum ulusal ve uluslararası anlamda yönetici kurumların (özellikle merkez bankalarının) rollerini de etkilemiştir.[65]

Hein'ın Post Keynesyen finansallaşma analizine baktığımızda toplam talep unsurları üzerinden yapılan bir analiz karşımıza çıkar. Hein finansallaşmanın, makro etkilerini görebilmek için; yatırım, tüketim, tasarruf, bölüşüm ve büyüme üzerindeki etkilerini inceleyerek finansallaşmaya spesifik bir yaklaşım geliştirmeye

---

[64] Tori ve Onaran, Robinson'dan böyle bir alıntı yapıp güncel durumun farklılıklarını ortaya koymaktadır. Bkz: Daniele Tori ve Özlem Onaran. "The effects of financialisation and financial development on investment: evidence from firm-level data in Europe" **Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC)**. 2017. s.3. http://gala.gre.ac.uk/16089/ (Erişim: 11.01.2017)

[65] Bkz: Gerald Epstein. "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy". **Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI)** University of Massachusetts, Amherst. 2002. ss:3-4. http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf (Erişim: 07.12.2016)

çalışmıştır. Hein'a göre Post Keynesyen iktisadın farklılaştığı nokta olan talep temelli bölüşüm ve büyüme teorileri hareket noktası olmalıdır.[66] Bu açıdan Hein'ın finansallaşma tanımı daha sonuç odaklıdır. Hein; finansallaşmanın yatırım, tüketim, bölüşüm ve büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin şu sonuçlara varır: Finansallaşma ile;[67]

- Yatırımlarda yönetimin azalan gücüne karşılık hissedarların gücü artmıştır. Bu durum rantiye sınıfın elinde tuttuğu hisselere aktarılan gelir kaynağı nedeniyle reel yatırımları negatif etkilemiştir.
- Tüketim refah temelli ve boçluluğa dayalı bir hale gelmiştir.
- Bölüşüm cephesinde işçi sınıfının genel gelirinin düşmesi ve ücretler arasındaki makasın açılması gerçekliği söz konusudur.
- Büyüme (sermaye birikimi anlamında) ise yatırım yapmadan kar elde etme güdüsü tarafından kontrol edilmiştir.

Öte yandan yine Hein ve Van Treek'e göre yukarıdaki analize ek olarak finansallaşmanın yarattığı etkiler firmaların hedefleri ve finansal kısıtları bağlamında da kritiktir. Finansallaşmanın yatırım kararları üzerine yarattığı etkinin tüketim ve bölüşüm cephesindeki değişikliklerle birleşmesi ile finansallaşma üzerine yapılan makro ve mikro analizler aslında kesişmektedir.[68]

Sinapi ise finansallaşma olgusunu kurumsal Post Keynesyen çerçevede ele almaktadır. Sinapi'ye göre kurumsal sistemlerin verimliliği tarihsel çerçevede değerlendirilmelidir. Kapitalizmin evreleriyle beraber evrimleşen finansal sistemlerin bu dönüşümünde inovasyonlar etkili olmakta ve kurumsal yapılar bu hızlı dönüşümlere hızlıca adapte olamamaktadır. Bu durum finansal yapılardan kaynaklı kırılganlıklara neden olmaktadır. Bu kırılganlıklar da geleneksel regülasyonların göreli olarak işlevsiz kalmasına neden olabilir. Sinapi bu durumu Minsky'nin finansal kırılganlık söyleminin bir yansıması olarak **kurumsal**

[66] Eckhard Hein. "A (Post-)Keynesian Perspective on Financialization". **IMK - Macroeconomic Policy Institute Studies**. Germany. 1/2009. s.2.
[67] Hein. ss.50-51.
[68] Bkz. Eckard Hein ve Till van Treek. "Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review". **IMK - Macroeconomic Policy Working Paper**. 10/2009.

kırılganlık olarak adlandırır. Bu bağlamda dünya ekonomisinde yeni bir finansal yapının kurulması için yeni kurumsal çerçeveler gereklidir.[69]

Güncel tartışmalarda genellikle **makro ve mikro** finansallaşma analizi birbirine bağlansa da finansallaşmanın firma bazlı mikro analizine bakıldığında karşımıza öncelikle Stockhammer ve Crotty'nin çalışmaları çıkar. Bu analizler Lavoie'nin Post Keynesyen firma teorisi üzerine inşa edilmiştir.

Stockhammer finansallaşma üzerine hem makro hem de mikro açıdan analiz yapan nadir Post Keynesyen iktisatçılardan biridir. Stockhammer finansallaşma ile mikro düzeyde firmaların büyüme – karlılık değiş tokuşu (trade-off) nedeniyle daha az yatırım yapması sonucunda makro anlamda sermaye birikiminin (karlılık anlamında) arttığı sonucuna varmıştır. Çünkü çağdaş kapitalizmde finansal sektördeki kar, reel yatırımlardan elde edilen kardan çok daha fazla olmaktadır.[70] Crotty'ye göre de 1980'lerden itibaren firma kararları ile azalan yatırımlar büyümenin duraklamasına yol açmıştır. Bu süreçte "finansal olmayan şirketlerin" finansal varlık alımına yönelmesi Crotty için analizin temel noktasıdır.[71]

Benzer şekilde bir mikro analiz yapan Dallery'e göre ise firmaların daha az yatırım yapmasının nedeni Stockhammer'den farklıdır. Dallery'e göre de firmaların yöneticilerinin hissedarların baskısı ile karar alması veya bir firmanın doğrudan hissedarlar tarafından yönlendirilmesi ile finansallaşma sürecinde firmalar daha az yatırım yapma kararı almıştır. Ancak bu sürecin yarattığı çıktıyı analiz ederken Dallery'e göre gözden kaçan bazı noktalar vardır. Firmaları yönetenlerin varlık sahipliği ve borçlanma konusunda takip etmesi gereken eşikler en az karlılık kadar önemlidir. Bu açıdan finansallaşma sürecinde firmaların hedefleri çeşitlenebilmektedir. Dolayısıyla karlılık dışında varlık ve borç yapısının değişimi de oldukça önemlidir. Sonuçta Dallery'e göre finans güdümüne sıkışmış olan birikimin

[69] Christine Sinapi. "The Role of Financialization in Financial Instability: A Post Keynesian Institutionalist Perspective". **Svetska Ekonomska I Društvena Kriza**. Issue: 3. 2013. ss.207-231.
[70] Bkz. Engelbert Stockhammer. "Financialization and the slowdown of accumulation". **Cambridge Journal of Economics** Vol:28 No:5. 2004. ss.719-741.
[71] Bkz. James R. Crotty. "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era". **Political Economy Research Institute – Research Brief**. University of Massachusetts Amherst. 2003.

ve olası finansal kırılganlıklar bu bağlamda makro iktisadi sonuçlar da yaratabilmektedir.[72]

Finansallaşmayı güncel para politikaları üzerinden inceleyen Caldentey'e göre küresel kriz sonrası başta FED olmak üzere merkez bankalarının parasal genişlemeye gitmesi 1930'lardaki uygulamadan farklı olmakla birlikte varlıklar arasındaki getiri dengesini değiştiren bir unsur olarak Minsky'ci anlamda finansal istikrarsızlık dinamikleri taşımaktadır.[73]

Ülkeler bazında finansallaşmanın boyutlarını ve belirleyicilerini ele alan Karwowski, Shabani ve Stockhammer'e göre finansallaşmanın tanımlanmasında Marksist kar oranlarının azalması eğilimi üzerinden yapılan analizler yerine Post Keynesyen borç temelli rejim ve varlık fiyatlarındaki oynaklıklar üzerinden kurulan analizlerin açıklama gücü daha fazladır. Bununla beraber finansal deregülasyonlar daha çok hane halklarının finansallaşmasına neden olmuştur.[74]

Özetlemek gerekirse Post Keynesyen okulun kabul gören analizleri finansallaşmayı kapitalizmin güncel dinamikleri ile açıklasa da oluşan sonuçlar üzerinden okuma hali de oldukça yaygındır. Finansallaşmanın bir istikrarsızlık veya kriz dinamiği olarak kabul edilmesi, nedensilliğin finansallaşmadan krize doğru olması anlamına gelir. [75] Bu da analizlerin finansallaşmanın sınıf dayanaklarından kısmen uzaklaşması anlamına gelmektedir. Oysa Marksist analize göre nedensellik salt olarak tek yönlü değildir.

---

[72] Bkz. Thomas Dallery. "Post Keynesian Theories of the Firm under Financialization". **Review of Radical Political Economics**, Volume 41, No. 4, Fall 2009, ss.492-515.

[73] Bkz. Esteban Perez Caldentey. "Quantitative Easing, Changes in Global Liquidity and Financial Instability". **Post Keynesian Economics Study Group Working Paper** No: 1701. 2017.

[74] Ewa Karwowski, Mimoza Shabani ve Engelbert Stockhammer. "Financialisation: Dimensions and Determinants. A Cross-country Study". **Post Keynesian Economics Study Group Working Paper**. No: 1619. 2016. s.17.

[75] Bu noktada bkz. Burak Atamtürk "Kapital ve Kriz, Marx, Minsky, Arrighi". **Altüst Dergisi**. Sayı:17. 2015. http://www.altust.org/2016/01/kapital-ve-kriz-marx-minsky-arrighi-burak-atamturk/ (Erişim: 15.01.2017)

2.2. MARKSİST YAKLAŞIM

Birikim temelinde yükselen kapitalizmin dünya çapındaki taşıyıcısı olan sermaye kategorileri üretken, ticari (meta) ve para sermayelerden birinin gereksinimleri konjonktürel olarak öncelikli hale gelir.[76] Bu bağlamda 1980 sonrası neoliberal dönemde de aşama aşama para sermaye ön plana çıkmıştır. Bu yaklaşıma göre kapitalizmde birikimin, reel üretimin ve dolayısıyla artı değerin temeli olan P-M-P' süreci yerine salt **P - P'** üzerinden sermaye birikimi yaratılmaya çalışılmıştır. Çünkü sistemin sürekliliği için birikimin devamı, birikimin devamı için de yatırım araçlarının ve alanlarının çeşitlendirilmesi gerekliliği söz konusudur. Oysa P-P' bağlantısı bir değer yaratma bağlamında sanaldır. Bu bağlamda; *"Kapitalizmin zaman ve mekânın getirdigi baskı ve ağırlıklardan tamamen kurtulabildiği bir alan varsa, bu alan besbelli finans alanıdır."*[77] İşte bu durumun sermayenin biçimleri üzerinden anlaşılması için Marksist iktisat farklı bir yöntem seti sunmaktadır.

2.2.1. Marx ve Engels'te Para Sermaye ve Finans

Para sermayenin yükselişi ve finansallaşma konusundaki güncel teorilere geçmeden önce teoriyi kuran Marx ve Engels'in çalışmalarına bakmak gerekmektedir. Öncelikle Marx'a göre para üç temel işlevi yerine getirmektedir:[78]

- Para bir değer ölçüsüdür. Bu durum paranın dolaşıma bir değerle, metaların da bir fiyatla girmesiyle bağlantılıdır.
- Para, değişim aracı olarak ikinci işlevinde, ilk işlevine oranla yeni özelliklere sahiptir. Para dolaşıma somut bir biçimde girmektedir. Bu noktada dolaşımdaki para miktarı meta fiyatları ve paranın dolaşım hızıyla belirlenir.

[76] Mehmet Türkay. **Sermaye Birikimi, Kalkınma, Azgelişmişlik - Türkiye ve Dünya Üzerine Notlar**. 1. Basım, İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları, 2009. s.284.
[77] Jacques Adda. **Ekonominin Küreselleşmesi.** Sevgi İneci (çev.). 5. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2008. s.101.
[78] Gerard Bensussan ve Georges Labica. (ed.). **Marksizm Sözlüğü**. Volkan Yalçıntoklu (çev.) İstanbul: Yordam Kitap. 1. Basım. 2016. ss.739-741.

- Para olarak para veya gerçek anlamıyla para şeklinde ortaya konan üçüncü işlev paranın değer saklama fonksiyonunu ifade eder. Bu işlev ilk iki işlevi tamamlayıcı niteliktedir.

Bu özelliklerinin yanında Marx için para edinimi, siyasi temelleri olan bir güç kaynağıdır. Marx bu noktada değerli maden ticaretinin ülkeler arası güç dengesinin ölçüsü olduğunu düşünmektedir. Yine devletin dolaşım aracı olarak para basması da bir güç göstergesidir.[79] Ayrıca Marx için para; meta, değer ve emeğin sömürüsü arasında kurulmuş zaruri bir bağdır.[80]

Bununla birlikte Marx ve Engels'in para sermaye üzerine yaptığı analizler de yön gösterici konumdadır. Para sermaye, faiz, krediler ve borsa üzerinden birinci ağızdan yapılan analizlere geçmeden önce sermayenin kendisinin nasıl ele alındığını vurgulamak gereklidir. Marx için sermaye, üretim araçları stoku veya bir nesne değildir: *"Sermaye... toplumun belli bir tarihsel oluşumuna ait bulunan belirli bir toplumsal üretim ilişkisidir ve bir nesnede kendisini ortaya koyarak bu şeye belirli bir toplumsal nitelik kazandırır."*[81] Bu nedenle sermaye aslında üretim araçlarını tekelinde bulunduranların oluşturduğu bir toplumsal sınıftır. Toplumsal ilişkilerin kesişme noktası olarak ele alabileceğimiz sermayenin görüngülerinin ele alınması bu noktada önemlidir.

Marx ve Engels'in para sermayeyi ele alışı, üretime bağlanan/üretim araçlarının satın alınmasını sağlayan sermaye temelinde olmuştur. Kapitalizmin diğer ekonomik sistemlerden ayrıldığı en temel noktalardan birinin üretim sürecinin başlangıcının parayla olması bağlamında yapılan bu analiz paranın kapitalizmdeki özgün yanlarının ortaya koyulması açısından önemlidir. Özellikle paranın değer ölçüsü rolüne vurgu yapan Marx'a göre para, *"değer ölçüsü işlevini yerine getiren ve ister kendi kişiliğinde ister bir temsilci ile dolaşım aracı olarak hizmet*

[79] Suzanne De Brunhoff. **Marx'ın Para Teorisi.** Uğur Selçuk Akalın (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2009 ss.50-52.
[80] Duncan Foley. "Marx's Theory of Money in Historical Perspective". **Marx's Theory of Money – Modern Appraisals**. Fred Moseley (Ed.). New York: Palgrave McMillan. 2005. s.46.
[81] Karl Marx. **Kapital Üçüncü Cilt**. Alaattin Bilgi (çev.). Yedinci Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2011. ss.715-716.

eden metadır."[82] Bu açıdan meta üretiminin başlaması ve üretim sonucu oluşan metanın dolaşıma girmesinde kritik bir rolü olan para birçok fonksiyonuyla kapitalist sistemin karakteristiklerinden biridir. Öte yandan Marx paranın zenginliğin bir aracı veya zenginliğin çeşitli sonuçlarından biri olmadığını, zenginliğe ulaşma amacının kendisi ve aynı zamanda kaynağı olduğunu ifade etmiştir.[83] Bu analiz biçimi kapitalist birikim rejiminin geçirdiği evrimlerin anlaşılması açısından kritiktir.

Marx'ın karın bir fonksiyonu olarak faizi ele alışı ise iki temel unsura dayanmaktadır. Birincisi karın, kar ve finans şeklinde ikiye bölünmesidir. Bu şekilde sınai kapitalist sınıf ile mali kapitalist sınıf ayrımı ortaya konur. İkincisi ise sermayenin herhangi bir meta gibi bir fiyatının olduğu ve bu fiyatı da faizin belirlediği olgusudur.[84] Bununla birlikte faiz, artı değerin, üretken kapitalistlerin üretim operasyonlarını artırmak için para sermayesi sahiplerine ödediği kısımdır. Bu açıdan Marx için faiz oranı uzun vadede kar oranının altında kalacaktır. Yine banka sistemi de mevduatların merkezileşmesini ve para sermayeye dönüşmesini sağlaması açısından önemlidir.[85]

Kapitalist sistemde kredinin rolünü ise ayrıca ele alan Marx'a göre kapitalist üretim için krediler birer zorunluluktur. Bu bağlamda kredi sistemi:[86]

- Kar oranlarının eşitlenmesini ve tüm kapitalist üretimin dayandığı bu hareketin sağlanmasını,
- Dolaşım giderlerinin azalmasını,
- Hisse senetli şirketlerin kuruluşunu ve
- Başkalarının sermayesi ve malı ile emeği üzerinde mutlak bir denetim olanağı sağlar.

---

[82] Karl Marx. **Kapital Birinci Cilt**. Alaattin Bilgi (çev.). Sekizinci Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2007. s.135.
[83] Karl Marx. **Ekonomi Politiğin Eleştirisine Katkı.** Sevim Belli (çev.). Altıncı Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2005, ss.166-167.
[84] Karl Marx. **Grundrisse – Ekonomi Politiğin Eleştirisi İçin Ön Çalışma.** Sevan Nişanyan (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Birikim Yayınları. 2008. ss.613-617.
[85] Ernest Mandel. **Geç Kapitalizm**. Candan Badem (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Versus Kitap, 2008. s.780.
[86] Marx, *Kapital Üçüncü Cilt.* ss.385-388.

Yine Marx'a göre, finansal sermayenin işlevi, para sermayeden türetilmiştir. Kredi sistemi ise, üretim ilişkilerinin gelişmesi ile sermayenin üretim üzerinde hakimiyet kurması üzerinden ele alınmıştır.[87]

Bu analizlerin ardından finansın egemenliğine dair de Kapital'de bazı ipuçları bulmak mümkündür. Marx'a göre 18. Yüzyılda Avrupa'da *"bankokratlar, bankerler, rantiyeler, borsa simsarları, borsa kurtları vb. sürüsünün birden bire ortaya çıkışı"*[88] birçok alanı etkilemiş ve bankalar zamanla tüm serveti kendine çeken bir çekim merkezi haline gelmiştir. Bu açıdan spekülatörlerin kendi şirketleri üzerinden devletlere borç verecek hale gelmesiyle bankalar *"ulusun ebedi alacaklısı"* haline gelmiştir.[89]

Engels de Kapital'in üçüncü cildine yaptığı ekte borsadaki değişimleri kısa da olsa ele alarak para sermaye alanındaki dönüşüm sürecinin farkında olduğunu belirtmiştir. Engels'e göre 19. yüzyılın sonlarına doğru borsanın ekonomilerdeki rolü artarken tüm üretim ve ticaretin borsa yöneticileri elinde toplanması şeklinde bir gelişim görülmüştür. Bu açıdan Engels için *"borsa, bizzat kapitalist üretimin en seçkin bir temsilcisi halini almıştır."*[90]

Mali üst yapının anlaşılması noktasında kullanılabilecek en önemli Marksist araçsa **hayali sermaye** kavramsallaştırmasıdır. Marx'ın Kapital'in üçüncü cildinde gerçek ve hayali sermeyenin ayrımı üzerinden kurguladığı kavram neoliberal dönemdeki finansal krizlerin ve spekülasyonların anlaşılması açısından kritiktir.

Satlıgan; Marx'ın hayali sermaye kavramını, güncel kapitalizmin pamuk ipliği olarak ele alır. Satlıgan için faiz türünden bir parasal gelirin sermayeye dönüştürülmesine kapitalize etme, bu sermayenin kendisine ise hayali sermaye denir. Sermayenin hayali olarak adlandırılmasının nedeni, sermayenin gerçek (üretim süreci) değerlenme süreci ile olan bağlarının kopmuş olmasıdır. Bu bağlamda hayali sermaye ile gerçek sermaye birbirinden ayrılır. Gelirlerin kapitalize

[87] De Brunhoff. *Marx'ın Para Teorisi*. ss.85-90.
[88] Marx, *Kapital Birinci Cilt.* s.719.
[89] Marx, *Kapital Birinci Cilt.* s.719.
[90] Karl Marx. *Kapital Üçüncü Cilt.* s.794. (Engels'in Ek Notları)

edilmesiyle meydana gelen hayali sermaye kendine özgü biçimler alır. Yani hayali sermaye; para, meta veya üretken sermaye yerine; hisse senetleri, tahviller gibi menkul kıymetler halindedir. Böyle bir durumda da bu menkul kıymetlerin fiyatlarının veya getirilerinin işletmelerdeki reel sermaye ile bağları kopar. Dahası menkul kıymet sahipliği ve anonim şirket olgusu ekonomideki mülkiyet ilişkilerini (gerçek sermaye üzerindeki tasarruf hakkı) de değiştirir. Böylece sanayi ve banka sermayesinin finans kapital biçiminde kaynaştığı alan da bu hayali sermaye alanıdır. Böyle bir durumda da olumsuz konjonktür yalnızca sahtekarlıklarla açıklanamaz. Ekonomide egemenlik artık tekelci finans kapitalin eline geçmiştir. Mali sistemi spekülatif çılgınlıkların merkezi haline getiren unsur ise sermaye birikiminin 1970'lerden itibaren yavaşlamasıdır. İşte ekonominin bu mali üst yapısındaki dönüşümler, Satlıgan'a göre 1987 Borsa Krizi ve 2008 Finans Krizi için benzer bir çöküşe işaret etmektedir.[91] Bu bağlamda *"finansal kriz aynı zamanda kredilerin **hayali olarak** büyümesini azaltır ve kredinin parasal temelini onarır."*[92] Bu durumda da kredi sisteminin ayakta kalması için finansal kriz dönemlerinde iddihar bir gerekliliktir.

Marksist İktisadın Klasik dönemi olarak 19. yüzyıl ve 20. yüzyılın başındaki öncü Marksistlerin analizleri ele alındığında karşımıza güncel anlamda bir "finansallaşma" kavramı çıkmamaktadır. Ancak bu dönemde finansallaşma kavramının öncüsü sayılabilecek "finans kapital" ve finans kapital üzerinden türetilen "dünya ekonomisi ve emperyalizm" kavramları güncel Marksist tartışmalar için de yol gösterici konumdadır. Bu dönemi ele alırken finans kapitalin öncü teorisyenleri olarak kabul edebileceğimiz Hilferding, Lenin ve Buharin'in çalışmalarını incelemek yerinde olacaktır.

[91] Nail Satlıgan. "Günümüz Kapitalizminin Pamuk İpliği: Hayali Sermaye Spekülasyonu". **Dünya Kapitalizminin Krizi**. Nail Satlıgan, Sungur Savran (drl.). İkinci Baskı. İstanbul: Belge Yayınları, 2009. ss.501-524.
[92] De Brunhoff. *Marx'ın Para Teorisi*. s.138.

2.2.2. Klasik Dönem Marksist İktisatta Finans Kapital

Marksist finansallaşma teorisine ilişkin detaylara geçmeden önce Klasik Marksist finans kapital analizlerinin temel noktalarını açıklamak yerinde olacaktır. Klasik Marksist yazında finans kapitalin banka sermayesinin sanayi sermayesini denetimi altına alması söz konusudur. Bu denetim de üç farklı şekilde gerçekleşebilir:[93]

- **Anonim Şirketler:** Hisselere ayrılmış olan anonim şirket yapısının çeşitli avantajları vardır. Yapılanmanın hukuki avantajlarından en önemlisi bir sermaye grubunun başka bir sermaye grubunun hisselerini satın alıp, o grubun herhangi bir şirketini kontrol edebilmesidir. Bu kompleks yapı aracılığıyla sanayi sermayesi ve banka sermayesi iç içe geçebilir.
- **Kişisel Bağlantılar:** İki farklı sermaye türünü temsil eden sanayi işletmeleri ve bankaların kişisel ilişkiler çerçevesinde yönetim kurullarında ortak insanlar barındırması mümkündür. Bu uygulama da banka ve sanayi sermayesini daha fazla içli dışlı hale getirir.
- **Bankaların Sahip Olduğu Ek Bilgiler:** Endüstri sermayesinin finansal işlerini yürüten kurumlar bankalardır. Bu nedenle sanayi firmalarının günlük işleyişi, kredi kullanımı bağlamında mali yapısı bankaların bilgisi dahilindedir. Bu açıdan bankaların enformasyon avantajı vardır. Böylece sermayenin denetimi için gerekli içsel bilgiler bankalarca kullanılabilir.

2.2.2.1. Finans Kapital Teorisinin Oluşumu: Hilferding

Hilferding'in "**Finans Kapital**" kitabı Marx'ın en önemli mirası Kapital'e yapılan bir özgün ek olarak ele alınabilir. Finans kapital teorisinin mucidi olan Hilferding; finans kapitali, genel olarak sanayi sermayesinin (üretken sermaye) ve banka sermayesinin (para sermaye) iç içe geçmesi olarak teorileştirir. Bu bağlamda

[93] Tom Bottomore. **Marksist Düşünce Sözlüğü**. Mete Tunçay (çev.). 4. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları. 2005. s.242.

bu iki sermaye türü arasında üretim ilişkileri ve mülkiyet açısından bir bütünlük/bağ söz konusudur. Fakat bu durum aynı zamanda banka sermayesinin ön plana çıktığı bir iktisadi ve siyasi gerçekliğe işaret eder: *"Banka sermayesiyle sanayi sermayesi arasında giderek pekişen içli dışlı ilişkiler yoluyla sermaye finans kapital biçimine bürünmektedir, yani sermayenin en olgun ve en soyut görünümüne."*[94]

Hilferding, finans kapital kavramsallaştırmasıyla sermayenin departmanları arasında bir bağ kurmaya çalışır. Çünkü Hilferding'e göre sanayi sermayesi aslında işletme hakkı bağlamında bankaların elindedir veya bu sermaye aslında bankalar vasıtasıyla elde edilmişdir. Bu bakımdan ilişkiler derinleştikçe banka sermayesi aslında sanayi sermayesine dönüşmektedir. Hilferding işte bu endüstri sermayesine evrilen para sermayeyi *finans kapital* olarak tanımlar.[95]

Finans kapitalin tekil bir sermaye türü yerine sermaye üstü veya sermayeler arası bir anlam taşıması, endüstri sermayesi ile banka arasındaki finansmanla alakalıdır. Bu noktada banka sermayesinin zamanla üretken sermayeye karşı üstünlük kurması ve banka sermayesinin bu ilişkinin tümünü kontrolü altına alması söz konusudur. Dahası finans kapital de teknik bir sermaye kavramının ötesinde sosyal bir olgu veya toplumsal bir sınıftır. Bu noktada finans kapitalin üç temel gayesi vardır: [96]

- Olası en geniş iktisadi coğrafyanın yaratılması,
- Bu coğrafyanın rekabete karşı gümrükle korunması ve
- Yine bu alanların yerel tekellerce sömürmeye uygun hale getirilmesi.

Bu bağlamda finans kapital aslında "tekelci" eğilimler taşımaktadır. İçinde kar güdüsünü de barındıran bu eğilim finans kapitalin devlet veya ulusa düşman olması anlamına gelmektedir:[97]

---

[94] Rudolf Hilferding, **Finans Kapital**. Yılmaz Öner (çev.). 1. Baskı, İstanbul: Belge Yayınları, 1995. - önsözünden.
[95] Hilferding'ten aktaran Nikolai Buharin. **Emperyalizm ve Dünya Ekonomisi**. Ugur Selçuk Akalın (çev.). 2. Basım, İstanbul: Bağlam Yayınevi, 2005. s.79.
[96] Hilferding'ten aktaran Buharin s.116.
[97] Hilferding'ten aktaran Buharin, s.118.

*"**Finans kapital** kendinden emin bir şekilde Babil kulesindeki gibi, karmaşık haldeki halklara bakar ve hepsinin üstünde kendi ulusunu görür. Kendi ulusu gerçektir. Ulusu, gücü ve azametini artırmaya devam eden ve tüm gücünü bunlara yönelten güçlü bir devlette yaşamaktadır. Bu yolla, her sosyal ideolojinin yaşaması için gerekli olan kişilerin çıkarlarının, bütününün çıkarlarına feda edilmesi ortaya çıkar. Halkına düşman bir ülke ve devlet, tek bir bütündür ve itici bir güç olarak ulus düşüncesi politikasının hizmetine sunulmuştur."*

Finans kapitalin, tarihin belirli bir evresinde belirli bir mekanda ortaya çıktığını ifade eden Hilferding, finans kapitali "rantiye kesimi" olarak da tanımlamaktadır. Bu bağlamda sermaye içi bir mücadele de söz konusudur. Çünkü rantiye kesim büyük ölçüde endüstri kesimine rağmen egemenlik kurmuş ve toplumun kaldıracı olmuştur. [98]

Hilferding finans kapitali kurgularken Marx ve Engels'in ortaya koyduğu hayali sermaye kavramından da (bu kavramı gerçekliğin tanımı üzerinden kullanarak) faydalanır. Bir başka ifadeyle Hilferding için de *"gerçek olan şey yalnızca sanayi sermayesi ve bundan üretilen kardır"* ve *"fiktif sermaye gerçeklik halinde bir sermaye değil, sadece bir gelirin fiyatıdır."*[99]

Sonuçta Hilferding ortaya koyduğu finans kapital kavramında sermayenin iki kritik olgusu söz konusudur: Merkezileşme ve yoğunlaşma. Bu iki olgu nihai olarak para ve üretken sermayenin füzyonuna varan ekonomik analize işaret eder. Nihai olarak Hilferding için üretken ve para sermayenin füzyonu olarak finans kapital, sermayenin merkezileşmesinin ve yoğunlaşmasının bir sonucu olarak ortaya çıkan ve finansal yapının işleyişini belirleyen bir gerçekliktir.[100]

[98] Bkz: Hilferding, s.167.
[99] Bu iki alıntı için bkz. Hilferding, s.176.
[100] Alex Calinicos. "Periodizing Capitalism and Analyzing Imperialism: Classical Marxism and Capitalist Evolution". **Phases of Capitalist Development – Booms Crises and Globalizations.** Robert Albritton, Makoto Itoh, Richard Westra, Alan Zuege (Ed.). London: Palgrave, 2001, ss.230-245.

2.2.2.2. Finans Kapital ve Emperyalizm: Lenin

Hilferding'in kurguladığı finans kapital teorisine klasik dönemde yapılan en önemli katkı, tekelci finans kapitali emperyalizm teorisi ile birleştiren Lenin olmuştur. Emperyalizm bağına geçmeden önce Lenin'in hareket noktası, Hilferding'ten farklı olarak uluslar üstü bir finans kapital analizi olmuştur.[101]

Uluslar üstü finans kapital bu noktada Lenin'in emperyalizme varmasına yol açar. Lenin'e göre emperyalizm, *kapitalizmin en yüksek* (en son) aşamasıdır. Bu açıdan emperyalizmi şu göstergeler üzerinden okumak mümkündür:[102]

- Üretim ve sermaye yoğunlaşmasının, ekonomik hayatta belirleyici bir rol oynayan tekelleri yaratacak derecede yüksek bir gelişme düzeyine ulaşması,
- Banka sermayesi ve sanayi sermayesinin birleşmesi ve bu "mali sermaye" (**finans kapital**) temeli üzerinde bir mali oligarşi (finans oligarşisi) yaratılması,
- Sermaye ihracının mal ihracından farklı olarak çok özel bir önem kazanması,
- Dünyayı aralarında paylaşan uluslararası tekelci kapitalistler birliğinin kurulması ve
- Yeryüzü topraklarının en büyük kapitalist güçler arasında paylaşılması.

Bununla birlikte Lenin finans kapitali zaman zaman mali sermaye anlamında kullanarak, Hilferding gibi endüstri ve bankaların kaynaşması noktasından hareketle tanımlar. [103] Bu tanımı Hilferding'in teorisinden ayıran nokta ise finans kapitalin kapitalizmin nihai aşamasını ifade etmesidir. Dahası Lenin, finansman kaynaklarına ek olarak sermayenin merkezileşmesine Hilferding'ten daha fazla dikkat çekmiştir. Bu nedenle bankalar direkt olarak tekeller haline dönüşür: [104]

---

[101] David Harvey. **Limits to Capital**. Newly and Fully Updated Edition, Londra: Verso Publication, 2006, s.291.
[102] Vladimir İlyiç Lenin. **Emperyalizm - Kapitalizmin En Yüksek Aşaması**. Cemal Süreyya (çev.), 11. Baskı, Ankara: Sol Yayınları, 2006. ss.100-101.
[103] Lenin, s.54
[104] Lenin, s.24.

"Bankalar, geliştikçe ve az sayıda kuruluş halinde yoğunlaştıkları ölçüde, basit aracılar olmaktan çıkıp, belli bir ülkenin ya da birçok ülkenin üretim araçlarının ve hammadde kaynaklarının çoğunu kullandıkları gibi, kapitalistlerin ve küçük işverenlerin hemen hemen tümünün para-sermayelerinin toplamından da yararlanan güçlü tekeller haline geldiler."

Klasik dönem analizlerinde önemli bir yer tutan anonim şirket olgusunun teorilerin oluşturulmasında yarattığı etki Lenin'de de görülmektedir. Nitekim Lenin'in para sermaye geliriyle yaşayanlar olarak tanımladığı rantiye sınıfın diğer sermaye bileşenlerinden ayrılması ve anonim şirket gibi bağlarla genel kontrole sahip olması mali sermayeyi üstün kılmakta ve **mali oligarşinin egemenliği** anlamına gelmektedir. [105]

Son olarak, emperyalizm aşamasında bir bütün olarak sistemi denetleyen mali oligarşi Lenin için kapitalizmin bir devrimle yıkılmasını hedefleyenlerin odaklanması gereken bir alandır. Bu nedenle emperyalizmle birleşen finans kapital analizi hem mevcut dinamiklerin ele alınışı hem de geleceğe yönelik hedefler göstermesi açısından önemlidir.

2.2.2.3. Dünya Ekonomisi ve Finans Kapital: Buharin

Buharin'in dünya ekonomisi üzerinden anlamlandırmaya çalıştığı finans kapital Hilferding ve Lenin'in analizlerinin birlikte ele alınışı gibidir. Bu bağlamda Buharin için finans kapital para sermayeden daha fazlasını ifade etmektedir. Finans kapital banka ve endüstri sermayesinin ikisini birden ifade ederken, egemenlik banka sermayesine aittir.

Buharin için emperyalizm hem bir ideoloji hem de finans kapitalin politikasıdır. Bu bağlamda emperyalizm, finans kapitalin dünya çapında hakimiyet kurmasının araçlarından biridir. Finans kapital böylece tüm dünyayı altüst ederek üretim ilişkilerini değiştirir. Bu bağlamda sanayinin ticaretin ardılı olup ondan

[105] Lenin, s.66.

egemenliği devralması gibi, finans kapital de aynı şekilde egemenliği sanayiden devralmıştır.[106]

Bu bakımdan finans kapitalin çıkarları ve ideolojik arka planı devleti de örgütleyecektir: [107]

> *"Devlet gücü **mali oligarşinin** hâkimiyeti altına girmiştir. Mali oligarşi, üretimi bankalar yoluyla tek bir merkeze bağlayarak düzenlemektedir. Bu üretim, organizasyon süreci alttan başlayarak gelişmiş ve finans kapitalin çıkarlarının tam bir ifadesi halini alan modern devletlerin sınırları içerisinde kendini güçlendirmiştir."*

Bu açıdan finans kapitalin emperyalizmin politikası olduğunu ortaya koyan Buharin, mücadelenin devletler arası olabileceği gibi sınıflar arası ilişkilerde de açıkça ortaya çıkacağını düşünmektedir.

Klasik dönem Marksist finans kapital teorisyenlerinin ortak noktası, banka sermayesinin üretimin ve rekabetin uluslararasılaşmasından da faydalanarak kontrolü ele geçirmesidir. Bu bağlamda banka ve sanayi sermayesinin bütünleşmesi ve bu sürecin dünya ekonomisini bütünüyle etki altına alıp emperyalizmi tanımlar hale gelmesi söz konusudur.

Yukarıdaki açıklamalar bağlamında finans kapitalin iktisadi ve siyasi açıdan elde ettiği gücün ortaya konulması, toplumsal egemenlik noktalarının ve sınıflar içi - sınıflar arası ilişkilerin kodlarının çözümlenmeye çalışılması ve kapitalizmin aşamaları açısından kıymetlidir. Yine klasik dönemde oluşturulan finans kapital teorisi modern anlamda finansallaşmayı tanımlamasa bile bir dönemi tanımlayan emperyalizmin ve tekelleşme eğilimlerinin eleştirel yönden ele alınması bakımından da önemlidir. Hilferding, Lenin ve Buharin'in döneminde bankaların göreli yükselişi ve para sermaye ile sanayi sermayesi arasındaki sınırın muğlaklaşması bir olgudur. Fakat 1980 sonrası döneme baktığımızda para sermayenin üretken sermayeyi denetimi altına alması yerine, ondan kopması – tamamen bağımsızlaşması ve farklı çelişki noktaları olan farklı bir birikim alanı

[106] Buharin, ss.118-126.
[107] Buharin, s.117.

yaratması söz konusudur. Deregülasyonlar ve serbestleşmeler ile para sermaye diğer sermayeleri doğrudan kontrol etmeden tek başına yükselmiştir. Bu bağlamda finans kapital teorisi de aşama aşama finansallaşmaya doğru evrilmiştir.

2.2.3. Çağdaş Marksistlerin Finans Kapital ve Finansallaşma Analizi

Finans kapital teorisine olan bakışlar, 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren değişmeye başlamıştır. 20. yüzyılda yaşanan 1929 Buhranı ve iki savaş sonrası oluşan ABD hegemonyası sistemin Marksist çözümlemesini de etkilemiştir. Kapitalizmin olgunlaşması, eski sömürgelerin bağımsızlığını kazanması, erken ve geç kapitalistleşen ülkeler arasındaki çizgilerin netleşmesi, Sovyetler Birliği'nin kurulması gibi olgular dünyadaki iktisadi ve siyasi dinamikleri etkilemiştir. 1945'ten 1973'e uzanan süreçte Keynesyen İktisat egemen olurken, sonrasında Monetarizm temelinde yeni sağ iktisat yükselişe geçmiştir. Heterodoks iktisat okulu olarak Marksizm de hem bu okulların argümanlarına karşı geliştirdiği cevaplar hem de kendi içsel gelişimi çerçevesinde yol almıştır.

Neoliberal dönemde dünya çapında devrim niteliğinde dönüşümler yaşanırken, sermaye birikiminin rotası büyük ölçüde değişmiştir. Bu açıdan üretkenlik önemini yavaş yavaş kaybederken, para sermaye baskın olmaya başlamış ve bu baskınlık sürecin döngüsel olarak daha da hızlı ilerlemesine neden olmuştur. Böylece dünya ekonomisinin tüm iktisadi ve siyasi yapısı geometrik olarak değişime uğramıştır. Böyle bir ortamda finans kapital teorisi de gelişmiştir. Bu gelişimse ilk olarak tekelci kapitalizm ve gazino kapitalizmi gibi kavramlar vasıtasıyla Monthly Review Okulu sayesinde olmuştur.

2.2.3.1. Monthly Review Okulu: Finans Kapital Teorisinin Gelişmesi ve Tekelci Kapitalizm

Finans kapital kavramsallaştırmasına 20. yüzyılda yapılan en kritik katkı Sweezy'den gelmiştir. Sweezy için finans kapital analizi kapitalizmin gelişim

aşamalarına bakılarak analiz edilebilir. Bu nedenle birikimin özgün yanları ortaya konmadan finans kapitalin isabetli bir analizi mümkün değildir. Bu bağlamda Keynesçi politikaların veya neoliberal politikaların egemen olduğu dönemde birikimin uğrakları değişmiştir. Fakat Sweezy için temel hareket noktası tekelci sermaye düzleminde finans kapitalin kurduğu ve sermayenin bile boyutlarını tahmin edemediği egemenlik olmuştur. Bu egemenlik de 1980 sonrası döneme denk gelmektedir:[108]

> *"Finans kapital bir kez, ilk baştaki, insanın ihtiyaçlarını karşılamak için üstlendiği reel ekonominin alçak gönüllü yardımcısı rolünden kopunca, kaçınılmaz bir şekilde yalnız kendi genişlemesi için donatılmış* ***spekülatif kapital****in, değil dünyaya, bir ulusal ekonomiye bile hakim olacak kadar büyüyebileceğini hayal edememişti. Ama oldu."*

Sweezy, finansal ve reel ekonomi arasındaki bu rol değişimini o dönemin güncel ekonomik eğilimi olarak ele alır. Bu noktada Sweezy'nin kullandığı "olgun kapitalizm" kavramı incelenmelidir. Çünkü Sweezy için merkez kapitalist ülkelerdeki sistem olgunlaşmış ve durgunlaşmaya başlamıştır. Bu süreçten çıkışın yolu da finansal varlıklara yatırım yapmak olmuştur. Böylece güç ilişkileri veya güç odakları finans kapital saflarında kendini üretirken ekonominin yönetimi de devlet yerine sermayedarlara kaymıştır: *"Finans kapital küresel bir ağ örgüsüyle birbirine bağlanmış finans piyasalarında faaliyetteyken, yönetim kurulları da giderek artan derecede bu finans kapital tarafından baskı altına alınıyor ve yönetiliyor."*[109] Bu noktada Sweezy'nin bakış açısı önceki dönem teorisyenleri ile ortaktır.

Sweezy ve Baran'ın olgunlaşmış kapitalizmin evrimi ve krizlerin analizi noktasında banka ve sanayi sermayesi üzerinden kurulan asimetrik ilişki yerine başka bir yolu tercih etmiştir. Bu iki teorisyenin 1966'da kaleme aldığı Monopoly Capitalism kitabında odak noktası sermayenin tekelleşmesi veya oligopolleşmesi olmuştur. Bu bağlamda erken kapitalistleşmiş ülkelerde kritik sektörleri birkaç

---

[108] Paul Sweezy. "Finans Kapitalin Yükselişiyle Güç Odağı Yer Degiştirdi". Ceren Özselçuk (çev.). **İktisat Dergisi**. No: 251, 2004, s.7.
[109] Paul Sweezy. *"Finans Kapitalin Yükselişiyle Güç Odağı Yer Degiştirdi".* s.12.

firma kontrol etmekte ve tekelleşme eğilimleri nedeniyle yeni yatırım güdüsü törpülenmektedir. Bir başka ifadeyle Sweezy ve Baran için olgun kapitalizmi durgunluk karakterize etmektedir. Ayrıca tekelleşmenin yarattığı dev şirketlerde yönetim hissedarlardan çok küçük yönetimde toplanmıştır.[110]

Sweezy ve Baran **durgunluğun normalliği**ni ve eğer ekonomide durgunluk yoksa bu durumun istisnai olduğunu erken kapitalistleşmiş ekonomiler için şöyle açıklar: [111] *"Olgunlaşmış kapitalist sistem için doğal koşul durgunluktur. Eğer gelişmiş kapitalist ülkelerin içinde bulunduğu durum bu değilse, o zaman açıklama dıştan kaynaklanan, ekonomi dışı etkenlerde aranmalıdır."* Olgunlaşmış kapitalist ekonomiler için durgunluk eğilimini tersine çevirebilecek – ekonomiyi canlandırabilecek etmenler ise ABD için şöyledir:[112]

- ABD'de 1950'lerde ikinci büyük otomobilleşme dalgasının neden oldugu yeni bir dönüm noktası olan uyarıcı etki,
- Sovyetler Birligi'ne karşı Soğuk Savaş askeri harcamaları,
- Satış çabasının üretime müsrif bir biçimde, artarak nüfuz etmesi ve
- Kapitalist ekonominin **mali üst yapısının** üretimi bile gölgede bırakacak ölçüde genişlemesi.

Bu gelişmeler ABD'nin 1945'ten sonra durgunluğa girmesini engelleyen ve kar hadlerindeki düşüşü dizginleyen unsurlar olmuştur. Bu nedenle Sweezy ve Baran için ABD'deki kar hadlerinde 1950'lerde herhangi bir gerileme olmaması tek başına ele alındığında eksik bir çerçeveye işaret edecektir.

Tekelci kapitalizm kavramı günümüz finansallaşma deneyimine atfen kullanılan **bankokrasi**[113] kavramından farklı bir analitik çerçeve sunar. Bu noktada devlet yine belirli bir zümrenin çıkarları doğrultusunda çalışmaktadır. Ancak sürecin sermaye türleri açısından analizinde Sweezy ve Baran salt para sermaye

[110] Bkz: Paul Baran ve Paul Sweezy **Tekelci Sermaye**. Gülsüm Akalın (çev.), 1. Basım. İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2007. s.26-66.
[111] Paul Sweezy. *"Finans Kapitalin Yükselişiyle Güç Odağı Yer Degiştirdi".* s.10.
[112] Paul Baran - Paul Sweezy. *Tekelci Sermaye*. önsözü. s.13–14. (John Bellamy Foster imzalı)
[113] Günümüzde bankokrasi, bankacılık sisteminin kapitalizmi yönetmesi anlamında kullanılmaktadır.

egemenliğine yaslanmamaktadır. Bu noktada analizin temellerinin günümüzden 50 yıl önce atıldığı da unutulmamalıdır.

Sweezy'nin takipçisi ve Monthly Review Okulunun günümüzdeki editörü olan John Bellamy Foster da benzer bir bakış açısına sahiptir. Foster'a göre güncel birikim dinamikleri Sweezy'nin analizi ile çakışmaz. Hatta mali patlama tam da Sweezy'nin ortaya koyduğu durgunluk argümanı ile örtüşür. Dahası ekonomide tekelleşme eğilimleri devam etmektedir. Foster için 1980'lerde yükselen mali üst yapı, destekçi rolünden çıktığı için ABD'nin büyüme oranları gerilemiş ve sistem krize sürüklenmiştir.[114] Bu açıdan Foster hem tekelci kapitalizm kavramına sahip çıkar hem de malileşmenin yarattığı yıkıcı sonuçları ortaya koyar. Foster'a göre sistem finansal patlama yaşadıktan sonra finansal sıkışma sürecine girmiştir. Bunun nedeni de birikimin mali alanda yoğunlaşmasıdır. Finansal yatırımların sahip olduğu lüks, kapitalizmi spekülatifleştirmiş ve kontrolsüz hale getirmiştir. Sonuçta finansallaşan sistem 2008'de çöküş yaşamıştır.[115]

Foster için finansallaşma, sistemin çekim merkezinin finansallaşması anlamına gelmektedir. Bu durumu beş gösterge üzerinden okumak mümkündür:[116]

- Finansal karların, toplam karlar içindeki payının artışı,
- Borç/GSYİH oranının artışı,
- Finans, sigortacılık ve gayrimenkul sektörünün yükselişi,
- Finansal entrümanların yaygınlaşması ve
- Finansal köpüklerin genişlemesi.

Bu olgular ekonomide bir **finansal iktidar seçkinleri** sınıfının oluşmasına ve sistemin daha da irrasyonaliteye doğru kayıp, eşitsizliğin derinleşmesine neden olmuştur. Fakat bu irrasyonalite kişisel tercihlerin ötesinde sınıfsal konumla

[114] Bkz. John Bellamy Foster. **Kapitalizmin Malileşmesi ve Kriz**. 1. Basım. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2008 ss.25-44.
[115] Bkz. Foster, *Kapitalizmin Malileşmesi ve Kriz.* ss.45-91.
[116] John Bellamy Foster. "The Financialization of Accumulation". **Monthly Review**. Vol: 62, Issue: 5. 2010. ss.1-17

ilgilidir. Üstelik küresel kriz sonrası dahi bu seçkinler ABD hükümetlerinde kritik pozisyonlarda görev almaya devam etmiştir.[117]

Monthly Review Okulunun finansallaşma alanındaki tarihsel gelişimi tekelci kapitalizm, gazino kapitalizmi ve malileşme şeklinde olmuştur. Bu noktada Keynes'in ortaya sürdüğü, Monthly Review Okulunun da kavramsal çerçeve olarak kullandığı gazino kapitalizmi, reel birikimle mali birikimin kopuşu açısından önemlidir. Zira küreselleşme sürecinde "piyasalar" tanımlamasında artık en çok yer işgal eden parametreler para ve finansla ilgili parametreler olmuştur. Örneğin; bir kredi kurumunun veya bir emeklilik fonunun herhangi bir hamlesi, bir merkez bankası başkanının açıklaması ya da hükümet yetkililerinin finans gündemiyle ilgili bir açıklaması çok dikkatli takip edilmekte ve piyasa dengeleri buna göre şekillenmektedir. Bu noktada spekülatif kazanç için mutlaka fiyatlarla oynayacak kadar sermayeye sahip olmak gerekli değildir; önemli bir finans kurumunun ya da o kurumların kararlarını etkileyecek bir yapının sözcüsü olmak da emeksiz kazancın kapılarını ardına kadar açabilmektedir. Bu bağlamda dünya finans piyasaları büyük bir legal kumarhane olarak algılanabilir.[118]

Monthly Review Okulu için gazinoculuk tipi örgütlenmenin ve finans kapitalin domine ettiği kapitalizm iktisadi aktörlerin daha fazla risk almasına ve irrasyonel kararlar almasına neden olmaktadır. *"Sadece parayı paraya dönüştürmek amacıyla kâgıt parçaları alıp satmaya bunca emek ve zaman harcanıyorsa, son derece akıl dışı seyler cereyan ediyor demektir."*[119] Bu bağlamda içinde bulundugumuz sistemi *menkul kıymet kapitalizmi*[120] olarak değerlendirmek mümkündür.

Gazino kapitalizminde paranın normal rollerinin değişmesi de söz konusudur. Para artık yalnızca üretim sonrası realizasyon sürecini tanımlayan bir

---

[117] John Bellamy Foster ve Hannah Holeman. "Financial Power Elite". **Monthly Review** Vol: 62. Issue: 1, 2010. ss.1-19.

[118] Boratav da birkaç önemsiz olayın, belli sınıflar için büyük kazançlar, diğerleri için büyük kayıplara neden olabileceğini belirterek durumu "kumarhane kapitalizmi" kavramını kullanarak açıklamıştır. Bkz. Korkut Boratav. **Bir Krizin Kısa Hikâyesi**. 1. Baskı, Ankara: Arkadaş Yayınevi, 2009 s.50.

[119] Fred Magdoff ve Michael D. Yates. **Ekonomik Krizin ABC'si – Emeği ile Geçinenlerin Bilmesi Gerekenler**. Ahmet Kırmızıgül (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Epos Yayınları, 2010. s.25.

[120] Bu kavramın erken dönem kullanılış biçimi için bkz. George W. Edwards. **The Evolution of Finance Capitalism**. First Edition. Longmans, Green and Co. 1938.

unsur olmaktan çıkmış ve paradan para kazanma söylemi ve algısı parasal genişlemeyi ve spekülasyon kaynaklı servetleri genişletmiştir. Bir başka ifadeyle paranın hem mekan fiyatı olan kur, hem de zaman fiyatı olan faiz üzerinden elde edilen getirilerin yükselişi tarihsel olarak kapitalizmin kendini mali alanda yenilemeye çalışmasına neden olmuştur.

Monthly Review ekolü çerçevesinde finans kapital teorisi, tekelci kapitalizm veya gazino kapitalizmi gibi kavramlar ve ekonomilerin güncel durumlarının farklı analizleri üzerinden geliştirilmiştir. Her ne kadar okulun günümüzdeki çizgisi finansallaşmayı Sweezy dönemine göre farklı ele alsa da finansallaşma realitesi tekelci kapitalizmden farklı anlamlar taşımaktadır. Dahası dünyadaki kapitalist rekabet bazı sektörlerdeki oligopolleşmeye rağmen espiyonaj seviyesine varacak kadar varlığını hissettirmektedir. Bu nedenle finansallaşmayı merkeze alan Lapavitsas ve Harvey'in Marksist yazına katkısı farklı okuma biçimleri ve analiz araçları katması bakımından önemlidir.

2.2.3.2. Lapavitsas ve Harvey'de Finansallaşma

Itoh ve Lapavitsas'a göre finansal açıdan *"artan etkinlik, finansal kurumların, işlerini alışılagelmiş alanlarının ötesine genişleterek, geleneksel olarak diğer kurumlara ait olan alanlara da girmelerini mümkün kılmıştır."*[121] Bu açıdan Lapavitsas için analizin odak noktasında direkt olarak finansallaşma vardır. Lapavitsas'a göre, finansallaşmanın sonucu olarak ortaya çıkan 2007 – 2009 dünya ekonomik krizini anlamak için, üretkenlik artışındaki tutuk gelişime, üretim kapasitesindeki uluslararası kaymalara ve farklılaşan çalışma koşulları ve ilişkileri incelemek gereklidir.[122]

[121] Makoto Itoh ve Costas Lapavitsas. **Para ve Finansın Ekonomi Politiği**. Tuncel Öncel (çev.) Yordam Kitap: Birinci Basım. 2012. s.197

[122] Costas Lapavitsas. "Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere", Tuncel Öncel (çev.). Costas Lapavitsas (hzl.). **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2009. s.41.

Lapavitsas klasik dönem Marksist teorisyenlerin aksine, finansallaşmayı, para sermayenin farklı sermaye formasyonlarına hükmetmesi değil, onlardan özerkleşmesi şeklinde ele alır. Bir başka ifadeyle Lapavitsas için para sermayenin diğer sermayeler üzerinde hegemonya kurması söz konusu değildir. Finans sektörü bir bütün olarak daha özerk olmuş ve sistemdeki öncü rolünü bu özerkliğiyle elde etmiştir.[123] Ayrıca finans kurumlarının bağımsız hale gelmesiyle ekonomideki finansman çeşitliliği de gelişmiştir. Böylece reel sektörün banka ile olan bağı gevşerken, bankalar tüketici kredilerine yönelmiş ve bankalar aracılığıyla işçi sınıfı finansallaşmıştır.

Lapavitsas için finansallaşma olgusunu aylak rantiye sınıfı ile açıklamaya çalışmak yetersizdir. Lapavitsas için rantiye sürecin motoru değil yalnızca bir çıktısı veya bir yan ürünüdür. Bu noktada Lapavitsas'ın son dönemlerde çok fazla kullanmasa bile kriz sonrası ortaya koyduğu **finansal müsadere (sömürü)** kavramı önemlidir. Lapavitsas için finansallaşma sürecinde dolaşım alanında yeni kar olanakları oluşmuş ve bu durum üretim sürecinden kopuşu hızlandırmıştır. Bu bağlamda giderek daha fazla bireyin finansal sisteme içerilmesi ile oluşan finansal müsadere ücretlerden finans sektörüne doğru bir değer akışını da simgelemektedir. Yani ücretli çalışanlar; faiz, komisyon, hizmet gideri gibi kalemlerle finansal sektöre büyük bir gelir olanağı yaratmıştır.[124]

Lapavitsas bu teorik konumlanışının ardından finansallaşmanın erken kapitalistleşmiş ülkelerde yarattığı üç kritik sonuçtan bahseder:[125]

- Finansal olmayan şirketler, kendi operasyonları üzerinden daha fazla finansal kar elde etmeye başlamış ve böylece finansallaşmıştır.
- Bankalar için şirketlerden gelen kredi ödemelerinin gelirler içindeki payı azalmış ve bankalar finans piyasalarında daha aktif rol almaya başlamıştır.

[123] Lapavitsas, *Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere*. s.70.
[124] Bkz: Lapavitsas, *Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere*. ss.1-74.
[125] Costas Lapavitsas ve Ivan Mendieta Munoz. "Profits of Financialization". **Monthly Review**. Vol: 68, Issue:3. 2016. ss.49-62.

Ek olarak bankalar hane halklarının borçlanmasından faydalanmaya başlamıştır.

- Hane halkları finansallaşmıştır. Bu durum hane halklarının gelirlerinin, tasarruflarının ve borçlarının finansal sisteme daha fazla içkin olması vasıtasıyla olmuştur. Böylece kişisel gelirler bankalar için kritik bir kaynak haline dönüşmüştür.

Harvey de Lapavitsas gibi günümüzdeki finansallaşma deneyimini Hilferding'in finans kapital analizinden farklı ele almaktadır. Bununla birlikte Harvey'in kullandığı para toplumu kavramı üzerinden yaptığı iktisadi özgürlük tanımı, finansallaşma analizlerinin öncüsü olarak ele alınabilir: *"Para toplumu, çoğunlukla bireyselcilik ve özel mülkiyet yasalarını, el koyma hakkını ve sözleşme serbestisini arkasına alan serbestlik, özgürlük ve eşitlik gibi kavramlarla özdeşleştirilmektedir."*[126] Bu bağlamda Harvey için özgürlük, para sahipleri için geçerli bir olgu olup kapitalist ekonomilerde **nesnel bir esaret** söz konusudur.

Öte yandan Harvey finans kapital kavramını kullanmakla birlikte günümüzdeki finansallaşmayı finans sermayesinin artan egemenliği çerçevesinde ele almıştır. Harvey'e göre sermaye içindeki ağırlık merkezinin finansallaşmaya doğru kaymasında gelişen iletişim teknolojileri ile para sermayenin coğrafi hareketliliğinin artması da etkilidir. Bu noktada günümüzdeki "finansallaşma vardiyası"nın özgünlüklerinden biri de para sermayenin diğer sermayelere göre (üretken ve ticari sermaye) çok daha rahat hareket etmesi ve adeta mekanı yok etme seviyesine gelmesidir.[127] Bu bağlamda finansın yarattığı kısa vadeli kar baskısı hem uzun dönemli üretken yatırımları frenlemekte hem de spekülatif balonlar ve krizler/iflaslar üretmektedir. Ayrıca "finansın sıkıştırması" ile üretken yatırımlardan kaçılması işsizlik yaratmış ve gelir eşitsizliğinin yoğunluğunu artırmıştır. Böyle bir ekonomik yapıda da *"Borsacılar gerçek üreticilerden daha fazla*

[126] Harvey'den aktaran, Susanne Soederberg. **Borç Refahı Devletleri – Para, Disiplin ve Artık Nüfus**. Eren Karaca (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Nota Bene Yayınları. 2016. s.54.
[127] David Harvey. **On Yedi Çelişki ve Kapitalizmin Sonu.** Esin Soğancılar (çev.). 2. Baskı. İstanbul: Sel Yayıncılık, 2014. s.183.

ödüllendirilir ve diğer tüm iş kollarını finansal hizmetlere daha fazla ödeme yapmak zorunda bırakır."[128]

Harvey, finansın yükselişi noktasında hayali sermaye kavramını da kullanır. Harvey'e göre hayali sermaye, gelecekte el konulacak artı değerin bir payını ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle finansal sistemdeki sermaye genişlemesinin üretilmiş değerlerin paylaşılması ile ilgisi yoktur. Bu bağlamda Harvey için finansal yapının karlı olması, finans sektörünün sisteme hakim olmasını sağlamıştır, fakat finansal alanda gerçek bir değer üretilmemektedir.[129]

Bütün bunların yanında Harvey'e göre, finans kapital için şu üç tanımlama veya boyut önemlidir:[130]

- Finansörleri ve para kapitalistlerini ifade eden bir sınıf olarak finans kapital,
- Banka ve sanayi sermayesinin ittifakı olarak finans kapital ve
- Finans kapitalin devletle olan ilişkileri.

Harvey böylece finans kapital kuramı ile finansallaşma kuramını birleştirmektedir. Fakat nihai olarak Harvey'in Lapavitsas'a benzer şekilde finansallaşmayı daha ziyade para sermayenin kopuşu şeklinde değerlendirdiği unutulmamalıdır. Çünkü Harvey'e göre sermayenin spekülasyon ve varlık değeri üzerinden kendini yeniden üretmesi – kendine yeni bir birikim alanı yaratması, sermayenin büyüyebilmesini sağlayan temel mekanizma olmuştur.

2.2.3.3. Diğer Güncel Marksist Analizler

Marksist finansallaşma teorilerinin atası finans kapital teorisi olmuştur. Onu Keynes'in de kullandığı gazino kapitalizmi gibi eklemeler ve tekelci kapitalizm gibi analizlerle Monthly Review Okulu geliştirmiştir. Nihayet Lapavitsas ve Harvey gibi teorisyenlerle de finans kapitalden finansallaşmaya uzanan yelpaze

[128] Calhoun'dan aktaran Harvey, *On Yedi Çelişki ve Kapitalizmin Sonu*, s.184.
[129] Harvey, *Limits to Capital,* ss.265-273.
[130] Harvey, *Limits to Capital,* s.316.

tamamlanmıştır. Bu noktada teoriye katkı sunan bazı başka Marksistlerin de analizlerine yer vermek doğru bir yaklaşım olacaktır.

Suzanne de Brunhoff için para ve üretken sermaye arasında bir hükmetme ilişkisinden çok **koalisyon** söz konusudur. Bu durumda Brunhoff için kar güdüsü rantiye tarzı birikime taşeronlaşmaya yol açmakradır. Bu da para ve üretken sermayenin kredi sistemi temelinde ortaklaşa hareketini betimlemektedir. Fakat bu koalisyona rağmen sermaye sınıfı içindeki hakimiyet ise finans sektöründedir: *"Finans hegemonyasının en belirleyici özelligi, hissedarların yüksek getiri ve yüksek kısa vadeli şirket karına olan taleplerinin aşırı derecede güçlenmiş olmasıdır."*[131]

Samir Amin'e göre ise oluşan tekelci iktidar **yüksek finans plütokrasisi**dir. Bu açıdan sisteme egemen olan finans sermayesi oligopolcü nitelikler taşır ve tüm ekonomiyi denetler. Bu bağlamda finans plütokrasisi üretim süreci üzerinde de kayda değer bir ağırlık sahibidir. Bu durum liberal söylemlerin aksine kaynakların optimal tahsisatını bozucu etkiler ortaya çıkarır. Amin için yüksek finans plütokrasisi küresel üretim ve finans piyasalarını yöneten ve dahi denetleyen bir sınıftır. Bununla birlikte Amin için sistemin finansallaşması, *"oligopol finans kapitalin çıkarları doğrultusunda uygulanan yeni ekonomi politikalarından başka bir şey değildir."*[132] Bu açıdan Amin, süreci Montly Review ekolüne yakın bir çerçevede analiz etmektedir.

Bir diğer önemli analiz de Elmar Altvater tarafından geliştirilen **devletin mali krizi** yaklaşımıdır. Altvater'e göre kapitalist ekonomilerde 1970'lerin sonunda yaşanan kamunun borç sorunu, neoliberal dönemde ekonominin diğer katmanlarına da aktarılmıştır. 1980'lerle monetarizmin egemenliği altında merkez bankaları bağımsızlığını kazanırken, ekonomilerde istihdam problemleri oluşmuştur. Ticari ve finansal serbestleştirme ile özel sektörün de borcu artmış ve bu dönemde mali ve reel birikim birbirinden ayrılmıştır. Bu süreçte finansın

[131] Koalisyon tanımlaması ve bu alıntı için bkz. Suzanne de Brunhoff "Finans Sermayesi ve Sanayi Sermayesi: Yeni Bir Sınıf Koalisyonu" **Kapitalizme Reddiye Marxist Bir Giriş**. Aslı Zengin (çev). Alfredo Saad – Filho (hzl.). İstanbul: Yordam Kitap, 2003, ss.173-174.
[132] Bkz. Samir Amin. "Market Economy?" or Oligopol – Finance Capitalism?". **Monthly Review**. Vol: 59. Issue: 11. 2008. ss.51-61.

üretimle olan bağının kopması ise daha çok paranın nitelikleri ile ilgilidir. Bu açıdan Altvater için faiz bir tür vergi gibi görev üstlenmiştir.[133] Yine Altvater için teknolojik gelişmeler ile finans dünyasının devlet denetiminden iyice çıkması ile parasal varlıklar sınırsız biçimde büyümeye başlamıştır. Bu durum da ekonomide yeni borçluluk alanlarının oluşturulması ve bunların özelleştirilmesi açısından (yeni kırılganlıklar çerçevesinde) önemlidir. Bunların yanında Altvater için, 2008 krizi büyük ölçüde kredi genişlemesine yaslanmıştır. Dahası kriz sürecinde ABD, "ideal genel bankacı" rolü ile kurtarma operasyonlarına girişmiş ve maliyetleri toplumsallaştırmıştır.[134]

Neoliberalizmin krizini inceleyen Gerard Dumenil ve Dominique Levy'ye göre ise neoliberal dönemde kapitalist ekonomiler için üç sınıf söz konusudur: Kapitalistler, işçiler ve bu iki sınıf arasında yer alan yöneticiler. Bu noktada sosyal düzen olarak neoliberalizmdeki değişimler yönetici sınıf kaynaklı olmaktadır. Öte yandan Dumenil ve Levy için neoliberal dönemde kapitalistlerin kredi sistemindeki kontrolü kaybetmesi, neoliberalizmin krize sürüklenmesine neden olmuştur. Aslında bu kriz süreci finansal hegemonya ve küreselleşme kaynaklıdır. Bu noktada Dumenil ve Levy için sistemi yapısal bir krize sürükleyen unsur kar oranlarının düşmesi değildir, aksine finansallaşmanın yarattığı dengesizliklerdir.[135]

François Chesnais ise popüler teknoloji söylemleriyle finansallaşma arasında farklı bir bağ kurmaya çalışır. Chesnais'e göre günümüz kapitalizmini bilgi, teknoloji, inovasyon gibi kavramlar üzerinden tanımlamak yerine finansal kapitalizmin çağdaş figürlerinin egemenliği ve bu egemenliğin sınıfsal ilişkiler bağlamındaki özellikleri üzerinden tanımlamak gereklidir. Bununla birlikte, bilgi iletişim teknolojileri aslında kolektif emek sürecini parçalamaktadır. Bu noktada kapitalistlerin ücretli işçiden vazgeçmeye başlaması, piyasadan vazgeçmesi

[133] Elmar Altvater. "Financial Crises on the Thresoldof the 21st Century." **Ruthless Critsism of All That Exists**. Leo Panitch (ed.). Socialist Register, London: Merlin Press. 1997. s.51.
[134] Altvater, Elmar. "Was Marx Right After All? A Critical Analysis of Global Financial Crisis". **Novos Cadernos NAEA**. Vol.12, No.1, June 2009. s.16.
[135] Gerard Dumenil ve Dominique Levy. **The Crisis of Neoliberalism**. Harvard University Press. 2011. ss.30-40.

anlamına gelmemektedir. Bu açıdan finans spekülatörleri teknik gelişmeleri kendi çıkarları için kullanmaktadır.[136]

Christian Marrazzi'nin bakış açısı ise birikimin sürekliliği üzerindendir. Ona göre güncel finansallaşma deneyimi, karların yeniden üretim sürecine yatırılmamasından doğan birikimdeki bir tıkanmadan üremiştir. Bununla birlikte faiz getiren sermayenin kaynaklarının ve aktörlerinin çeşitlenmesi ve yaygınlaşması yeni finansal kapitalizmin ayırt edici, olağan dışı ve sorunsal özelliği olmuştur.[137]

Giovanni Arrighi 1980'lerde başlayan mali genişlemeyi **kapitalist yüksek finans sistemi** kavramsallaştırması üzerinden okumaktadır. Arrighi'ye göre bu sistemin temeli 13. yüzyılda Floransa'da atılmıştır. Bununla birlikte, mali genişleme, önceki dönemlere göre kapsam olarak çok daha büyük olsa da, tarihsel kapitalizm bağlamında sistemin uzun dönemli eğilimlerinin dışında bir olguya işaret etmemektedir. Kapitalist ekonomide tarihsel olarak üretim alanındaki genişlemelerin ardından finansal genişleme yaşanmıştır. Bu açıdan mali genişleme sermaye birikiminin önder kurumlarını barındıran bir olgudur ve önceki dönemin kriz ve çelişkileri üzerine inşa edilmiştir.[138]

Küresel kriz sonrası popüler hale gelen Zizek'e göre risklerin yayılması en kritik unsurdur. Zizek için de spekülatif getiriler, ekonominin üretken cephesine karşı üstün gelmiş ve maliyetler toplumsallaştırılmıştır. *"Riskli seçimlerin olduğu toplumda yaşıyoruz ama birileri (Wall Street yöneticileri) seçimi yaparken ötekiler (mortgage ödeyen sıradan insanlar) ise riski taşıyorlar."*[139]

Camacho ve Nieto finansallaşmayı daha çok borçlanma üzerinden ele almaktadır. Bu bağlamda finansal dünyanın gelişmesi borçlar ve krediler üzerinden

---

136 Bkz: François Chesnais. "Finansal Kapitalizm Yararına "Bilişsel" Olana El Koyma Biçimleri". **Bilişsel Kapitalizm – Post-Fordist Dönemde Bilgi ve Finans**. Carlo Vercellone (Ed.). Durdu Kundakçı (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Otonom Yayınları. 2015. ss.153-168.

137 Christian Marrazzi. "Finansal Kapitalizmin Şiddeti". **Küresel Ekonomide Kriz – Finansal Piyasalar, Toplumsal Mücadeleler ve Yeni Politik Senaryolar**. Andrea Fumagalli, Sandro Mezzadra (Ed.). Irmak Ertuna Howison (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Otonom Yayınları. 2012. ss.30-32.

138 Giovanni Arrighi. **Uzun Yirminci Yüzyıl: Para Güç ve Çağımızın Kökenleri**. Recep Boztemir (çev.) İstanbul: İmge Kitabevi. 2. Baskı. 2016. ss.443-444.

139 Slavoj Zizek. **Önce Trajedi Sonra Komedi ya da 2008 Finansal Krizi**. Mehmet Öznur (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Encore Yayınları, 2009. s.17.

okunabilir: *"Kar oranlarının yeniden tesis edilmesi için izlenen temel strateji, uluslararası borçların artmasını ve kredilerin aşırı genişlemesini temel alan finansallaşmadır."*[140] Bu bağlamda finansallaşma deneyimi iktisadi ve siyasi canlılığını kar oranlarının yükseltilmesi çerçevesinde kazanmıştır.

Finans kapital – finansallaşma tartışmalarına Türkiye'den katkı yapan[141] Ercan ise Hilferding'in klasik finans kapital incelemesini eleştirir. Çünkü sermaye bütünsel bir yapıdır ve para ve banka sermayesi dahi ayrı ayrı ele alınamaz. Bu durum holdingleşme ile kendi bankalarını kuran ve para sermaye üzerinde de kontrolü olan sanayi sermayesinin varlığı ile ilgilidir. Bu bakımdan; para, meta ve üretken sermaye birlikte ela alınmalıdır. Kapitalist sermaye denetimi ancak bu yolla doğru bir şekilde çözümlenebilecektir. Bir başka ifadeyle 1970'lerden günümüze uzanan süreç sermayenin doğru haritalandırılması veya para sermayenin etkilerinin bütünsel olarak okunması ile mümkün olacaktır.[142]

Köse ve Öncü ise neoliberal dönemi, ekonomilerin uluslararasılaşması veya küreselleşmesi yerine küresel varoluşun değişmesi olarak ele alır. Buna göre kar oranlarındaki düşüşle, sermaye üretken yatırımlara yönelmek yerine likit kalmayı tercih etmiştir. Bu süreçle beraber, para şeyleşirken (gerçek üretimden koparken) sermayenin toplumla kurduğu bağlar da zayıflamıştır. Bu süreçte şirketler temel faaliyetlerinden uzaklaşmış ve finans kurumu gibi hareket etmiştir. Fakat bu para sermaye genişlemesi sermaye birikiminin ya da üretim sürecinin genişlemesi anlamına gelmemektedir.[143]

---

[140] Carlos Morera Camacho ve Jose Antonio Rojas Nieto. "Finansal Sermayenin Küreselleşmesi: 1997–2008". Tuncel Öncel (çev.). Costas Lapavitsas (hzl.) **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**. 1. Baskı, İstanbul: Yordam Kitap, 2009 s.229.

[141] Bu noktada şunu not düşmek gereklidir: Türkiye'deki erken dönem finans kapital analizlerinin öncüsü sayılabilecek Hikmet Kıvılcımlı'da Hilferding'in ve Lenin'in analizlerinin büyük etkisi görülmektedir. Bkz. Hikmet Kıvılcımlı. **Finans Kapital ve Türkiye**. 1. Basım, İstanbul: Sosyal İnsan Yayınları, 2008.

[142] Bkz. Fuat Ercan. "Meta ve Para Analizinde Finans Kapital (1970 Sonrası Yaşanan İlişkiler İçin Teorik Bir Çerçeve)" 1998. http://fuatercan.wordpress.com/2007/01/07/meta-ve-para-analizinde-finans-kapital/ (Erişim: 04.01.2016)

[143] Ahmet Haşim Köse ve Ahmet Öncü. "İktisadın Piyasası, Kapitalizmin Ekonomisi". **İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**. Ahmet H. Köse, Fikret Şenses, Erinç Yeldan (drl.). 1. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, ss.130-133.

Finansallaşma ile finans kapital teorileri arasındaki temel fark, **sermayenin egemenlik alanı** ile ilgili olmuştur. Klasik dönem Marksistleri banka sermayesinin endüstri sermayesi üzerinde egemenlik kurması noktasına eğilirken, Monthly Review Okulu süreci gazino kapitalizmi ve tekelci kapitalizm şeklinde ele almış ve kısmen malileşme analizlerine yaklaşmıştır. 2000'li yıllarda üretilen finansallaşma teorileri ise daha ziyade finansal piyasaların özerkleşmesi, ekonomideki ağırlığının yükselmesi şeklinde olmuştur. Ayrıca bu süreçte gelirlerin finansal sektörden elde edilmeye başlanması ve borcun özelleşmesi de dikkat çekilen noktalar olmuştur. Bu bakımdan yalnızca Hilferding'in analizi değil, aynı zamanda Sweezy – Baran ekolünün temsil ettiği tekelci finans kapital analizi ile Lapavitsas – Harvey ekolünün temsil ettiği finansallaşma arasındaki fark da oldukça kritiktir.

Finansallaşmanın sınıflar arası yansımalarına bakıldığı zaman sermaye sınıfı ile işçi sınıfının göreli konumunun ve özellikle işçi sınıfının sistem algısının değişmesi söz konusu olmuştur. Bu durum aynı zamanda bütünsel olarak toplumsal refahın finansal endeksler üzerinden okunması anlamına da gelmektedir: *"Neoliberal düzen, tasarruf sahiplerinin, emeklilerin ve çalışanların üzerine kurulmuştur: Öyleyse **herkes kapitalisttir!** Borsa endeksi yükseldiginde bir ölçüde neoliberal refah sağlansa da düşüş tehlikeleri tekrar ortaya çıkar."*[144] Bu inceleme biçimi sınıfsal asansör algısı yaratması açısından anlamlı olabilir. Çünkü finansal varlıklar üzerinden getiri elde etme imkanının doğması toplumdaki sınıf algısını da kısmen değiştirebilecek niteliktedir: *"Farklı sermaye biçimleri emekle farklı ilişkilenir."* [145] Bu durum da sermaye katmanları arasındaki mücadelenin emekle olan ilişkileri bağlamında özgün ilişkiler türetebileceği anlamına gelmektedir. Daha fazla birikim için *"fabrikadan kaçan sermaye"*[146], yalnızca üretim sürecini değil, aynı zamanda üretim ilişkilerini de dönüştürmüştür.

---

[144] Gerard Dumenil ve Dominique Levy. **Kapitalizmin Marxist İktisadı**. Selin Pelek (çev.). 1. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2009. s.139.

[145] Werner Bonefeld. "Para, Eşitlik ve Sömürü. Marx'ın Para'yı Ele Alışının Bir Yorumu". **Küreselleşme Çağında Para ve Sınıf Mücadelesi.** Cumhur Atay (çev.). Bonefeld Werner, John Holloway (Ed.). İstanbul: Otonom Yayıncılık, 2007, s.200.

[146] Bkz: Werner Bonefeld ve John Holloway. "Para ve Sınıf Mücadelesi", Münevver Çelik (çev.). Bonefeld Werner, John Holloway (Ed.). **Küreselleşme Çağında Para ve Sınıf Mücadelesi** içinde. İstanbul: Otonom Yayıncılık, 1. Basım, 2007, s.17.

Finansallaşmanın sınıf içi ve sınıflar arası dengeler kadar siyasi alanda da yarattığı bazı sonuçlar olmuştur. Finansal piyasa aktörlerinin birbirine bağlı yapıları kontrol etmeye başlaması ile şirket yönetim kurulları ve dahası devletler finansallaşmayı yöneten "piyasa" tarafından daha fazla kontrol altına alınmaya başlamıştır. Bu durum kapitalist ekonomilerde devlet kurumlarının ve siyasetçilerin yeri ve rolünün de değişmesi anlamına gelmektedir. Öte yandan kesintisiz birikimin hedeflendiği kapitalizmde finansallaşmanın yarattığı kriz sonrası **neomerkantalist** ve milliyetçi söylemlerin yükselişe geçmesi sermaye birikiminde yeni bir aşamaya geçilebileceğine dair bir döneme de işaret edebilir.

Sonuçta, 1980 sonrası dünya ekonomisinin temel dinamiği finansal alandaki genişleme olmuştur. Bu atılım aynı zamanda kapitalizmde sürekli bir başka versiyonuna tanık olunan krizlerle birlikte yol almıştır. Bu nedenle birikimin reel üretimden kopuşu da uzun vadede süreklilik kazanması muhtemel olan bir olgu değildir. Çünkü mali ve reel birikim arasındaki keskin ayrımın ekonomide yıkıcı sonuçları olacaktır. Bu sorgulamayı Holoway'in şu cümleleri ile berraklaştırmak mümkündür:[147]

> *"Gerçek birikim ile parasal birikim arasındaki **ayrılma,** kapitalist yeniden üretim döngüsünün bir parçası olarak görülebilir. Hızlı bir birikim dönemi sonuna yaklaştığı zaman (birikim için koşullar yok olduğunda), çok daha fazla üretken kapitalist, borçlanma yoluyla zorlukları aşmanın yollarını araştırır. Üretime doğrudan yatırım yaparak karlı bir genişlemenin artık mümkün olmadığı durumlarda, borç vermek için daha fazla sermaye de hazır hale gelir. Diğer bir deyişle birikim, daha fazla **sanallaşır:** Değerin parasal ifadesi, gerçekte üretilen değerden giderek daha çok kopar. Bu durum, borçluların ne borçlarını ne de borç faizlerini geri ödeyebilecek hale geldiği noktaya ulaşır: Borç alanlar iflas eder, kredi verenler çöker ve hayali sermayenin kitlesel yıkımı başlar."*

Bu açıdan bu durum macera gibi görünse de sermaye birikim dinamikleri açısından bir gereklilik olarak ele alınmalıdır. Dünya ekonomisinde

[147] John Holloway. "Zapata Wall Street'te". A. Serkan Mercan (çev.). Werner Bonafeld, John Holloway (Ed.). **Küreselleşme Çağında Para ve Sınıf Mücadelesi**. 1. Basım, İstanbul: Otonom Yayıncılık, 2007, s.232.

finansallaşmanın yarattığı sonuçlar bazı sermaye grupları için negatif etkiler doğurmuş olsa da genel olarak sermayenin bekası için olumlu olmuştur. Sonraki bölümde inceleneceği üzere finansallaşma sürecinde karlar özelleştirilirken maliyet toplumsallaştırılmıştır.

Günümüzde kapitalizmin geleceği tartışılırken en çok irdelenen konu hala finansallaşmadır. Sistemde ağır hasara neden olmasına rağmen finansallaşma dinamiği halen canlıdır. Bu açıdan sermaye formasyonlarının biçimleri ve devletle kurduğu ilişkilerin temelinde finansallaşma yatmaktadır. Dahası sermaye birikiminin finansallaşmaya yaslanmış olması problemi çözülemediği gibi, finansallaşmanın hem sermaye sınıfı içindeki hem de işçi sınıfı üzerindeki etkileri analiz edilmeye devam edilmektedir. Çünkü finans sermayesi birikimin taşıyıcı gücü olurken, sisteme bunalım tohumları da ekmiştir. Bir başka ifadeyle; kapitalizmi bir bina olarak ele alırsak, finansallaşma, gelirlerini ve servetlerini yeterli görmeyen ev sahipleri için binaya yeni kat çıkma imkanı vermektedir. Bununla birlikte finansallaşma binanın taşıma kapasitesini zorlamakta ancak sermaye sınıfı için yeni kat çıkmanın getirdiği göreli avantajlardan vazgeçmek kolay olmamaktadır. Bu bağlamda 1980'lerden itibaren tıkanıklıkları aşmak için bir karşı atak projesi olarak ortaya çıkan neoliberalizmin bir parçası olan finansallaşma sistemdeki şemsiye görevini devam ettirmektedir.

Olguların dönüşümü teorileri de etkilediği için finansın özellikle 2000'li yıllarda kurduğu egemenlik ve özellikle 2008 krizi sonrası oluşan konjonktür ekonomi politik alanında egemen olan paradigmalarda dahi dönüşümlere neden olabilecek yapıdadır. Özellikle neoliberalizmin küresel çapta yarattığı tahribat pazarların entegre olmasına rağmen üretim ilişkilerinin sistemden kopmaya başlaması nedeniyle gittikçe daha fazla hissedilir olmuştur. Bu bağlamda günümüzde finansallaşma üzerine yapılan analizlerin nitelik ve niceliğindeki gelişim de tesadüfi değildir.[148] Ana akım iktisadı da kısmen kapsayan bu değişim; küreselleşme, neoliberalizm ve finansallaşmanın ulusal ve uluslararası bazda ve

[148] Bu konuda bkz. Edward Engelen. "The Case for Financialization". **Competition & Change**. Vol:12, No:2, 2008, ss.111–119.

sınıf dengeleri açısından yarattığı sonuçları göstermesi açısından oldukça dikkate değerdir. İşte bu yıkıcı sonuçların iyi anlaşılabilmesi için de Türkiye'nin finansallaşma deneyimine geçmeden önce dünya ekonomisindeki finansallaşma deneyiminin kısa tarihçesi, egemen sistem olan kapitalizmin geçirdiği evrimler bağlamında ele alınmalıdır.

3. DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA ve BÜYÜME – KISA TARİHÇE

Kapitalizm tarihsel olarak kendi içerisinde evrilen, farklı formlar alan bir dünya sistemidir. Kapitalizm tarihi boyunca sermayenin büyümesi ve yayılması farklı biçimlerle olmuştur. Bu anlamda kapitalizm esnek ve eklektik bir sistemdir: *"... Kapitalizm tarihinin karakteristiği, sistemin sınırsız esnekliği ile değişim ve uyum gösterme kapasitesidir."*[149]

Konjonktüre göre birikim rejimi değişim gösterebilen kapitalizm genel olarak dört evrede ele alınabilir:[150]

- 19. yüzyılda sanayi sermayesinin egemenliği.
- 20. yüzyıl başında büyük finansörlerin (Morgan, Rockefeller gibi) hegemonyası altındaki finansal yükselişin etkilediği mülkiyetle yönetimin ayrışmaya başladığı dönem.
- Finansın gerilediği 1929 Büyük Buhranı ile 1970'lerin başındaki dönem.
- Finansın gücünün, işçi ve sermaye sınıfı arasındaki dolaylı uzlaşının bitmesiyle, yeniden yükselişe geçtiği neoliberal dönem.

Toplumsal egemenliğin[151] en önemli ayağını oluşturan ekonomi politik alanındaki egemenliğin 1980 sonrası yüzü yukarıdaki dönemselleştirme çerçevesinde finansallaşma olmuştur. Bir başka ifadeyle, sermayenin hegemonya biçimlerinden biri olarak dünya ekonomisinin finansallaşması, yakın dönemde sistemin kendisini yeniden ürettiği alan olmuştur. Her ne kadar ülkelerin

[149] Braudel'den aktaran Giovanni Arrighi ve Jason W. Moore. Capitalist Development in World – Historical Perspective. **Phases of Capitalist Development: Booms, Crises and Globalizations** R. Albritton, M. Itoh, R. Westra ve A. Zuege (Ed.), Palgrave: 2001. s.58.

[150] Gerard Dumenil ve Dominique Levy. "Periodizing Capitalizm: Technology, Institutions and Relations of Production". **Phases of Capitalist Development: Booms, Crises and Globalizations.** R. Albritton, M. Itoh, R. Westra ve A. Zuege. (Ed.). Palgrave: 2001. s.155.

[151] Toplumsal egemenlik alanları için bkz. Susan Strange. **States and Markets**. New York: Basil Blackwell Inc., 1988. ss.41-44.

kapitalistleşme süreci özgünlükler taşısa da bir bütün olarak dünya ekonomisinin yakın tarihteki taşıyıcısı finansallaşma olmuştur.

15 Eylül 2008'de, merkez kapitalizmin kalbindeki bir yatırım bankası olan **Lehman Brothers'ın iflası**[152] ile varlığı kabul edilen ve mortgage (ipotek) ile onunla bağlantılı olan – Collateralized Debt Obligation (CDO - Teminatlı Borç Yükümlülügü) ayrıca Mortgage Backed Security (MBS - Konut Kredisi Destekli Menkul Kıymet) kaynaklı finans krizi de dünya ekonomisindeki finansallaşma eğilimleri yeniden popüler bir çalışma alanı haline gelmiştir. Fakat sanılanın aksine 1980 sonrası süreç dünya ekonomisinin ilk finansallaşma deneyimine şahit olunan dönem değildir. I. Dünya Savaşı öncesi döneme bakıldığında dünya ekonomisinin 1980'e kadar olan döneme göre çok daha fazla küresel ve finansallaşmış olduğu gerçekliği belirlemektedir. 1980 sonrası dönem kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen 1945-1970 dönemine göre çok daha finansallaşmış bir yapıyı işaret etmektedir. Ancak bu durum tarihsel olarak bakıldığında bir ilk değildir. Öte yandan 1980'den sonra küreselleşme ve finansallaşma, neoliberalizm şemsiyesi altında dünya ekonomisini 2008 Küresel Finans Krizine taşımıştır.

Kapitalizmin motorunu oluşturan sermayenin temel gayesinin büyüme olduğu gerçekliğinden hareketle dünya ekonomisindeki finansallaşma deneyiminin kısa tarihçesine bakarken bu sürece uzanan yolu da incelemek yerinde olacaktır. Bu çerçevede önce kapitalizmin geçirdiği evrelerin dinamikleri kısaca incelenecek ve sonrasında dünya ekonomisindeki finansallaşmanın aktüel boyutları göstergelerle ele alınacaktır.[153]

[152] Bkz. Guardian: "Banking crisis: Lehman Brothers files for bankruptcy protection" https://www.theguardian.com/business/2008/sep/15/lehmanbrothers.creditcrunch (Erişim: 05.09.2016)
[153] Dünya ekonomisinin finansallaşması, bu tez çalışmasında kısaca ele alınmıştır. Finansallaşmanın nasıl ortaya çıktığı ve dünya çapında yarattığı etkiler bütünüyle ayrı bir çalışma alanı olabilir.

3.1. 19. YÜZYILDA VE 20. YÜZYILIN BAŞINDA KAPİTALİZMİN KÜRESELLEŞMESİ VE FİNANS

Üretim araçlarının özel mülkiyeti ve kar için üretim temeline oturan kapitalizm için küreselleşme göreli olarak yeni bir olgu olmanın ötesinde sisteme en başından beri içkin olan bir olgudur. Kapitalizm tarihinde üretimdeki muazzam artışlar genel olarak dünya ticaretine de yansımıştır. Dünyada imalat sanayiinin dönemsel lideri olan Birleşik Krallık öncülüğünde dünya ekonomisindeki ilk entegrasyon hamlesi 19. yüzyılın sonlarında yaşanmıştır. Bu çerçevede kapitalizmin küresel gayelerini yerine getirmeye başladığı söylenebilir. Dünya çapında eşitsiz ancak birleşik bir gelişmeyi ifade eden bu ilk küreselleşme deneyimi I. Dünya Savaşı'na kadar sürmüştür. Yine bu süreçte 19. yüzyıldan I. Dünya Savaşı'na kadar altın standardının egemen olduğu para sistemi söz konusu olmuştur.

Kapitalizmin ilk küreselleşme deneyimini 1850'lerle I. Dünya Savaşı arasında yaşanan bazı gelişmeler üzerinden okumak mümkündür. Örneğin; 1870-1913 arası dünya milli geliri yıllık %2,7 büyürken, uluslararası ticaret %3,5 büyümüştür. Yine doğrudan yabancı yatırım istatistiklerine bakıldığında da toplam doğrudan yabancı yatırım stokunun dünya milli gelirine oranı 1913 yılında %9 olmuştur. Bu orana ancak 1990'lı yıllarda yaklaşılabilmiştir.[154] Bir başka ifadeyle 1929 buhranı öncesi ulusal ekonomiler çok daha dışa açık ve dünya ekonomisi, sonraki döneme göre çok daha küreseldir.

Üretimin ve ticaretin geliştiği bu dönemde finansal varlıklar da gelişmeye başlamıştır. Bankaların üretim ve ticareti finanse etmesi temeli üzerine inşa edilen finansal yapıdaki bu erken dönem gelişmelerden bazıları şöyledir: 1843 yılında Londra Borsasındaki menkul kıymetlerin değeri toplam 1.1 milyar Sterlin seviyesindeyken, 1875 yılında 4,5 milyar Sterlin seviyesine ulaşılmıştır.[155] Yine Birleşik Krallık'taki ticari bankaların menkul kıymetlerinin toplam varlıklarına oranı da 20. Yüzyılın başından 1925'e kadar yaklaşık iki katına çıkarak %15'e ulaşmıştır. Öte yandan ABD'deki finansal kurumların toplam varlıklarının değeri

[154] Bu istatistikler için bkz. Türkay, s.261.
[155] Bkz. Edwards, s.55.

1873'te 2,7 milyar dolarken bu rakam savaş öncesi 1911'de 23,6 milyar dolara kadar yükselmiştir.[156]

Yine ABD'de ilgili dönemde anonim şirket yapılanması sayesinde yükselen finans kapitalizminin mimarı John Pierpont Morgan olmuştur. Morgan gibi tüccar bankerlerin zenginlere açtığı mevduat hesapları ve tahvil ya da hisse senedi satışı üzerinden elde ettikleri gelirlerle ellerinde tuttukları fon akışı olağanüstü bir gücü temsil etmiştir.[157]

Bu çalışmanın ana konusu olmayan bu döneme ilişkin farklı verilerle analizi genişletmek mümkündür.[158] Ancak dünya savaşları öncesi kapitalizmin birçok açıdan bir küreselleşme deneyimi yaşadığı ampirik olarak da desteklenebilecek bir gerçekliktir. Sermayenin tüm fraksiyonlarıyla "küreselleştiği" dönem dünya kaynaklarının paylaşılması mücadelesini doğurmuş ve nihayetinde bu süreç iki dünya savaşı ile kesintiye uğramıştır. Bunun sonunda da dünya ekonomisinde göreli olarak korumacılık eğilimleri güç kazanmaya başlamıştır. II. Dünya Savaşı sonrası sürecin dinamikleri de bu açıdan oldukça farklı olmuş ve dünya ekonomisinde sermaye sınıfı için dinamikler anlamında hegemonya el değiştirmiştir.

3.2. KAPİTALİZMİN "ALTIN ÇAĞI"

II. Dünya Savaşı'nın bitimiyle başlayan ve 1973 Petrol Kriziyle[159] bittiği kabul edilen dönem birçok analist tarafından "kapitalizmin altın çağı" olarak ele alınmaktadır. Bu dönemde gerek savaşın yarattığı yıkımın giderilmesi, gerekse Sovyet etkisi ile merkez kapitalist ülkelerde 19. Yüzyıla göre daha korumacı ve

[156] Bkz. Edwards. s.95
[157] Bkz. Larry Allen. **Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya – Küresel Finans Sisteminin Öyküsü**. Mahmut Tekçe (çev.). 1. Baskı. Kitap Yayınevi. 2003. s.27.
[158] Daha ayrıntılı bir analiz için bkz: Niall Ferguson. **Paranın Yükselişi – Dünyanın Finansal Tarihi**. Barış Pala (çev.). 5. Baskı. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları. 2017.
[159] Kapitalizmde krizler farklı görüntüler altında ortaya çıkmakla birlikte her kriz aslında bir birikim sorununa işaret etmektedir. Bu bağlamda 1973 Krizi de özünde sermaye birikimiyle ilintilidir.

müdahaleci (Keynesyen) uygulamalar söz konusu olmuştur. Böylece birikimin ulusal sınırlar içerisinde geliştiği bir dönem yaşanmıştır.

Dünya ekonomisinde 1945–1973 döneminin "kapitalizmin altın çağı" olarak adlandırılmasının nedeni, kapitalizmin sanayi devriminden sonraki yaklaşık 300 yıllık tarihi süresince en yüksek büyüme oranlarına ulaşılan dönemlerden biri ve bu dönemde refah artışından tüm toplumsal kesimlerin faydalanmış olmasıdır. Sermaye sınıfı ile işçi sınıfı arasında zımni bir anlaşmanın olduğu bu dönem sınıflar arası gelir ve refah farkının göreli olarak az olduğu bir dönem olmuştur. Merkez ülkelerde sosyal devlet argümanının yükselişte olduğu dönemde sınıflar arasındaki gelir ve servet uçurumu azalmıştır. Bu noktada devletlerin içsel birikime yardım etmesi amacıyla reel ücretleri göreli olarak yüksek tutmaya çalışması ve yükselen sol siyaset etkli olmuştur. Bu genişleme dönemi kapitalizmin tarihi açısından uzun bir başarı dönemi olarak adlandırılabilir. Sürecin ana belirleyenleri ise şunlardır:[160]

- Sınıflar arasındaki güç ilişkileri ve mücadelenin durumu
- Teknolojik sıçrama / emek sürecinde büyük atılımlar
- 1929 bunalımının ve İkinci Dünya Savaşı'nın etkileri
- ABD'nin tek hegemonik güç olması
- Bretton Woods Sistemi
- Sermayenin uluslararasılaşması (özellikle üretken ve ticari sermaye)
- Emperyalist denetim mekanizmaları
- Devlet müdahalesi / Keynesçilik

Finansal ve reel ekonomide büyük bir çöküşe neden olan 1929 buhranı sonrası dünya ekonomisinde yeni bir **finansal mimari** oluşturma çabalarının bir sonucu olarak Glass-Steagall Yasası çerçevesinde benimsenen bazı noktalar bu dönemde finansal yapıyı şekillendirmiştir. Bu kurallar genel olarak şöyledir:[161]

- İstikrarlı bir bankacılık sistemi için mevduat sigortası getirilmelidir.

[160] Savran, Sungur. "Bunalım, Sermayenin Yeniden Yapılanması, Yeni Liberalizm". Nail Satlıgan (çev). **Dünya Kapitalizminin Krizi.** Nail Satlıgan, Sungur Savran (drl.). 2. Baskı: İstanbul: Belge Yayınları, 2009. s.25.
[161] Damon Silvers'dan aktaran; Ümit Akçay ve Ali Rıza Güngen. **Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş – Küresel Kapitalizmin Geleceği**. Gözden Geçirilmiş 2. Baskı. İstanbul: Nota Bene Yayınları. 2016. s.30.

- Sigortalanmış mevduatlar, menkul kıymet piyasasında işlem görmek üzere kullanılmalıdır.
- Menkul kıymet piyasasının istikrarı için kaldıraç oranları sınırlandırılmalıdır.
- Konut finansmanı ağırlıklı olarak uzun dönemli ve sabit faizli olmalıdır.
- Devlet, tasarrufların yatırım bankalarına değil mevduat bankalarına yönlendirilmesini teşvik etmelidir.
- Menkul kıymet piyasaları şeffaf ve küçük yatırımcılar için de adil olmalıdır.

Bu perspektiften, Keynesçi iktisadın yansımaları finansal mimariyi de etkilemiş ve ekonomideki denetimler finans piyasalarını da kapsamıştır. Böylece menkul kıymet piyasalarında riskli faaliyetlerden uzak durulmuştur.

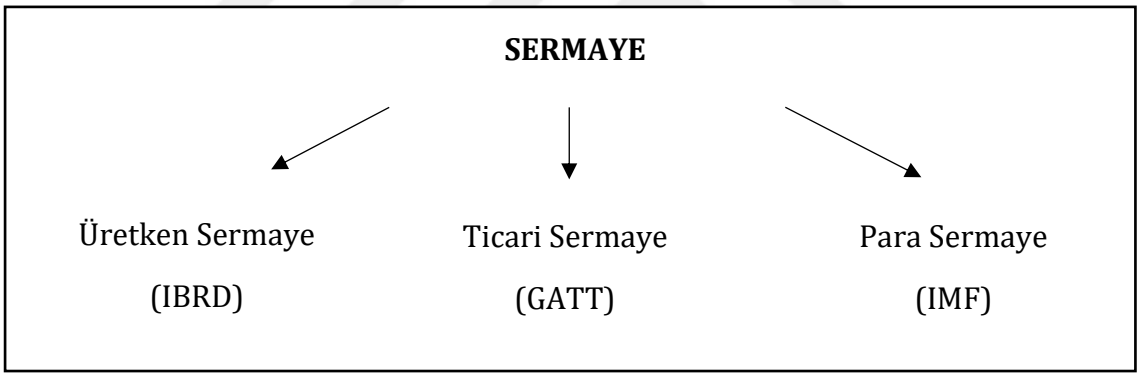
Dünya kaynaklarının paylaşımı üzerine yapılan iki dünya savaşı sonrası yeni ekonomik ve askeri güç olarak ortaya çıkan ABD açısından, bu potansiyelini hegemonyaya dönüştürmek adına yukarıda sayılan hamleler arasında en önemlisi, bu süreçte sistemin işleyiş kurallarını belirleyen Bretton Woods'tur. Bretton Woods, 44 ülkenin katılımı ile Temmuz 1944'te kurulmuştur. II. Dünya Savaşı resmi olarak bitmeden oluşturulan bu sistem savaşın fiili galiplerinin uluslararası çıkarları doğrultusunda bir tür yeni dünya düzeninin tahsisini gerçekleştirmeye yönelik atılan en önemli adımlardan biridir. Yaklaşık 30 yıl dünya ekonomisinin en temel kurumsal yapısı olan sistem 1971'e kadar (Smithsonian Anlaşması) varlığını sürdürmüştür. 1944'te alınan kararlar kısaca şu şekildedir:[162]

- Dünyada ABD Doları ve İngiliz Sterlini rezerv para olacaktır. Ayrıca sabit kur uygulamasına geçilecektir. Bu çerçevede ilgili kurumlar 1 Sterlin = 2,8 Dolar paritesi esas alınacak ve altının bir onsunun fiyatı 35 Dolara sabitlenecektir. Bu noktada temel görev, rezervleri ile kuru koruması gereken, merkez bankalarındadır.

[162] Oya Köymen. **Sermaye Birikirken – Osmanlı, Türkiye, Dünya**. 2. Basım: İstanbul: Yordam Kitap, 2007. ss.174-175.

- IMF bu kur rejiminin bekasını sağlayacak bir diğer kurum olarak kurulmuştur. Uluslararası ödeme sorunlarını IMF'nin yönetmesi beklenirken, ülkeler ödemeler dengesi sorunlarını develüasyonlarla aşmaya çalışacaktır. (Develüasyon ile ihracatın ve döviz girişinin artması beklenmektedir.)
- Savaş sonrası yeniden inşa edilmesi için Avrupa'daki ülkelere kalkınma kredileri vermesi için o dönemki adıyla Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası (IBRD - günümüzdeki adıyla Dünya Bankası) kurulmuştur.
- Ticari liberalizasyon saikiyle GATT yürürlüğe sokulmuştur. (Daha sonra WTO'ya dönüşmüştür.)

Bu kararlarda dikkat çeken nokta sermaye sınıfı ile Bretton Woods'un yapılandırdığı kurumlar arasında bir bağlantının söz konusu olmasıdır. Bu bağlantı aşağıdaki şekilde görülebilir.



Şekil 1 Sermaye ve Kurumlar
Kaynak: Tarafımızca hazırlanmıştır.

Bu dönemde Dünya Bankası üretken sermayenin, GATT ticari sermayenin, IMF ise para sermayenin egemenlik alanlarını genişletebilmesi ve birikimin süreklilik kazanması adına tesis edilen kurumlardır. Ancak II. Dünya Savaşı sonrası Kıta Avrupasının yeniden inşa edilmesi ile yapılanması çerçevesinde ağırlık üretken sermaye yatırımlarında ve dolaylı olarak ticari sermaye akımlarında olmuştur. Dünya ekonomisi açısından para sermayenin bu dönemdeki rolü geleneksel finansman çerçevesinde gerçekleşmiştir. Bir başka ifadeyle para sermaye bu dönemde bağımsız bir birikim alanı teşkil etmemektedir.

Fordizmin egemen olduğu bu dönemde ucuz enerjinin de etkisiyle ciddi teknolojik gelişmeler yaşanmış ve dünya kapitalizmi yüksek büyüme oranları yakalamıştır. Bu bağlamda Hobsbawn açısından süreci tanımlayan kilit unsurlar; otomotiv ve elektrik sektöründeki gelişmeler, kentleşmenin getirdiği birikim avantajları ve ucuz enerjidir.[163] Sermaye birikiminin sürekliliği ve yükselen sol siyasete bir alternatif oluşturma adına kapitalist ülkelerdeki reel ücret düzeyleri de göreli olarak yüksek olmuştur.

Kapitalizmin her dönemi gibi bu dönem de kendi çelişkilerini yaratmıştır. Örneğin; Hobsbawn'a göre dönem sonunda oluşan çelişkilerin kaynakları; ABD'nin uluslararası para sistemindeki temel rolünü kaybetmesi, işsizlik – enflasyon arasında tercih yapma (trade-off) mecburiyeti ve dünya hammadde fiyatlarındaki keskin artışlardır.[164] Hobsbawn'ın dikkat çektiği bu noktalar ABD'nin Vietnam Savaşına girmesi gibi nedenlerle yüksek kamu açıkları vermesi ve dünyadaki petrol fiyatlarının 1970'ten 1974'e yaklaşık altı katına çıkmasıyla oluşan maliyet enflasyonunun stagflasyonist etkiler yaratması şeklinde de ele alınabilir.

Dünya ekonomisindeki gelişmeler dışında ABD ekonomisinde sürecin kritik unsurlarından biri de üretken sermayenin birikim alanının dönem sonuna doğru daralmış olmasıdır. 1960'ların ikinci yarısından itibaren düşen kar oranları ile Avrupalıların ABD'den olan altın talebini artırmasının etkisi birleşmiş ve halihazırda artan hammadde fiyatlarının ve Vietnam Savaşının getirdiği baskı ile 1971'de Bretton Woods terk edilmiş ve 1973 petrol krizi patlak vermiştir. Kamu harcamalarındaki artış da devletlerin mali krizlere sürüklenmesine neden olduğu için sürecin devamlılığını kesmiştir. Bu sürece Arrighi'nin bakışı ise şöyledir: 1970'lerdeki durgunluğun üç ana nedeni vardır: [165]

- ABD'nin askeri açıdan Vietnam'daki başarısızlığı nedeniyle karşı karşıya kaldığı sorunlar,

[163] Eric Hobsbawn. **Kısa 20. Yüzyıl: 1914-1991 Aşırılıklar Çağı**. Yavuz Alogan (çev.). 3. Basım. İstanbul: Everest Yayınları. 2007. ss.83-84.
[164] Hobsbawn, ss.85-86
[165] Arrighi. *Uzun Yirminci Yüzyıl: Para Güç ve Çağımızın Kökenleri.* s.444.

- Bretton Woods sistemini mali açıdan koruması gereken FED'in yetersizliği ve
- Sosyalizm/komünizmle mücadelenin ideolojik dayanaklarını ve dolayısıyla meşruiyetini yitirmesi.

Sonuçta kapitalizmin altın çağı yaklaşık olarak 30 yıl sürmüş ve krizle sonlanmıştır. Bu süreç sonunda her kriz sonrası süreçte olduğu gibi birikimin toparlanabilmesi için rejim değişikliği söz konusu olmuştur. Üretken alandaki sermayenin karlılığındaki düşüş, sermaye için yeni birikim alanları yaratılması ve süreç sonunda deregülasyonlar vasıtasıyla para sermayenin önderliği ele almasıyla dünya ekonomisinin farklı bir veçheye geçişi anlamına gelmiştir. 1980'lerle birlikte neoliberalizm söylemi altında yaşanan da tam olarak budur.

3.3. SERMAYENİN KARŞI ATAĞI: NEOLİBERALİZM – KÜRESELLEŞME-FİNANSALLAŞMA

Her bunalım sonrası yeniden yapılanan kapitalizm 1973 bunalımı sonrası da yeniden yapılanmış ve dünya ekonomisinin genel yapısında kritik degişiklikler yaşanmıştır. Bu noktada üretimin genel teknik ve toplumsal ön koşulları, emek gücünün yeniden üretiminin koşulları bağlamında sermaye birikiminin sürekliliğinin sağlanması ve sistemin meşruluğunun sağlanmasının dayanakları[166] değişmiştir.

Bu süreçte sistemin karakterini belirleyen unsurlar şöyledir:[167]

> *"Üretim ve iletişimde bilgi teknolojilerinin kullanılması, Sovyetler Birliği ile yaşanan sistem çatışmasının son bulması, kamusal yatırım ve yönlendirmelerin zayıflaması, üretimin uluslararasılaşması ve uluslararası yatırımların artması, uluslararası mal dağıtımının genişlemesi ve hızlanması ile uluslararası finans piyasasının öneminin artması (kapitalizmin, **finans piyasasının yönettiği** bir kapitalizme dönüşmesi)."*

[166] Bu kavramları, kapitalizmde devletin işlevleri çerçevesinde ele alan Arın'ın çalışması hem Türkiye hem de dünya kapitalizmi için yol gösterici niteliktedir. Bkz: Tülay Arın. "Türkiye'de Kapitalizmin Bunalımı ve Son Önlemler". **Birikim Dergisi.** Sayı:60, 1980, s.21.
[167] Georg Fülbert. **Kapitalizmin Kısa Tarihi**. Sadık Usta (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Yordam Kitap, 2008. s.265.

ABD'de Reaganism, İngiltere'de ise Thatcherism adı altında anılan bu değişiklikler dünya siyasetinde sağ ideolojilerin de yükseliş dönemi olmuştur.[168] Burada kritik unsurlardan biri de bu dönemde temel iktisadi göstergenin enflasyon olarak belirlenmesidir. Ekonomileri yönetenlerin "başka alternatif yok **(TINA)**"[169] söylemi altında toplumsal kalkınma yerine yeniden sermayenin hareketliliğine eğilmesi ve parasal göstergelerin ön plana çıkması söz konusudur.

Ekonomilerin hızla uluslararasılaştığı dönemde sermaye mekansal olarak genişleyerek kendine maddi yeniden üretim kanalları bulmuştur. Bu durum sermayenin ontolojik temellerine içseldir.[170] Bu noktada ticari ve üretken sermaye de uluslararasılaşmaya devam etmesine rağmen, sermayenin kendini daha fazla yenileme imkanı bulduğu alan parasal alan olmuş sermaye ve borç, sermaye ya da hayali sermaye biçiminde ulusal sınırları hızlıca aşmaya başlamıştır.

Bu dönemde tarihsel açıdan önem taşıyan bazı antlaşmalar/uzlaşılar söz konusu olmuştur: **Plaza Antlaşması, Louvre Antlaşması, Ters Plaza Antlaşması ve Washington Konsensüsü (Uzlaşısı)**. Bretton Woods'un yıkılmasının ardından egemen ideoloji olan neoliberalizm ABD imalat sektöründe beklenilen etkiyi yapmayınca (karları yeteri kadar artırmayınca), 22 Eylül 1985'te beş gelişmiş ülke New York Plaza Otel'de toplanmıştır. ABD, İngiltere, Batı Almanya, Fransa ve Japonya temsilcileri, bu toplantıda uluslararası rekabet gücünü odak noktası haline getirmiştir. ABD'nin kur yoluyla ihracatta fiyat avantajı kazanması amaçlanmıştır. Bu yolla iç yatırımlar da ateşlenebilecektir. Ayrıca varılan mutabakat çerçevesinde devletin maliye ve para politikası uygulama alanı da genişleyecektir. Bundan iki yıl sonra, bu beş ülkenin yanında Kanada'nın da katılımıyla yeni bir antlaşma imzalanmıştır. Küresel ekonomide kur istikrarının sağlanması hedefiyle, Plaza Antlaşmasının temel koşullarını da kapsayan Louvre Antlaşması 1987 yılında Paris'te imzalanmış ve sürecin önemli çıktılarından bir diğeri olmuştur. 1995'e

[168] Benzer şekilde Türkiye'de de "Özalizm" tanımlaması kullanılmıştır.
[169] İlk kez Thatcher'ın kullandığı "There is no alternative!" söylemi için bkz: Clarie Berlinski. **There Is No Alternative: Why Margaret Thatcher Matters**. Basic Books 2010.
[170] Bkz. Christian Palloix. "The Self Expansion of Capital on a World Scale". **Review of Radical Political Economics**. Vol: 9, Issue: 2, 1977. ss.1-4.

gelindiğinde ise ABD Dolarının uluslararası konjonktür nedeniyle değer kazanması arzulanır olmuştur. Bu amaçla G-7 ülkelerinin genel mutabakatı ile Plaza Antlaşması bir bakıma tersine çevrilmiş ve Ters Plaza Antlaşması imzalanmıştır. Bir başka ifadeyle neoliberal devrim sonrası 1985-1995 döneminde dünya piyasalarındaki kritik kararlarda yalnızca birkaç gelişmiş ülke (popüler tanımıyla "Batı") söz sahibi olmuştur.

Sürecin diğer ayağını oluşturan Washington Konsensüsü ise ayrıca irdelenmelidir. İlk kez 1989 yılında **John Williamson**'un kullandığı[171] "Washington Konsensüsü (Uzlaşısı) kavramı, uzlaşıya varan ülkeler için şu anlamları ifade etmektedir:

- Mali disiplin (Bütçe reformu)
- Vergi reformu (Marjinal vergi oranını azaltarak vergi tabanının genişletilmesi)
- Kamusal harcamaların yüksek iktisadi getiri sağlayacak – bölüşümü düzeltecek alanlara yönelmesi (Birincil sağlık, eğitim harcamaları ve altyapı hizmetleri gibi)
- Faiz liberalizasyonu
- Rekabetçi kur
- Ticari liberalizasyon
- Doğrudan yabancı sermaye girişi serbestliği
- Özelleştirme
- Deregülasyon (Gümrük sınırlarının / engellerin kaldırılması)
- Mülkiyet hakkının korunması

1989'da adı konulan Washington Konsensüsünün öne sürdüğü yapılanmalar 1990'lar boyunca dünya ekonomisini etkilemiştir. Mutabakatı küresel bazda yürütmesi beklenen üç kurum olan IMF – WB – WTO'nun rolleri de önceki döneme göre değişmiştir. Böylece neoliberal politikalar daha fazla uygulama alanı bulmuştur. Bu kurumların "öneriler" yaptığı ülkelerde devletin ekonomideki

[171] Bkz. Washington Consensus http://www.cid.harvard.edu/cidtrade/issues/washington.html (08.08.2016)

rolünün azaltılması beklenmiştir. Bununla beraber devletlerin iktisat politikalarında sıkılaştırmaya gitmesi önerilmiştir. Ayrıca ticari ve para sermaye için liberalizasyon, özelleştirmelerle desteklenmelidir. Bununla birlikte söylem ve uygulama arasında çeşitli farklılıklar da söz konusu olmuştur. Bu bağlamda ABD'de bu dönemde;[172]

- Enflasyonla mücadele saikiyle uygulanan sıkı para politikaları nedeniyle ülkelerde deflasyonist eğilimler yaratılmıştır. Bu durum nominal ve reel faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur.
- ABD'ye sermaye girişi sağlanabilmesi için mobil sermayeyi cezbedecek teşvikler gündeme gelmiş ve para sermaye hareket özgürlüğü kazanmıştır. Böylece sermayenin ABD'de de merkezileşmesi için birçok deregülasyon gerçekleştirilerek süreç hem algı aşaması hem de uygulama aşamasıyla yönlendirilmiştir.
- Devletin mali krizi sonrası, bütçeyi düzeltme vaadiyle seçimleri kazanan Reagen, bütçeyi denkleştirme sözünü tutmamıştır. Hatta ABD tarihinin en büyük borçlanma dönemlerinden biri bu dönemde olmuştur. (Federal bütçe açığı ve borç stoku sadece 10 yılda dört katına çıkmıştır.) Bu bilinçli bir tercihtir.
- Askeri harcamalar da tıpkı ulusal borçlar gibi çok yüksek meblağlara ulaşmıştır.

Ancak burada unutulmaması gereken bu devlet harcamalarının içeriğindeki değişimdir. Bu harcamalar kapitalizmin altın çağı olarak görülen 1945-1971 sürecindeki gibi işçi sınıfının genel refahını artırmaktan ziyade sermayeye yeni olanaklar sunmak amacıyla yapılmıştır. Bu genişlemeden küçük paylar alan toplumsal kesimlerin gelirleri ve servetleri, bir sonraki bölümde gösterileceği üzere, gerilemiştir. Bu süreçte sendikaların gücünün devletin zor gücünün etkisi ile azaltılması da etkili olmuştur.[173]

---

[172] Arrighi. *Uzun Yirminci Yüzyıl: Para Güç ve Çağımızın Kökenleri.* s.466-468

[173] Devletin "zor gücü" konusunda bkz. "Neoliberalizm Altında Türkiye'de Devletin Dönüşümü ve Hegemonya Girişiminin Nitelikleri". **İktisat Dergisi**. No.478, 2006, ss.3-14.

Neoliberalizm ideolojik desteğini klasik liberal öğretinin şartlara uyarlanmış teorilerinden alırken, kendinden önceki dönemin birçok dinamiğini tasfiye etmiştir. Bu tasfiye içinde üretken sermayenin düşüşü ve para sermayenin yükselişi dikkat çekmektedir. Bunu sağlayan da bütünsel bir deregülasyon dalgası olmuştur.

Çeşitli kurumlar vasıtasıyla neoliberalizmin azgelişmiş ülkelere dayatılması da neoliberalizmin emperyalizmin yeni bir yüzü olduğu şeklinde okunabilir. Tüm dünya coğrafyasında yüksek kar arayan sermayenin küresel ölçekte ücretleri aşağıya çekmek için kullandığı neoliberalizm silahı M. Friedman'ın fikirlerine geri dönülerek güçlendirilmiştir. Ayrıca akışkanlığı daha yüksek olan finansal sermayenin dünyanın her yerinde rahatça kar olanakları kovalaması amacıyla dünya çapında ticari liberalizasyon, finansal liberalizasyon ile "taçlandırılmıştır."

Düzensizleştirme anlamına gelen deregülasyonun ironik olarak sermaye lehine düzenlemeler ifade ettiği bu dönemde karlar toparlanma eğilimi göstermiş ve dünya ekonomisi 1929 Büyük Buhranı öncesi konjonktüre benzer bir konjoktüre girmiştir. Bu açıdan sistemde "kazan-kazan" felsefesi çalışmamıştır. Tüm bu gelişmeler konut kredisi kaynaklı 2008 Küresel Finans Krizine uzanan sürecin kilometre taşları olmuştur.[174] Bu süreçte dünya ekonomisinde yeni finansal varlık ve enstrümanlar yaratılırken finansal varlıkların boyutu reel varlıkları (veya finans sektörünün boyutu reel sektörü) katlamıştır. Madalyonun diğer yüzünde ise finansal yükümlülüklerde patlama yaşanmış ve gelir/servet dağılımı bozulmuştur. Yine küresel finans krizinin, günümüzü de kapsayan üç evresi olduğu kabul edilmektedir:[175]

- 2008'de konut piyasalarında spekülatif balonun patlaması
- Krizin bankaların ve devletlerin mali yapısını bozması

[174] Burada ayrıntılarıyla ele alınmayacak olan 2008 Küresel Finans Krizi de başlı başına ayrı bir çalışma alanıdır. Bu konuda farklı iktisat okulları kapsamında birçok çalışma söz konusudur. Bunlardan bazıları için bkz: Ümit Akçay ve Ali Rıza Güngen. *Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş – Küresel Kapitalizmin Geleceği.* Robert Brenner ve Michael Pröbsting**. Marksist Kriz Teorisi ve Kredi Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2011 ve Mahfi Eğilmez. **Küresel Finans Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2008.

[175] Gülten Kazgan. **Liberalizmden Neoliberalizme – Neoliberalizmin Getirisi ve Götürüsü**. 1. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2016. s.154.

- 2015 itibarıyla Avrupa Birliği ve gelişmekte olan ülkelerde krizin devam etmesi.

Öte yandan **Post-Washington Uzlaşısı** da dünya ekonomisinin güncel durumunun anlaşılması açısından önemlidir. 1990'larda birçok Asya ülkesinde çıkan krizlerin ardından neoliberal önermeler içeren Washington Uzlaşısının dünya ekonomisindeki saygınlığının sarsılmasıyla yine piyasa temelli olan ancak kurumsal temelleri de olan bir Washington Uzlaşısı modeli öne çıkmıştır. Kurumcu iktisadın önayak olduğu bu teorik temel, Stiglitz, Krugman ve Rodrik gibi akademisyenlerin çalışmalarına dayanmaktadır. Bu analize göre Washington Uzlaşısının kalkınma yolundaki başarısızlığı piyasa ekonomilerinin kurumsal yapıların desteğini almasıyla aşılabilecektir.[176]

Dünya ekonomileri 2000'li yıllarda hızlıca finansallaşırken gelişmekte olan ülkelerin kamusal alanda 1990'larda yaşadığı borç krizleri artık geride kalmıştır. IMF politikaları bağlamında kamu maliyesinde reformlar yaşanırken, borçluluk özel sektöre kaymıştır. Bu noktada uluslararası sermaye bolluğundan faydalanan yalnızca özel sektör olmamıştır. Gelişmekte olan ülkeler de (başta Çin olmak üzere) rezerv biriktirmeye başlamıştır.[177] Bununla birlikte neoliberal dönemde, Keynesçi döneme göre ekonomilerdeki finansal krizlerin niceliğindeki artış ve niteliğindeki dönüşümler birer gerçekliktir.[178] Bu çerçevede; bankacılık veya döviz kaynaklı, hızla yayılan ve finansal liberalizasyonlar ile bağlantılı olan finansal krizler dünya çapında görülmeye başlanmıştır.[179]

Finansallaşma tüm genel ekonomik yapıyı değiştirirken birikimin üretim sürecinden kopmasına neden olmuştur. Bu bağlamda finansal birikim üretim yerine

---

[176] Bu noktada bkz. Joseph E. Stiglitz. "More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus". **Revista de Economia Politica**. Vol:19 No:1. 1999. ss.16-48.

[177] Bkz. Juan Pablo Paincheira. "Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine". **Maliye Finans Yazıları Dergisi**. Sayı: 82. 2009. ss.1-13.

[178] Bu noktada Kindleberger mali krizleri "kökü kurumayan döngüler" olarak ele almıştır. Bkz. Charles P. Kindleberger. **Cinnet, Panik ve Çöküş – Mali Krizler Tarihi**. Halil Tunalı (çev.). 2. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 2008. s.5.

[179] Finansal krizler dünyasının dinamikleri için bkz. Korkut Boratav. **Yeni Dünya Düzeni Nereye?** 2. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2004. ss.107-110.

"el koyma ve spekülasyon" kaynaklı olma eğilimindedir. Bu nedenle parasal yapı sistemden koparken para "şeyleşmiştir."[180]

Finansallaşma olgusunun günlük yaşama ve iktisat yazınına da önemli etkileri olmuştur: *"Kredibilite, şeffaflık, güven ve istikrar, beklentilerin idaresi, kurumsal çıpa, yönetişim gibi aslında reel ekonomide tam karşılığı bulunmayan ancak finansal değerler sisteminin kendin söyle kendin inan dünyasında kaçınılmaz olan yeni sözcükler iktisat yazınına gir[miştir]."*[181]

Wall-Street kapitalizmi olarak da adlandırılan bu dönemde; finansallaşmaya olan yönelim ile Wall-Street'de de kritik değişiklikler söz konusu olmuştur:[182]

- Borç veren – komisyoncu (simsar) modelini temsil edenlerin yükselişi,
- Spekülatif arbitrajın yayılması ve fiyat balonlarının oluşması
- Kaldıraçlı işlemleri artırma yoluyla bilançoyu büyütme/şişirme güdüsü,
- Gölge bankacılık sisteminin yükselişi[183] (temel bankacılık işlevlerini yerine getirmeyen ve devlet denetimi dışında olan mali kurumların finansal yapıda ve kredilerde öne çıkışı),
- Para piyasalarının yükselişi ve menkul kıymet balonları nedeniyle bu piyasaların bir tür spekülatif işlem kaynağına dönüşmesi ve
- Türev ürünlerin öneminin ve hacminin geometrik olarak artması

Finansallaşma olgusu yalnızca rantiye sınıfı üzerinden okunursa asalak bir sınıfın egemenliğinin içsel ilişkileri ortaya konmamış olur. Çünkü süreç birikimin yön değiştirmesinden ziyade rejimin değişmesi çerçevesinde ilerlemiştir. Finansal deregülasyonlar ve teknolojik anlamda finansal yenilikler sürecin birer çıktısıdır,

[180] Köse ve Öncü, s.132.
[181] Bağımsız Sosyal Bilimciler. **Türkiye'de ve Dünya'da Ekonomik Bunalım, 2008–2009**. 2. Basım. İstanbul: Yordam Kitap, 2009. s.58.
[182] Peter Gowan. "Kapitalizmin Kalbinde Kriz". Osman Akınhay (çev.). **New Left Review 2008 – Türkiye Seçkisi**. İstanbul: Agora Kitaplığı, 2009, ss.130-131.
[183] Gölge bankacılık uygulaması ve sistemde yarattığı etkiler üzerine ayrıntılı bir çalışma için bkz. Suat Oktar ve Nadir Eroğlu. "2007 Küresel Finansal Kriz ve Gölge Bankacılık". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**. Cilt: 37, Sayı:2. 2015. ss.307-326.

nedeni değil. Dünya ekonomisindeki finansallaşma deneyiminin sonuçlarına da böyle bakılmalıdır.

Bu bağlamda dünya ekonomisindeki finansallaşmanın boyutlarını incelemek yerinde olacaktır. Zira yakın dönemde dünya ekonomisinin geçirdiği evrim ve henüz tam olarak çıkılamayan 2008 krizinin temelinde finansallaşma yatmaktadır. Dahası bu finansal kriz deregülasyonun yol açtığı ahlaki hasar argümanları yerine sistemin dinamikleri çerçevesinde ele alındığında anormal bir duruma işaret etmemektedir.

Sermayenin 1970'lerdeki krizinden çıkış olarak kullandığı neoliberalizm silahı dünya ekonomisinde sermayenin I. Dünya Savaşı öncesindeki gibi küreselleşmesini sağlamış ve para sermayenin daha önce görülmedik boyutlarda egemen olmasına yol açmıştır. Bu bağlamda üretken sermayeden koparak bağımsızlaşan para sermayenin finansallaştırdığı dünya ekonomisi daha önceki dönemlere göre farklı dinamikler tarafından şekillendirilmiştir. Bu süreçte finansal müsaderenin yükselişi ile gerek devletler arası gerekse sınıflar arası ilişkiler değişmiştir. Bu süreç kendi içsel çelişkelerini yaratırken dünya eknonomisinin çehresini de değiştirmiştir.

Tüm bu gelişmeler, ekonomilerin piyasa ekonomisi dinamiklerinden dolaylı veya doğrudan etkilenmesine neden olarak dünya ekonomisinin son dönemde hızla finansallaşmasının yolunu açmıştır. Ekonomik devinimi hızlandıran gelişmelerle, sermayenin tahakküm kanalları derinleşirken toplumsal sınıfların göreli konumları da değişmiştir. Bu bağlamda maddi hayat ile parasal göstergeler arasındaki kopuş birçok göstergede kendini belli etmiştir. Bu nedenle finansallaşmanın dünya çapında yarattığı sonuçların bazılarına kısaca ele almak gerekmektedir.

3.4. SEÇİLMİŞ GÖSTERGELERLE DÜNYA EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE SONUÇLARI

Dünya ekonomisindeki finansallaşmanın boyutlarını ve sonuçlarını birçok gösterge üzerinden okumak mümkündür. Birinci ve ikinci bölümde tartışıldığı üzere finansallaşma, finans sektörünün egemenliğinin artması, birikimin ve günlük tercihlerin direkt veya dolaylı olarak finansallaşma güdüsü çerçevesinde yapılması anlamına gelebilir. Bu açıdan öncelikle birikim cephesine bakmak gereklidir. Bu bağlamda öncül olarak dünya ekonomisinde neoliberal devrime neden olan sürecin belirleyenlerinden biri olarak ele aldığımız kar oranlarındaki gelişmelere tarihsel olarak incelemek faydalı olacaktır.

3.4.1. Karlarda Toparlanma ve Yön Değişimi



Grafik 1 ABD Ekonomisinde Kar Oranları (1955-2015)

Kaynak: Costas Lapavitsas ve Ivan Mendieta Munoz. "Profits of Financialization". **Monthly Review**. Vol: 68. Issue:3. 2016. ss.49-62.

Lapavitsas ve Munoz'un iki farklı yöntemle hesapladığı ABD Ekonomisindeki kar oranlarının gelişimi birikim rejimi hakkında fikir verecek niteliktedir. Nitekim savaş sonrası hegemonik güç olan ABD ekonomisindeki kar

oranlarının 1960'ların ikinci yarısından itibaren düşmeye başladığı rahatlıkla görülebilir. 1982'de dip yapan karlar, neoliberal dönemde ise göreli bir toparlanma yaşamasına rağmen 1960'lar seviyesine ulaşamamıştır. Bu açıdan birikim rejimlerindeki devinimlerin kar oranları üzerinden okunması mümkün ve anlamlı olmaktadır.

Bu genel kar oranı istatistiklerinin yanında ABD'de finansal karların toplam karlara oranına bakıldığında finansallaşmanın boyutları daha iyi anlaşılacaktır. Zira tarihsel açıdan finansallaşmanın en önemli ayağı sayılan finansal sektörün göreli olarak ağırlığının artmasının bir göstergesi de finansal karlardaki yükseliştir.



Grafik 2 ABD Ekonomisinde Finansal Karların Firmaların Toplam Karlarına Oranı (1955-2015)

Kaynak: Costas Lapavitsas ve Ivan Mendieta Munoz. "Profits of Financialization". **Monthly Review**. Vol: 68. Issue:3. 2016. ss.49-62.

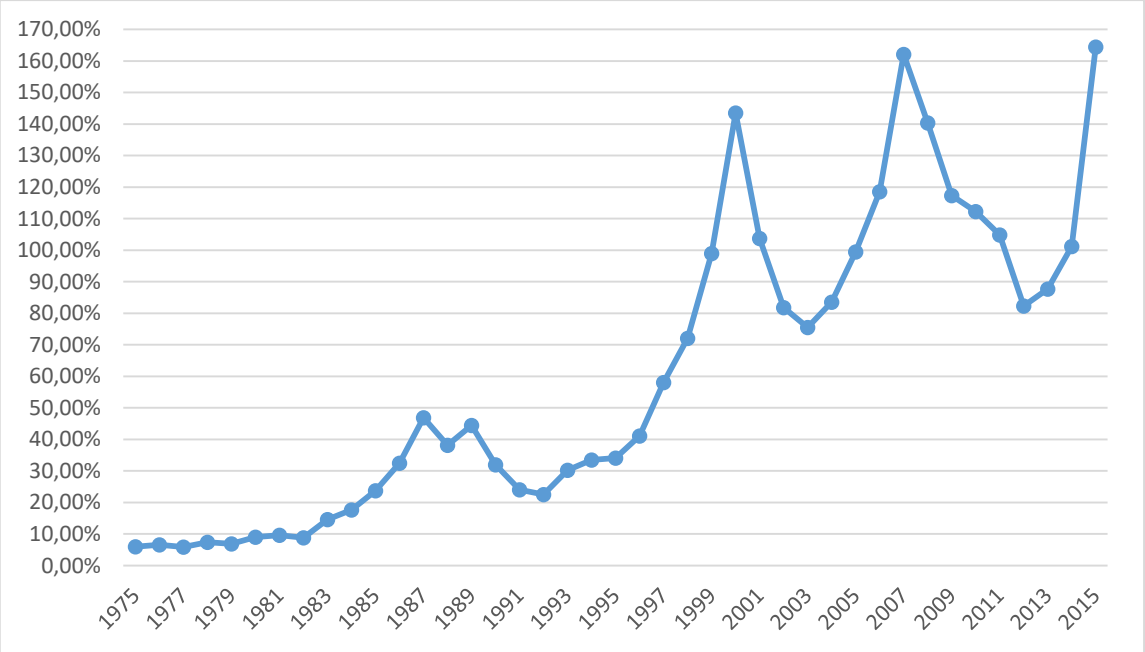
Yine Lapavitsas ve Munoz'un çalışmasına göre 1960'larda ABD ekonomisinde finansal karların toplam karlara oranı ortalama %15 seviyesindeyken bu oran zamanla artarak 2008 Küresel Finans Krizi öncesi %38'e kadar yükselmiştir. Bir başka ifadeyle ABD'li kapitalistler için birikimin üçte birinden fazlası direkt olarak finans sektörü üzerinden elde edilmektedir. Üretken sermaye yerine bankaların egemen olduğu bu dönemde ekonominin kalbi Wall-

Street'te atmıştır. 2008 kriziyle birlikte sert bir düşüş gözlemlenmişse de finansal karlar kriz sonrası yeniden toparlanmış ve 2000'lerdeki seviyesini kısmen yakalamıştır.[184]

3.4.2. Menkul Kıymet Piyasasının Yükselişi

Literatürde menkul kıymetleştirme olarak da ele alınan finansallaşmaya ilişkin bu alanda da çeşitli göstergeler sunmak çalışmamız açısından doğru olacaktır. Bu noktada menkul kıymet ticareti ve türev piyasalarının gelişimini ele alabiliriz.

Tarihsel olarak menkul kıymet ticareti, dünya milli geliriyle karşılaştırıldığında farklı bir eğilim göstermiştir. Bu alandaki gelişmeler aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 3 Dünya Ekonomisinde Menkul Kıymet Ticaretinin Dünya GSYİH'sine Oranı (1975-2015)
Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

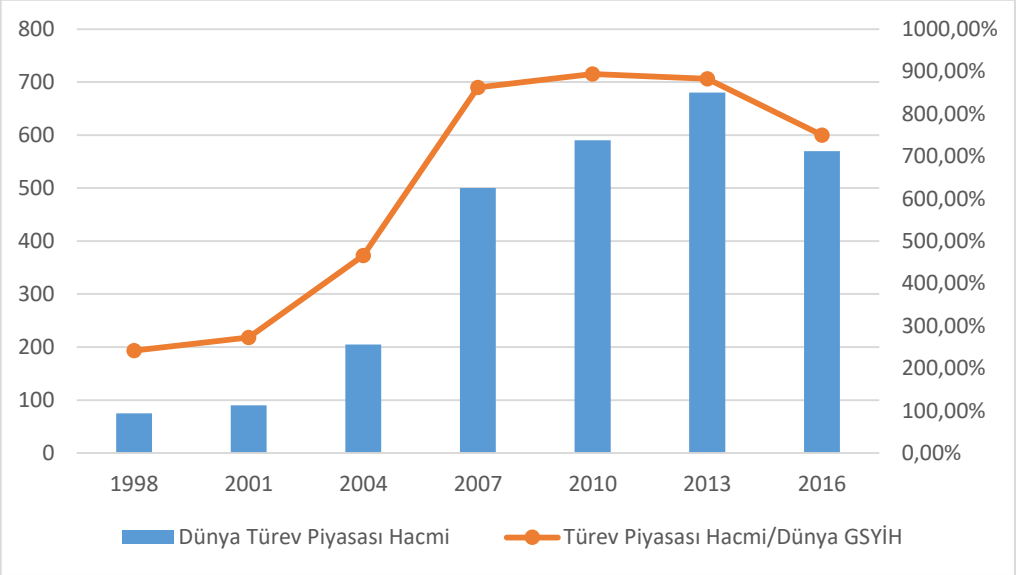
[184] 2008 Krizi öncesi finansal karların yükselişini ortaya koyan ayrıntılı bir çalışma için bkz. Özgür Orhangazi. "Financialization of the U.S. Economy and It's Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation". **Doktora Tezi**. University of Massachusetts Amherst, 2006.

Finansallaşmanın bir yüzünü oluşturan menkul kıymetlerin dünya ekonomisindeki ticaretinin boyutunun dünya milli gelirine oranı 1980'de %10 seviyesindeyken bu oran 1987'de %47'ye kadar yükselmiştir. 1987'de borsa krizinin patlamasıyla kısmen düşüşe geçen oran 2000'de %140'a kadar yükselmiştir. 2000'lerin başındaki düşüşsse internet balonunun patlamasıyla ilgilidir.[185]

İnternet balonu sonrası genişlemeye devam eden menkul kıymet ticareti, kriz öncesi yıl olan 2007'de tarihsel olarak zirve yapmıştır: Menkul kıymet ticaretinin küresel milli gelire oranı %163'e kadar ulaşmıştır. Krizle birlikte bu göstergede bir düşüş yaşanmışsa da 2015 yılında 2007'dekinden daha yüksek bir oran olan %167'ye ulaşılmıştır. Bu oran dünya ekonomisi için tarihsel açıdan ikinci bir zirvedir. Bu açıdan günümüz dünyasında menkul kıymetleştirme ve menkul kıymetler üzerinden gelir elde etme güdüsü değişen siyasi koşullara rağmen halen güncelliğini korumaktadır. Bir başka ifadeyle dünya ekonomisi bu açıdan finansallaşmaya devam etmektedir.

Dünya ekonomisindeki türev piyasalarının boyutlarına ilişkin resmi istatistikleri ise Bank for International Settlements (BIS) 1998'e kadar geri götürmüştür. Bu çerçevede 1998'den günümüze türev piyasalarının büyüklüğüne ve türev piyasası hacminin dünya milli gelirine kıyasla nasıl hareket ettiğini inceleyerek 2000'li yıllardaki finansallaşma deneyimini bu gösterge ile desteklemek mümkündür.

[185] İnternet balonu (dot-com bubble) hakkında bkz. Ben Geier. "What Did We Learn From Dotcom Stock Bubble of 2000". http://time.com/3741681/2000-dotcom-stock-bust/ (Erişim: 08.07.2016)



Grafik 4 Dünya Türev Piyasası Hacmi ve Dünya GSYİH'sine Oranı (1998-2016 Trilyon $)

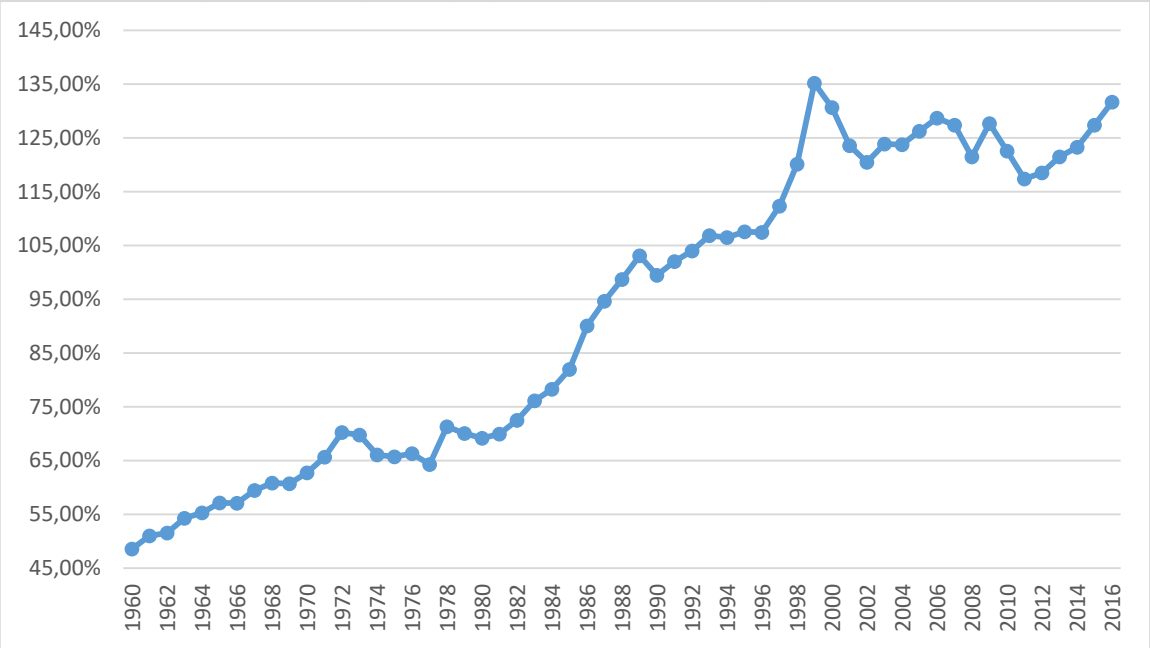
Kaynak: BIS Statistical Release 2016 Raporu s.6 ve Dünya Bankası verilerinden hareketle hesaplanmıştır.

Dünya ekonomisinde 1998'de türev piyasaları hacim olarak 75 trilyon dolar seviyesindeyken, dünya GSYİH'si 31 trilyon dolar seviyesindeydi. Bu açıdan türev ürünlerinin boyutu dünya milli gelirinin iki katından biraz fazlaydı. 2000'li yıllarda türev piyasalarının hacmen genişlemesi dünya milli gelirine göre çok daha hızlı olmuş ve kriz öncesinde türev hacmi 500 trilyon dolara, bir başka ifadeyle, dünya milli gelirinin 8,6 katı büyüklüğüne ulaşmıştır. 2007 sonrasında ise küresel krizin de etkisiyle milli gelir artışına paralel bir artış gösteren türev ürünlerinin boyutu 2016'da hem mutlak olarak (570 trilyon dolar) hem de milli gelire oran olarak (%750) bir önceki döneme göre düşmüştür.

Son yıllardaki düşüşe rağmen dünya ekonomisindeki türev ürünleri halen çok büyük boyutlardadır. Bu açıdan küresel finans krizi ile bir sorun olduğu kabul edilen türev ürünleri piyasası göreli gerilemesine rağmen halen ağırlığını korumaktadır. Bu istatistiklerle ilgili gözden kaçırılmaması gereken bir nokta da türev ürünleri piyasasını ölçmenin kolay olmadığı ve farklı hesaplamalar ile karşılaşılabileceğidir.

3.4.3. Küresel Borçluluğun Artışı

Finansallaşmayı borçluluğun dönüşümü ve borç ağlarının gelişimi üzerinden okumak da mümkündür. Nitekim Lazzarato'ya göre finansallaşmış kapitalizm yerine borç ekonomisi kavramını kullanmak daha uygundur. Çünkü borçların imali, neoliberalizm egemenliğindeki ekonomilerin itici gücüdür. Bu bağlamda borçlular ve alacaklılar arasındaki güç ilişkisi, neoliberal politikaların stratejik merkezi olarak planlanmıştır. Dahası krizlerin nedenlerini sanal ve gerçek ekonomi arasındaki ayrışmadan ziyade kredi verenler ile borçlananlar arasındaki güç ilişkileri üzerinden okumak gerekmektedir. Bu olguya neden olan da neoliberalizmdir.[186] Bu çerçevede dünya ekonomisinde özel sektöre verilen kredilerin milli gelire göre gelişimi aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



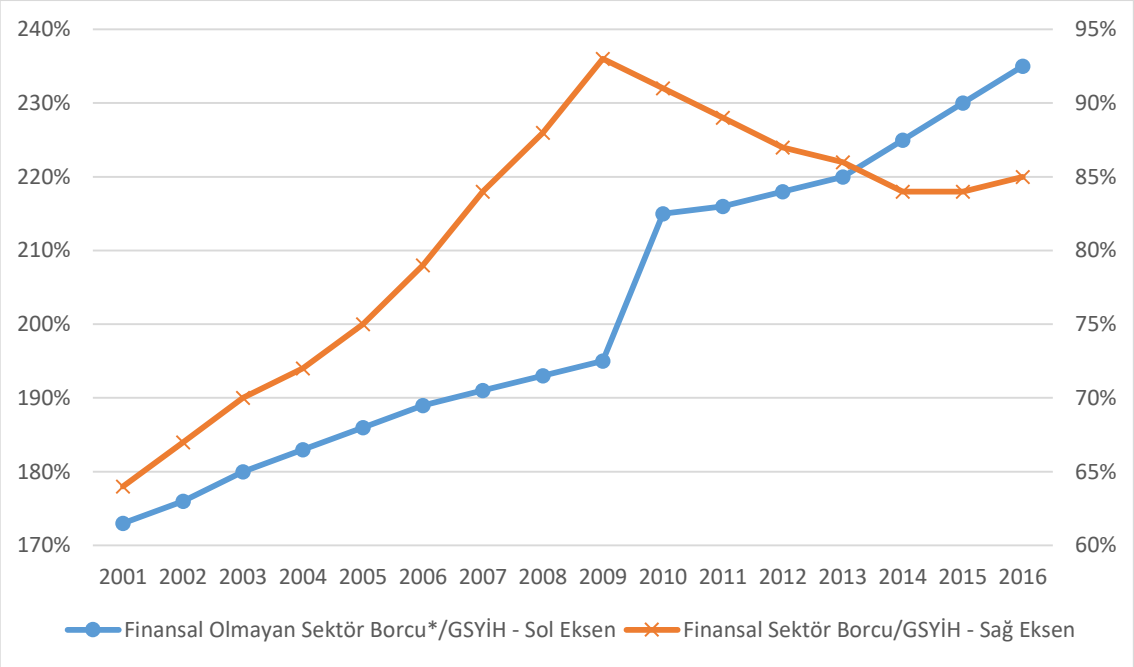
Grafik 5 Dünya Ekonomisinde Özel Sektöre Verilen Yurt İçi Kredilerin GSYİH'ye Oranı (1960-2016)

Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

Dünya çapında 1980 yılında özel sektörün kullandığı kredilerin milli gelire oranı %70 seviyesindeyken bu oran küresel finans krizine uzanan süreçte düzenli

[186] Maurizio Lazzarato. **Borçlandırılmış İnsanın İmali – Neoliberal Durum Üzerine Deneme**. Murat Erşen (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Açılım Kitap. 2014. ss.24-25.

olarak artarak 1999'da %135'e kadar çıkmıştır. 1990'larda yükselen internet balonunun 1999-2001 döneminde patlamasının da etkisi ile bu oran ilgili dönemde %120'ye kadar gerilese de 2008 Küresel Finansal Krizi öncesi yeniden %127 seviyesine yükselmiştir. Kriz sonrası dönemde ise bu oran küçük bir azalma göstermekle birlikte son yıllarda yeniden yükselişe geçmiş ve %130 seviyesine erişilmiştir. Bir başka ifadeyle özel sektörün kredi borçlarının oturduğu plato son yıllarda yapışkan özellikler taşımıştır. Bu durum ekonomilerdeki borçluluk ağının derinleştiğinin ve borç ilişkisinin süreklilik kazandığının bir göstergesi olarak ele alınabilir. Daha net olmak açısından dünya ekonomisinde son dönemde borçluluğun sektörel bazdaki gelişiminin küresel GSYİH'ye (dünya ekonomisinin toplam GSYİH'si) oranı aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 6 Küresel Borçluluk - GSYİH İlişkisi (2001-2016)

*Finansal olmayan sektör borcu; reel sektörü, hane halklarını ve kamu borcunu kapsamaktadır.

Kaynak: Institue of International Finance Database

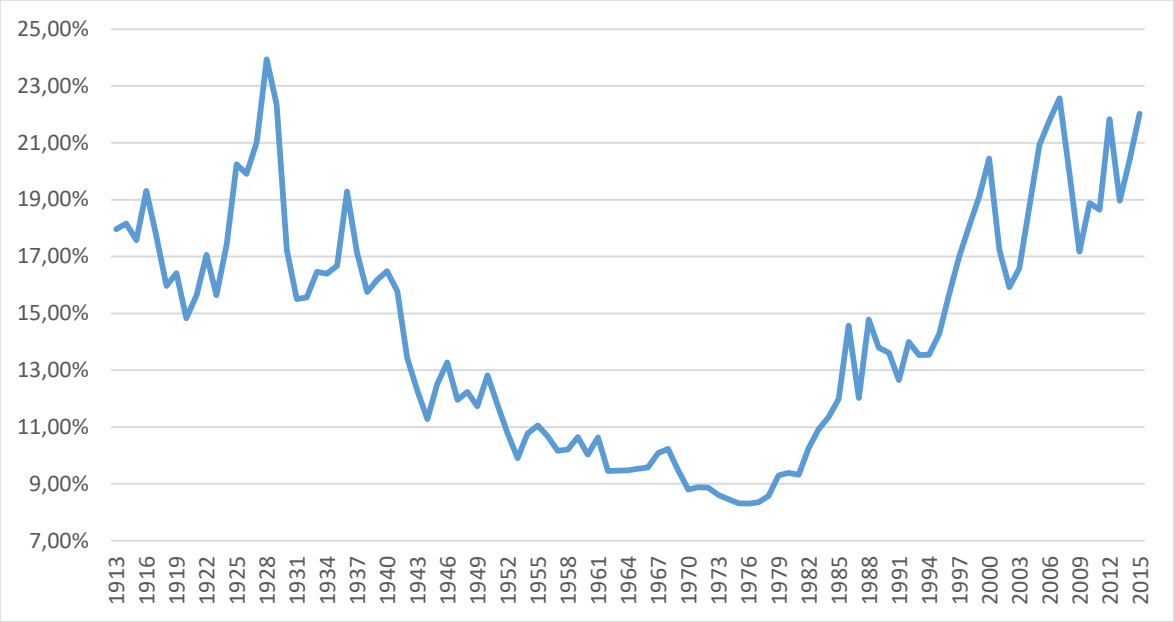
Yukarıdaki grafikten de görülebileceği üzere 2001'den 2016'ya finansal olmayan sektörlerin borcunun küresel GSYİH'ye oranı %170'ten %240'a kadar yükselmiştir. Bu noktada küresel finans krizi sonrası yaşanan patlama dikkat

çekicidir. Finansal sektör borcunun GSYİH'ye oranı ise %65'ten %95 seviyesine gelmesine rağmen kriz sonrası göreli bir gerileme yaşayarak %85'e kadar inmiştir. Bu açıdan küresel finans krizinin finansal sektör ve finansal olmayan sektörler açısından yarattığı borç ilişkisi zıt karakterdedir. Reel sektörün borçluluğundaki hızlı artış, devletlerin yaşadığı mali krizin başka bir versiyonunun reel sektör kaynaklı olabileceği anlamına gelmektedir. Bu durum kriz sonrası durgunluğu tam olarak atlatamayan dünya ekonomisi için yeni bir fren mekanizması olarak görev alabilecek potansiyele sahip bir kırılganlık durumu olarak ele alınabilir.

3.4.4. Bozulan Gelir ve Servet Bölüşümü

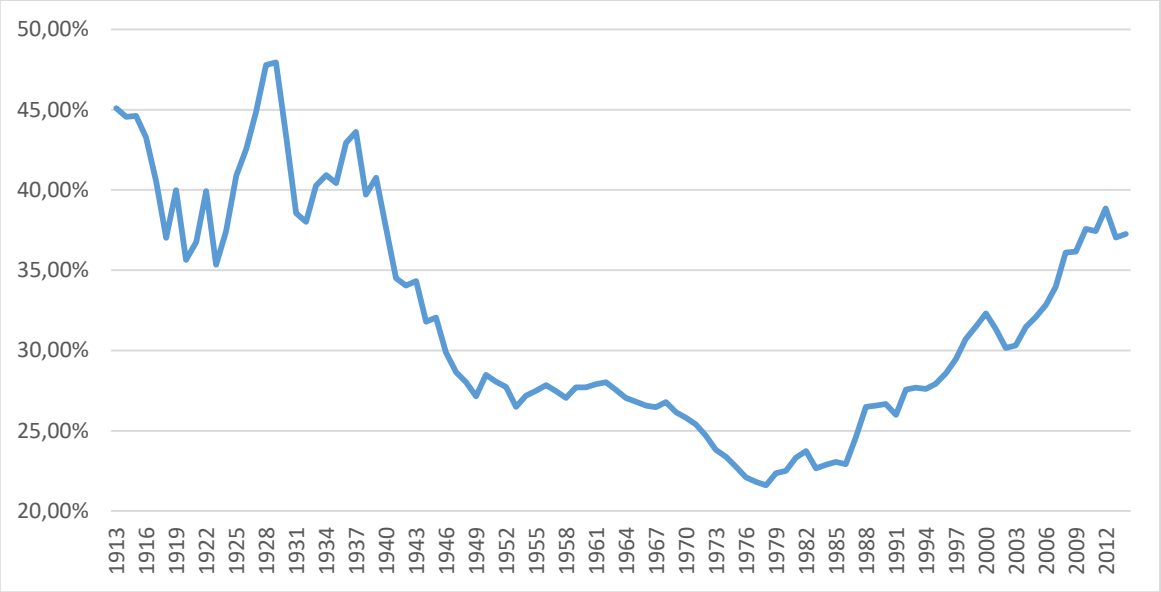
Finansallaşmanın günlük yaşamdaki en önemli sonucu ise gelir ve servet dağılımı üzerinde olmuştur. Merkez kapitalizmde II. Dünya Savaşı sonrası göreli gelir durumunda gerileme olan "toplumun en zenginleri" adına 1980'lerden itibaren yeniden gelir ve servet dağılımında makas açılmıştır.

Bir yandan finansal gelirlerin artışı diğer yandan borçlanmanın yükselişi ile kişisel gelir ve servet dağılımında ciddi bozulmalar söz konusu olmuştur. Bu açıdan gelir ve servet dağılımı neoliberal dönemde sermaye sınıfı lehine gelişmiştir. Bu eğilimi görmek için ABD'deki tarihsel gelir/servet dönüşümüne bakmak gereklidir. Bu dönüşüm aşağıdaki iki grafikte gösterilmiştir.



Grafik 7 ABD Ekonomisinde En Zengin %1'lik Kesimin Gelir Yüzdesi (1913-2015)

Kaynak: World Wealth and Income Database



Grafik 8 ABD Ekonomisinde En Zengin %1'lik Kesimin Toplumsal Servetten Aldığı Pay (1913-2014)

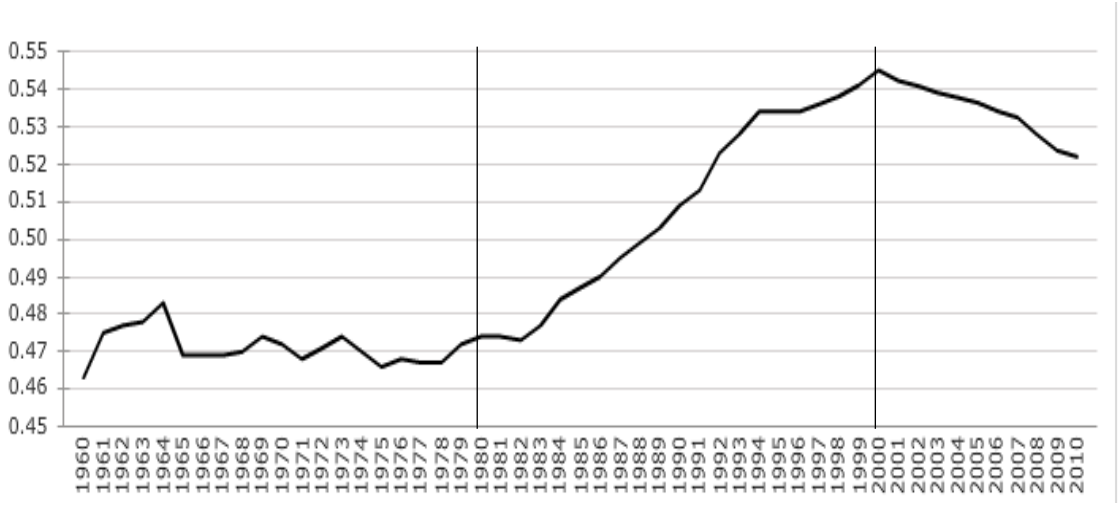
Kaynak: World Wealth and Income Database

II. Dünya Savaşı sonrası dünya sisteminin hegemonik gücü olan ABD'de nüfusun en zengin %1'lik kesiminin gelir ve servetten aldığı paylardaki 100 yıllık değişim oldukça dikkat çekicidir.

Yukarıdaki iki grafiğe baktığımızda 20. yüzyılın başında bölüşümün dengesiz olduğu ilk dönem 1929 Büyük Buhran öncesine denk gelmektedir. 1928 yılında %1'lik kesimin gelirinin ulusal gelire oranı %24'e kadar yükselmiştir. Servet dağılımı içinse %48'lik bir oran görülmektedir. Bu oranlar krizle beraber kısmen düzelme göstermiştir.

Kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen döneme baktığımızda ise ABD'li zengin %1'lik kesim 1945 yılında ulusal gelirin %13'ünü alırken bu oran dönem sonunda tarihsel açıdan bir dip noktası olan %8'e kadar gerilemiştir. Yine ulusal servetten alınan pay da aynı dönemde %32'den, yine bir dip noktası olan %21'e kadar gerilemiştir.

Küresel finans krizinin yaşandığı 2008'in bir önceki yılı olan 2007'de ABD'deki süper zenginler ulusal gelirin %22,5'ini elde ederken, toplumsal servetin de %34'üne sahip konumdaydı. Kimi iktisatçılar tarafından krizin temel nedeni olarak gösterilen bu gelir ve servet eşitsizliği kriz sonrası düzelme göstermemiştir. 2015 yılında ABD'li "%1" gelirin %22'sine el koyarken servetin de %38'ine sahip durumdadır. Dünya çapındaki gelir dağılımının tarihçesi ise büyük ölçüde benzer olmakla birlikte son dönemde kısmen farklı seyretmiştir.



Grafik 9 Dünya Ekonomisi için Gini Katsayısının Gelişimi (1960-2010)
Kaynak: The Conference Board of Canada. "World Income Ineaquality – Is The World Becoming More Unequal?" http://www.conferenceboard.ca/hcp/hot-topics/worldinequality.aspx (Erişim: 20.03.2016)

Dünyadaki genel gelir bölüşümüne ilişkin The Conference Board of Canada'nın dünya ekonomisi için hazırladığı gini katsayısının[187] 1980 sonrası gelişimi oldukça dikkat çekicidir. Yukarıdaki grafikten görülebileceği üzere neoliberal dönem öncesinde dünya ekonomisindeki gini katsayısı 0,46 ila 0,48 arasında değişirken 1980'den sonra hızla yükselmiş ve 2000'de 0,54 seviyesine kadar ulaşmıştır. Gelir bölüşümüne ilişkin çalışmalarıyla tanınan Branko Milanoviç'e göre 1982-1994 döneminde gini katsayısının keskin artışının temelinde yükselen faizlerle birlikte Latin Amerika, Doğu Avrupa ve eski Sovyet ülkelerindeki göreli gelirlerin gerileyişi (durgunluk) yatmaktadır.[188] 2000 sonrası ise gini katsayısında bir miktar düşüş yaşanmış ve 2010 itibarıyla dünya ekonomisi için gini katsayısı 0,52 seviyesine gelmiştir. Rapora göre bu küçük iyileşmenin temelinde ise 2000 sonrası Çin, Latin Amerika, Doğu Avrupa ve Afrika ülkelerinin yakaladığı yüksek büyüme hızları yatmaktadır. Bu gelişime rağmen 2000'li yıllardaki gelir dağılımı 1960 ve 1970'li yıllara göre hala daha bozuktur. Bir başka ifadeyle dünya

[187] Bilindiği üzere gini katsayısı gelir bölüşümündeki adaleti ölçen bir araçtır. Katsayısının sıfıra yaklaşması adaletli, bire yaklaşması adaletsiz gelir bölüşümüne işaret etmektedir.
[188] Branko Milanovic. "Global inequality recalculated and updated: the effect of new PPP estimates on global inequality and 2005 estimates". **The Journal of Economic Inequality**. Vol:10 Issue:1 2012. ss.12-13.

ekonomisindeki gelir dağılımı, neoliberal dönemde, kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen döneme göre daha adaletsiz durumdadır.

Dünyadaki eğilimin tersine küresel finans krizi sonrası dönemde merkez kapitalizmi temsil eden ABD'de gelir ve servet bölüşümü dinamiklerinin düzelme eğilimi göstermemiş olması da oldukça kritiktir. Finansallaşmanın yarattığı krizden sermaye sınıfı eşitsizliğin sınırlarını genişleterek çıkmaya çalışmaktadır. Trajediyi şu veri üstünden okumak da mümkündür: 2015 yılı sonu itibarıyla dünyadaki en zengin 62 kişinin serveti dünya nüfusunun yarısının (3,6 milyar kişi) serveti ile eşitlenmiştir.[189] Bu durum insanlık tarihinde hiçbir zaman görülmemiş bir eşitsizlik yaratıldığı anlamına gelmektedir. Bu açıdan finansallaşmanın yarattığı "gelire el koyma" ve "yükümlülük yaratma" temelli bölüşüm sorunu büyümektedir. Bölüşümdeki bozulmaların bir kriz dinamiği olduğundan hareketle, kapitalizmin esnek yapısına rağmen yarattığı devinimlerin içsel çelişkilerle dolu olduğu söylenebilir.[190] Bir başka ifadeyle dünya ekonomisinin çarkları halen en zengin %1 için dönmektedir.

Eşitsizliği yaratan unsurların ve dahası finansal gelirlerin temeli olan borçluluğun yayılması olgusu halen dünya ekonomisinin taşıyıcısı konumundadır. Bu bağlamda borçluluğun küresel ekonominin giderek güçlenen fakat aynı zamanda tehlike yaratan motoru olmasını küresel borçluluk verileri üzerinden yeniden inceleyebiliriz: 2000 yılında dünyada düşük ve orta gelirli ülke ekonomilerinin toplam borcu 2,1 trilyon dolar seviyesindeyken, 2015 yılında 6,7 trilyon dolar seviyesine gelmiştir.[191] Dahası 2016 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla dünya ekonomisindeki toplam borç 217 trilyon dolara ulaşmıştır. Böylece dünya ekonomisindeki toplam borç seviyesi dünya milli gelirinin %325'ini geçmiştir.[192] Bu

[189] Bkz: "Oxfam says wealth of richest 1% equal to other 99%" http://www.bbc.com/news/business-35339475 (Erişim: 19.01.2016)
[190] Bu noktada Marksizmin kapitalizmi çelişkilerle dolu bir sistem olarak analiz ettiği hatırlanmalıdır. Bu bağlamda Marksist anlamda kapitalizmin çöküşü ve öznel hareketlerle oluşacak sosyalist devrimin teorisini oluşturan unsurlar haliyle bölüşüm dinamikleriyle kısıtlı değildir.
[191] Dünya Bankası "Borç İstatistikleri Raporu 2017". s. 27.
[192] Bkz. IIF "Global Debt Monitor January 2017". https://www.iif.com/publication/global-debt-monitor/global-debt-monitor-january-2017 (Erişim: 03.02.2017)

bağlamda daha önce azgelişmiş ülkelerin yaşadığı borç krizi[193] artık gelişmiş ülkeler için de ciddi bir tehlike yaratmaktadır.[194] Nitekim artık borçluluğun kendisi bir balon haline dönüşmüştür ve kapitalizmin uzun dönemli büyüme performansı için bu borçların ödenmesi yerine tasfiye edilmesi gündeme gelebilir. Dahası henüz netleşmiş bir yeni birikim rejimi söz konusu olmadığından dünya ekonomisinin geleceğini yeni savaşlar belirleyebilir.

Uluslararası anlamda borçluluk ilişkisi oluşurken, ulusal anlamda da ekonomilerin borç dinamikleri farklılaşmıştır. Bu bağlamda birçok ülkede kamu borçları IMF kontrolünde azalırken özel borçlar yükselişe geçmesi farklı politika hamleleri gerektirmektedir.[195] Borçlarda oluşan sınıfsal kaymalar, işçi sınıfının borç ağına daha çok içselleştirilmesi ve reel sektör firmalarının daha çok borçlanması üzerinden okunabilir. Bu içsel borçluluk ilişkisinin temelinde yatan unsurlardan biri de modern kapitalizmin yarattığı tüketim kültürüdür. Dünyada kapitalizminin geldiği noktada tüketimin amacı ihtiyaç gidermek kadar güdülenmiş arzuların karşılanması anlamına gelmektedir. Günümüzde sembolik anlamlar yüklenen ve bir statü yaratma alanı haline gelen tüketimin yönlendirdiği ekstra gelir yaratma zorunluluğu ekonomilerde hane halklarının borç yükünün artmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda içinde bulunduğumuz çağ "nesneler çağı" olarak da adlandırılmaktadır.[196] Nitekim günlük hayatta kimliği görünür kılmaya yarayan unsurlardan biri olan tüketim kalıpları popüler kültürün de etkisiyle radikal biçimde değişmiştir. Hayat tarzının ve kimliklerin tüketim kalıpları üzerinden oluşturulduğu dönemde hane halklarının bu yozlaşma hali içinde var olması ancak borç ilişkilerinin sürekliliği ve derinleşmesi ile mümkün olmaktadır.[197] Bu bağlamda neoliberal devrimin günlük hayattaki davranışlar üzerinde de büyük bir etkisi olmuştur. Bu açıdan sürekli değişkenlik gösteren makro göstergelerin mikro bazlı

[193] Bu konuda bkz: Neşecan Balkan. **Kapitalizm ve Borç Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Bağlam Yayıncılık. 1994.
[194] Gelişmiş ülkelerin yanında yakın gelecekte ABD ile hegemonya savaşını hızlandırması beklenen Çin için de günümüzde ciddi bir borç krizi kapıdadır.
[195] Bkz. T. Sabri Öncü It's the Private Debt, Stupid! **Economic & Political Weekly** No.46. 12.11.2016. ss.10-11. http://www.primeeconomics.org/articles/its-the-private-debt-stupid (Erişim: 01.12.2016)
[196] "Nesneler çağı" kavramsallaştırması için bkz: Jean Baudrillard. **Tüketim Toplumu – Söylenceleri / Yapıları**. 5. Baskı. Hazal Deliceçaylı – Ferda Keskin (çev.). İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 2012. s.16.
[197] Tüketim konusu da tamamen ayrı bir çalışma alanı olarak ele alınabilecek kadar geniştir.

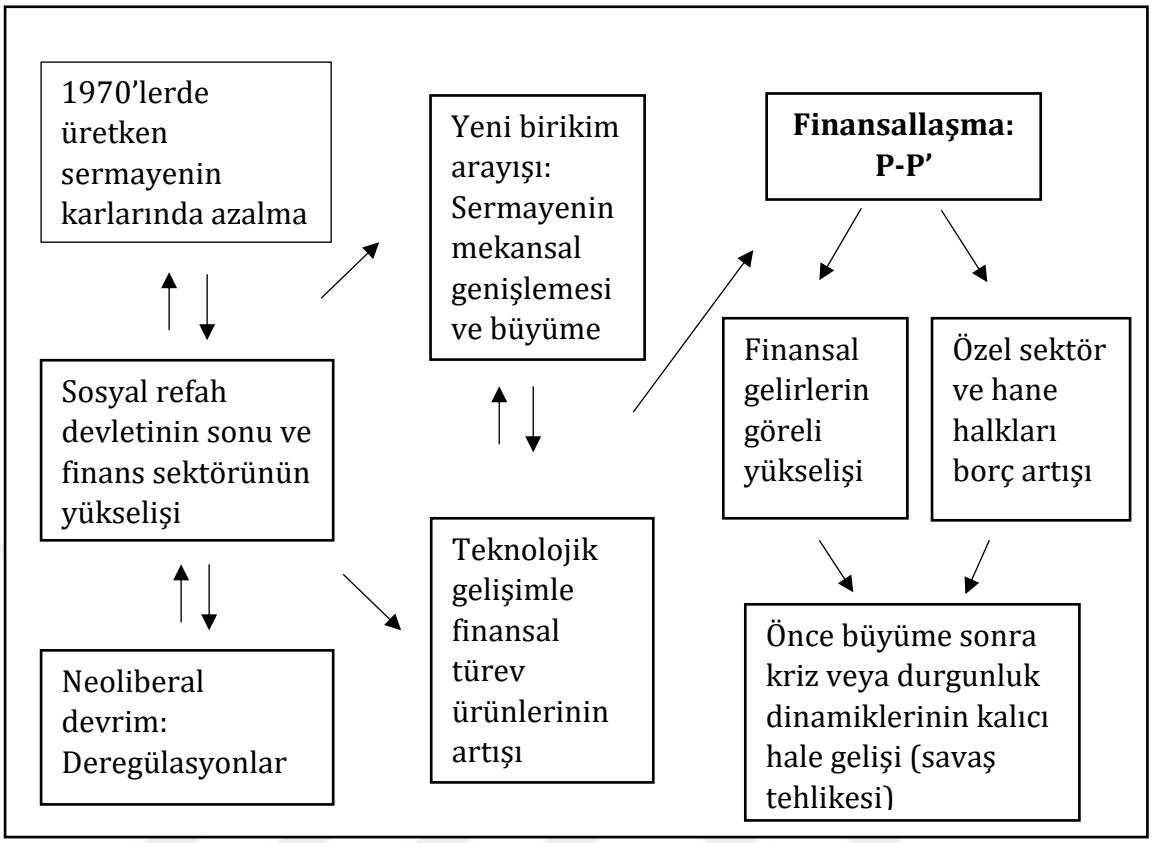
etkileri de söz konusudur.[198] Bir başka ifadeyle neoliberalizm, üretim ilişkileri vasıtasıyla insanların günlük hayatını da dönüştürmüştür.

3.4.5. Birikim Rejimi Olarak Finansallaşma

Dünya ekonomisi için finansallaşma, karların özelleştiği, maliyetlerin ise toplumsallaştığı başka bir dönemin özgün adıdır. Teknolojik gelişmeler[199] sermayenin daha kolay hareket edebilmesini mümkün kılmış ve kredi kartı, türevler gibi yeni "ürünler" ile birikim rejimi toptan değişmiştir. Bu açıdan finansallaşma daha fazla "piyasalaşma" anlamına gelmektedir.[200] Üstelik 2008 finansal krizine rağmen ekonomide kriz göstergesi olarak ele alınabilecek öncü parametrelerde ciddi bir düzelme yaşanmamıştır. Bir başka ifadeyle, büyüme oranları ve istihdam seviyesinin halen istenilen seviyelere ulaşamadığı dünya ekonomisi Sweezy'ci anlamda uzun bir durgunluk dönemi ile karşı karşıya kalmıştır. Bu durum dünya ekonomisindeki büyüme oranlarının uzun vadeli incelenmesiyle anlaşılabilir.

Tüm bu dinamikler çerçevesinde dünya ekonomisinin finansallaşma deneyimine giden yol ve finansallaşmanın yarattığı sonuçlar şöyle özetlenebilir:

[198] Bu noktada kapsamlı bir ele alış için bkz. Richard Sennett. **Karakter Aşınması – Yeni Kapitalizmde İşin Kişilik Üzerindeki Etkileri**. Barış Yıldırım (çev.). 11. Baskı. İstanbul: Ayrıntı Yayınları. 2016.
[199] Teknoloji köpüğü ve gelir dağılımı ilişkisi için bkz: James K. Galbraith ve Travis Hale. "Income Distribution and the Information Technology Bubble". **University of Texas Inequality Project Working Paper 27**. 2004. http://utip.lbj.utexas.edu/papers/utip_27.pdf (Erişim: 10.10.2016)
[200] Bu konuda bkz. Olivier Godechot. "Financialization Is Marketization! A Study on the Respective Impact of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality". **Maxpo Discussion Paper** No:15/3. 2016.



Şekil 2 Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Süreci

Kaynak: Tarafımızca hazırlanmıştır.

2016 yılı itibarıyla dünyada basılı halde ve mevduatlarda bulunan para miktarı 81 trilyon dolar seviyesindeyken (Bunun yalnızca beş trilyon doları basılı paradır.) türev ürünlerinin 630 trilyon dolarla 1,2 katrilyon dolar arasında bir seviyesinde olduğu (her ne kadar yukarıdaki grafikte sunulduğu üzere BIS'in resmi istatistikleri kısmen farklı verilere işaret etse de) tahmin edilmektedir.[201] Bu açıdan neoliberalizmin insanlığı getirdiği noktada üretilen mal ve hizmetin en azından yedi katından fazla "değer" taşıyan finansal enstrüman bulunmaktadır.

Genel olarak finansallaşmaya giden yol, deregülasyonlar temelinde sosyal refah devletinin yıkılma süreciyle birlikte inşa edilmiştir. Bu süreçte yukarıda gösterildiği gibi gelir dağılımı bozulurken ve borçluluğun biçimi değişirken

[201] Bkz. Sue Chang. "Here's all the money in the world, in one chart: 2016". http://www.marketwatch.com/story/this-is-how-much-money-exists-in-the-entire-world-in-one-chart-2015-12-18 (Erişim: 30.01.2016)

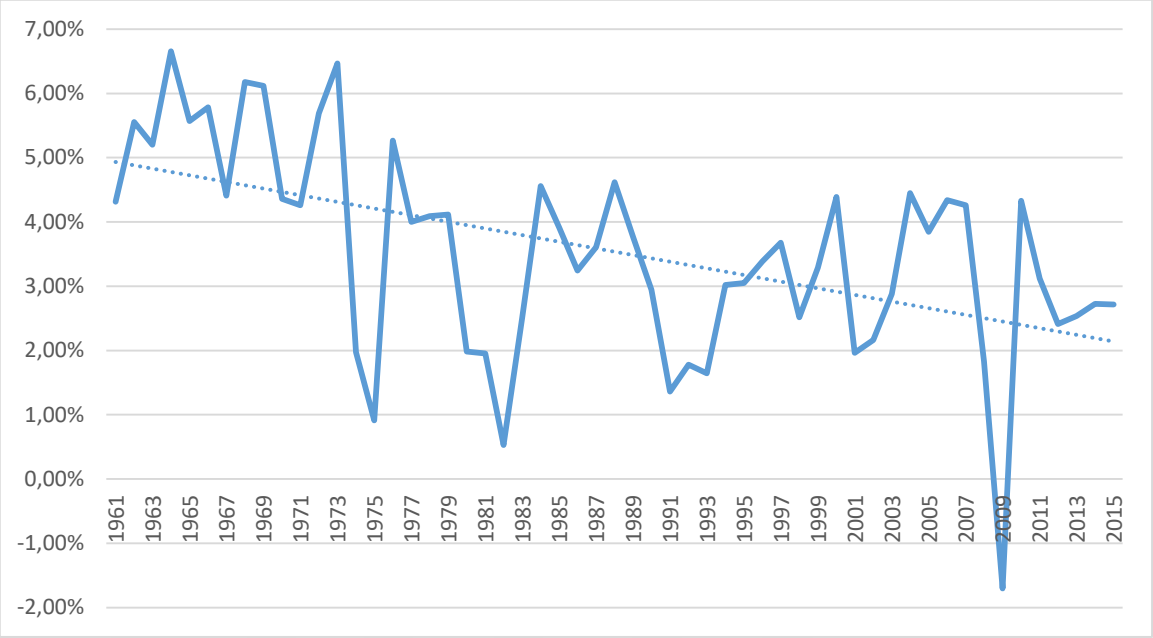
ekonomilerin büyüme performansı da gerilemiştir. Bu bağlamda dünya ekonomisinin uzun dönemli büyüme performansını inceleyebiliriz.

3.5. DÜNYA EKONOMİSİNDE UZUN DÖNEMLİ BÜYÜME

Kapitalist ekonomilerin büyümesi egemen iktisat yazınında nihai mal ve hizmet üretiminin artışı olarak görülmektedir. Bu bakış açısı doğru olmakla birlikte heterodoks manada büyüme denen olguyu sermaye birikiminin büyümesi olarak ele almak mümkündür.[202] Bu açıdan dünya ekonomisindeki büyüme trendi sermaye birikim koşulları/imkanları çerçevesinde analiz edilmelidir. Dünya ekonomisinde sermaye birikim koşullarındaki dönüşümlerin belirlediği küresel büyüme performansı, neoliberal dönem öncesi ve sonrası ayrımı yapıldığı takdirde oldukça farklı olmuştur.

Dünya ekonomileri hızla birbirine entegre olurken küresel gelişmelerin ulusal dinamikleri etkileme potansiyeli artmıştır. Dünya ekonomisinin bütünsel büyüme performansına bakıldığında, 1960'lardan günümüze dalgalı ancak uzun dönem eğilimi olarak azalan bir performans görülmektedir. Bu durumu gösteren grafik aşağıda sunulmuştur.

[202] Örneğin bkz. N. Gregory Mankiw. **Makro Ekonomi**. Ömer Faruk Çolak (çev. ed.). 1. Basım. İstanbul: Efil Yayınevi. 2010. ss.215-247.



Grafik 10 Dünya Ekonomisinde Büyüme (1961-2015)
(Kesikli çizgi eğilimi göstermektedir.)
Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

Dünya ekonomisinde 1961-1979 dönemi ortalama büyüme oranı %4,8 iken, 1980-2015 dönemi ortalama büyüme oranı %2,9 olmuştur. Neoliberal dönem olarak adlandırabileceğimiz 1980 sonrası dönem, önceki dönemle karşılaştırıldığında bu anlamda başarısızdır. Grafikteki eğilim çizgisinden görülebileceği üzere 2010'lu yıllarda dünya ekonomisinin genel büyüme potansiyeli %2 seviyesine kadar inmiştir.[203] Bu açıdan kriz sonrası dünya ekonomisi yeniden yükseliş trendine giremediği gibi, böyle bir olasılıkta dahi bu trendin uzun erimli olmayacağı tarihsel olarak açıktır.

Kapitalizmin egemen olduğu dünya ekonomisindeki bu uzun dönemli performans düşüşünün temelinde merkez kapitalist ülkelerin düşük büyüme oranları yatmaktadır. Bununla beraber merkez ülkelerdeki negatif yönlü eğilimin aksine Çin ve Hindistan gibi ülkeler 1980 sonrası dönemde yüksek büyüme oranları yakalamıştır. Hatta 2000'lerde bir bütün olarak yükselen piyasaların dünya

[203] Bu noktada 2008 krizi sonrası büyüme patikasına geri dönüşe atfen "V" veya "U" şeklinde yapılan kavramsallaştırmalara "L" yani uzun dönemli durgunluk kavramsallaştırması da eklenmelidir. Bkz: Sungur Savran. "V mi, U mu, Şarlo L'si mi?" **Devrimci Marksizm.** Sayı:9, 2009. ss.41-48.

ortalamasının üzerinde büyümesi söz konusu olmuştur. Ancak 2008-2009 kriz sürecinin ardından bütün dünyada durgunluk eğilimleri kalıcı hale gelmiştir. Bu durum dünya ekonomisi için 2000'li yılların başındaki büyüme rakamlarına ulaşılamaması üzerinden okunabilir.

2008 finans krizini, 1973 petrol krizinden ayıran en temel nokta ise ulaşılan entegrasyon seviyesi nedeniyle son krizin dünya ekonomisinde daha büyük bir etki yaratmış olmasıdır. Nitekim 1974-1975'te dünya ekonomisi Petrol Krizi dönemecine rağmen bir bütün olarak pozitif büyüme sergilemişken, 2009'da -%2'lik bir negatif büyüme performansı göstermiştir. Bu durum Marksist anlamda kapitalizmin gelişmesine bağlı olarak krizlerin derinleşmesi yaklaşımıyla da uyumludur: *"... bir krizin devamı olan her kriz, daha evrensel boyutlara ulaşır ve bu yüzden bir önceki dönemden daha kötüdür."*[204]

Bu noktada şu ayrımı yapmak gereklidir. 1980'lerden sonra dünya ekonomisi eski büyüme performansına yaklaşamasa dahi finansallaşma 1980'den itibaren dünya ekonomisi için bir taşıyıcı güç olmuştur. Borçluluğun artışı, gelirlerin üretimden kısmen kopması, uluslararası sermaye hareketlerinin artması gibi olgular dünya ekonomilerinin kısa ve orta vadede motoru olmuştur. Fakat bütünsel bakıldığında finansallaşma olgusu dünya ekonomisi için aynı zamanda yakın tarihin en büyük krizine de neden olmuştur. Bu anlamda finansallaşma, ekonomilerin hem kamçısı hem de freni olarak çalışmıştır. Bu da finansallaşma analizlerinin neden sonuç ilişkisi bağlamında ele alınması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu açıdan finansallaşma olgusunun, sermaye birikiminin vardığı noktalar bağlamında, hem neden hem de sonuç olarak ele alınması mümkündür.

1980 sonrası süreç incelendiğinde dünya ekonomisinde birçok bölgesel krizin de yaşandığı dikkat çekmektedir. 1994 Meksika Krizi, 1997 Rusya Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Brezilya Krizi ve nihayet 2001 Türkiye Krizi bunlara örnek olarak verilebilir. Bu açıdan neoliberal devrim aslında "çevre" veya "yarı çevre" olarak

[204] Engels'ten aktaran, Peter Bell ve Harry Cleaver. "Sınıf Mücadelesi Teorisi Olarak Marx'ın Kriz Teorisi". **Conatus Çeviri Dergisi**. Sayı:5 (Kriz Teorisi ve Öznellik). 2006. s.12.

adlandırılabilecek ekonomilerde ciddi bunalımlara neden olmuştur. Bu krizlerin temelinde ise para sermayenin serbest hareketi yatmaktadır. Bu bakımdan neoliberal dönemde, serbestleşmeyi sağlayan politikalar ile para sermayenin getiri için mekansal olarak genişlemesi bu ekonomilerde birçok yıkıcı sonuca neden doğurmuştur.

Finansallaşmanın bir sonucu olarak ortaya çıkan küresel finans krizinin ardından küresel çapta finansal istikrar arayışları gündeme gelmiştir. Bu bağlamda 2009'da G-20 ülkeleri **Finansal İstikrar Kurulu**'nu (FSB) kurmuştur. Küresel anlamda standartlar üretmeye çalışan bu kurulun amacı küresel finansal istikrarı, çeşitli düzenlemeler ve danışmanlık hizmetleriyle geliştirmektir. Yine ulusal iktisat politikalarının uyumlulaştırılması da bu gayeye içkindir.[205] Bu girişim de finansal genişlemenin artık bir sorun olarak görülmeye başlandığının bir göstergesi olarak ele alınabilir.

Bununla birlikte kriz sonrası finansal yapıyı düzenlemek için eleştirel kanattan öne çıkan önermeler genel olarak şu başlıklar altında toplanmaktadır:[206]

- Bankaların yeniden yapılandırılması ve regüle edilmesi,
- Spekülasyonların kökünün kazılması,
- Banka gizliliğinin ortadan kaldırılması,
- Kamu bankalarının güçlendirilmesi ve
- Kamusal harcamalar için alternatif finansman kaynaklarının bulunması.

1980 sonrası dönem *"sabit ve durağan (katı) olan her şeyin -yeniden-buharlaştığı"*[207] bir dönem olarak ele alınabilir. Sermayenin birikimin sürekliliğini korumak adına tüm dünyaya yayılması, dünya ekonomisinin dengelerini derinden etkilemiştir. Sermayenin mekansal yayılması birikim alanlarını genişletirken dünya

[205] Financial Stability Board – "What We Do?" http://www.fsb.org/what-we-do/ (Erişim: 01.05.2016)
[206] Eric Touissaint M. Husson, C. Lapavitsas, O. Onaran, P. Saurin, S. Kouvelakis, F. Louça, S. Tombazos, M. Hudson, G. Galanis, J. Weeks, M. U. Crespo, P. Green, G. Achar, A. Freeman, D. Harvey, A. Kilmister, P. Marliere, T. Marois, S. Öncü, S. Pashkoff, A. S. Filho, B. Selwyn ve P. Singh. "What is to be Done with the Banks? Radical Proposals for Radical Changes".
http://www.cadtm.org/What-is-to-be-Done-with-the-Banks,13315#haut (Erişim: 14.04.2016)
[207] Bu aforizma için bkz: Karl Marx ve Friedrich Engels. **Komünist Parti Manifestosu**. Erkin Özalp (çev.). Dördüncü Baskı. İstanbul: NK Yayınları, 2005. s.14.

çapında giderek daha fazla insanı bu birikim ilişkileri içine çekmiştir. Bu açıdan dolaylı veya dolaysız tüm insanlık kendini sermaye birikimine vakfetmiş durumdadır.

Sonuçta neoliberal devrimin önce küreselleşme ardından da finansallaşma ile taçlandığı dönemde, dünya ile entegrasyon seviyesini artıran Türkiye de bu süreçten etkilenmiştir.

4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA ve BÜYÜME (1980-2016)

Bir kapitalist ekonominin gelişimi, birikim açısından süreklilik arz etse de birikimin biçimleri açısından tarihsel olarak çeşitli kırılmalar / yön değişimleriyle ilerlemektedir. Geç kapitalistleşen Türkiye ekonomisine bakıldığında da Cumhuriyet tarihimizde en kritik dönüşümlerin 1980'lerde yaşandığı dikkat çekmektedir. 1980'ler Türkiye için önce üretken ve ticari sermayenin uluslararasılaşması, ardından da para sermayenin uluslararasılaşmasına yol açan gelişmelerle doludur. Bu çerçevede Türkiye için dünya kapitalizmi ile olan entegrasyonun kritik halkaları 1980'lerde birleştirilmiş ve dünya ekonomisi ile olan bağlar derinleşmiştir. Fakat bu "derinleşme" pür iyi anlam taşımamaktadır.

1980 sonrası süreçte Türkiye, deregülasyon sürecine hazırlıksız yakalanan bir ülke olmuş ve önceki ithal ikameci dönemden farklı olarak çok daha sık bunalımlarla karşı karşıya kalmıştır. Bu çerçevede Türkiye kapitalizminde sermaye birikimi kesintili olsa da büyümeye devam etmiş ve ekonomi giderek daha fazla finansallaşmıştır. Bu finansallaşma olgusu kademe kademe gerçekleşmiş ve sermaye birikimi açısından yeni alanlar yaratmasına ve ekonominin büyümesine katkıda bulunmasına rağmen ekonomideki bazı dinamikleri de örselemiş ve yeni istikrarsızlık alanları yaratmıştır.

Her ne kadar 1980'lerde finansal liberalizasyon için çeşitli hamleler yapılmış olsa da 1989 yılında 32 Sayılı Kararname ile Türk Lirasını Koruma Hakkındaki Kanun değişmiş ve 24 Ocak 1980 Kararları ile ortaya konan ticari liberalizasyon hedefi finansal liberalizasyon adımı ile tamamlanmıştır. 2001 Krizi sonrası ise ekonomi başka bir patikaya girmiştir. Böylece Türkiye ekonomisi bütünüyle dış dünyaya eklemlenmiş ve dünya ekonomisindeki dönüşümlerden daha çok etkilenmeye başlamıştır. Dünya ekonomisi ile dirsek temasının yakın ilişkiye dönüşmeye başladığı yıllarda birçok farklı dinamik olmakla birlikte ekonominin adım adım finansallaşması süreklilik taşıyan bir olgu olmuştur. Bununla birlikte

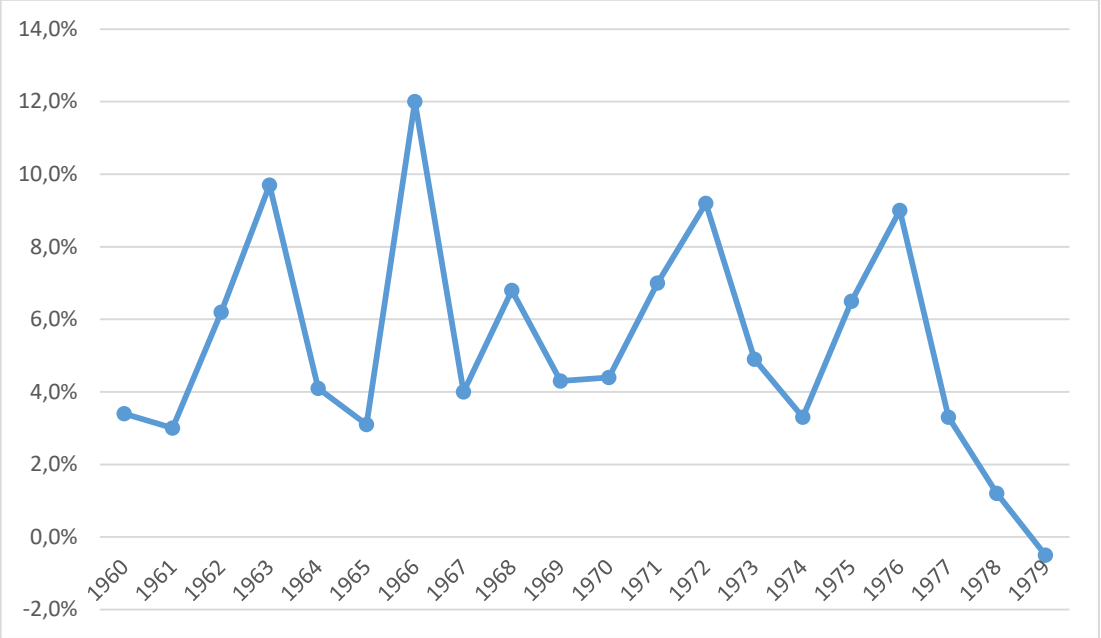
Türkiye'nin dünya ekonomisi ile olan ilişkisi bağımlılık bağlamında olmuştur. Uzun vadeli bakıldığında sürecin özgün yanlarından biri de büyüme performansının düşmesidir.

Ekonominin dinamiklerini yurt dışı faktörlerin daha çok belirlemeye başladığı bu dönem Türkiye ekonomisi açısından kırılma yaşanan dönemlerden biri olarak tarihe geçmiştir. Süreç ilerledikçe de bu ilişki şiddetlenerek devam etmiş ve günümüze kadar uzanmıştır. Bu açıdan Türkiye ekonomisinin yakın tarihini 1980 öncesi ve sonrası şeklinde iki ana dönemde, 1980 sonrasını ise ekonominin yaşadığı kırılmalar ekseninde üç ana başlık altında ele almak yerinde olacaktır.

4.1. 1980 ÖNCESİ DÖNEM: İTHAL İKAMECİ YILLAR

Türkiye ekonomisinde 1958 develüasyonu sonrası, değişen siyasi konjonktürün de etkisiyle ithal mallarının yurt içindeki üretimini geliştirmek üzere düzenlemelerin (regülasyon) ve gümrük engellerinin olduğu bir yapıya geçilmiştir. İçsel birikimi ifade eden bu süreçte GSYİH'de tarım yerine sanayinin egemen olduğu bir tablo hedeflenmiş ve dönem sonunda bu hedefe kısmen ulaşılmıştır. 1961 Anayasası ile desteklenen ve 1962'den itibaren resmi olarak planlamanın ve KİT'lerin belirleyici olduğu bu ekonomik yönetim biçimi altında itici - yönlendirici güç devlet olmuştur. Popülist olarak nitelendirilebilecek politikaların uygulandığı dönemde ekonominin temel dinamiği kamu sektörü olurken dönem boyunca sanayi üretiminde ciddi ilerlemeler kaydedilmiştir. 1960-1979 döneminde sanayi ciddi gelişim gösterirken, yüksek büyüme hızlarına ulaşılmıştır.[208] Yine bu süreçte istihdam göstergeleri oldukça olumluyken işçilerin satın alım gücünü gösteren reel ücret endeksleri de yükselmiştir. Dönem boyunca ekonominin büyüme alanındaki performansı aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

[208] Sanayideki gelişim göstergeleri için bkz. Korkut Boratav. **Türkiye İktisat Tarihi 1980-2005**. Gözden Geçirilmiş 10. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2006. ss.117-144.



Grafik 11 Türkiye Ekonomisinde Büyüme (1960-1979)

Kaynak: TÜİK İstatistik Göstergeler 1923-2013 ss.637-638

Türkiye ekonomisinde 1960-1979 sürecine bakıldığında büyümenin 70'lerin sonuna kadar oldukça iyi bir performans sergilediği dikkat çekmektedir. Yukarıdaki grafikten görülebileceği üzere ekonomi 1960-1976 arasında dalgalı şekilde olmasına rağmen her yıl en az %3'lük büyüme sergilemiştir. Hatta dönem boyunca çift haneli büyüme rakamları da görülmüştür. Nitekim 1960-1979 döneminin ortalama büyüme oranı %5,2 olmuştur. Fakat dönemin son üç yılındaki sürekli gerileme, sistemin tıkanıklığı aşmak için yeni bir birikim rejimine geçmesiyle aşılmaya çalışılacaktır.

Bu dönem, kapalı bir ulusal pazar altında içe dönük olmakla birlikte dışa bağımlı bir genişlemeye işaret etmektedir.[209] Çünkü ekonominin dışa bağımlılığını azaltmak adına uygulanan politika tercihlerleri ile iç sanayi burjuvazisinin gelişmesi sağlansa da bu süreç yeni dışa bağımlılıklar yaratarak 1976'dan itibaren sistemin yeni bir bunalıma sürüklenmesine neden olmuştur. Zira tüketim mallarının üretiminde başarı sağlanırken yatırım mallarının üretimi konusunda başarılı

[209] Boratav. *Türkiye İktisat Tarihi*. s.117.

olunamamış ve bu noktada hammadde ithalatının da etkisiyle artan dışa bağımlılık ile ekonominin döviz ihtiyacı dönem sonunda yükselmiştir. Dahası gerek 1973 Petrol Krizi gerekse 1974 Kıbrıs Harekatı ve gelen ambargo ile 1970'lerin sonu Türkiye'de ödemeler dengesi kaynaklı bir döviz krizinin oluşmasına neden olmuştur.[210] Diğer bir açıdan, ekonomide şoklar yaratan siyasi ve küresel ekonomik gelişmeler olmasa bile ithal ikameci sistemin içsel çelişkilerinin doğal sonucu olan döviz/borç krizi 1976-77'den itibaren Türkiye ekonomisindeki çarkların teklemesine neden olmuştur.[211] Bu süreçte dış ticaret hadleri de bozulmuş ve cari işlemler açığı finansman maliyeti dış kaynakların da etkisiyle artmıştır. Oluşan döviz darboğazı ve yüksek enflasyon sonrası ekonominin yeni bir birikim rejimine geçiş için nesnel şartlar olgunlaşmış olsa da yükselen sınıf mücadelesinin de etkisi ile[212] 70'lerin sonları oldukça sancılı geçmiştir. Yurt içi yerleşiklerin döviz tutmasının engellendiği dönemde 1970'lerin ikinci yarısından itibaren sistem tıkanmaya başlamış ve develüasyonlar çözüm olmamıştır.

1970'lerin ikinci yarısı Türkiye için makro ekonomik ve siyasi açıdan istikrarsızlık dönemi olmuştur. Sınıf mücadelesinin şiddetinin arttığı dönemde yükselen enflasyon ve kaynak/finansman problemi hükümetleri farklı çözümler bulmaya zorlamıştır. Bu arayışlar dönem başında IMF ile başlayan stand-by anlaşması ilişkisinin 1970'te kesilmesine rağmen 1978'de yeniden başlaması

---

[210] Yine dönemin siyasi lideri Süleyman Demirel'in "70 cente muhtacız." sözü konjonktürü en iyi özetleyen cümlelerden biridir. Ayrıca 1970'lerin sonunda yaşanan krizin ayrıntıları için bkz: Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*. Yakup Kepenek **Türkiye Ekonomisi.** 25. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi, 2016. Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi** 12. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları. Gülten Kazgan, **Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi.** 2. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004. Gülten Kazgan, **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) "Ekonomi Politik" Açıdan Bir İnceleme**. 1. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

[211] Bu süreçte ülkenin başbakanı olan fakat sermaye birikim dinamiklerini bozabilecek, toprak reformu gibi radikal söylemleri olan Bülent Ecevit'e karşı ülkenin en büyük sermaye grubu olan TÜSİAD'ın hükümetin değişmesi için dönemin gazetelerine verdiği ilanlar bu noktada sermayenin niyetini belli eden olgulardan biridir. Bu noktada 15.05.1979 tarihli gazetelerde **"Gerçekçi Çıkış Yolu"** adıyla yayımlanan ve "hür" teşebbüsü öven ilan zirve noktasıdır. Bkz. Milliyet Gazetesi Arşivi, 15.05.1979: http://gazetearsivi.milliyet.com.tr/ Ayrıca Ecevit'in o dönem haşhaş ekimini serbest bırakması, Kıbrıs Barış Harekatı olgusuyla eklemlenince "Batı" Ecevit'i bir tehlike olarak görmüş ve **ambargo** ile ülkenin içinde bulunduğu krizin derinleşmesine neden olmuştur.

[212] 1970'ler Türkiye'de gerek içsel büyüme rejiminin gerekse dünyada yükselen sol siyasetin etkisi ile işçi sınıfının sınıfsal konumunun en güçlü olduğu dönemdir. Bu durum 1970'lerde reel ücretlerin göreli olarak yüksek olmasından da anlaşılabilir. Bu konuda bkz: Ahmet Yılmaz. "Türkiye Ekonomisinde Ücretler, Karlar ve Kriz". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:XXI, Sayı:1, 2006. ss.35-52.

üzerinden de anlaşılabilir.[213] Bu noktada finansman sorunlarının çözülmesi için 1970'lerin sonunda dövize çevrilebilir mevduat adıyla hayata geçirilen uygulama ile devletin özel sektöre borçlanma için kur garantisi vermesi 1979 bunalımının daha da derinleşmesine yol açmıştır.[214] Fakat bu bunalıma rağmen 20 yıllık dönem genel olarak makro iktisadi istikrarın sağlandığı ve ekonominin tarihsel ortalamasının üzerinde bir büyüme performansı gösterdiği dönem olmuştur. Bir başka ifadeyle dünya ekonomisine paralel olarak Türkiye ekonomisi de 1960'larda yüksek büyüme hızlarına ulaşmıştır.

Bu dönem için finansal dinamiklere baktığımızda içsel birikimle tutarlı tercihler karşımıza çıkmaktadır. Büyümeye temel sağlayan finansman kaynakları, büyük ölçüde iç tasarruflar olurken, dış krediler ve yardımlarla birlikte işçi dövizleri de büyüme sürecine destek olmuştur. Nitekim 1960'larda ve 1970'lerin ilk yarısında ulusal tasarruflar yatırımları karşılarken dış tasarruf ihtiyacı 1974 ve sonrasında ortaya çıkmıştır.[215] Özellikle 1960'larda sabit döviz kuru uygulaması, kambiyo kontrolleri ve kotalar söz konusu olmuştur.

Devletin finansal sistemi dolaylı olarak da olsa kontrol etmesi, özel sektör yatırımlarının (sermaye stoku) artması için reel faizlerin düşük tutulması (hatta dönem dönem negatif reel faiz uygulamasına gidilmesi), bankacılık sisteminin ciddi düzenlemeler, engeller ve kontroller altında tutulması gibi uygulamalar söz konusu olmuştur. Geniş finansal olanakları olmayan ekonominin ulusal veya uluslararası finansman kaynakları da doğal olarak sınırlı olmuştur.

1980 öncesi Türkiye ekonomisinin finansal yapısının ana hatları şöyle ele alınabilir:[216]

---

[213] Türkiye – IMF ilişkilerinin tarihsel gelişimi için bkz: "Türkiye – IMF İlişkilerinin Tarihçesi". http://www.turkishny.com/economy-news/7-economy-news/122737-turkiye-imf-iliskilerinin-tarihcesi (Erişim: 01.06.2016)

[214] Oktay Yenal. **Cumhuriyet'in İktisat Tarihi**. Homer Kitabevi. 1. Basım, 2003. s.94.

[215] Tasarruf açığı noktasında bkz: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler – Yatırım ve Tasarruf İstatistikleri.

[216] Mustafa Özer, "Financial Liberalization in Turkey During Period 1980-2000", **Journal of Economic Cooperation**, No. 24. 2003. s.4.

- Mevduat ve kredi faizleri üzerinde doğrudan devlet kontrolleri söz konusudur. Bu olgu yüksek enflasyonla bir araya gelince ekonomide negatif reel faizler görülmüştür.
- Zorunlu karşılık oranları yüksektir. Bu sebeple yüksek maliyetlerle çalışan bir bankacılık sistemi söz konusudur. Bu da yüksek maliyetli aracılık hizmeti anlamına gelmektedir.
- Yaygın kredi tayınlaması (sınırlama) olgusu söz konusudur.
- Finansal kazançlar üzerinde ciddi bir vergi yükü söz konusudur.
- Şirketlerin çok fazla öz kaynak kullanma durumu olmadığı gibi sermaye piyasalarından fon bulma imkanları da yoktur. Bu nedenle banka kredilerine bağımlılık söz konusudur.
- Kurumsallaşmış sermaye piyasaları yoktur.
- Yabancı bankalar ve yeni kurulacak bankalar için piyasaya giriş engelleri söz konusudur.
- Kamu sektörü açığı ölçüsüz şekilde monetizasyon yoluyla finanse edilmektedir.
- Bankalar ile mali olmayan şirketler arasında yüksek derecede iç içe geçmiş mülkiyet ilişkisi söz konusudur.[217]
- Döviz işlemleri büyük ölçüde sınırlandırılmıştır.

1960-1979 döneminde bankacılık kesimine ilişkin bazı kritik göstergeler ise şöyledir.[218] Türkiye'de 1960 yılında 51 olan banka sayısı 1979 yılında 43'e inerken şube sayısı 1716'dan 5748'e yükselmiştir. Aktiflerin milli gelire oranı ise 1960'da %40 seviyesindeyken, dönem boyunca dalgalanarak, 1979'da %35'e kadar inmiştir. Kredi ve mevduatların milli gelire oranı da dönem boyunca sırasıyla ortalama %20 ve %18 civarında olmuştur. Faiz politikasının da etkisiyle 20 yıllık dönemde kişi başına mevduat 30 dolardan ancak 300 dolara kadar çıkabilmiş ve

[217] Bu durum Türkiye ekonomisi için holdingleşmenin başlangıcının 1980'den öncesine dayandığını gösteren bir unsur olarak ele alınabilir.
[218] Bu paragraftaki istatistikler için bkz. TBB. Bankalarımız Kitabı 1959-2015. (excel formatında). https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59 (Erişim: 08.05.2017)

ortalama 135 dolar seviyesinde olmuştur. Ayrıca bankalar dönem boyunca çok düşük karlarla çalışmış hatta krizin hissedildiği 1978 ve 1979'da zarar etmiştir.

Bu dönemi karakterize eden unsurlardan biri de ekonomide sabit kur rejiminin uygulanmış olmasıdır. TCMB'nin TL'nin dış değerini belirlediği ve bu değeri korumaya çalıştığı dönemde ekonomide develüasyonlar söz konusu olmuştur. Develüasyonların ardından TCMB yeni kur seviyesini korumaya çalışmıştır. Bu bağlamda yeni paritelerin varlığı kur rejimini değiştirmemiştir.

Finans piyasalarında birçok engelin söz konusu olduğu dönemdeki yabancı sermaye hareketleri de oldukça kısıtlı olmuştur. Ancak resmi izinler vasıtasıyla ülkeye gelen küçük miktarlardaki yabancı sermaye, ekonominin finansman kaynaklarından biri olmuştur. Ayrıca bu dönemde 6224 Sayılı Kanun Kapsamında girişine izin verilen yabancı sermaye ile[219] gerçekleşen giriş arasında farklılıklar olmuştur. 1980 öncesi dönemde girişine izin verilen yabancı sermaye miktarı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

[219] Rıdvan Karluk. **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**. İstanbul: Taştan Matbaası, 1983, ss.115-117.

Tablo 1 1980 Öncesinde Girişine İzin Verilen Yabancı Sermaye Miktarı (Milyon $-TL)

	Yıllık		Birikimli	
Yıllar	**Dolar ($)**	**TL**	**Dolar ($)**	**TL**
1954 öncesi	2,8	7,9	2,8	7,9
1954	2,2	6,1	5	14
1955	1,2	3,3	6,2	17,3
1956	3,4	9,4	9,6	26,7
1957	1,3	3,6	10,9	30,3
1958	1,1	4,5	12	34,8
1959	3,4	20,5	15,4	55,3
1960	1,9	16,3	17,3	71,6
1961	1,2	10,9	18,5	82,5
1962	4,2	37,4	22,7	119,9
1963	4,5	40	27,2	159,9
1964	11,9	103,9	39,1	263,8
1965	11,6	88,8	50,7	352,6
1966	9,7	86,9	60,4	439,5
1967	9	80,3	69,4	519,8
1968	13,9	107,7	83,3	627,5
1969	13,2	109,6	96,5	737,1
1970	9	89,4	105,5	826,5
1971	11,7	150,7	117,2	977,2
1972	12,8	173,2	130	1150,4
1973	67,3	918,7	197,3	2069,1
1974	-7,7	-106,7	189,6	1962,4
1975	15,1	215	204,7	2177,4
1976	8,9	140,3	213,6	2317,7
1977	9,2	162,6	222,8	2480,3
1978	11,7	275	234,5	2755,3
1979	-6,4	-237,8	228,1	2517,5

Kaynak: Rıdvan Karluk **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları.** İstanbul: Taştan Matbaası. 1983. s.116.

Türkiye ekonomisinde 1980 öncesi dönemde girişine izin verilen sermaye miktarı kısıtlı olmuştur. Kambiyo kontrolü rejiminin etkisiyle 1923'ten 1980'e kadar girişine izin verilen net birikimli sermaye miktarı yalnızca 228 milyon

dolardır. Ancak kümülatif olarak 1960 ve 1970'lerde sermaye giriş miktarı, izin verilen miktarın ancak yarısı kadardır.

Öte yandan 1975 öncesi ödemeler dengesi hesap sistemi mevcut sistemden oldukça farklıdır. En önemli nokta sermaye giriş çıkışlarının iki farklı hesapta gösterilmiş olmasıdır. Bu kapsamda genel sermaye hesabı; dış borç ana para ödemelerinin, proje ve program kredilerinin ve hatta gıda ithalatının da olduğu bir hesapken, kısa ve orta vadeli sermaye hareketleri ayrı bir ana kalemde gösterilmiştir. Yine özel çekiş hakları da farklı bir kalem olarak tutulmuştur. Bu döneme ilişkin gelişmeler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 2 Ödemeler Dengesi Gelişmeleri (1960-1974 – Milyon $)

	Cari Denge	**Sermaye Hesabı**	**Rezervler***	**Özel Çekiş Hakları (SDR)**	**Kısa ve Orta Vadeli Sermaye Hareketleri**	**Net Hata Noksan**	**Genel Denge**
1960	-139	129	-51	0	0	61	-10
1961	-170	181	-60	16	0	33	11
1962	-242	-4	-11	15	0	39	-42
1963	-300	251	48	22	21	-42	-49
1964	-109	127	-12	19	-15	-10	18
1965	-78	146	-13	0	-35	-20	68
1966	-164	150	39	22	-39	-8	-14
1967	-115	175	-25	0	-21	-14	60
1968	-224	235	6	0	0	-17	11
1969	-220	257	0	0	0	-37	37
1970	-171	413	-233	18	0	-27	242
1971	-109	344	-245	11	0	99	235
1972	-8	160	-574	-18	413	27	152
1973	484	433	-728	0	-224	35	917
1974	-719	290	354	0	-63	138	-429

*Hesap muhasebe kayıtları açısından ters çalışır. "–" değer alan yıllarda rezerv artışı, "+" değer alan yıllarda ise rezerv kaybı olmuştur.

Kaynak: TÜİK İstatistik Göstergeler 1923-2013 ss.470-472.

Yukarıdaki tablodan görülebileceği üzere dönemin karakteristik özelliği cari işlemler açığının dış tasarruflarla finanse edilmesi olmuştur. Ekonominin iç

tasarruflar dışında kısa ve orta vadeli borç hareketlerindeki dalgalanma ekonominin finansman dengeleri için belirleyici unsurlardan biri olmuştur.

1975 sonrasında ise ekonomi cari işlemler açığı problemi büyüyerek devam etmiştir. 1975-1979 döneminde sekiz milyar dolardan fazla cari açık veren ekonomi istediği sermaye girişini de elde edemeyince (hatta zaman zaman net sermaye çıkışı yaşanan yıllar söz konusu olunca) rezerv kaybetmiştir.[220] Bu durum ekonominin dönem sonunda bir döviz krizine sürüklenmesine neden olmuştur. Dönem sonunda artan enflasyon, azalan büyümeyle birleşmiş ve döviz kıtlığı kaynaklı stagflasyon dönemi yaşanmıştır. Bu dönem için belirtilmesi gereken noktalardan biri de, "dışa kapalılık" göstergesi olarak ekonominin dış ticaret hacminin milli gelire oranının %10'un altında olmasıdır.

İthal ikameci politikaların egemen olduğu, özgün bir sermaye/finans piyasası olmayan, dahası üretkenliği doğal sınırlarına ulaşmamış ekonomide egemenlik haliyle sanayi sermayesinde olmuştur. Para sermaye hegemonyası için gerekli şartların oluşmadığı dönemde iç tasarruflar ve dış kaynaklar temel görevini yani finansman kaynağı olma vazifesini yürütmüştür. Dolayısıyla Türkiye ekonomisi için, dünya ile uyumlu şekilde, **1980 öncesi dönemde güncel anlamıyla bir finansallaşma olgusu söz konusu olmamıştır.** İçsel finansal varlıklar, mevduatlar ve devlet iç borçlanma senetleri ekseniyle sınırlı kalmış ve finansal sistem ekonominin başat aktörü olmamıştır. Finansal engellerin varlığı finansal derinlikten yoksun kalma haline işaret etse bile ekonomi finansallaşmanın getireceği krizlerden de uzak kalmayı başarmıştır.[221]

Öte yandan ekonominin finansal sığlığı dönem sonunda ekonomide finansman problemi yaratmış ve tıkanıklığın aşılması amacıyla devletin zor gücünün

[220] Bkz. TCMB. "Ödemeler Dengesi İstatistikleri".
[221] Bu duruma 2008 Küresel Finans Krizinin türev piyasaları fazla gelişmemiş olan ülkeleri finansal piyasalar açısından daha az etkilemesi örnek gösterilebilir. Doğal olarak başka mekanizmalar ile tüm dünya ekonomileri etkilenmiş olsa bazen "eksiklik" olarak görünen olgular aynı zamanda krizlere karşı tampon vazifesi de görebilmektedir.

de etkisiyle yeni bir rejime geçilmiştir. Bu bağlamda 1980 sonrası ekonominin dünya ile olan entegrasyonu seviye atlamıştır.

4.2. EKONOMİNİN DÖNÜŞÜMÜ: 1980-1988

1980'li yıllar, tüm dünyada sermaye birikim rejiminin değiştiği yıllar olmuştur.[222] Bu dönemde dünya kapitalizmi farklı bir evreye geçmiş ve tüm dünyada liberalleşme rüzgarları esmiştir. Bu bağlamda üretken, ticari ve para sermayenin önündeki engellerin bütünüyle kaldırılması saikiyle devlet müdahaleleri azaltılmış ve deregülasyonlar ile sermayenin mekansal genişlemesi için alan yaratılmıştır. Türkiye ekonomisi de gelişmekte olan bir ekonomi olarak bu evrimsel dönüşümden payını alarak 1980 sonrası yeni bir birikim rejimine geçmiştir. Bu bağlamda 1980 sonrası ortaya konan iktisadi irade, sermaye birikimi açısından sürekliliğe işaret etse de, yapısal olarak önceki dönemden bir kopuş anlamına gelmektedir. Bu nedenle 1980 yılı Türkiye için bir dönem yılı olmuştur.

24 Ocak 1980'de Başbakan Süleyman Demirel ve Müsteşar Turgut Özal'ın açıkladığı kararlar Türkiye ekonomisinin günümüze kadar uzanan liberalleşme sürecinin en önemli adımı olmuştur. Ekonominin liberalleşmesi adına 24 Ocak 1980'de alınan kararlar ekonominin ağırlaşan makro iktisadi sorunlarına neoliberal bir çözüm bulmayı hedefleyen kararlar olmuştur. Makro iktisadi anlamda en büyük sorun olarak görülen noktalar, ödemeler dengesi problemleri ve enflasyon olmuştur.

Fakat bu kararların uygulanması ise sınıf dengelerinin müsaade etmemesi nedeniyle **12 Eylül 1980 Darbesi** sonrasına kalmıştır. 12 Eylül 1980'den sonra 24 Ocak Kararlarının daha rahat uygulanabilmesini sağlayan unsurlardan biri de yeni anayasa olmuştur.

[222] Aslında süreç 1970'lerde Şili'de başlamıştır. Fakat dünyaya yayılması 1980'lerde olmuştur. Şili deneyiminin ayrıntıları için bkz: Hugo Calderon, Jaime Ensignia ve Eugenio Rivera. **Friedman Modeli Kıskacında Şili (1973-1981)**. Birinci Baskı. İstanbul: Belge Yayınları. 1982.

Ekonomide bir paradigma değişikliği anlamına gelen 24 Ocak Kararlarının kapsamı şöyledir:[223]

- Türk Lirası devalüe edilerek 1 Dolar 70 TL olmuş ve günlük kur uygulaması başlamıştır.
- Devletin iktisadi hayatta kapladığı alanı küçültecek adımlar atılmış ve KİT'ler için özelleştirme yolu açılmıştır. Yine tarım sektöründeki destekleme alımları büyük ölçüde sınırlandırılmıştır.
- Gübre, ulaştırma ve enerji hariç her alanda sübvansiyonlar kaldırılmıştır.
- Dış ticaret liberalleştirilmiştir. Sermayenin önünü açacak; birçok sektöre yabancı sermaye girişi, kar transferi gibi kolaylıklar sağlanmıştır. Ayrıca dış ticaretin üzerindeki vergi yükü düşürülmüş ve ihracatçılara yönelik, kredi, vergi muafiyeti, teşvik gibi birçok kolaylık sağlanmıştır.

Tüm bu hamleler neoliberal paradigma olan "piyasaya güven, piyasanın işlerliği" kapsamında yapılmıştır. Bu noktada hedef, 1970'lerin sonundaki yüksek enflasyon probleminin çözülmesi, ihracata dayalı yüksek büyüme hızlarının yakalanması ve ekonomide devlet müdahalesinin minimuma indirilmesidir. Bu açıdan bir istikrar programı gibi çalışan kararlar ekonomide yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur.

Bu çerçevede, sübvansiyonların ve fiyat kontrollerinin kaldırılması, kamunun ekonomideki ağırlığının azaltılması[224], özel sektörün ön plana çıkarılması hedeflenirken, iç yatırımlar ve tasarrufların tetiklenmesi beklenmiş ve bu sürecin özelleştirmelerle desteklenmesi planlanmıştır. Bu açıdan temel hedefler 70'lerdeki enflasyon ve borç sorununun çözülmesi, ekonominin dünya ile daha çok bütünleşmesi olmuştur. Bu şekilde ekonomide ihracatın artırılması yoluyla

[223] Ayrıntılar için bkz. 16880 mükerrer sayılı Resmi Gazete: 25.01.1980. http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/16880_1.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/16880_1.pdf (Erişim: 07.01.2017)

[224] Bu noktada realite farklı olmuştur. 1980'lerde Türkiye'de harcamalar cinsinden milli gelir serisi içinde yer alan kamu harcamaları göreli olarak azalmamıştır.

sanayileşmenin sağlanması hedeflenmiş ve sonra da finansal hamleler söz konusu olmuştur.

Türkiye ekonomisi için ilk finansallaşma hamlesi 1980'de mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılmasıdır. Bu durum ekonomide 1980'lerin başında pozitif reel faizlerin etkisi ile **bankerler**in doğuşuna neden olmuştur. Sürece öncülük eden ve Banker Kastelli adıyla bilinen Cevher Özden 500.000'den fazla insanın yaklaşık 100 milyar TL'sini toplamıştır.[225] Daha sonra ekonomide banker sayısı hızla artmıştır. Enflasyon altında ezilen ve alım gücü günden güne eriyen halkın tasarruflarını değerlendirme alışkanlıkları, bankaların düşük faizlerine karşı bankerlerin yüksek faiz vadetmesiyle birlikte aniden değişmiştir. Bu durum dünyadaki altına hücum hareketinin *"faize hücum"* hali gibi yorumlanabilir. Fakat ekonomide sağlıksız işleyen bu yapı kısa bir süre sonra birçok iflas getirerek çökmüştür.[226] Dahası bu süreçte bankaların mevduat toplama girişimleri krediler cephesinde yaşanan sorunlar nedeniyle kalıcı olamamıştır. Ayrıca bazı bankalara verilen faiz belirleme yetkisinden istediği sonuçları alamayan devlet yönetimi bu yetkiyi kısa bir süre sonra yeniden TCMB'ye devretmiştir. Böylece ilk serbestleştirme girişimi bankerzedeler doğurarak başarısız sonuçlanmıştır. Bu süreç sonunda da faizlerdeki serbestlik geçici olarak kaldırılmıştır.

Faizlerin geçici olarak serbestleştirilmesinden sonra 1981'de TCMB'nin kamu açıklarını finanse ederken bono ve tahvil satışı vasıtasıyla hareket etmesi ilkesi benimsenmiştir. Aynı yılda Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Yine kambiyo engelleri 1984'te kısmen kaldırılmış ve 1985'te de ihale yöntemiyle devlet tahvili ve hazine bonosu satışları başlamıştır. Kambiyo engellerinin kalkması ile de ekonomideki döviz tevdiat hesapları yükselmiştir. Hatta bu dönemde "orta direk" olarak tanımlanan toplumsal kesim için döviz anahtar bir rol taşımaya başlamıştır. Ayrıca 1936'dan beri geçerli olan Bankalar Kanunu 1985'te yenilenmiştir. Bu serbestleşme dalgası faizlerin 1987-1988'de serbest bırakılmasıyla devam etmiştir.

[225] BBC Türkçe – Arşiv Odası. "-Cevher Özden (Banker Kastelli) 1983- Belgeseli". https://youtu.be/DhB524boIUE (Erişim: 10.03.2017)
[226] Bu noktada yönetimin o dönemde "Halkımız bankerlere güvenerek bir risk almıştır." şeklindeki açıklaması kapitalizmin farklı yüzleriyle yeni tanışan halkın içine düştüğü durumu anlatmaktadır.

Faizlerin bankalar arası piyasada belirlendiği dönemin başlaması ile serbest piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırılmaya çalışılmıştır. Bu noktada ekonominin iç tasarruflarının yetersizliği yine bir neden olarak ortaya çıkmış ve faizler üzerinden yeni finansman kanalları aranmaya çalışılmıştır.

1980-1988 döneminde uluslararasılaşmanın bir başka ayağı olan unsur da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin (şimdiki adıyla BİST) kurulmasıdır. 1984'te Başbakan olan Turgut Özal'ın, Menkul Kıymetler Borsaları kurulması için bir Kanun Hükmünde Kararname çıkarmasının ardından İMKB 1985 yılında kurulmuştur.[227] Borsanın kurulması finansal liberalizasyona geçiş öncesi önemli bir eşik olarak kabul edilebilir. Menkul kıymetleştirmenin başladığı bu dönemde şirketler henüz profesyonel aşamada olmasa da yeni bir finansman kaynağına erişmiştir.

1980'den sonra TL'nin hızlı değer kaybı ve görülen enflasyon ile Türkiye ekonomisinde para ikamesi yaşanmıştır. Fiyatların yavaş yavaş dolar cinsinden belirlenmeye başladığı dönem ekonomide kısmen dolarizasyon realitesini ortaya çıkarmıştır. Özellikle faizler ve kurlar arasındaki makasın açılması 80'lerin ikinci yarısından itibaren TL'ye finansal saldırının etkilerini güçlendirmiştir.

Tüm bu gelişmeler 1980'de ilk adımı atılan ve ticari liberalizasyon ile başlayan liberalizasyon hamlelerini kısmen tamamlamaya yönelik atılmış adımlar olmuştur. Fakat Türkiye ekonomisi açısından finansallaşmanın en önemli hamlesi 1989'da alınacak bir kararla atılacaktır.

Genel olarak Türkiye ekonomisinde bu dönüşüm, mevcut düzenlemelerin aniden kaldırılarak bir nevi **"şok tedavisi"** uygulaması kapsamında yürümüştür.[228] Hazırlıksız ve denetimsiz yapılan bu hamlelerin ekonomideki karşılığı iktisadi aktörlerin acele karar verme refleksiyle birleşince istenildiği gibi olmamıştır. Bu

[227] Borsa İstanbul Tarihçesi için bkz. http://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html (Erişim: 10.04.2017)

[228] Neoliberalizm döneminde dünya çapında özellikle Sovyetler'in yıkılması sonrası popülerleşen "şok tedavisi" Washington Konsensüsü'nün bir parçası olarak da görülebilir. Bu konudaki tartışmalar için bkz: John Marangos. "Was Shock Therapy Consistent with the Washington Consensus?" **Comparative Economic Studies**. Vol: 49. Issue: 1, 2007. ss.32-58.

durum halen ekonomi gündemini işgal eden yapısal reform ihtiyacının o dönem için de geçerli olduğunun bir göstergesi olarak ele alınabilir.

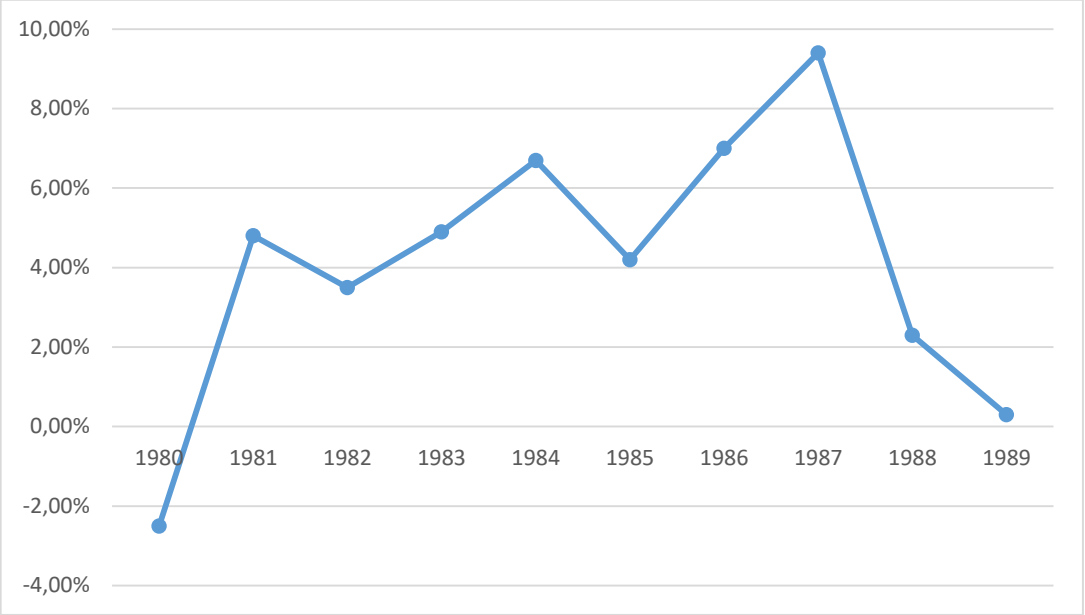
1980'lerde her ne kadar finansal alanda çeşitli yenilikler gelmiş olsa da ekonominin üretkenlik artışı daha baskın olmuştur. Nitekim 1983-1988 dönemi için ISO 500 içindeki özel şirketlerin faaliyet dışı gelirlerinin dönem karlarına oranı ortalama olarak %23 olmuştur.[229] Bu oran 2001 krizi sonrası genişleme döneminde dahi yakalanamamıştır. (Bu oranın düşüklüğü üretken sermaye yatırımlarının daha karlı olduğu anlamına gelebilir.) Bu açıdan reel sektörün satış karlılığının yüksek olduğu dönemde ekonomide üretkenlik artışı finansal gelişmelere göre çok daha önde olmuştur.

Ekonominin büyüme performansı ise 1980 yılındaki daralmanın ardından belirli bir patikaya oturmayı başarmıştır. Türkiye ekonomisinin 1980-1988 büyüme ortalaması %4,5 seviyesinde olurken özellikle seçimlerden sonra oluşan hükümetle 1983-1987 arasında yüksek hızlı büyüme yaşanmış ve ortalama büyüme oranı bu yıllarda %6,5 civarında olmuştur. Bu noktada ekonominin, 1978-79 bunalımından sonra, darbe döneminde etkili kullanamadığı kaynaklarının dışa açılma ile birlikte kullanmaya başlaması ve üretken yatırımların çok karlı olması etkili olmuştur. Ancak 1988'de büyüme %2'ye düşmüş ve ekonomi resesyon eşiğine gelmiştir. 1989'da ise ekonominin büyüme hızı neredeyse sıfırlanmış ve durgunluk kesinlik kazanmıştır.

Kısa vadeli büyüme performansı Türkiye ekonomisinin gelecek dönemini de belirleyecek yapının kurulmasına neden olmuştur. Büyümenin çakıldığı her dönem sonrası farklı çözümler arayan Türkiye, bu dönemden sonra da bütün denemelerine rağmen uzun soluklu yüksek büyüme performansı sergileyememiştir.

Aşağıdaki grafikten ve sonraki bölümlerdeki büyüme istatistiklerinden görülebileceği üzere Türkiye'de yüksek oranlı büyümenin gerçekleştiği periyotların süresi bu ve sonraki dönemde 5-6 yılı hiçbir zaman aşamamıştır.

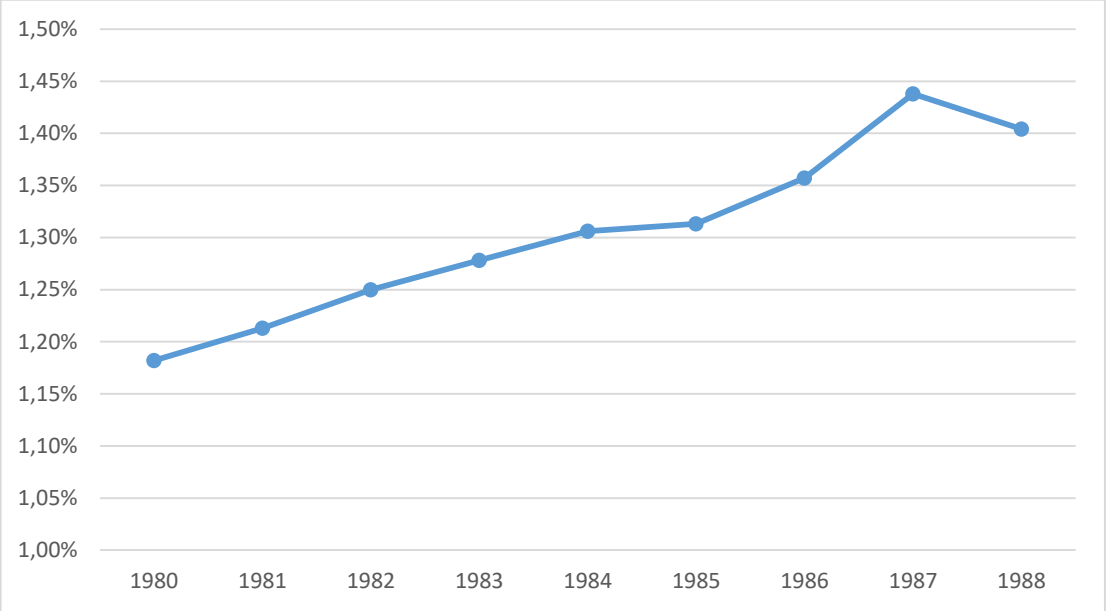
[229] ISO-500 2006 Raporundan derlenmiştir.



Grafik 12 Türkiye Ekonomisinde Büyüme (1980-1989)

Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

Ekonominin 1980'lerdeki büyüme performansı Türkiye'nin dünyadaki göreli yerini de etkilemiştir. 1970'lerin sonunda girilen kriz sonrası yaşanan büyüme dönemi ile Türkiye ekonomisinin dünya ekonomisindeki göreli konumu GSYİH büyüklüğü açısından kısmi bir iyileşme yaşamış fakat bu göreli iyileşme gerek nesnel şartlar gerekse iktisadi tercihler (deregülasyon sürecine hazırlıksız giriş vb.) nedeniyle uzun vadeye yayılamamıştır. Bu dönemde Türkiye ekonomisinin dünya milli gelirinden aldığı payın gelişimi aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 13 Türkiye Ekonomisinin Dünya Milli Gelirinden Aldığı Pay (1980-1988)
Kaynak: IMF World Economic Outlook

Türkiye ekonomisinde 1980-1988 dönemi yaşanan yüksek büyüme Türkiye GSYİH'sinin göreli olarak da artmasını sağlamıştır. Satın alma gücü paritesine göre 1980'de Türkiye milli gelirinin dünya milli gelirine oranı %1,18 iken dönem sonunda bu oran %1,45 seviyesine yaklaşmıştır. Fakat yapısal olarak bu "kalkınma" sürecini uzun vadeye taşıyacak dinamiklerden yoksun olan ekonomi dikkat edilirse 1988'de göreli olarak gerilemiştir. 1987'de dünya milli gelirinin %1,44'ünü üreten Türkiye için bu oran 1988'de %1,4'e inmiştir. Dahası 1987'deki zirve 2007'ye kadar aşılamayacaktır.

Bu dönemde artan dış ticaret hacmi ile Türkiye'nin dışa açıklık oranı artmış ancak büyümenin borç temelleri daha da derinleşmiştir. Bu durum Türkiye ekonomisinde krizden çıkış reçetelerinin yeni kırılganlıklara neden olduğu yapıya işaret etmektedir. Büyümenin bedeli olarak TL değer kaybederken, enflasyon yükselmiş ve ekonomi daha fazla dışa bağımlı hale gelmiştir. Bu noktada dönemin konumuzla ilgili bazı kritik finansman verilerini incelemek yerinde olacaktır.

Tablo 3 Ödemeler Dengesi Gelişmeleri (1980-1989 – Milyon $)

	Cari Denge	Sermaye ve Finans Hesabı*	Net Hata ve Noksan	Resmi Rezervler
1980	-3.408	-672	1.434	-1.302
1981	-1.936	-899	649	-388
1982	-952	-280	-75	-747
1983	-1.923	-883	409	-631
1984	-1.439	-73	469	-897
1985	-1.013	-1.065	-837	-785
1986	-1.465	-2.124	-118	541
1987	-806	-1.891	-506	579
1988	1.596	958	515	1.153
1989	938	-780	994	2.712

*"-"veriler net sermaye girişi, "+" veriler net sermaye çıkışı anlamına gelmektedir.

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Türkiye ekonomisi 1980 ticari liberalizasyonuyla birlikte dış ticaret hacmini artırmaya başlamıştır. İhracata dönük büyüme stratejisinin izlendiği yıllarda ekonomide düzenli olarak dış ticaret açığı verilmesine rağmen dönem sonunda turizm kaynaklı hizmet gelirleri sayesinde cari fazla verilen yıllar söz konusu olmuştur. Bu yılların büyümenin düştüğü yıllara denk gelmesi ise bir tesadüf değildir. Zira 1980 sonrası dönemde Türkiye'de yüksek büyüme yakaladığı yıllarda yüksek cari açık, düşük büyüme yakaladığı yıllarda düşük cari açık veya zaruri bir cari fazla verme durumunda olmuştur. Bu bağımlılık ilişkisi sermaye hesabı cephesiyle de ilişkilidir. Harcadığı kadar döviz kazanamayan ekonomi dönem boyunca sermaye girişine ihtiyaç duymuş ve 1988-1989 hariç net olarak yabancı sermaye çeken bir yapıda olmuştur.

Bahsedilmesi gereken bir diğer nokta da ekonominin, 1980 öncesi dönemle karşılaştırıldığında çok daha fazla yabancı sermaye çeker hale gelmiş olmasıdır. Sermaye önündeki engellerin kısmen kaldırılması ve ekonominin dış tasarruflara olan bağımlılığı bu noktada belirleyicidir. Bu açıdan finansmanın temeli olan tasarruflar ve faizlerin gidişatını gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

Tablo 4 Finansman Kaynaklarına İlişkin Göstergeler (1981-1987)

	1981-1983	1984-1987
Reel Faiz Oranı	10,10%	4,40%
Reel Mevduat Yıllık Artış Oranı	14,50%	8,40%
Reel Kredi Yıllık Artış Oranı	17%	20%
Tasarruf-Yatırım Açığı/GSYİH	-1,50%	-1%

Kaynak: Gülten Kazgan. **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) "Ekonomi Politik" Açıdan Bir İnceleme.** 1. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005 s.208.

1980'li yıllarda Türkiye'nin kaynak kullanımı durumuna bakıldığında, yukarıda belirtildiği üzere reel faizlerin pozitif olmasının etkisiyle bankaların hamle alanlarının genişlemesi nedeniyle ulusal sınırları zorlamaya başlamıştır. Nitekim 1980'de %32 olan banka aktiflerinin milli gelire oranı 1989'da %47'ye çıkmıştır. Ayrıca kredilerin ve mevduatların milli gelire oranı da 1980'den 1989'a sırasıyla %17 ve %15'ten; %20 ve %27'ye yükselmiş ve bankalar önceki dönemden farklı olarak yüksek karlar elde etmeye başlamıştır.[230] Mevduatlardaki genişlemeye rağmen iktisadi büyümenin daha fazla finansmana ihtiyaç duymasıyla 1988'den itibaren yeni kaynaklar aranmaya başlanacaktır. Bu süreç 1989'da alınan kararları da doğrudan etkilemiştir.

Tüm bunların yanında 1980'lerde Türkiye'nin kamu maliyesinin işleyiş yapısında çeşitli gelişmeler olmuştur. Bunlardan en önemlisi 1983'te Hazinenin Maliye Bakanlığından ayrılmasıdır. Yine 1984'te bütçeden bağımsız olarak kurulan Kamu Ortaklığı Fonu vasıtasıyla yapılan menkul kıymet ihraçlarıyla büyük projelerin finansmanı amaçlanmıştır. Çeşitli vergi yeniliklerinin olduğu dönem, devletin ekonomiden elini adım adım çekmeye başladığı dönem olmuştur. Bu manada uygulanan yıldırım harekatı Özal için bir tür "transformasyon"dur.

1980'den itibaren uygulanan istikrar ve yapısal uyum programları ile Türkiye ekonomisinde farklı kırılganlıklar ortaya çıkmış ve ekonomi giderek artan oranda borçlu hale gelmeye başlamıştır. Dahası 1980'lerde enflasyon hızla tırmanarak kronik bir hale gelmiştir. Bu bağlamda 1977-1979 tıkanıklığını aşmak

[230] Bu istatistikler için bkz. TBB Bankalarımız Kitabı 1959-2015 (excel formatında).

amacıyla yapılan bir dizi deregülasyon ve serbestleşme hamlesi 10 yıl sonra yeni tıkanıklıklara yol açmıştır. Bu durum yeni dünya düzenine adapte olmaya çalışan ekonomide yeni finansman kaynakları ihtiyacına yol açmış ve 1989'da ekonomiye yön verecek önemli bir karar alınmıştır. Bütünsel olarak bakıldığında ekonominin bu kadar kısa sürede yeniden birikim problemi yaşar hale gelmesi ve yapısal düzenlemelere ihtiyaç duyması da ekonomik yapının kırılganlığı olarak düşünülebilir.

4.3. TAM LİBERALİZASYONA GEÇİŞ: 1989-2001

11 Ağustos 1989'da Türkiye ekonomisinde oluşan durgunluğu aşmak ve ticari liberalizasyonu finansal liberalizasyonla tamamlamak adına çok önemli bir adım atılmıştır. Bu adımın adı **Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'**dır. Bu karara göre Türkiye'de finansal liberalizasyon zincirinin en önemli eksik halkası tamamlanmış ve sermayenin yurt dışı kaynakları daha "efektif" kullanmasının yolu açılmıştır. Bu nedenle 1989 sonrası dönem 1980-1988 döneminden ayrılmaktadır. Ekonomideki yön arayışının bir sonucu olarak ele alınabilecek bu liberalizasyonun en önemli sonucu ödemeler dengesinde yer alan kısa vadeli sermaye akımlarına serbestlik getirilmesidir. Bu bağlamda 1989'daki liberalizasyon ile Türkiye ekonomisi tam anlamıyla uluslarasılaşmıştır. Bu açıdan ekonominin 1990'lardaki performansı ve hatta 1999-2001 kriz süreci doğrudan bu karar bağlamında ele alınmalıdır.

Bu dönemde Türkiye'deki finansal sistemin gelişimini belirleyen üç ana olgu söz konusudur:[231]

- Finansal serbestleşme çerçevesinde geliştirilen araçların büyük bir kısmını kamu açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul kıymetlerin oluşturması,

[231] Yeldan. *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. ss.128-129.

- TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit (dolarizasyon) ve
- Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve giderek reel ekonomide neden olduğu istikrarsızlıklar.

1989'da çıkarılan 32 Sayılı Kararname ile getirilen yeni düzenlemeler ayrıntılarıyla şöyledir:[232]

- Yurt içinde yerleşik kişiler, özel finans kurumlarından ve bankalardan herhangi bir kısıt olmadan döviz alabilirler ve döviz bulundurabilirler.
- Yurt içinde yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere sundukları hizmet karşılığında aldıkları dövizi ülkeye getirebilirler.
- Yurt dışında yerleşik kişiler her çeşit menkul kıymeti alıp satabilir. (İMKB'de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış olma şartıyla)
- Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları yoluyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; TCMB tarafından alım-satımı yapılan döviz cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri önündeki engeller kaldırılmıştır.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin; yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri, satmaları ve dışarıdan menkul kıymet getirmeleri serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurt dışından yabancı para cinsinden kredi alınabilir.
- Yurt içinde yerleşik olmayan kişilerin TL cinsinden hesap açtırmaları ve bu hesapların ana para – faizlerini TL veya farklı para türlerinde transfer etmeleri serbesttir.

[232] TCMB, "Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri", Ankara, 2002, ss.16-17. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612/kuresel.pdf?MOD=AJPERESamp;CACHEID=1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612 (Erişim: 17.11.2016)

- Gayrimenkul satışları serbestleştirilmiştir ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer edilmesi noktasındaki yasaklar kaldırılmıştır.
- Yurt dışında yerleşik olan kişilerin döviz almaları ile döviz ve TL transferi serbestleştirilmiştir.
- Özel finans kurumları ve bankalar; ihracat, ithalat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye'de yerleşik aktörlerin ülke dışında irtibat büroları - temsilcilikler açmaları önündeki engeller kaldırılmıştır.

1990'larda Türkiye ekonomisinde bu değişimler yaşanırken dünyada da büyük değişimler yaşanmaktaydı. Sermayenin coğrafi ilerlemesinin boyutlarının genişlediği 1990'lı yıllarda birçok azgelişmiş ve gelişmekte olan ülke krizle karşılaşırken Türkiye'de de bu dönem hükümetlerin kısa ömürlü olduğu, birikimin sıkça krizlerle kesildiği ve ekonomideki dalgalanmaların arttığı yıllar olarak tarihe geçmiştir. Bu çerçevede 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisi ciddi dalgalanmalar yaşamış ve para sermayenin yükselişi eşliğinde 1994, 1999 ve 2001'de üç ağır iktisadi bunalımla karşı karşıya kalmıştır. Bu bağlamda ilgili bunalımlar, her ne kadar kaçınılmaz olsa da Türkiye'nin bu neoliberal dönüşümün ikinci temel ayağı olan finansal liberalizasyona hazırlıksız geçişin sonuçları olarak değerlendirilebilir. Bu bağlamda Rodrik'in ifade ettiği gibi Türkiye'nin ticari liberalizasyonu kısa süre sonra finansal liberalizasyonla "taçlandırması" bir nevi **prematüre liberalleşme – tamamlanmamış istikrar** sürecine işaret etmektedir.[233] Yine Arın'a göre de bu liberalleşme süreci, bıçak sırtında - krizin eşiğinde yaşayan ve krizlere sürüklenen bir ekonomik yapının oluşmasına ve mali piyasaların yüksek riskler barındırmasına neden olmuştur. Bununla birlikte ekonomide mali ve reel birikim birbirinden kopmuştur.[234]

[233] Bkz: Dani Rodrik. "Prematüre Liberalization, Incomplete Stabilization: The Ozal Decade in Turkey", **NBER Working Paper No. 3300**, March 1990. ss.4-8.
[234] Tülay Arın. "Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması", **İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar** Ahmet H. Köse, Fikret Senses, Erinç Yeldan (drl.). 1. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, s.608.

4.3.1. 1990'lar: İniş – Çıkışlı Büyüme ve Para Sermayenin Yüksek Getiri Yılları

1990'lara girerken Türkiye dünya ekonomisiyle tam anlamıyla entegre olmuş ve ekonomi bütün kanallarıyla dış dünya ile dirsek teması kurar hale gelmiştir.

Kamu borcu ve ödemeler dengesi kaynaklı 1994 krizinin ardından alınan 5 Nisan Kararları ile dövize olan akışın kesilmesi adına faizler yükselmiş ve süreci develüasyon takip etmiştir. Fakat kısa süreli bir büyüme sürecinin ardından ekonomi 1999-2001'de yeniden kriz sürecine girmiştir.

Dönem boyunca Türkiye ekonomisinin kamu borçları ve ödemeler dengesi sorunları kaynaklı 1994, 1999 ve 2001'de ağır iktisadi krizlerin altında yatan temel dinamik olan bu liberalizasyon süreci ülke ekonomisinin ağır maliyetler ödemesine neden olmuştur. Bu çerçevede süreci tanımlayan bazı finansal göstergeleri incelemek yerinde olacaktır.

Tablo 5 Borsa ile İlgili Büyüklükler (1986-2001)

	İşlem Hacmi*	Ortalama Borsa Endeksi	Şirket Sayısı
1986	11	1	80
1987	118	6	82
1988	115	5	79
1989	773	9	76
1990	5.851	40	110
1991	8.536	37	134
1992	8.568	39	145
1993	21.771	105	160
1994	23.202	217	176
1995	52.311	418	205
1996	36.698	684	228
1997	57.178	2.047	258
1998	69.700	3.240	277
1999	82.930	5.791	285
2000	180.123	14.476	315
2001	79.945	10.138	310

*Milyon Dolar cinsindendir.

Kaynak: TCMB EVDS

Borsanın 1986'da başlayan serüveninin 2001'e kadar uzanan dönemi yukarıdaki tablo eşliğinde incelediğinde kriz yılları olan 1994 ve 2001'den önce Türkiye'de borsa işlem hacminde anormal bir artışın olduğu gözlemlenebilir. 15 yıllık sürede borsanın işlem hacmi 11 milyon dolardan 2000'de 180 milyar dolara fırlamış, borsada işlem gören şirket sayısı da 80'den 315'e yükselmiştir. 2001 krizi ile birlikte 80 milyar dolarlık işlem hacmi olan borsanın işlem hacmi açısından yaşadığı en büyük kırılmalar 1993 ve 2000 yıllarıdır. Bu yıllarda önceki yıla göre işlem hacmini katlayan borsanın bu durumu Türkiye'de popüler olan finansal gelişmelere ne kadar çabuk tepki verildiğinin ve dahası bu finansal hareketlenmenin krizi tetikleyebileceğinin de bir göstergesi olarak ele alınabilir.

Dönemin ödemeler dengesi gelişmelerine bakıldığında ise ihracat temelli döviz geliri elde etme amacının, ithalatın büyümesi nedeniyle, resesyon ve bunalım yılları hariç tutturulamadığı dikkat çekmektedir.

Tablo 6 Ödemeler Dengesi Seçilmiş Kalemler (1989-2001 Milyon $)

	Cari Denge	Sermaye Hesabı*	Portföy Hesabı Net Varlık Edinimi	Portföy Hesabı Net Yükümlülük Oluşumu
1989	938	-780	59	1.445
1990	-2.625	-4.037	134	681
1991	250	2.397	91	714
1992	-974	-3.648	754	3.165
1993	-6.433	-8.903	893	4.480
1994	2.631	4.257	17	1.123
1995	-2.339	-4.565	433	703
1996	-2.437	-5.483	1.361	1.950
1997	-2.638	-6.969	669	2.344
1998	2.000	840	1.601	-5.089
1999	-925	-4.829	713	4.188
2000	-9.920	-9.584	560	1.615
2001	3.760	14.557	752	-3.727

*Ödemeler Dengesi yeni sunum çerçevesinde sermaye hesabı muhasebe açısından varlık ve yükümlülük oluşumu çerçevesinde ters işlemektedir. Negatif bakiyeli yıllar net sermaye girişini, pozitif bakiyeli yıllar net sermaye çıkışını ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

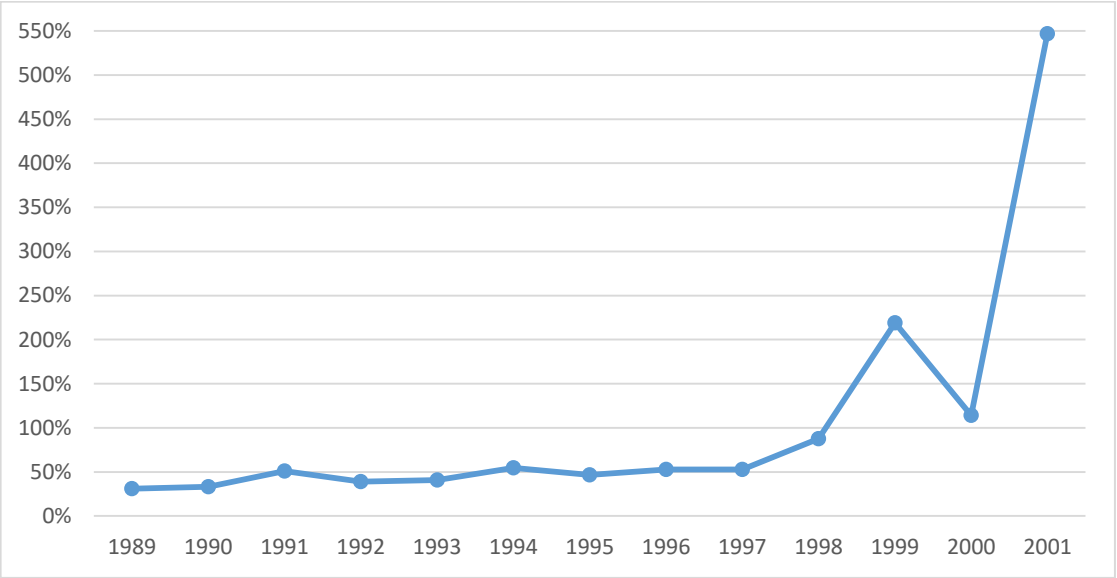
Türkiye ekonomisinde 1989'da cari işlemler dengesi ve sermaye hesabının mutlak büyüklüğü 1,6 milyar dolar seviyesindeyken dönem sonunda bu iki hesabın toplam değeri 20 milyar dolar seviyesine kadar yaklaşmıştır. Tablodan görülebileceği üzere kriz yılları olan 1994 ve 2001'de ekonomiden ciddi sermaye çıkışı olmuş ve ekonominin döviz kazandırıcı kalemleri güçlü olmadığı için daralmanın boyutları derinleşmiştir. Dahası 1993 ve 2000'de verilen yüksek cari açığın cezası bir sonraki yıl kesilmiştir. Bu noktada Türkiye için bu dönem cari işlemler açığının GSYİH'ye oranının %4-5 seviyesine geldiği an kriz zillerinin çaldığı bir dönem olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede doğrudan yatırımların yanına eklenen portföy yatırımları kalemi belirleyici olmuştur. Ticari liberalizasyon konjonktürü ile dış ticaretini büyüten Türkiye ekonomisi için 1989'dan önce portföy yatırımı hesabı hareketliliği neredeyse sıfırken 32 Sayılı Karar ile ülke portföy yatırımlarıyla da gerçek anlamda tanışmıştır. Fakat bu sermayenin mobilitesinin kolay finansman kadar kırılganlık anlamına da geldiği ancak kriz yıllarında anlaşılabilmiştir. 1994 ve 2001'de Türkiye'de o dönem için büyük miktarlarda portföy yatırımı çıkışı olmuş ve ekonomi finansman sorunu ile başbaşa kalmıştır.

Dönemi karakterize eden unsurlardan biri de yüksek ve kronik enflasyon nedeniyle yüksek faizler olmuştur. Ekonomide birçok firmanın ve bankaların devlet iç borçlanma senetleri yoluyla devleti finanse etmesi, faaliyet gelirlerine göre çok daha karlı olduğundan 1990'larda **para sermaye sahipleri** yüksek getiri elde etmiştir. 1990'lardaki atmosfer, ekonomik örgütlenmenin menkul kıymetler üzerinden gelir elde edilmesi temelinde yükselmesine neden olmuştur. Nitekim 1990'da kar, faiz ve rantın toplam gelirden aldığı pay %49 seviyesindeyken bu oran 1994 yılında %58'e kadar yükselmiştir.[235] Bu durum toplumsal gelir dağılımını da bozmuş ve ekonominin üretkenlik kapasitesi yükselmemiştir. Dönem boyunca siyasi alanda süren popülizm dalgası ise bu soruna çare olamamıştır.

Bununla birlikte ekonominin geneli için net olarak finansal kar finansal olmayan kar ayrımını ortaya koymasa da ISO'nun hazırladığı 500 Büyük Sanayi

[235] Özmucur'dan aktaran, İbrahim Güran Yumuşak ve Mahmut Bilen. "Gelir Dağılımı - Beşeri Sermaye İlişkisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme." **K. Ü. Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 1, 2000. s.80.

Kuruluşu raporlarında gösterilen faaliyet dışı gelirlerin gelişimi, ekonominin ilgili döneminde reel sektörün nasıl davranış kalıpları geliştirdiğinin bir göstergesi olarak ele alınabilir.



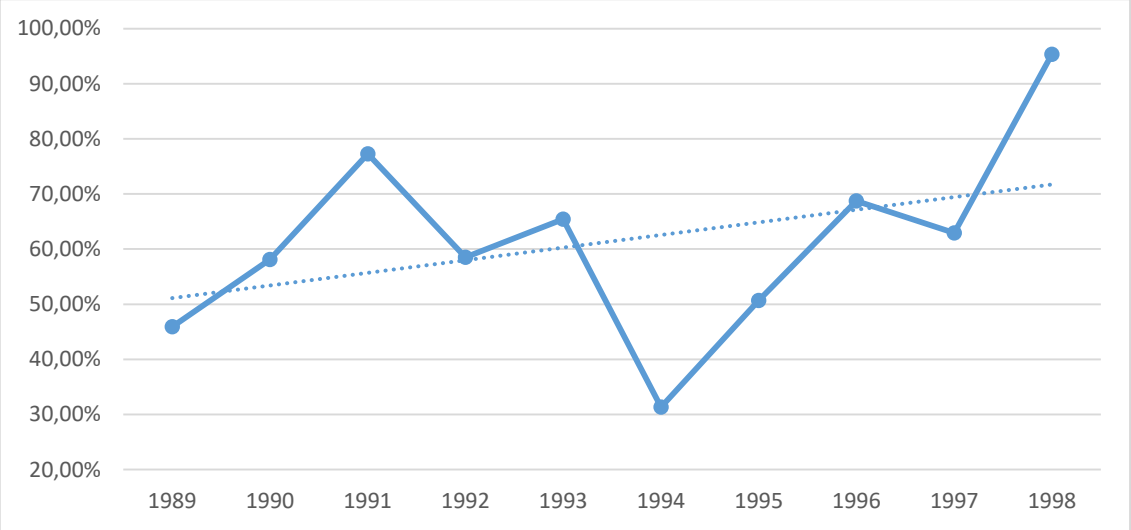
Grafik 14 Özel Büyük Sanayi Kuruluşlarında Faaliyet Dışı Gelirlerin Dönem Karına Oranı (1989-2001)
Kaynak: İSO-500 2006 Raporu

500 Büyük Sanayi Kuruluşu içindeki özel şirketlerin 1983-1988 döneminde faaliyet dışı gelirlerin dönem karına oranı ortalama %23 seviyesinde olurken 1989'dan itibaren bu oran artmaya başlamıştır. Ekonominin büyüme performansıyla ters yönlü hareket eden faaliyet dışı gelirlerin karlara oranı, 1990'lardaki makro dengesizlikleri veya ekonomik konjonktürü analiz edebilmek için bir araç olarak kullanılabilir. Nitekim 1989'da bu oran %31'ken ekonominin resesyon eşiğine geldiği yıl olan 1991'de %51'e yükselmiştir. Daha sonra ekonomik karlılığını artıran firmalar 1994 krizinde ise karlarının %55'i kadar faaliyet dışı gelirler elde etmiştir. 1997'ye kadar yatay seyreden bu oran 1998'den itibaren şiddetle tırmanmıştır. Bu noktada 1999 krizinde faaliyet dışı gelirlerin dönem karlarına oranı %219'ken, 2000 yılındaki yüksek talep artışının getirdiği satış karına rağmen ancak %114'e kadar gerilemiş ve 1990'lar ortalamasının oldukça üzerinde kalmıştır. 2001 kriz yılında ise faaliyet dışı gelirlerin karlara oranı %547

olarak gerçekleşmiş ve ölçülebilen dönem için (1983'ten günümüze) Cumhuriyet tarihi rekoru olarak kayıtlara geçmiştir.

Faaliyet dışı gelirlerin kriz veya resesyon yıllarında yükselmesinin nedeni, ekonomideki kar olanaklarıyla ilgilidir. Reel sektörde yeterli kar olanakları bulamayan İSO-500 firmaları, 1990'larda giderek artan oranda, mevcut sermayesini para sermaye olarak değerlendirip faiz getirisi olan araçlara yönelmiştir. 1998 sonrası dönemde ise ana faaliyetlerinden zarar eden bu firmalar, faaliyet dışı gelirleriyle ayakta kalmıştır.

Türkiye ekonomisi için ABD Ekonomisinde yapılan anlamda finansal kar/finansal olmayan kar ayrımını net olarak yapmak mümkün değildir. Zira böyle bir rasyo oluşturmak için reel kesimdeki bütün firmaların finansal karlarının ayrıntılarına ilişkin istatistiklere ihtiyaç vardır. Ancak bu karşılaştırmaya benzer bir karşılaştırma, yıllık bazda bankacılık sektörü toplam karı ile reel sektörü temsil ettiğini varsayabileceğimiz İSO-500 şirketlerinin toplam karının karşılaştırması üzerinden yapılabilir.



Grafik 15 Bankacılık Sektörü Karı/İSO-500 İçindeki Özel Büyük Şirket Karları (1989-1998)*

*Kesikli çizgi eğilimi göstermektedir. 1999-2001 döneminin dışarıda tutulmasının nedeni bankacılık kesiminin bu üç yılda kümülatif olarak zarar etmiş olmasıdır. Bu durum da negatif yönde %700 gibi grafiği bozan bir istatistiğe yol açacağı için ilgili dönem dışarıda tutulmuştur.

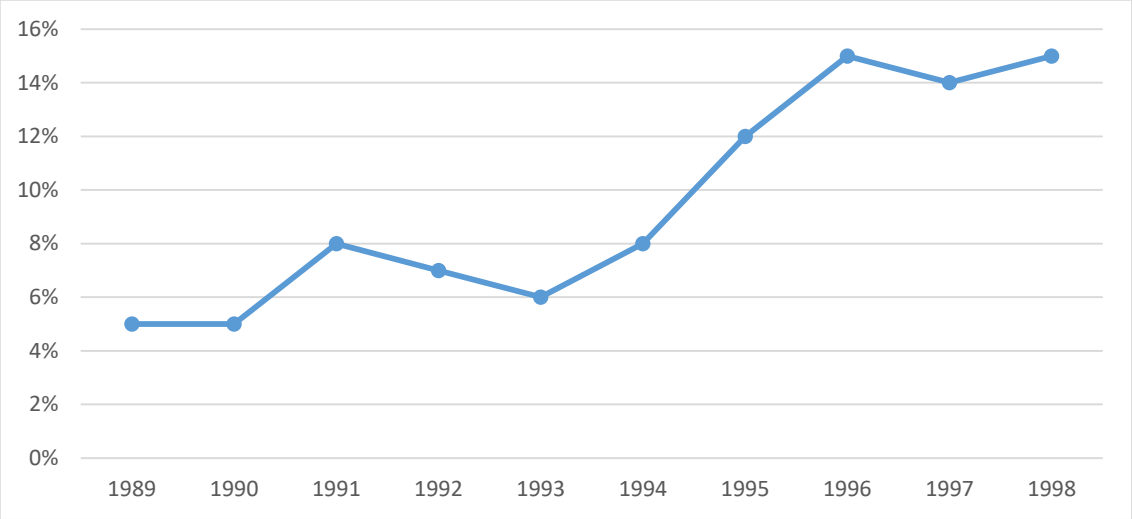
Kaynak: TBB İstatistikleri ve ISO 500 Raporlarından hareketle hesaplanmıştır.

1989 yılında Türkiye'deki bankacılık sektörünün karlarının özel büyük şirketlerin karlarına oranı yaklaşık %46 seviyesinde olmuştur. Ekonominin resesyonda olduğunu söyleyebileceğimiz 1991'de ise bu oran %70'in üzerine çıkmıştır. Bununla birlikte 1994 krizinde bankacılığın karları reel sektör karından daha fazla gerilemiş ve ilgili oran %31'e kadar düşmüştür. Ardından bir yükseliş trendi göze çarpmaktadır. Nitekim 1998'de bankacılık karları ISO 500 karlarını neredeyse yakalar duruma gelmiştir. Başka bir ifadeyle bankacılık sektörü karı 1989'da 2 milyon TL seviyesindeyken 1998'de 760 milyon TL'ye ulaşmıştır. 1999-2001 aralığında ise bankalar her yıl zarar etmiş ve üç yıllık toplam zarar 9 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Yine 1989'dan 2001'e aktiflerin milli gelire oranı %47'den %94'e yükselmiştir. Kredilerin milli gelire oranı 1989'da %20 iken 1997'de %30 olmuş, ardından gerileyerek 2001'de %23'e kadar inmiştir. Mevduatların milli gelire oranı ise 1989'da %27 iken 2001'de %66 olmuştur. Ayrıca bir dolarizasyon göstergesi olarak banka bilançolarının Türk Lirası ve yabancı para dağılımı 1989'da %75'e %25'ken 1990'larda %60-%40 seviyesine kadar gelinmiş ve 2001'de bu dağılım %51'e %49 olmuştur.[236] TL'nin değer kaybettiği ve halkın da buna göre konum almaya alıştığı dönemde para ikamesi ekonomideki normal reflekslerden biri olmuştur.

Tüm bu göstergeler 1990'larda Türkiye'de para sermayenin getirisinin yüksek olduğunu destekler niteliktedir. Büyük ölçüde kamu açıkları nedeniyle artan faizler ekonomide ciddi bir gelir kalemi olmuş ve faiz geliri yalnızca finansal kesimin değil aynı zamanda reel kesimin de kritik gelir kalemlerinden biri olmuştur. Bu açıdan üretimin karlı olmaması ekonomideki reel sektör yatırımlarını da etkilemiştir. Bu nedenle faiz gelirlerindeki gelişim büyümeyi negatif yönde etkilemiştir.[237]

Faiz gelirlerinin 1989'dan 1998'e nasıl hareket ettiği aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

[236] Bu ek istatistikler için bkz. TBB Bankalarımız Kitabı 1959-2015 (excel formatında).
[237] Hatta o dönem için faiz gelirleri bir bütün olarak tarım sektöründen elde edilen geliri yakalamıştır.



Grafik 16 Milli Gelirin Yüzdesi Olarak Faiz Geliri (1989-1998)

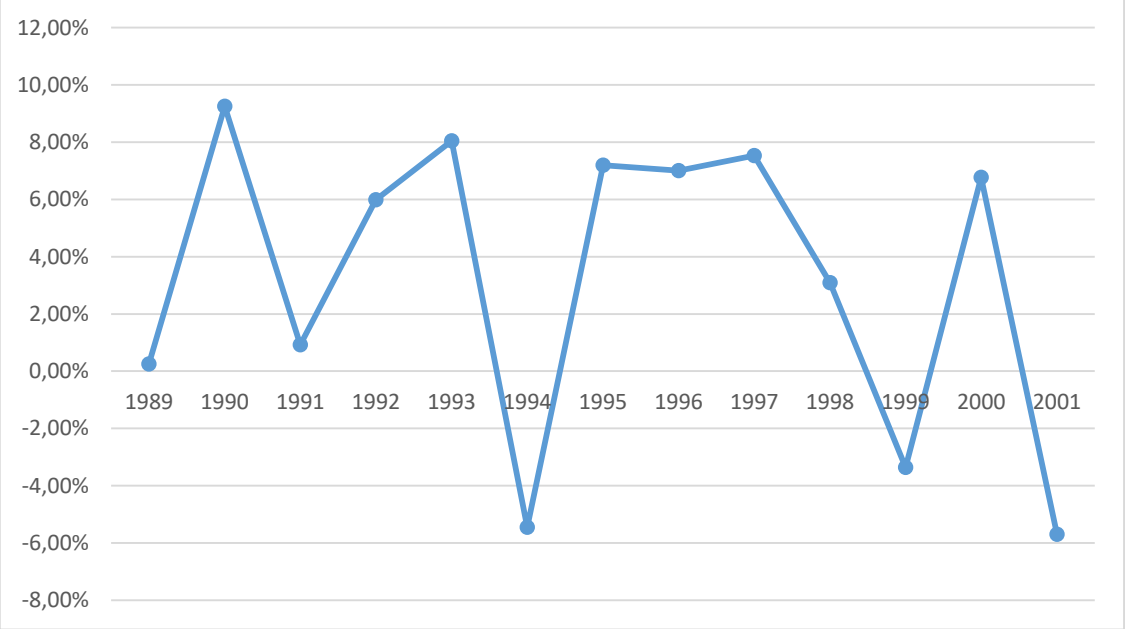
Kaynak: Korkut Boratav ve Erinç Yeldan. "Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns Of Distribution". 2001. s.65. http://yeldane.bilkent.edu.tr/B&YCEPA2002.PDF (Erişim: 15.04.2017)

Türkiye gibi geç kapitalistleşen bir ülkedeki bu durum kendi özgünlükleri çerçevesinde bir **finansallaşma deneyimi** olarak ele alınabilir. Nitekim gelişmiş türev ürünleri veya derin finansal piyasaları olmamasına rağmen yabancı sermaye girişinin artışı ve yükselen faizler ekonomide bir tür finansallaşmaya yol açmıştır. Faiz geliri, üretken yatırımların cazip olmaması sonucunu doğurarak ekonominin büyüme performansını negatif etkilemiştir. Bu açıdan 1990'ların dalgalı büyümesini belirleyen en önemli unsurlardan biri bu para sermaye getirisi olmuştur.

Büyüme cephesine geldiğimizde yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı 1990'lar Türkiye'de büyüme performansının zayıf kaldığı ve büyümenin yüksek volatilite barındırdırdığı bir dönem olmuştur. Dönemin büyüme ortalaması %3'ü geçemezken Türkiye, Cumhuriyet tarihinin en istikrarsız dönemlerinden birini yaşamıştır.[238]

[238] Güncel siyasi istikrar tartışmaları yapılırken sıkça bahsedilen 1990'lar ve koalisyon hükümetleri gerçeğine 1990'lardan önce alınan kararlar bağlamında bakmak gereklidir.

Ekonominin 1990'lardaki büyüme performansı aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 17 Türkiye Ekonomisinde Büyüme (1989-2001)

Kaynak: Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü Ekonomik Göstergeler 1950-2017

Türkiye ekonomisinde 1989 yılındaki resesyona karşı finansal entegrasyon refleksi gösterilmesi ekonominin 1990'lardaki dalgalanmasının temel nedeni olmuştur. Yukarıdaki grafikten de görülebileceği üzere ekonominin büyüme performansı inişli çıkışlı olmuş ve ekonomi bu dar periyotta üç ağır iktisadi kriz süreciyle (1994, 1999 ve 2000-2001) karşı karşıya kalmıştır. Hatta 1991 resesyonu da bu listeye eklenebilir. Bu bağlamda 1995-97 dönemi haricinde ekonomi hiçbir zaman üst üste yüksek büyüme performansı sergileyememiştir.

Ekonominin 1991'de yaşadığı resesyon sonrası iki yıl istenilen seviyede iktisadi büyüme sağlandıysa da ekonomi 1994'te ağır bir iktisadi krizle karşılaşmıştır. Bu krizin temelinde 1993'teki 6.5 milyar dolarlık cari işlemler açığı ile artan kamu açıkları (faiz ödemeleri ve KİT zararları vb.) yatmaktadır. İktisat literatüründe **ikiz açıklar** olarak da bilinen bu olgu sonrası ekonomi yine finansman kaynaklı bir krize sürüklenmiştir. Reel kurların baskıladığı ihracata karşı artan

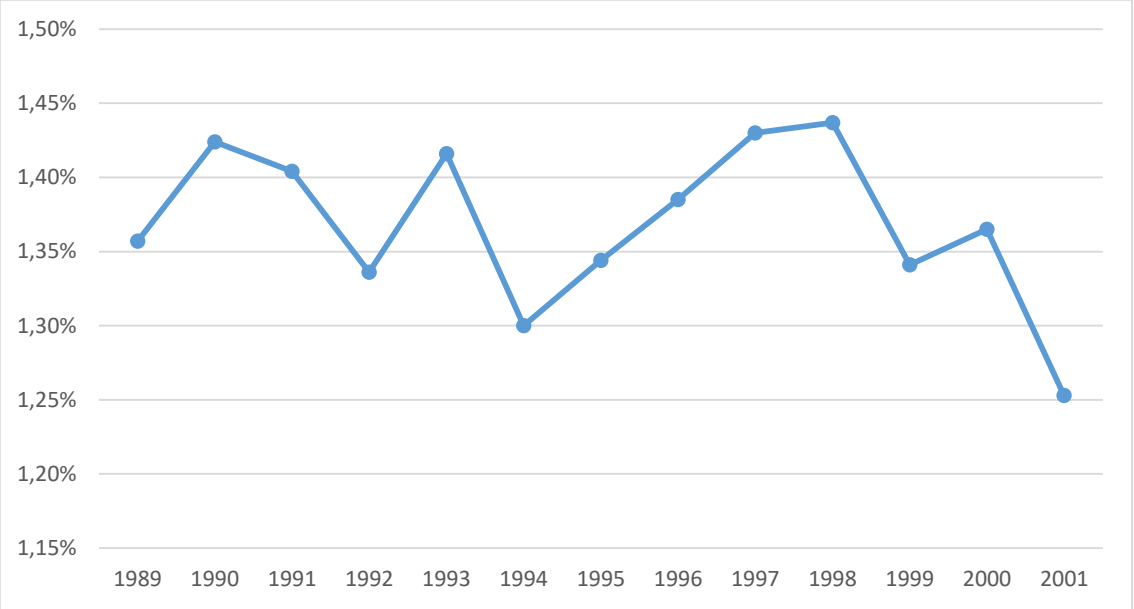
ithalat, ekonomide büyük bir finansman problemi yaratmıştır. Böylece 1993'te cari işlemler açığının milli gelire oranı %5'i aşmıştır.[239] Sürecin yan parçaları olarak Körfez Savaşı'nın yarattığı olumsuz şok, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalarla sermayenin merkeze kaçışı ve makro iktisadi politikalardaki diğer tutarsız davranışlar ele alınabilir.[240]

Bu dönemde kamu açıklarının TCMB tarafından finanse edilmesiyle enflasyon da yükselmiş ve krizden çıkış için 5 Nisan 1994'te bazı kararlar alınmıştır. Bu kararlarla TL %30'un üzerinde devalüe edilirken işçi ve memurların ödemelerine çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. Ayrıca birçok alanda özelleştirmeler yapılmış ve ekonominin vergi yapısında değişiklikler söz konusu olmuştur. Fakat bu yapısal olmayan "düzeltmeler" yine kalıcı sonuçlar vermemiş ve ekonomi beş yıl sonra yeni bir krize sürüklenmiştir.

1990'lar boyunca büyümenin dalgalanması ve istikrarsızlık, ekonominin dünya milli gelirinden aldığı payı da etkilemiştir. Bu durum aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

[239] 2001 krizi ve önceki krizlerde Türkiye ekonomisi için cari işlemler açığının milli gelire oranının %5'i aşması net bir kriz göstergesi olmuştur. Bu bağlamda bu kritik eşiğin düzenli olarak takip edilmesi gerekmiştir. Fakat 2001 krizi sonrası bu eşiğin kriz yaratma potansiyeli zayıflamıştır. Bu konuda bkz. Ahmet Yılmaz ve Togan Karataş. "Türkiye Ekonomisinde 2001 Krizi Sonrası Süreçte Cari İşlemler Açığının Nedenleri Üzerine Bir İnceleme". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. Cilt:27. Sayı:2, 2009. ss.69-96.

[240] Bu noktada 1979 Krizi için sunulan kaynaklara ek olarak 1994 Krizinin nedenleri için bkz: Fatih Özatay. **Finansal Krizler ve Türkiye.** 5. Baskı. İstanbul: Doğan Kitap. 2009.



Grafik 18 Türkiye Ekonomisinin Dünya Milli Gelirinden Aldığı Pay (1989-2001)

Kaynak: IMF World Economic Outlook

Satın alma gücü paritesine göre 1989 yılında dünya milli gelirinin %1,36'sını üreten Türkiye ekonomisinin göreli konumu 90'lı yıllarda grafikten görülebileceği üzere dalgalanma yaşamıştır. 1994 ve 1999 krizleri sonrası toparlanma söz konusu olsa da 2001 yılında Türkiye, dünya milli gelirinin %1,25'ini üretebilir hale gelmiştir. Bu açıdan 1980'lerin başına bir dönüş söz konusudur.

Tüm bu liberalleşme çabası genel tabloya baktığımızda ekonominin 30 yıllık dönemde göreli olarak yerinde saymasına neden olmuştur. Dönemin sonunda yaşanan 1999-2001 kriz süreci de dönemin nihai tıkanma noktası olmuştur. Bu bağlamda bu sürecin siyasi sonuçları da olmuş ve günümüzde kadar uzanan tek parti iktidarı Kasım 2002'de kurulmuştur. Fakat bu kriz süreci, ekonominin sonraki dönemini belirleyen dönüşümlere neden olduğu için ayrıca ele alınmalıdır.

4.3.2. Kırılma: 1999-2001 Kriz Süreci

Türkiye ekonomisi 1990'lar boyunca yüksek kamu açıklarına çözüm bulmaya çalışırken yüksek cari açığın finansmanı konusunda da problem yaşamıştır. Kamunun faiz ödemelerinin bütçenin en büyük kalemi olduğu dönemde ekonomide ikiz açıklar görülmüş ve 1994 Krizi sonrası bu problem çözülememiştir. Nitekim 1993'ten itibaren kamunun brüt yeniden borçlanması mevcut iç borç stokunu aşmaya başlamıştır. Bu manada bu finansman modeli Minsky'ci anlamda **ponzi tipi** finansmandır.[241] 1995-1997 döneminde ise büyüme performansı olumlu olsa da 1998'de diğer ülkelerde yaşanan krizlerin de etkisiyle ekonomide yeniden olumsuz bir konjonktür oluşmuştur.

Temmuz 1998'de Türkiye mevcut konjonktürü aşmak amacıyla IMF ile "Yakından İzleme Anlaşması" yapmıştır.[242] IMF'nin standart önerileri olan, kamu harcamalarının minimize edilmesi ve özelleştirme hedeflerini kapsayan bu anlaşma, enflasyonla mücadeleyi ön plana almıştır. Fakat Asya Krizi sonrası oluşan olumsuz uluslararası konjonktür nedeniyle yavaşlayan sermaye girişine Ağustos 1999 depremi de eklenince ekonomi 1999'da krize sürüklenmiş ve yaklaşık %4 küçülmüştür. Dahası bu süreçte özel bankaların devlet iç borçlanma senetlerine yönelerek temel faaliyet alanlarından uzaklaşması, yüksek enflasyonun ve faiz volatilitesinin varlığıyla finansal açıdan bir kırılganlık yaratmıştır.

22 Aralık 1999'da makro iktisadi sorunları aşmak amacıyla IMF tarafından onaylanan ve hükümetle TCMB'nin açıkladığı niyet mektubu çerçevesinde 2000-2002 dönemi için döviz kuru bazlı bir istikrar programı ortaya koyulmuştur. Dönemin IMF başkan yardımcısı Stanley Fischer'ın yönlendirdiği ve temel amacı enflasyonu ve faizleri düşürmek olan programın kapsamı şöyledir:[243]

---

[241] Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. s.118.

[242] Bu anlaşma 10 yıllık yakından gözetim sürecinin başlangıcı olarak kabul edilebilir. Bkz. Bağımsız Sosyal Bilimciler. **IMF Gözetiminde 10 Uzun Yıl – Farklı Hükümetler Tek Siyaset**. 1. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2012.

[243] TCMB 1999 Yıllık Raporundan derlenmiştir.

- TCMB 1 Ocak 2000'den itibaren 1 ABD Doları + 0,77 Avro şeklinde alınan kur sepetini günlük ilan etmiş ve 2000 yılı için TL'nin %20 değer kaybetmesi kararlaştırılmıştır. (Nominal döviz kuru çıpası)
- TCMB'nin bilanço kalemlerinden Net İç Varlıkları bir hedef çerçevesinde gözetilecektir. Buna göre TCMB sadece döviz girişi karşılığında yaratabileceği TL ile piyasayı fonlayabilecek ve likiditeyi bu yolla ayarlayacaktır.
- Devletin gelirler politikası ve KİT'lerin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatları enflasyon hedefleriyle örtüşecektir.

Özellikle Net İç Varlıklar üzerine konan sınırlama bir bakıma **"Yarı Para Kurulu"** rejimi olarak görülebilir.[244] Çünkü bu programla parasal taban tamamen net dış varlıklara dayandırılmış ve para politikası için bir kural benimsenmiştir.

Program açıklandıktan sonra piyasalarda olumlu bir hava esmiş ve 1999'da ortalama %106 olan hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı 2000 yılı başında %37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı ise %66'dan %34'e inmiştir. Bu noktada bankalar döviz kurunun belirlenmesiyle birlikte açık pozisyonlarını yükseltmiştir.[245] Bununla birlikte faizlerdeki düşüş "ertelenmiş tüketim istekleri"nin de etkisiyle enflasyon hedeflerinde sapmalara neden olsa da enflasyonda kısmen bir gerileme görülmüştür.[246]

2000 yılının sonu gelirken ekonomide canlı iç taleple iktisadi büyüme ortamı, reel olarak değerli TL ile birleşince ithalat aniden yükselerek 50 milyar doları aşmış ve ciddi dış ticaret açığı tehlikesi ortaya çıkmıştır. (Nitekim 2000 yılında 20 milyar doları aşan dış ticaret açığı ve 10 milyar dolara yaklaşan cari açık verilecektir.[247]) Böylece cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı %5'i bulmuş ve

[244] Erinç Yeldan. "Behind The 2000/2001 Turkısh Crisis: Stability, Credibility, And Governance, For Whom?" s.4. http://yeldane.bilkent.edu.tr/Chennai_Yeldan2002.pdf (Erişim: 01.06.2017)
[245] Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu **Ekonomi Politikası – Teori ve Türkiye Uygulaması.** 10. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2006. s. 385.
[246] Eğilmez ve Kumcu ss.385-386.
[247] Bkz. TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri.

ekonomi için tehlike çanları çalmaya başlamıştır. Bu noktada petrol fiyatındaki artış ve Avro'nun Dolar karşısındaki değer kaybı da kriz sürecini beslemiştir.

Kasım 2000'de yapılan düzenlemelerle bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için döviz talebinde bulunması ve likidite talebini artırmasıyla faizler yeniden yükselmeye başlamıştır. Bu konjonktür, hazine borçlanma senetlerini elinde tutan bankaları, bu varlıkların fiyatının düşmesiyle oldukça zor bir durumda bırakmıştır. Ayrıca kısa dönemde oluşan kaygı durumu yabancı yatırımcının ülkeden çıkış yapmasını tetikleyerek süreci içinden çıkılmaz bir hale getirmiştir. Ocak ve Kasım 2000 arasında Türkiye'ye 12,4 milyar dolarlık net sermaye girişi söz konusuyken Kasım 2000 ve Şubat 2001 arasında 13,6 milyar dolarlık net sermaye çıkışı söz konusu olmuştur.[248] Bu bakımdan bankaların açık pozisyonları, kur çıpasının korunmasını zorlaştırmış ve TL'yi değer kaybetmeye zorlamıştır.

TCMB ise net iç varlıklar hedefinden sapma gösterme konusunda oldukça çekingen davranınca rezerv kaybetmiş ve likidite krizinin boyutları genişlemiştir. Bu durum IMF'nin 7,5 milyar dolarlık desteğine rağmen çözülememiştir. Çünkü TCMB'nin bankaları fonlamakta isteksiz davranışı bankaların açık pozisyonlarının yarattığı finansal çalkantıyı çözüme ulaştıramamıştır.[249]

Programın temel çelişkilerinden biri kamu maliyesinde düzelme amacıyla birlikte faizlerde düşüşün hedeflenmesine karşılık, bankaların hazine kağıtlarıyla varlığını sürdürür olmasıydı. Bu durum bankacılık kesimi sağlıklı olmayan bir ekonomide kur çıpasının yaratabileceği standart bir sonucu ortaya çıkararak bankacılık kaynaklı bir krizi yaratmıştır. Böylece 22 Aralık 1999'da uygulamaya konan istikrar programı, iç talep artışıyla büyümeyi sağlasa da yalnızca 11 ayda bankacılık kaynaklı finansal krizin oluşmasına ve TMSF'nin bazı bankalara el koymasına neden olmuştur.

[248] Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav. "The Making of the Turkish Financial Crisis". **World Development**. Vol. 31, No. 9, 2003. s.1555.
[249] Eğilmez ve Kumcu s.389.

Kasım 2000'den Şubat 2001'e uzanan süreçte, IMF kredisi de çözüm olamamıştır. Bu bağlamda Şubat 2001 Krizi aslında Kasım 2000 Krizinin bir uzantısıdır. Özellikle Şubat 2001'de kamu bankalarının da döviz krizi ile burun buruna gelmesi, piyasalarda yeni bir şok dalgası yaratmıştır. Ayrıca dönemin Başbakan'ı B. Ecevit ve Cumhurbaşkanı A. N. Sezer arasında **19 Şubat 2001**'de yaşanan siyasi tartışma da piyasalara güvenin sıfırlanmasına neden olan unsurlardan biri olmuştur. Artan spekülatif saldırıları göğüslemeye çalışan Merkez Bankası bu süreçte rezervlerini kullanarak piyasaya müdahale etse de nominal döviz kuru çıpasını koruyamamıştır.[250] Böylece döviz kuru çıpası yürürlükten kaldırılmıştır. Türkiye'de birçok alanda olduğu gibi bu noktada da yaşanan şok tedavisiyle dalgalanmaya bırakılan TL devalüasyona uğramış (686.500 TL olan Dolar/TL kuru, kısa sürede 1.000.000'un üzerine çıkmıştır.), enflasyon ve faizler yükselmiştir. Bu süreçte interbank faizleri ortalama %4000'leri görürken birçok banka batmıştır.[251] Ayrıca bu bankacılık krizi reel ekonomiye de yansımış ve 2001'de ekonomi %6 küçülmüştür. Bu noktada o dönemde dövize dayalı istikrar programlarının önünde sonunda sona ereceği literatürde tartışılmaktaydı.[252]

Krizden çıkış süreci yönetmesi için de **Kemal Derviş** ülkeye çağrılmış ve yeni bir arayışa gidilmiştir. Derviş'in ortaya koyduğu Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile bankacılık sistemi başta olmak üzere ciddi düzenlemeler ortaya konsa da program büyük ölçüde yeni siyasi iktidar tarafından uygulanacaktır.

Kamuoyunda **"banka hortumlaması"** olarak hatırlanan bu süreç siyasi iktidarın da kalıcı olarak değişmesine neden olmuştur. Böylece bu kırılma süreci 1980 kırılması kadar olmasa da sermaye birikiminin biçimini değiştiren bir sürece işaret etmektedir. Çünkü 1999-2001 Kriz süreci 1994'ten farklı olarak mevcut

[250] TCMB 2001 yılında 16 Şubat – 23 Şubat arasında yaklaşık beş milyar dolar döviz kaybetmiştir. Bkz. Ercan Uygur. "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri". **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2001/1.** 2001. s.23.
[251] Bkz. Uygur, s.7.
[252] Bkz. Rudiger Dornbush. "A Primer on Emerging Market Prices" **NBER Papers**. 2001. http://www.nber.org/chapters/c10648.pdf (Erişim: 20.05.2017).

rejimin tamamen tüketildiği, eski birikim biçimiyle istikrarın mümkün olmadığı ve siyasi konjonktürün de köklü bir şekilde değiştiği bir süreç olarak tarihe geçmiştir.

4.4. KESİNTİSİZ TEK PARTİ İKTİDARI: 2002-2016

2001 Krizi Türkiye ekonomisinde ciddi dönüşümler için alan açan bir kavşak noktası olmuştur. Türkiye ekonomisini yeni bir patikaya iten kriz sonrası yaşananlar Cumhuriyet tarihi açısından farklı özgünlükler taşımaktadır. Nitekim, Cumhuriyet tarihinin en ağır krizlerinden biri olan 2001 krizi sonrası yeni bir siyasal denge oluşmuş ve ekonomi politikalarının seyri değişmiştir. Türkiye ekonomisinde 2001 Krizi sonrası kurların dalgalanmaya bırakılması ve ***Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı***[253] çerçevesinde ekonomi yönetimi yeni bir sürece girmiştir. 1990'larda sorun yaratan kamu açıklarının kapatılması, ekonomide enflasyonun düşürülmesi, bankaların daha sağlıklı yapılara bürünmesi, istikrarın kalıcı hale gelmesi gibi temel hedeflerin söz konusu olduğu program Türkiye ekonomisinin yakın tarihini belirleyen en önemli metinlerden biri olmuştur.

Bu tarihten itibaren TCMB'nin zaman zaman müdahale ettiği döviz kurlarını uluslararası finans piyasası belirlemiştir.[254] Türkiye ekonomisinin genişleme sürecine girdiği bu dönemde küresel sermaye bolluğunun ve Türkiye'deki finansal araçların getiri oranlarının uluslararası piyasalara göre cazip olmasının etkisiyle ülkeye ciddi bir sermaye girişi söz konusu olmuştur. Bu dönemde gösterge faizin düşmesini sağlayan para politikası hamleleri söz konusu olduysa da dünya piyasaları ile ulusal piyasalar arasındaki getiri farkı varlığını korumuştur. Küresel sermaye bolluğunun yarattığı etki sayesinde, 2008 Küresel Finans Krizine kadar Türk Lirası, Dolar ve Avro'ya karşı genel eğilim olarak değer kazanmıştır. Böylece 2000'li yıllarda 1990'lardaki durumun aksine **ters para ikamesi** yaşanmıştır. Daha sonrasında ise genel eğilim Türk Lirasının değerini koruyamaması (değer

[253] Programın ayrıntıları için bkz: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: http://arsiv.ntv.com.tr/news/76897.asp (Erişim: 05.12.2016)
[254] Bu bakımdan Türkiye'nin kur rejimi teknik olarak *kirli dalgalanma* şeklinde tanımlanabilir.

kaybetmesi) yönünde olmuştur. Bir başka ifadeyle 2002-2016 dönemi iktisadi açıdan 2002-2008 ve sonrası şeklinde iki alt dönem olarak ele alınabilir.

2002 sonrasında da mal ve hizmet ihracatı, ithalatını karşılayamadığından Türkiye ekonomisi, sermaye girişi için bir çekim merkezi olması istenmiştir. Bu çerçevede 2000'li yılların başından 2008 Küresel Finans Krizine kadar geçen süre içerisinde yüzer-gezer küresel sermaye bolluğunu ülke içerisine yönlendirmek siyasal iktidarın temel hedeflerinden biri olmuştur. Öte yandan Türkiye ekonomisi sermaye hareketlerinin yarattığı kırılganlıklara gittikçe daha açık hale gelmiştir. Spekülatif hareketlere karşı güçlü bir savunması olmayan ve finansal piyasaları nispi olarak sığ olan Türkiye, aşırı değerli TL ile ancak 5-6 yıl yol alabilmiştir. Sonrasında ise küresel krizle birlikte ekonominin tüm dinamikleri gibi finansal göstergeler de değişmiştir.

Türkiye ekonomisinin 2002 sonrası genel performansı sermaye girişi ve dolayısıyla kurların durumu ile yakından ilişkili olmuştur. Siyasal iktidarın sürdürdüğü para politikası stratejisi enflasyonla mücadele temeline oturduğundan Türk Lirası bilinçli olarak değerli tutulmaya çalışılmıştır.[255] Ekonominin ithalata giderek daha fazla bağımlı hale gelmesi[256], enflasyonun düşürülmesi ve ekonominin büyümesi için Türk Lirasının değerli olması bir gerek şart olmuştur. Nitekim ekonomi büyürken, bir başka ifadeyle reel sektör ve finans piyasaları genişlerken Türk Lirası genelde değerli olmuştur. Bu sürecin adı genellikle ***"(göreli) yüksek faiz - düşük kur"*** gerçekliği olarak bilinir.

2008 krizi sonrasında ise küresel dinamikler nedeniyle oluşan sermaye çıkışı veya yeterli olmayan sermaye girişi ile bu sürecin düşük kur ayağı ortadan kalkmış ve ekonominin genişleme döneminin nefesi kesilmiştir. Bu açıdan sermaye girişi ile Türk Lirası diğer para birimlerine göre değer kazanırken ekonominin büyümesi ve finans piyasalarının genişlemesi, tersi durumda da daralması, istisnai

[255] Bu deneyimin ayrıntıları için bkz: Ahmet Yılmaz ve Ali Arı. "Gevşek Parasal Göstergeler ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında Enflasyonla Mücadele 2001-2011 Türkiye Deneyimi". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**. Cilt: 34, Sayı: 1. 2013, ss.11-31.

[256] Bu konuda bkz: Yılmaz ve Karataş. *Türkiye Ekonomisinde 2001 Krizi Sonrası Süreçte Cari İşlemler Açığının Nedenleri Üzerine Bir İnceleme ss.69-96.*

durumlar hariç Türkiye ekonomisinin normalidir. Bu açıdan son yıllarda göreli yüksek faiz - düşük kur olgusu tersine dönmüş ve düşük faiz, yüksek kur olgusuyla yaşanmaya başlanmıştır.

4.4.1. İktisat Politikalarındaki Dönüşüm

2002-2016 dönemindeki iktisat politikaları genel olarak ikiye ayrılabilir:

- Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın belirlediği 2002-2008 dönemi
- Küresel finans krizi sonrası konjonktürel müdahaleler

Türkiye ekonomisi için 2002-2008 sürecinin temel dinamiği Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı iken gerek programın hedeflerinin sonuna gelinmesi gerekse küresel finans krizinin etkisiyle 2009 ve sonrası süreci belirleyen dinamikler değişmiştir. Bu noktada önce çıkan dinamikler şöyledir:

- TCMB'nin makro ihtiyati tedbirleri
- Faiz tartışması

Daha geniş anlamda ise son 15 yıldaki politika kavşakları; TCMB'nin 2006'ya kadar uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesine destek olan sıkı maliye politikası, 2006-2010 arasındaki açık enflasyon hedeflemesi ve 2010 sonrası, küresel krizin de etkisiyle TCMB'nin fiyat istikrarı hedefine finansal istikrar hedefini eklemesi şeklinde üçe ayrılabilir. Yine kriz sonrası maliye politikasında da gevşeme söz konusu olmuştur. Bu bağlamda bu dönemleri ayrı ayrı ele almak gereklidir.

4.4.1.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Sıkı Maliye Politikası

1970'li yıllarda dünya ekonomisinde enflasyon oranlarının yükselmesiyle birlikte enflasyonla mücadele için birçok politika gündeme gelmiştir. 1980'lerden itibaren artan uluslararası sermaye akımlarının sabit kur rejimini benimseyen ekonomileri zorlamasıyla 90'larda gündeme gelen döviz kuru çıpası politikası büyük

ölçüde başarısızlıklarla sonuçlanmıştır.[257] Nitekim Türkiye'deki 99-2001 kriz sürecinin nedenlerinden biri de bu döviz kuru çıpası politkasının başarılı olamamasıdır. 2001'de kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla sabit döviz kuru üzerinden enflasyonu düşürme hedefi ortadan kalkmıştır. Bilindiği gibi iktisat literatürüne "imkansız üçleme" olarak giren; serbest sermaye hareketleri, bağımsız para politikası ve sabit döviz kuru rejiminin üçünün birden işlevsel olarak kullanılamaması nedeniyle ekonomiler bu üç parametrenin en az birinden vazgeçmek zorunda kalmıştır. Türkiye de dünyadaki eğilime uymuş ve dalgalı kur rejimine geçmiştir.

TCMB'nin 2001'den itibaren kullandığı enflasyon hedeflemesi rejimi temelde, merkez bankalarının bir enflasyon oranı hedefi koyması ve her yıl bu hedefe ulaşmak için tüm politika araçlarıyla enflasyona karşı mücadele etmesidir. Modern anlamda genelde dalgalı kur rejimi altında kullanılan enflasyon hedeflemesi ilk kez 1990'da Yeni Zelanda'da kullanılmış ve hızla tüm dünyaya yayılmıştır.[258] TCMB'nin 2001-2005 dönemindeki uygulaması ise enflasyon hedefi oranını kamuoyuna duyurmadan enflasyonla mücadele olmuştur. Bu bağlamda Türkiye'nin 2001-2005 enflasyonla mücadele deneyimi **örtük** enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılabilir.[259]

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçişini sağlayan en önemli unsur bankanın **25 Nisan 2001**'de çıkarılan 4651 sayılı kanun ve 1211 nolu TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile özerkliğine kavuşmuş olmasıdır. Bu göreli bağımsızlık sürecinde merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirlik niteliklerini kazanması ve iletişim kanallarını etkin kullanması amaçlanmıştır.[260] Böylece

---

[257] Türkiye'nin döviz kuru çıpası uygulamasında payı olan Stanley Fisher'ın bu konuda kaleme aldığı makalede kendi hatalarını da kabul ederek örnekler sunmaktadır. Bkz. Stanley Fisher. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 15. No. 2. 2001. ss.3-24.

[258] Yeni Zelanda'yı, Kanada, Avustralya, Birleşik Krallık ve İsveç gibi ülkeler takip etmiştir. Bkz. Ben S. Bernanke ve Frederic S. Mishkin. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" **NBER Working Paper No. 5893,** 1997. s.99.

[259] Bkz. Fatih Özatay. "Türkiye'de 2000-2008 Döneminde Para Politikası". **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Cilt: 24. Sayı: 275. 2009 ss.37-65.

[260] TCMB, "Merkez Bankası Bağımsızlığı" 2012. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ad2e20a-6e8a-4282-809f-b1da6d0b9c72/01.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 09.04.2017)

bankanın araç bağımsızlığına kavuştuğu dönem başlamış ve kamu açıklarını fonladığı dönem resmen son bulmuştur.

TCMB'nin faiz silahını etkin bir biçimde kullanarak enflasyonla mücadele ettiği dönemde, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde TMSF ve BDDK vasıtasıyla bankacılık sisteminde birçok yapısal reform yapılmış ve güçlü mali sistem için adımlar atılmıştır. Bu adımlar IMF'nin uyum programları çerçevesinde düzenlenmiş ve istikrar kurma amacındaki ekonomi yönetiminin birinci hedefi enflasyonun düşüşü olmuştur.

2001-2006 döneminde enflasyon cephesinde hedeflenen düşüş sağlanmış ve Türkiye'deki enflasyon oranı tek hanelere inmiştir. Bu noktada enflasyondaki düşüş büyük ölçüde TL'nin değerlenmesi vasıtasıyla ithal mallarının maliyetlerinin baskılanması yoluyla gerçekleşmiştir. Dönem boyunca faiz-kur arbitrajı sayesinde ekonomiye ciddi döviz girişi yaşanmış ve TL'nin alım gücü yükselmiştir. Bu bağlamda belirtilmesi gereken nokta para arzı cephesinde herhangi bir sıkılaşma olmamasıdır. Bu nedenle enflasyondaki düşüş daha ziyade dışsal parametreler ile sıkı maliye ve gelirler politikasına bağlı olmuştur.[261] Nitekim kurların baskılanmasıyla canlı ulusal tüketime rağmen enflasyon düşmüştür.

Para politikası cephesindeki bu gelişmelere, maliye politikasıyla da destek verilmiştir. Kamu kesiminin bütçe dinamiklerinde ciddi düzelmeler olmuş ve borcun GSYİH'ye oranı ve borçlanma gereği azalmıştır. Bu süreçte ekonominin hızlı bir özelleştirme sürecine girmesi de kamu gelirlerini olumlu etkilemiştir.[262] Popülizmin son bulmasıyla Türkiye hem Maastricht Kriterleri'ne uyum göstermiş hem de kamunun fon piyasası üzerinde yarattığı faiz baskısını ortadan kaldırmayı başarmıştır. Böylece ekonomide enflasyondaki düşüşle 1999-2001'de zirve yapan

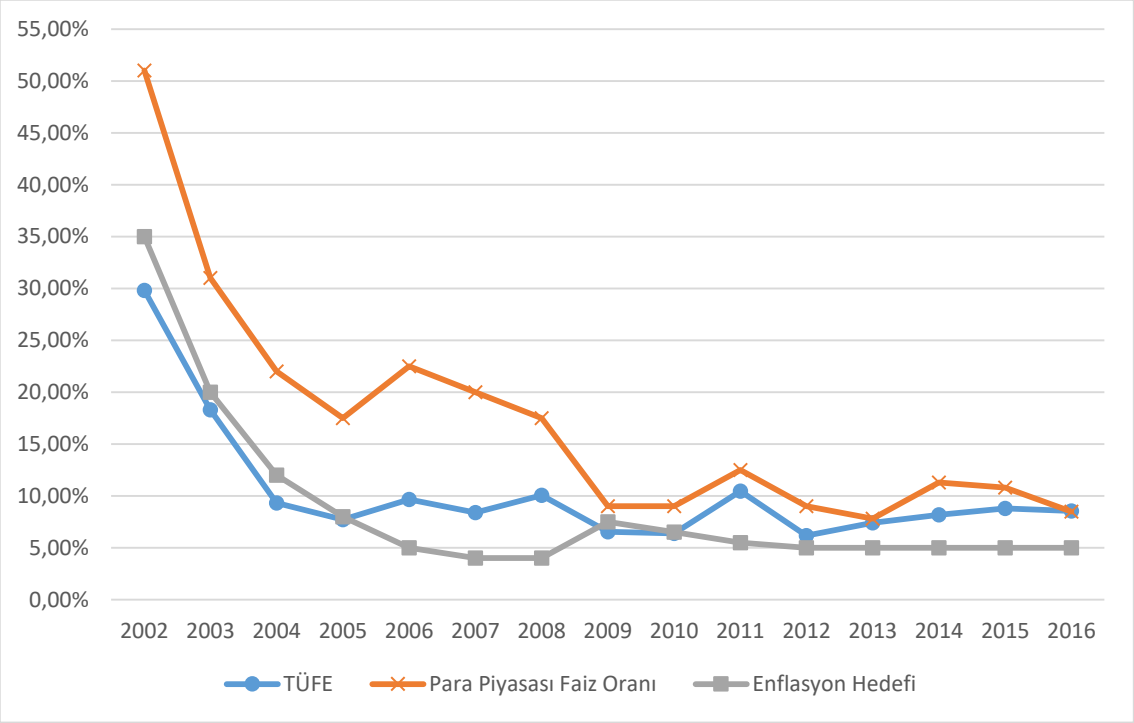
[261] Bkz: Yılmaz ve Arı, ss.11-31.
[262] Türkiye'de 1986-2003 arası toplam 8 milyar dolarlık özelleştirme yapılırken, kamunun 2003-2016 arasındaki özelleştirme geliri 60 milyar doları aşmıştır. Bkz. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı. "Türkiye'de Özelleştirme Uygulamaları". http://www.oib.gov.tr/T%C3%BCrk%C3%A7e/Sayfalar/Detay/T%C3%BCrkiyede_%C3%96zelle%C5%9Ftirme_Uygulamalar%C4%B1/1489152956.html (Erişim: 14.04.2017)

faizler için de gerileme alanı oluşmuş ve dünya piyasalarına göre daha yüksek faiz geliri sunulmasına rağmen ekonomideki faizler enflasyonla birlikte düşmüştür.

4.4.1.2. Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

2006 yılından itibaren TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisini, teorisine bağlı kalarak uygulamaya başlamış ve yıllık bazda belirlediği **nokta hedefi** kamuoyu ile paylaşmıştır. 2006-2010 döneminde enflasyon hedeflemesi rejimine devam eden TCMB, enflasyon oranı hedeflerini tutturmada önceki dönem kadar başarılı olamamıştır. Burada toplumun enflasyon alışkanlığının oluşturduğu katılıklar, beklentilerin optimal yönetiminin sağlanamaması, bazı kritik ithal girdi fiyatlarındaki dalgalanma ve TL'nin değer kazanma eğiliminin son bulması gibi etmenler söz konusu olmuştur. Bu noktada küresel kriz sonrası gevşeyen maliye politikası da enflasyon hedefleri ve gerçekleşme arasındaki makasın kapanmamasına neden olan unsurlardan biri olmuştur. Bu nedenle Türkiye ekonomisi; kronik, çift haneli – dört nala enflasyonu yenmesine rağmen fiyat istikrarında hedeflediği %5'lik enflasyon oranına ulaşamamıştır.

2002'den günümüze enflasyon hedefleri, para piyasası faizleri ve enflasyon gerçekleşmelerini gösteren grafik aşağıda sunulmuştur.



Grafik 19 Türkiye'de Enflasyon Oranı ve Para Piyasası Faizleri (2002-2016)
Kaynak: TCMB EVDS

Grafikten görülebileceği üzere Türkiye'de 2002 sonrasında enflasyonla birlikte faizler düşmüştür. Dört nala enflasyon deneyimi yaşayan Türkiye'de faizlerin de çift hanelerde olduğu dönem sonrası uygulanan iktisat politikaları ile iki gösterge de tek haneye inmiş ve son yıllarda %8-10 bandında yapışkanlık göstermiştir. Fakat enflasyon hedefi halen %5'tir.

Ancak bu grafik dikkatli okunmalıdır. Düşüş eğilimi söz konusuyken enflasyon ve faizin birlikte hareket etmiş olması faizin enflasyonun nedeni olduğu anlamına gelmez. Bu noktada oluşan korelasyon çift yönlü nedensellik ilişkisini işaret etmemektedir. Türkiye'de enflasyon, kur politikası sayesinde düştüğü için faizlerin de düşmesine yönelik bir alan açılmış ve bu süreç 2008 krizinin ekonomide yansımalarının görüldüğü 2009'a kadar sürmüştür. Fakat 2008 Küresel Finans Krizi sonrasındaki gelişmeleri incelerken farklı araçlara başvurmak gereklidir. Çünkü yükselen kurun etkisiyle TCMB'nin dolaylı kur silahı elinden alınmış ve TCMB

ekonominin yönetimi açısından yeni problemlerin çözümü için yeni politikalar üretmek durumunda kalmıştır.

4.4.1.3. Fiyat İstikrarı Hedefine Finansal İstikrar Hedefinin Eklemlenmesi

TCMB küresel finans krizinin ortaya çıkardığı finansal kırılganlıkların reel ekonomiyi sanılandan çok daha fazla etkilemesi gerçekliğine karşı önlem olarak 2010'dan itibaren makro ihtiyati tedbirleri hayata geçirmiştir.[263] Bu çerçevede para politikasında bir dönüşüm yaşanmış, araçlar ve amaçlar çeşitlendirilmiştir. FED'in başını çektiği merkez kapitalist ülkelerin merkez bankalarının parasal genişlemeye gitmesi (genişleyici para politikası) ve faiz oranlarını düşürmesi de süreçte etkili olmuştur. TCMB'nin sürece cevabı daha fazla politika bileşeni ile daha çok hedefin gözetilmesi şeklinde olmuştur.

Tablo 7 TCMB'nin Para Politikasında Değişim

Para Politikası	Eski Çerçeve	Yeni Çerçeve
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Zorunlu Karşılıklar, Rezerv Opsiyonu Mekanizması
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar

Kaynak: TCMB Parasal Aktarım Mekanizması Kitapçığı s.12.

TCMB'nin finansal istikrar hedefi için yukarıdaki yeni çerçevenin kullanıldığı dönemde; tanımlama, izleme ve operasyonel araçlar ayrıştırılmış ve parasal aktarım mekanizmasının işlevselliğinden maksimum seviyede

[263] Bkz. TCMB. Bülten Sayı: 35. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/77402706-96b8-4359-b59a-47ef0e01e23c/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 10.05.2017)

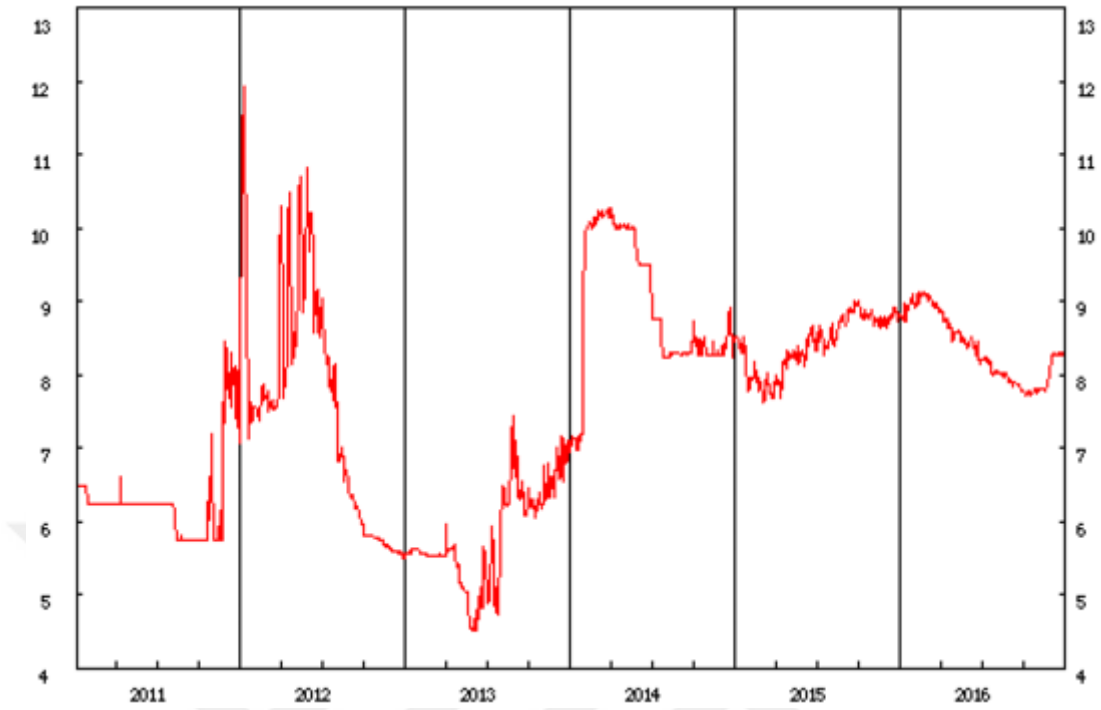
faydalanılmaya çalışılmıştır. Birçok faiz oranının söz konusu olduğu dönemde yine sistemik risklerin incelenmesi amacıyla **Finansal İstikrar Komitesi** kurulmuştur.

Ayrıca 2013'ten itibaren aşırı derecede artan yurt içi kredilerin kontrolü için BDDK ve TCMB kaynaklı çeşitli önlemler alınarak ekonominin finansal kırılganlık noktaları daha dikkatli izlenmiştir. SPK'nın finansal yapıyı kontrol etmesi de sürece destek olmuştur. Bu çerçevede TCMB için sonraki bölümlerde ele alınacak olan hane halkları ve reel sektörün borçluluğundaki artış, takip edilmesi ve gerekirse önlemler alınması gereken noktalar olarak ele alınmıştır.

Bir diğer nokta da TCMB ile hükümet arasında son yıllarda yaşanan **faiz tartışması**nın bu hedeflerle olan bağlantısıdır. Hükümet son yıllarda faizin düşürülmesini talep ederken TCMB kısmen direnmeye çalışmıştır. Bu süreç enflasyon hedefleriyle büyüme hedeflerinin çakışmasına neden olmuştur.[264] İç tüketim ve yatırımı canlı tutarak iktisadi büyümeyi sürdürmeyi hedefleyen hükümetin taleplerini enflasyonla mücadele çerçevesinde tam olarak yerine getiremeyen TCMB, bununla birlikte enflasyonu düşürmek için politika faizini doğrudan kullanmamaya başlamıştır. Bu açıdan son dönemdeki gelişmeleri salt politika faizi üzerinden okumak mümkün değildir. Zira Merkez Bankası politika faizini değiştirmese bile bankaların likidite kaynaklarını ayarlayarak ağırlıklı fon maliyetini[265] değiştirmiştir.

[264] Nitekim önceki başkan Erdem Başçı 11 Mart 2015 tarihinde Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan'a geniş bir makro sunum yaparak TCMB'nin görevleri konusunda bilgilendirme yolunu seçmiştir. Ancak bu tartışma günümüze kadar sürmüştür. Sunum için bkz. TCMB. "Ekonomik Gelişmeler Sunumu". 11 Mart 2015. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b2a7648f-6683-46e7-b033-f0dcf6b95565/TCMB_ErdemBasci_Cumhurbaskanlik.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 14.05.2017)

[265] Ağırlıklı fonlama maliyeti Merkez Bankasının, haftalık repo faizi (politika faizi) ile gecelik borç verme faizinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. (Ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti hesabında 2013 sonrası aylık repo faizi hesaplama dışı tutulmaktadır.)



Grafik 20 TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (2011-2016)

Kaynak: TCMB EVDS

Çalışmamızda ele alınan zaman aralığının dışında kalsa dahi 2017 yılındaki gelişmelere ilişkin kısa bir not vermek yerinde olacaktır. Hedefi fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlamak ve korumak olan TCMB, özellikle kurdaki dalgalanmanın yarattığı enflasyonist baskıya engel olmak için 2017'de gecikmeli ama ilginç bir uygulamaya giderek politika faizini sabit tutmasına rağmen ağırlıklı fonlama maliyetini artırarak örtük bir faiz artırımına gitmek zorunda kalmıştır. Bu durum enflasyon hedefleri doğrultusunda mantıklı görünmektedir. Öte yandan siyasi iktidarın ekonomiyi talep cephesinden canlandırmak için faizleri düşürme hedefi ile kısmen ters düşen TCMB, uluslararası arenada en önemli politika silahını (politika faizi) etkin kullanamayan bir kurum imajı çizmiştir. Bu durum zamanlamanın ve araçların etkin kullanımının çok önemli olduğu merkez bankacılığında, kurların dolayısıyla enflasyon ve borçların çevriminin kontrolünün daha zorlaşabileceği yakın geleceğe işaret edebilir. Zira Türkiye ekonomisi her ne kadar son dönemde

iyileşme eğilimleri gösterse de halen dünyada **döviz geçişkenliği** olan ekonomilerden biridir.[266]

Gelecekteki yapılanmayı belirleyecek diğer iki kurumsal hamle de Türkiye Varlık Fonu ve Kredi Garanti Fonu'dur. Bu iki yapılanma 2016 sonu itibarıyla ülkenin gündemine gelmiş ve zamanla işlerlik kazanmaya başlamıştır.[267] Bu kurumların oluşturulmasındaki temel saik iktisadi büyümenin artarak devam ettirilmesi olmuştur.

Özetle, 2000'li yıllarda belirli bir makro program çerçevesinde hareket eden Türkiye'de son dönemde TCMB kaynaklı birçok tedbir söz konusuysa da aslında son 8-9 yıllık program ağırlıkla palyatif müdahalelerden oluşmaktadır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın bitirilmesi sonrası bu ölçüde bir makro planlamanın söz konusu olmamış ve işbu müdahalelerin belirlediği ekonomik büyüme performansı ise kriz sonrası dönemde, kriz öncesi dönem kadar başarılı olamamıştır.

4.4.2. Birikim Kaynakları ve Büyüme Performansı

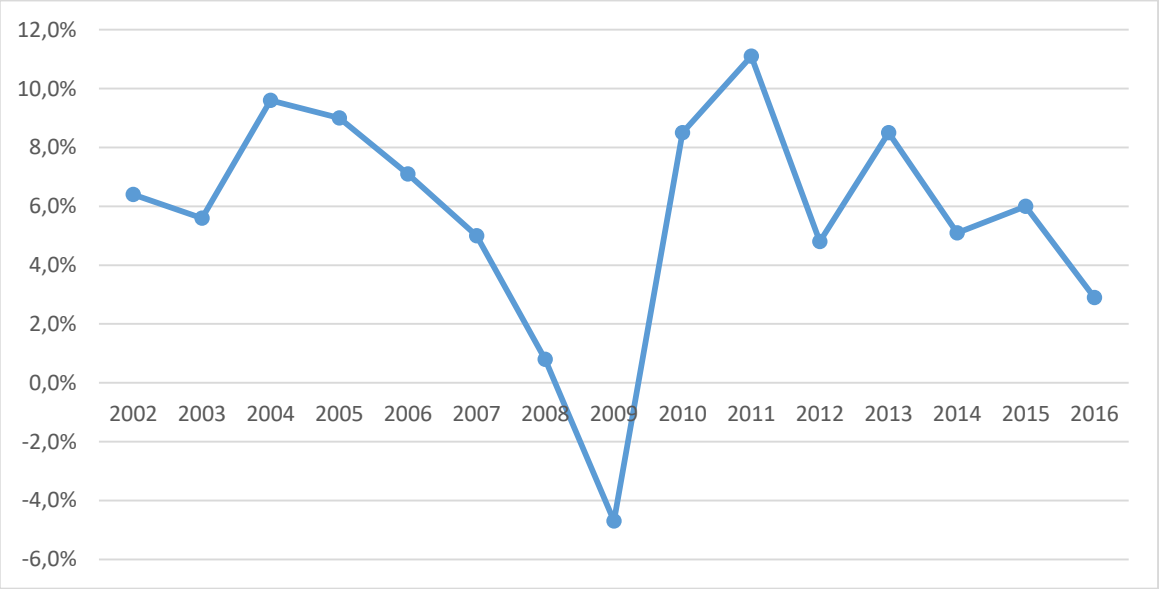
2002'den itibaren Türkiye, 2001 krizinin yarattığı atıl kaynakların geri kazanımı ve ekonominin yeni bir patikaya girmesinin getirdiği avantajları uluslararası sermaye bolluğu ile birleştirerek 2007'ye kadar yüksek hızda büyümeyi başarmıştır. Ancak 1980 sonrası dönemlerde olduğu gibi büyüme beş-altı sene sonunda teklemeye başlamış ve küresel finans krizinin de etkisi ile 2009'da negatif büyüme gerçekleşmiştir. 2009 sonrası süreçte ise ekonomi toparlansa da dönem ortalaması olarak önceki dönem performansını yakalayamamıştır. Bu noktada 2009 krizinin 1994 veya 2001'den farklı dinamiklere sahip olduğu unutulmamalıdır. Nitekim 2001'de bankacılık sistemi çökerken, reel sektör faaliyet dışı gelirleriyle

[266] Bkz. Ali Hakan Kara, Çağrı Sarıkaya, Fethi Öğünç, Mustafa Utku Özmen. "Kurdan Enflasyona Geçiş: Sihirli Bir Rakam Var Mı?" https://tcmbblog.org/tr/kurdan-enflasyona-gecis-sihirli-bir-rakam-var-mi/ (Erişim: 11.01.2017)

[267] Asıl etkilerinin 2017 yılından itibaren görülmeye başladığı bu iki kurum, çalışmanın zaman kısıtı nedeniyle ayrıca ele alınmamıştır.

ayakta kalmıştı. 2009'da ise ihraç pazarlarındaki daralmanın ekonomideki etkisi geçici olmuş ve ekonomide reel sektör karlılığı devam etmiştir. Bu bakımdan 2009 krizi, 2001'den farklı olarak daha ziyade dış kaynaklı olmuş ve rejimin değişmesine neden olmamıştır. Nihai olarak bakıldığında ise Türkiye için 2002-2007 dönemi ve sonrası ekonominin büyüme performansının farklılaştığı dönemler olarak tarihe geçmiştir.

Ekonominin son dönemki seyrini izlemek için bu bölümde dönem içi ayrım yapılmadan bütünsel grafikler oluşturulacaktır. Bu bağlamda Türkiye'nin 15 yıllık büyüme serüveninin bilançosu ile başlayabiliriz.[268]



Grafik 21 Türkiye Ekonomisinde Büyüme (2002-2016)

Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar

Yukarıdaki grafikten görülebileceği üzere Türkiye'de 2002-2007 döneminde ortalama büyüme rakamı %7'nin üzerine çıkarken 2008-2016 döneminde ortalama büyüme %4,8 olarak gerçeklemiştir. 2008-2009 kriz süreci

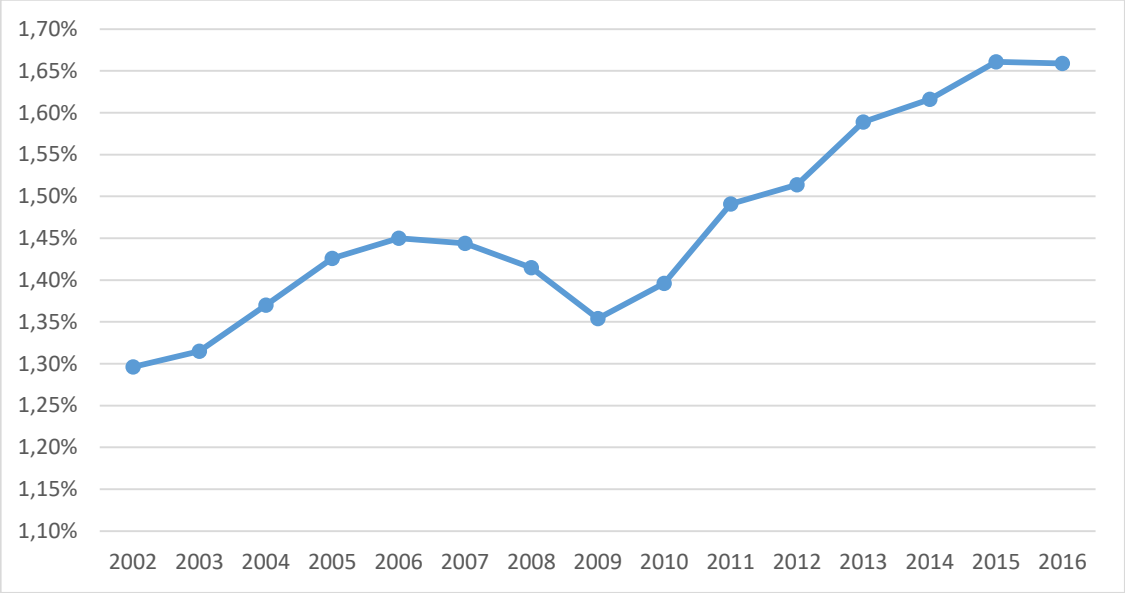
[268] TÜİK'in son yaptığı milli gelir serisi güncellemesi ile 2009 ve sonrasında yapılan birçok iktisadi analiz anlamsız hale gelmiştir. Zira TÜİK, tartışmalar yaratan ve bir kriz yılının baz yıl alındığı yeni milli gelir serisi ile Türkiye ekonomisinin GSYİH ve büyüme oranı verilerini standart bir güncellemenin çok ötesinde değiştirdiği için sorgulanmıştır. Bu bağlamda bu bölüm boyunca yapılacak analizlere 2009 ve sonrası dönemin milli gelir verilerini içeren tablo ve grafiklerine bu çerçevede bakılması gerekmektedir. Güncellemenin iyi bir analizi için bkz. Korkut Boratav, Tuncer Bulutay, A. Yavuz Ege, Oktar Türel, Rahmi Aşkın Türeli ve Ercan Uygur. "Yeni Ulusal Gelir Serileri Üzerine Gözlem ve Değerlendirmeler." **Cumhuriyet Akademi**. 29.03.2017.

ayrı tutulsa bile bu dönemin büyüme ortalaması ilk döneme göre daha düşük olmaktadır. Nihayet 2016 büyümesi ise %2,9 olmuştur. Ayrıca 2004 ve 2011 sonrası büyümenin düşüş eğilimi oldukça benzer özellikler göstermektedir. Bu açıdan 2016 sonu itibarıyla sonraki bölümlerde gösterileceği üzere Türkiye'de borçluluk Cumhuriyet tarihi açısından tavan yapmışken ekonominin çarkları da kısmen yavaşlamıştır. (Bu grafik konjonktürel dalgalanmaları –yükseliş, zirve, düşüş, dip vb.- göstermesi açısından da önemlidir.) Bu şartlar altında Türkiye'nin yeniden yüksek büyüme performansına dönmesi kolay görünmemektedir.[269] Her ne kadar yeni milli gelir serisi yukarıda belirtildiği üzere şüpheli sayılabilecek sonuçlar barındırsa da[270] bu seri dahi ekonominin son dönemdeki göreli yavaşlamasını açıkça ortaya koymaktadır. Bu açıdan Türkiye ekonomisi orta ve uzun vade için kendisine yeni bir rota belirlemek durumunda kalabilir.

Bu çerçevede ekonominin toplam çıktısının dünya çıktısına karşı göreli konumu da dalgalanmıştır. Ancak son milli gelir güncellemesi ile satın alma gücü paritesine göre dünya milli geliri baz alındığında göreli bir gelişim söz konusu olmuştur. Bu durum aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

[269] Nitekim IMF'nin Türkiye için öngördüğü 2017 ve 2018 büyüme rakamı %2,5 ve %3,4'tür. Bkz. http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2004420-imf-2017-turkiye-buyume-tahminini-dusurdu (Erişim: 05.05.2017)

[270] Örneğin; Türkiye'nin 2011 büyüme oranı yeni milli gelir serisine göre %11 olmuştur. Bu %11'lik oran dünya ekonomisi açısından da rekor sayılabilecek bir rakama işaret etmekle birlikte sorgulamaya açıktır. Nitekim son yıllarda TÜİK'in açıkladığı sanayi üretim endeksindeki gelişmeler ile büyüme verileri paralel hareket etmemektedir.



Grafik 22 Türkiye Ekonomisinin Dünya Milli Gelirinden Aldığı Pay (2002-2016)

Kaynak: IMF World Economic Outlook

Grafikten de görülebileceği üzere yakın dönemde Türkiye ekonomisinin dünya üretimindeki payı, satın alma gücü paritesine göre %1,28'den %1,42'e kadar çıktıysa da küresel krizin yarattığı dalgalanma ile %1,35 seviyesine gerilemiştir. Bu açıdan 2002-07 dönemi, 1983-87 dönemi ile benzerlikler taşımaktadır. Nitekim 2006-2007 dönemindeki göreli pay 1987 yılı ile aynıdır. Türkiye ekonomisinin iki ayrı döneminin yaşadığı bu kader ortaklığının temelinde, sermaye açısından her iki dönemde de yeni bir birikim rejimine geçişin getirdiği "rahatlık" söz konusudur. Fakat bu iki dönemde de rahatlığın ömrü oldukça kısa olmuş ve ekonomik genişleme süreci, kendi yarattığı tıkanıklıklarla karşı karşıya kalmaya başlamıştır.

2008 sonrası dönem ise kendi özgünlükleriyle ele alınmalıdır. Çünkü 2009 yılı sonrası iyileşme kısmen yeni milli gelir serisi kaynaklıdır. Bu seri nedeniyle satın alma gücü paritesine göre tarihsel bir rekor olan %1,66 seviyesine gelinmesine rağmen, 1998 bazlı milli gelir hesaplamasında bu oranın %1,50'ler düzeyinde olduğu ve 2007'ye göre neredeyse aynı olduğu unutulmamalıdır.[271]

[271] Yukarıdaki grafik, TÜİK'in 1998 bazlı milli gelir serisi çerçevesinde yeniden düzenlendiğinde 2010 ve sonrasındaki durum %1,55-1,57'lik payı gösteren ve yatay bir görünüme sahip olan bir gelişimi ifade edecektir.

Büyümenin finansmanına geldiğimizde ise öncelikle ekonominin tasarruf ve yatırım dengesinin incelenmesi gerekmektedir. Böylece sermaye birikiminin (sabit sermaye oluşumu) kaynak yapısı üzerinden iktisadi büyümenin iç ve dış kaynak temelleri ayrıştırılabilir.

Tablo 8 GSYİH'ye Oranla Tasarruflar ve Yatırımlar (2002-2016)

	1998 Bazlı Milli Gelir Serisi			**2009 Bazlı Milli Gelir Serisi**		
	Tasarruflar	Yatırımlar	İç Tasarruf Dengesi	Tasarruflar	Yatırımlar	İç Tasarruf Dengesi
2002	18,59	17,13	1,46	21,67	21,24	0,42
2003	15,47	17,41	-1,94	19,92	22,47	-2,55
2004	15,98	20,71	-4,73	21,48	25,21	-3,73
2005	15,95	21,39	-5,44	22,86	27,03	-4,18
2006	16,56	22,62	-6,06	23,95	29,57	-5,62
2007	15,50	21,75	-6,26	23,25	28,71	-5,46
2008	16,82	20,21	-3,39	23,98	28,94	-4,96
2009	13,23	17,22	-3,98	21,43	23,02	-1,59
2010	13,53	19,23	-5,70	21,33	26,97	-5,64
2011	14,38	22,11	-7,74	22,45	31,27	-8,82
2012	14,53	20,56	-6,03	22,79	28,30	-5,52
2013	13,35	20,61	-7,26	23,18	29,77	-6,59
2014	14,91	20,50	-5,59	24,41	29,03	-4,62
2015	-	-	-	24,74	28,35	-3,60
2016	-	-	-	24,88	28,68	-3,80

Kaynak: 1998 Bazlı Milli Gelir serisine göre alınan veriler için: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler. 2009 Bazlı Milli Gelir serisine göre alınan veriler için: IMF World Economic Outlook

Birikimin içsel kaynakları incelendiğinde Türkiye ekonomisinin iç tasarruf düzeyinin yatırımları karşılayamadığı açıkça ortaya çıkmaktadır. Özellikle büyüme dönemlerinde tasarruf açığının GSYİH'ye oranı mutlak olarak %5'i aşarken, büyüme performansının düştüğü dönemlerde yatırımlardaki gerilemenin de etkisiyle tasarruf açığının GSYİH'ye oranı düşüş göstermiştir.

Bu tablo bir bakıma TÜİK'in milli gelir serisini yenilemesinin ne kadar büyük kırılmalara yol açtığının başka bir ispatıdır. Örneğin; son yıllarda ulusal

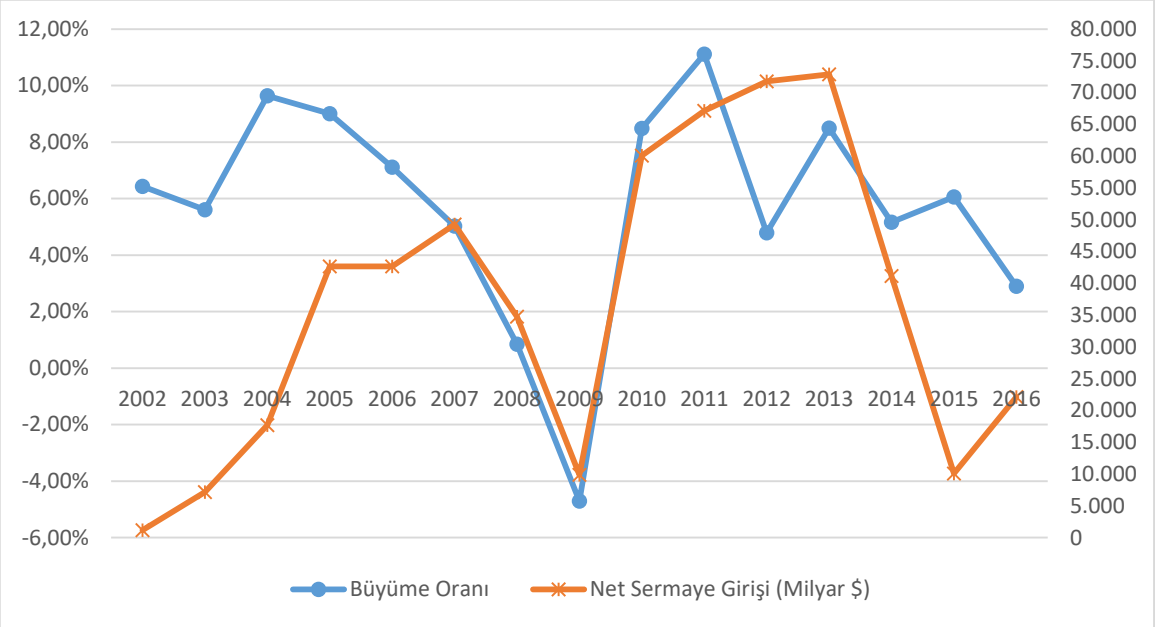
tasarruf oranının %15'in altına indiğini ve yatırım oranının da %20'ler civarında olduğunu zanneden Türkiye bir anda %25'lik tasarruf ve %30'a yaklaşan yatırım oranıyla yaşadığının farkına varmıştır. Türkiye için bu bağlamda yapılan "düşük tasarruf ve yatırım ülkesi" analizleri anlamsızlaşırken, aniden dünya ortalamasıyla denk seviyede tasarruf yapan bir ülke görüntüsü ortaya çıkmıştır.[272] Dahası sürdürülebilir büyüme hedefi için yükselmesi şart olan yatırımlar milli gelirin %30'una yaklaşmıştır.[273]

Göstergelerdeki radikal güncellemeye rağmen 2002 sonrası Türkiye ekonomisi için tasarruf açığı bir gerçeklik olarak varlığını sürdürmüştür. Böyle bir durumda da ekonominin dış tasarruflara muhtaç olduğu ve dış tasarrufları çekebilecek hamlelerde bulunması gerektiği açıktır.

Sabit sermaye oluşumu ve üretimin devamlılığı için dış tasarruflara ihtiyaç duyan Türkiye Eknominisinde dönem boyunca büyümenin arkasındaki diğer temel dinamikler sermaye girişi ve kurlar olmuştur. Üretimin hammadde ve ara mallar üzerinden dışa bağımlı olması ile Türkiye'deki üretkenlik ithalatın genişlemesine bağlıdır. İhracatın ithalatı karşılamayadığı (döviz kazancı döviz harcamasından düşük olan) ekonomilerde ithalatın genişlemesinin iki temel şartı da finansman kaynakları bulunması ve ulusal paranın değer kazanmasıdır. Böylece uluslararası mal ve hizmetlerin ulusal para cinsinden değeri düşecek ve ekonominin ithalat ve dolayısıyla üretkenlik kapasitesi artacaktır. Bu bağlamda Türkiye için ödemeler dengesindeki sermaye hesabı ve kurların hareketi ile GSYİH'nin büyümesi ciddi bir nedensellik ilişkisi içinde yürümüştür.

[272] 2015 yılı itibarıyla dünyadaki toplam tasarrufun toplam milli gelire oranı %25,05'tir. Bkz. World Bank Data: http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS?locations=1W (Erişim: 09.02.2017)

[273] Çin gibi uzun erimli yüksek büyüme performansı sergileyen ve merdivenin basamaklarını kalıcı olarak tırmanan ülkeler için en önemli göstergelerden biri GSYİH'ye oranla yüksek yatırımlar olmuştur.



Grafik 23 Türkiye Ekonomisinde Büyüme ve Yabancı Sermaye Girişi (2002-2016)*

*Net hata noksan kalemi hesap dışı tutulmuştur.

Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar ve TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri üzerinden oluşturulmuştur.

Tablo 9 Yıllık Ortalama Döviz Kurları (2002-2016)

Yıllar	$ Kuru	€ Kuru	Yıllar	$ Kuru	€ Kuru
2002	1,51	1,43	**2010**	1,50	1,99
2003	1,50	1,69	**2011**	1,67	2,32
2004	1,43	1,77	**2012**	1,79	2,30
2005	1,34	1,67	**2013**	1,90	2,53
2006	1,43	1,80	**2014**	2,19	2,91
2007	1,30	1,78	**2015**	2,72	3,02
2008	1,29	1,90	**2016**	3,02	3,34
2009	1,55	2,15			

Kaynak: TCMB EVDS

2002 yılından itibaren Türkiye'de her yıl ödemeler dengesindeki net yabancı sermaye girişi pozitif bir değer almıştır. 2002 yılında Türkiye'de kriz sonrası oluşan olumlu konjonktür ile %6,4'lük bir büyüme yaşanmış ve ekonomide

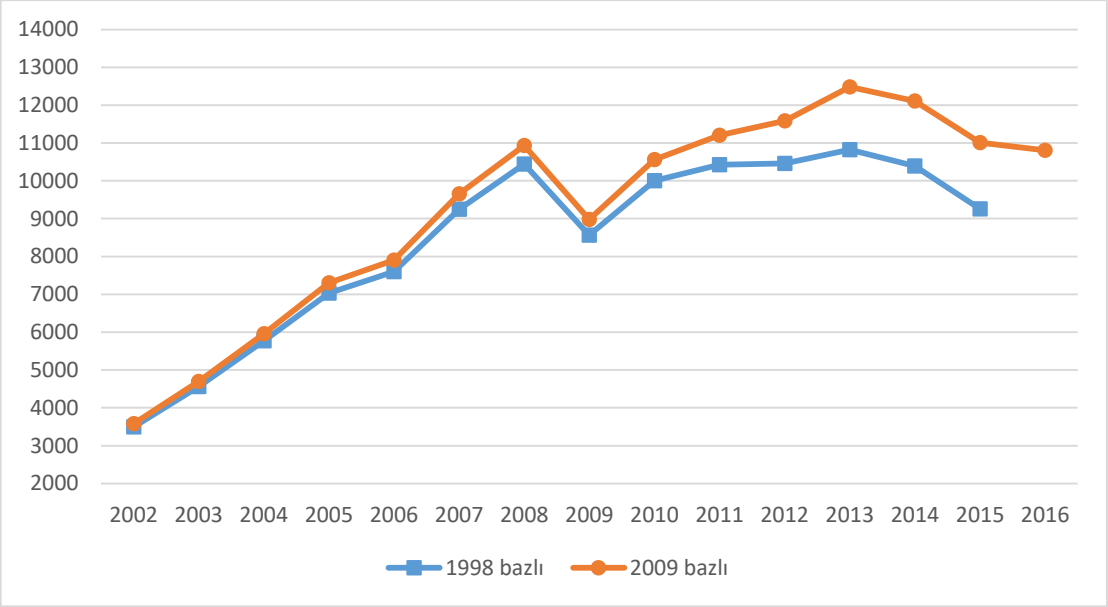
kriz sonrası küçük boyutta da olsa 1 milyar dolarlık bir sermaye girişi olmuştur. 2007'ye kadar sermaye giriş eğilimi yükselen bir yapıda olmuş ve ekonomide başarılı bir büyüme performansı sergilenmiştir. Bu süreçte Türk Lirası Amerikan Dolarına karşı değer kazanırken $-TL Kuru 1,15 seviyesine kadar gerilemiştir.[274] 2008'de küresel finans krizi ile başlayan sermaye çıkışı 2009'da tam olarak hissedilmiş ve ekonomi küçülmüştür. 2009 yılında Türkiye negatif yönde %4,7 büyürken, ekonomiden 10 milyar dolara yakın sermaye çıkışı olmuştur. Bu süreçten sonra Türk Lirası da Amerikan Dolarına karşı değer kaybetmeye başlamış ve 2016 yılının ortalama $-TL Kuru 3,00 seviyesini aşmıştır. (Hatta dönem içerisinde 1$=4TL seviyesinin test edildiği / zorlandığı dönemeçler söz konusu olmuştur.)[275]

Grafik 23'te 2014 yılına kadar süren nedensellik ilişkisinin bu yıldan sonra kırılmasının altında **net hata noksan** kalemindeki değişimler yatmaktadır. Son iki yılda neredeyse kaydı tutulan sermaye girişi kadar kaydı tutulmayan sermaye girişi söz konusu olmuştur. Bu durum tarihsel olarak süreklilik arz edemeyeceği için Türkiye ekonomisi düşük büyümenin ve maliyetleri yükselten kur gelişmelerinin getirdiği baskı ile örtülü bir stagflasyon tehlikesi yaşamaktadır diyebiliriz. Ancak burada belirtilmesi gereken bir nokta da Türkiye için bu enflasyonist baskıya karşı oluşabilecek bir borç deflasyonu durumudur. Zira ekonomideki aktörlerin borçluluğunun tavan yapması Türkiye gibi harcamalar yönünden milli gelirinin %60'ından fazlasını iç tüketimin oluşturduğu bir ekonomide talep cephesinin olumsuz sinyaller vermesine ve gelecekte tüketimin göreli olarak daralmasına da yol açabilir. Kısır döngü gibi görünen bu durumu aşmak için de artık faizlerin kullanımı efektif sonuçlar vermeyecektir. Bu açıdan 1980 ve 1990'lardaki gibi büyüme ve enflasyon arasında tercih yapmaya zorlanan ekonomik yapının geleceğini karar alıcılar kadar bölgemizde yaşanan gelişmelerin sonuçları da etkileyecektir. Çünkü Türkiye gerek coğrafi konumunu, gerekse büyüme

[274] Aralık 2007'den Ocak 2008'e kur yaklaşık 20 gün boyunca 1,15 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bkz: TCMB EVDS.
[275] Bu süreçte Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan'ın 2016 yılı sonunda halkı döviz satmaya çağırarak dövizin değerini düşürme çabası ekonomide beklenen etkiyi kalıcı olarak yaratmamıştır. Kurlar ancak Merkez Bankası faizleri dolaylı olarak yükselttikten sonra toparlanma eğilimine girmiştir. Cumhurbaşkanı'nın çağrısı için bkz. "Dövizi Olanlar, Parasını Altına, TL'ye Dönüştürsün". http://www.ntv.com.tr/turkiye/erdogan-dovizi-olanlar-parasini-altina-tlye-donustursun,vntB8yw40USf-4qVHj129w (Erişim: 02.12.2016)

dinamikleri açısından (örneğin; turizm gibi bir hizmet kalemindeki gelişmelerin siyasi konjonktürle olan bağı, imalat sanayiindeki dışa bağımlılık vb.) dünya ile entegrasyonunu bağımlılık üzerinden kurabilmiş bir ülke konumundadır.

Son yıllarda ulusal siyasette yaşanan problemler ve çevre ülkelerdeki istikrarsızlığın bir uluslararası mücadele alanı haline dönüşmesi vb. etmenlerle Türkiye için siyasi konjonktürün iktisadi hayat üzerindeki etkisi yeniden artmıştır. Nihai olarak vatandaşların refah seviyesini belirleyen en önemli unsurlardan biri olan kişi başı milli gelirdeki yükselme trendi de ortadan kalkmıştır.



Grafik 24 Kişi Başı GSYİH (2002-2016 - Dolar)

Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar

Ekonomilerin gelişmişlik seviyesini değerlendirirken başvurulan popüler göstergelerden biri de dolar bazında kişi başına düşen milli gelir olmaktadır. Yukarıdaki grafikte iki ayrı milli gelir serisine dair istatistiklerin verilmesinin nedeni iki serinin yansıttığı sonuçların son yıllar için ciddi farklara işaret etmesidir. Örneğin; 1998 bazlı milli gelir serisine göre Türkiye'de hiçbir zaman kişi başı 11.000 dolarlık milli gelir seviyesine ulaşılamadığı, buna karşın 2009 bazlı seriye göre 2013 yılında 12.500 dolarlık kişi başı milli gelir düzeyine ulaşıldığı görülmektedir.

Güncel milli gelir serisine göre; 2002 yılında kişi başına düşen milli geliri 3581 dolar olan Türkiye ekonomisi, hızlı büyüme sürecinde TL'nin değer kazanmasıyla birlikte kişi başına düşen milli gelirini dolar bazında reel büyümenin çok daha ötesinde artırmıştır. Bu çerçevede 2008 yılında 11.000 dolar sınırına gelen kişi başı milli gelir 2009'daki negatif büyümenin ve TL'nin değer kaybetmesinin etkisiyle 9.000 doların altına inmiştir. Yeni milli gelir serisinin de etkisiyle 2009 sonrası toparlanma eğilimi görülmüş ve kişi başı milli gelir 13.000 dolara yaklaşmıştır. Ancak 2016 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de kişi başına düşen milli gelir 2010 yılındaki seviyeden çok farklı bir pozisyonda olmamıştır. Bu açıdan ekonominin son yıllardaki dalgalı performansı, dolar bazında yedi yıldır aşağı yukarı yerinde sayan kişi başı milli gelir istatistiği ortaya çıkarmıştır. Bu durum 1998 bazlı milli gelir serisinde de, yaklaşık 1500 dolar aşağıda olmak koşuluyla, geçerlidir. Bütün bunların yanında son dönemde ülkede bulunan Suriyeli göçmenlerin de bu gelirden küçük de olsa pay aldığı unutulmamalıdır. Resmi olarak nüfusu 80 milyon civarında olan Türkiye'de üretilen gelirin paydasında, sayısı birkaç milyonu bulan mültecilerin de olduğu unutulmamalıdır. Bu açıdan kişi başı 10.800 dolar düzeyinde olan kişi başı milli gelir, Suriyelilerin dahil edilmesiyle 10.400 dolar seviyesine kadar inecektir.

Kişi başı milli gelirin belirli bir noktada (Türkiye için 10.000 dolar seviyesinde) takılı kalması iktisat literatüründe **orta gelir tuzağı** olarak adlandırılmaktadır. Dünya Bankası'nın ülkeleri düşük, orta ve yüksek gelirli şeklinde ayrıştırması üzerinden tanımlanan gelir skalasına göre yüksek-orta gelirli ülkelerin kişi başı milli geliri yaklaşık 4000 ile 12000 dolar arasında kabul edilmektedir. Türkiye de bu bağlamda yüksek orta gelirli bir ülke olarak kabul edilmektedir. 1987 sonrası Dünya Bankası verilerine göre ilk kez 1997'de üst orta gelir grubuna geçen Türkiye kriz sürecinde bu konumunu kaybetmesine rağmen 2004'ten itibaren yeniden bu gruba dahil olmuştur.[276]

[276] Bkz. World Bank. "Country and Lending Groups" https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups (Erişim: 03.06.2017)

Orta gelir tuzağının göreli tanımı ABD Ekonomisi üzerinden yapılmaktadır. Buna göre ABD Ekonomisindeki kişi başı milli gelir seviyesinin %20'si civarında kişi başı milli gelirde sıkışan ekonomilerin orta gelir tuzağında olduğu kabul edilmektedir. Bu bakımdan göreli bir kavram olan orta gelir tuzağının rakamsal ifadesi değişiklik göstermektedir. Türkiye de son yıllarda bu %20'lik seviyeyi kıramayarak orta gelir tuzağına yakalanmıştır. Bu durumdan çıkış ise yapısal reformlar ve teknolojik gelişme ile mümkün olacaktır. Bir başka ifadeyle sorun *"dünya üretim ağlarının beceri ve teknoloji yoğun, yüksek katma değerli halkalarına geçebilme"*[277] sorunudur. Çünkü eski adıyla gelişmekte olan ülkeler, yeni adıyla **yükselen piyasa ekonomileri** için ucuz, vasıfsız emek gücü ve inşaat gibi ileri bağlantısı olmayan sektörlerin (üretim çıktısının başka bir sektörün girdisi olmadığı üretim sürecini kapsayan sektörler) sürüklemesiyle varılabilecek noktaların bir sınırı olmaktadır. Bu noktada Türkiye'nin bir başarı hikayesi oluşturması için anlık iktisadi müdahalelerin dışında; eğitim sistemini, kurumlarının yapısını geliştirmesi ve yüksek katma değer yaratacak alanlardaki yatırımlarını artırarak sofistike mal - hizmetler üretmesi ve çok daha sağlıklı bir finans sektörü gerekmektedir.[278] Dahası bu yatırımların iç tasarruflarla fonlanması sürecin sağlıklı ilerlemesi açısından oldukça kritiktir. Uzun vadeli projeksiyon gerektiren bu hamleler kısa vadede tüketimin frenlenmesi yoluyla milli gelir üzerinde bir baskı oluşturacak olsa bile reformların meyveleri toplanmaya başlandığı zaman Türkiye üst gelir grubuna doğru adım atmış olacaktır.

Büyüme istatistiklerine toplu olarak bakıldığında siyasi iktidarın ortaya koyduğu **2023 hedefleri**ne ulaşmak da mevcut büyüme temposu ile mümkün değildir. Bilindiği üzere bu hedeflere göre 2023'de; milli gelirin iki trilyon dolar, kişi başı milli gelirin 25.000 dolar, ihracatın 500 milyar dolar, işsizliğin %5, istihdam

[277] Ahmet Çakmak. Globalleşen Dünya'da Türkiye'nin Yeri. **Globalleşen Dünyada Türkiye'nin Yeri**. Kadir Has Üniversitesi 1. Kadir Has Ödülleri Kitabı. Kadir Has Üniversitesi Yayınları. 1. Baskı. 2004. ss.62-63.

[278] Türkiye'de "Eğitim şart!" mottosuyla özdeşleşen eğitim sorunu **PISA** ve **PIAAC** sınav sonuçlarında çocukların ve yetişkinlerin başarısız sonuçlar alması ve sistemin yaratıcılık ve hayal kurma kapasitesini sınırlaması üzerinden değerlendirilebilir. Nitekim istikrarlı tek parti iktidarı altında sürekli değişen milli eğitim bakanları bu soruna kalıcı bir çözüm getirememiştir.

edilen kişi sayısının ise 30 milyon olması beklenmekteydi.[279] Ancak Türkiye'nin şu aşamada 2023 hedeflerine yaklaşması bile çok zor görünmektedir. Çünkü Türkiye'nin milli gelirini iki buçuk katına çıkarması için kalan 6-7 yılda ortalama %10-11'lik bir büyümeyi tutturması gerekmektedir. Dolar cinsinden milli gelirin artması için de TL'nin faiz-kur arbitrajı dönemlerindeki gibi değer kazanması bir gerek şarttır. Bu da FED'in faiz artırım konjonktürüne girdiği bir dönemde oldukça zordur.

1923-2016 dönemi ele alındığında Türkiye ekonomisinin ortalama büyüme oranı %5'i geçmektedir. II. Dünya Savaşı yılları çıkarıldığında ise bu oran %6'yı geçmektedir. Bu bağlamda **Türkiye'nin ekonomik büyüme potansiyeli %6 civarındadır.** Konjonktürel dalgalanmalar çerçevesinde Türkiye'nin büyüme göstergeleri en azından bu %6'lık oran baz alarak değerlendirilmelidir.[280] Her ne kadar nüfus artış hızı kentleşmenin de etkisiyle düşmüş olsa da Türkiye, merkez kapitalist ülkelerin boğuştuğu "uzun süreli durgunluk" konjonktürüne girmemelidir. Zira Türkiye halen üretkenlik sınırlarına ulaşmadığı gibi genç nüfusunun etkisiyle iç talebi yüksek ve ulusal pazarı göreli olarak geniş bir ülkedir. Ayrıca siyasi konjontürün ekonomide yaratabileceği dalgalanmalar söz konusuyken Türkiye'nin büyüme/kalkınma performansını yükseltip sürekli kılabilmesi için yeni bir makro planlamaya ve yapısal reformlara ihtiyacı olduğu açıktır. Çünkü büyümenin sürdürülebilirliği ancak ekonomide uzun vadeli yapısal reformlar ve programlar hazırlanmasıyla mümkün olabilmektedir.

Süreç boyunca artan dış ticaret hacmi de dış tasarruflara olan ihtiyacı artırmıştır. Bu bağlamda ödemeler dengesindeki kalemlerin gelişimini ve dolaylı sonuçlarını incelemek gerekmektedir.

---

[279] Bkz: "İşte Ekonomide 2023 Hedefleri". http://www.haberturk.com/ekonomi/makro-ekonomi/haber/594402-iste-ekonomide-2023-hedefleri (Erişim: 01.06.2017)

[280] Bu noktada bkz. Çağdaş Şirin. "92 Yıllık Büyüme Serüvenimiz." http://www.businessht.com.tr/yazarlar/cagdas-sirin/1068162-92-yillik-buyume-seruvenimiz (Erişim: 15.06.2017)

Tablo 10 Ödemeler Dengesi Ana Hesaplar (2002-2016 – Milyon Dolar)

Yıllar / Hesaplar	Cari Denge	Net Sermaye Girişi	Net Hata Noksan	Rezerv Gelişimi
2002	-626	1.172	-758	-212
2003	-7.554	7.162	4.489	4.097
2004	-14.198	17.702	838	4.342
2005	-20.980	42.685	1.495	23.200
2006	-31.168	42.689	-896	10.625
2007	-36.949	49.287	-315	12.015
2008	-39.425	34.761	1.966	-2.759
2009	-11.358	9.879	2.314	792
2010	-44.616	60.099	-464	14.968
2011	-74.402	67.146	8.295	1.014
2012	-47.962	71.756	-916	22.821
2013	-63.621	73.059	1.408	10.763
2014	-43.597	41.594	1.560	-468
2015	-32.118	11.193	9.225	-11.831
2016	-32.590	22.148	11.268	813

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablodan görülebileceği üzere Türkiye ekonomisi için kronik cari işlemler açığı problemi dönem boyunca süregelmiştir. Özellikle büyümenin yükseldiği yıllarda aşırı derecede artan cari işlemler açığı, tarihsel eğilimlere uygun olarak 2009'da daralmıştır. Ardından ekonomi rekor seviyelerde cari açık vermeye devam etmiştir.

Sermaye hesabındaki gelişmeler ise mutlak anlamda cari işlemler açığına paralel gitmiştir. 2002-2008 dönemi yüksek seviyede yabancı sermaye girişinin olduğu (doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırımlar biçiminde) bir dönemdir. 2008 Küresel Finans Krizinin ulusal bazda etkisinin net olarak görüldüğü 2009 yılında yaşanan sermaye girişi sorununun ardından Türkiye ekonomisi yabancı sermaye çekmeye devam etmiştir. Bu açıdan Türkiye ekonomisi 2002-2008 sürecinde küresel sermaye bolluğundan faydalanırken, 2008 sonrası süreçte de sermaye çekmeyi başarmıştır. Ancak 2014'ten itibaren net sermaye girişi ivme kaybetmeye başlamış ve 2014'te bir önceki yıla göre %45 kayıp yaşanmıştır. 2015 yılında ise son yıllardaki en düşük seviye olan 11 milyar dolarlık net yabancı

sermaye girişi söz konusu olmuştur. 2016'da ise sermaye girişi yeniden yükselmiştir.

2014 yılına kadar genelde cari işlemler açığına göre fazla olan net sermaye girişi sayesinde rezerv biriktiren Türkiye ekonomisi, 2016'daki küçük pozitif bakiye hesap dışı bırakılırsa 2014'ten itibaren rezerv kaybetmeye başlamıştır. Burada cari işlemler açığının finansmanı kadar kurun kontrol edilme çabaları da söz konusu olmuştur. Her ne kadar zaman zaman yüksek miktarlarda kayıt dışı sermaye girişi söz konusu olduysa da bu miktarlar ekonominin genel finansmanı veya kurların kontrolü için yeterli olmamıştır. Nitekim tablonun özetlediği sermaye hareketleri çerçevesinde Türk Lirası son yıllarda Dolar'a karşı değer kaybetmeye başlamıştır. Bu çerçevede Türkiye klasmanındaki birçok gelişmekte olan ülkenin para birimleri de Dolar'a karşı değer kaybederken Türkiye özellikle son dönemde pozitif olarak ayrışan ülkelerden biri olamamıştır.[281] Bu açıdan Türkiye'nin finansal yönden risk primi de yükselmiştir.

Yine son dönemde artan kaynağı belirsiz sermaye girişi de, bu çalışmanın konusu olmamakla birlikte, dikkat çeken noktalardan biridir. Çünkü özellikle 2015 ve 2016 yıllarındaki net hata noksan kalemi neredeyse net sermaye girişi kadardır ve bu kalemin finansal piyasaları etkileme açısından önemi artmış gibi görünmektedir. Bu bağlamda son iki yılda Türkiye'ye kaydı tutulamayan sermaye girişinin toplamda 20 milyar doları bulması oldukça düşündürücü olmakla birlikte Türkiye için bir can suyu görevi üstlenerek ekonominin finansman krizi yaşamasını tarihte görülmemiş şekilde engellemiş ya da bu krizi ertelemiştir.

Ödemeler dengesi verilerini analiz ederken özellikle portföy yatırımlarının diğer yatırım türlerine göre çok daha oynak - değişime açık olduğu unutulmamalıdır. Herhangi bir engeli olmayan uluslararası yatırımcılar kolaylıkla ülkeye giriş yapabilmekte veya ülkeden çıkış yapabilmektedir. Bütün iktisadi ve siyasi gelişmeler/riskler bu konuda etkili olmaktadır. Genel olarak bakıldığında tüm bu

[281] Bkz: Haber Türk. "Rusya Kriziyle Negatif Ayrışma". http://www.haberturk.com/ekonomi/ekonomi/haber/1160320-rusya-kriziyle-negatif-ayrisma (Erişim: 17.09.2016.)

sermaye girişlerini sağlayan unsursa uluslararası sermaye bolluğu ve ülkenin kredi notu kadar ulusal bazdaki getiri/kar olanaklarıdır. Bu noktada uluslararası "sıcak para"nın ülkenin demokratik gelişiminden daha çok kar garantisine odaklandığı unutulmamalıdır. Bir başka ifadeyle sıcak parayı yönetenler yönetim biçiminden çok mülkiyet hakları ile ilgilenir.

Bu çerçevede Türkiye ekonomisi için 2002-2016 döneminde tasarruf sahiplerine; mevduat faizleri, Borsa 100 Endeksi, Dolar ve Avro'nun yıllara göre hangi boyutlarda reel getiri sağladığı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 11 Finansal Yatırım Araçları Reel Getiri Oranları (2002-2016 %)[282]

Yıllar	Mevduat Faizi	Borsa	Dolar	Avro
2002	4,4	-25,0	-12,7	-8,1
2003	20,7	-9,2	-19,9	-3,8
2004	25,2	48,6	-13,0	-5,0
2005	11,6	36,1	-12,6	-10,4
2006	7,4	26,9	-1,8	-1,5
2007	6,8	10,6	-15,2	-7,8
2008	5,8	-28,9	-8,7	-3,1
2009	9,8	2,8	13,4	6,8
2010	3,6	53,3	-10,6	-14,8
2011	2,2	-2,4	5,0	10,0
2012	0,1	-2,1	-1,2	-8,7
2013	1,9	15,6	-1,2	2,2
2014	-1,1	-10,7	5,8	6,2
2015	1,5	0,9	15,6	-3,3
2016	1,4	-11	3,4	2,9

Kaynak: TÜİK Finansal Yatırım Araçları Getiri Oranları İstatistikleri

2001 Krizi sonrası Türkiye ekonomisine sermaye girişini sağlayan dinamik, dünya piyasalarına göre ülkenin yüksek getiri imkanı sağlamasıdır. Bu süreçte Türkiye ekonomisi tüm spekülatörlerin sermaye birikiminin temelinde yatan kolay

[282] TÜFE'den arındırılmış reel getiri oranlarıdır. TÜİK verilerinden derlenen bu tabloda, TÜİK'in aylık olarak sunduğu reel getiri oranlarının ortalaması alınmış ve yıllık veriye ulaşılmıştır. Bu bağlamda, borsa ve kurların volatilitesinin yüksek olduğundan hareketle, örneğin; negatif veri içeren yılda yüksek pozitif getirinin olduğu aylar olabileceği unutulmamalıdır.

kar fırsatlarını değerlendirme güdüsüne cevap vermiştir. Tablodan da görülebileceği üzere 2004 – 2007 döneminde Borsa 100 Endeksi ve mevduat faizleri yüksek reel getiriler sunmuştur. Küresel kriz süreciyle birlikte getiriler dalgalanmış ve hatta zaman zaman negatif olmuştur.

Dolar ve Avro'nun reel getirisinin negatif olmasının nedeni ise **faiz-kur arbitrajı** ile ilgilidir. Türkiye ekonomisine yabancı sermayenin girmesi, ülkedeki döviz arzının artması anlamına gelmektedir. Döviz arzının artması ile de dövizin fiyatı düşmektedir. Bu açıdan 2002'den itibaren Türk Lirası değer kazanmaya başlamıştır. Bu noktada yalnızca döviz alarak portföy yatırımı yapan iktisadi aktörlerin reel getirisi negatif olacaktır. Ancak Dolar'ın veya Avro'nun değeri yüksekken, borsaya yatırım yapmak veya mevduat faizi elde etmek amacıyla parasını Türk Lirasına çevirip, süreç sonunda elde ettiği getiriyle birlikte, değeri yükselen Türk Lirasını yeniden Dolar veya Avro'ya çeviren portföy yatırıcımları katmerli kazanç elde etmiş olacaktır. Örneğin yukarıdaki verilere göre; 2004 yılında dolar getiren bir yatırımcının borsa endeksi üzerinden toplam reel getirisi kabaca %60'ları, mevduat üzerindense %40'ları bulacaktır. Bu açıdan merkez kapitalist ülkelerde bulamadığı getiriyi Türkiye'de bulan portföy yatırımcısı ülkedeki ***sıcak para*** miktarını artırmıştır.

2008 Küresel Finans Krizi sonrası oluşan sermaye girişindeki göreli yavaşlama Türk Lirası'nın değer kaybetmesine ve dolayısıyla borsa endeksinin de ivme kaybetmesine neden olmuştur. Bu süreçte uluslararası parasal genişlemenin yarattığı fırsatlarla portföy yatırımı çekmeye devam edilmesine rağmen getiri oranı düşmüştür. Bu durum salt yükümlülük oluşumunun azalması bağlamında olumludur. Ancak ekonominin büyüme çarklarının ithalatın finansmanına bağlı olduğu düşünülürse, FED'in olası faiz artışı nedeniyle sermaye çıkışı üzerinden bir döngü oluşursa Türkiye ekonomisinin kırılganlıkları yeniden ortaya çıkacaktır. Çünkü ulusal parası değer kaybederken, son dönemde yaşandığı üzere, politika

faizini düşük tutan bir ülkenin parası **"carry trade"** parası olma riskiyle karşı karşıyadır.[283]

Ulusal paranın bu tip spekülatif ataklara maruz kalacak şekilde yönetilmesi bir döngü yaratarak uzun vadede faizlerin çok daha fazla yükselmesini zorlayacak bir unsurdur. Dahası ekonomideki yavaşlamaya karşı olası bir genişleyici maliye politikası hamlesi de ekonominin yeniden 90'lardaki gibi ikiz açık sorunu yaşamasına neden olabilir.

İktisat politikaları ve ödemeler dengesindeki ilgili gelişmeler, kamuoyunda sıkça takip edilen bir veri olan TCMB'nin rezervlerini de etkilemiştir. Aşağıdaki tabloda bu alandaki gelişmeler sunulmaktadır.

Tablo 12 TCMB Rezervleri (Yıl Sonu - 2002-2016 - Milyon $)

	Altın	Brüt Rezerv	Toplam Rezerv	Net Rezerv
2002	1.032	26.725	27.757	10.043
2003	1.279	33.639	34.918	16.160
2004	1.635	36.006	37.641	20.519
2005	1.915	50.518	52.433	33.942
2006	2.373	60.845	63.218	43.990
2007	2.764	71.263	74.027	55.097
2008	3.272	70.075	73.347	55.994
2009	3.727	69.631	73.358	57.256
2010	5.264	80.696	85.960	62.301
2011	9.888	78.330	88.218	58.198
2012	19.970	100.320	120.290	52.283
2013	20.872	112.002	132.874	50.112
2014	20.134	106.314	126.448	43.399
2015	17.548	95.703	113.251	31.052
2016	14.051	92.050	106.101	35.121

Kaynak: TCMB EVDS

Siyasi tartışmalarda sıkça vurgu yapılan ve bir tür ekonomik sağlamlık göstergesi olarak ele alınan merkez bankası rezervleri, dönem boyunca yaşanan

[283] Carry trade, teknik olarak düşük maliyetli yerlerden borçlanıp, yüksek getiri sunan yerlerde sermayenin değerlendirilmesidir. Bu bakımdan TL, TCMB'nin yükseltmek için uzun süre direndiği politika faizi nedeniyle uluslararası manada bir carry trade parası olma riskine girmiştir. Bu durum TL'ye olan spekülatif atakları da hızlandırmıştır.

yüksek sermaye girişi, 2010'dan sonra uygulamaya sokulan rezerv opsiyon mekanizması gibi hamlelerle brüt olarak ciddi miktarlarda yükselmiştir. Nitekim 2009 krizine rağmen TCMB'nin toplam brüt rezervi 2002'den 2013'e 27 milyar dolardan 130 milyar dolarak kadar yükselmiştir. Ancak gerek cari açığın finansmanı gerekse kurun kontrol edilmesine yönelik hamlelerden dolayı son iki yılda rezervler kısmen erimiştir.

Aslında TCMB rezervlerini incelerken asıl dikkat edilmesi gereken nokta net rezervlerdir. Açık piyasa işlemleri bağlamında kullanılabilecek ve acil durumlarda müdahale aracı olan bu rezervlerdeki gelişime bakıldığında brüt rezervler ile paralel bir durum söz konusudur. Ancak Türkiye'de 2016'da 35 milyar dolar seviyesine inen rezervler, merkez bankasının kurun kontrolü veya acil durumda cari açığın finansmanı noktasında sanıldığı kadar güçlü olmadığının bir göstergesidir.

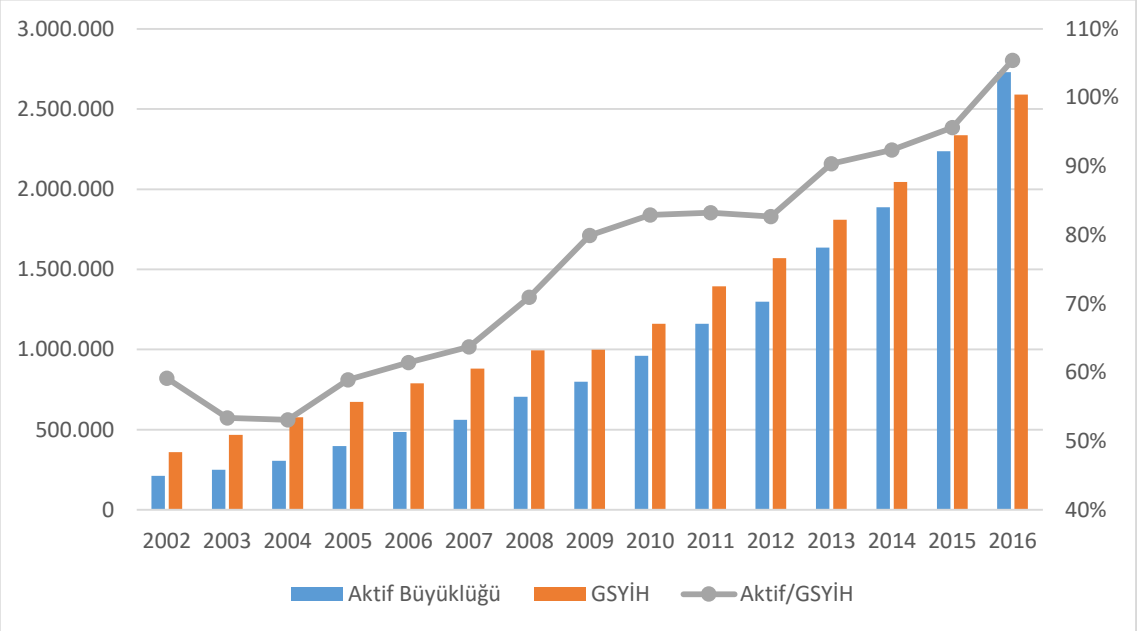
4.4.3. Finansal "Derinleşme"

Türkiye ekonomisinde 2002 sonrasında birçok finansal göstergede radikal değişiklikler meydana gelmiştir. Bankacılığın egemen olduğu finansal sektörde ekonomi finansal anlamda önceki dönemlere göre derinlik kazanmıştır. Bu derinlik, bakış açısına göre çeşitli yeni kırılganlıkların da sisteme dahil olduğu anlamına gelebilmektedir. Finansal derinleşme konusu incelenirken miktarsal göstergeler (para arzı ve kredi genişlemesi gibi) ve yapısal göstergeler (faiz ve ürün çeşitliliği gibi) üzerinden incelenebilir.[284] Türkiye için finansal derinleşmeyi, bankacılık sektörü, borsa ve para arzındaki dönüşümler ile çeşitli endeksler bağlamında incelemek mümkündür.

[284] Bkz. David Lynch. "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries", **Developing Economies**, Vol. 33, No. 1, 1996. s.12.

4.4.3.1. Bankalara İlişkin Göstergeler

2002 sonrası finansal göstergelerdeki dönüşümü incelerken bankalardaki yapısal değişikliklerden başlamak doğru olacaktır. Türkiye'deki finansal sistemde en büyük paya sahip olan bankalar 2001'deki yapısal düzenlemeler ve dönem boyunca alınan bazı kararlar ile büyümeyi başarmıştır. Bu çerçevede aşağıda bankacılık sistemine ilişkin bazı göstergelerin son 15 yıldaki seyri sunulmuştur.



Grafik 25 Bankacılık Sektörü Aktif Büyüklüğü ve GSYİH'ye Oranı (2002-2016 – Milyar TL)

Kaynak: TBB Türkiye'de Bankacılık Sistemi 1959-2016 ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır.

2002'de Türkiye'de bankaların aktiflerinin toplam büyüklüğü 212 trilyon TL seviyesindeyken, GSYİH 360 trilyon TL seviyesindeydi ve aktif/GSİYH oranı yalnızca %59'du.[285] 2016 yılına gelindiğinde ise Türkiye'deki bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü 2.7 trilyon TL'yi bulurken, aktiflerin göreli büyüklüğü yeni milli gelir serisine göre ilk kez GSYİH'yi geçerek %105'e ulaşmıştır.

[285] 01.01.2005 tarihinde TL'den altı sıfır atıldığı için önceki dönem verileri bu değişiklik göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.

Türkiye'de bankacılık aktiflerinin GSYİH'den daha fazla artışı bir finansal derinleşme olarak ele alınabilir. Ancak gelişmiş ülkelere bakıldığında çok daha yüksek bankacılık aktif seviyeleri ile karşılaşılmaktadır. Nitekim 2015 yılı için Türkiye'deki aktiflerin değeri 700 milyar avronun biraz üzerindeyken "Avro Bölgesi"nde son yıllardaki gerilemeye rağmen 27.7 trilyon avroluk aktif bulunmaktadır. Bu alanda hacim olarak Almanya ve Fransa 6.9 trilyon Avro ile başı çekerken, GSYİH'ye oran olarak da %1557 ile Lüksemburg birinci sıradadır.[286]

Bankacılık sektöründeki aktif gelişiminin yanında bazı bankacılık rasyoları da ekonominin finansal gelişimi açısından birer gösterge olarak ele alınabilir.

Tablo 13 Seçilmiş Bankacılık Rasyoları (2002-2015 - %)

	Öz Kaynaklar/ Aktifler	Net Bilanço Pozisyonu/ Öz Kaynaklar	Toplam Krediler ve Alacaklar/ Toplam Aktifler	Likit Aktifler/ Toplam Aktifler
2002	12,1	-	26,5	56,6
2003	14,2	-	28,0	57,3
2004	15,0	-	33,7	54,4
2005	13,5	-5,1	38,6	51,9
2006	12,0	-13,5	45,0	50,0
2007	13,1	-14,0	50,0	44,7
2008	11,7	-7,4	52,0	43,7
2009	13,3	-17,9	47,7	48,0
2010	13,4	-17,8	52,9	43,0
2011	11,9	-24,5	57,2	39,0
2012	13,4	-17,1	59,2	36,7
2013	11,3	-35,5	62,1	34,2
2014	11,8	-35,0	64,1	32,3
2015	11,3	-36,8	65,2	30,6

Kaynak: TBB ve BDDK İstatistikleri

Türkiye'de 2001 sonrası getirilen düzenlemeler ile yeni bir sürece giren bankacılık kesiminin yukarıda seçilmiş rasyolarına baktığımızda aktif yapısındaki göreli hareket oldukça dikkat çekicidir.

[286] Veriler için bkz. European Central Bank. **Report on Financial Structures**. 2016. s.23. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201610.en.pdf (Erişim: 20.04.2017)

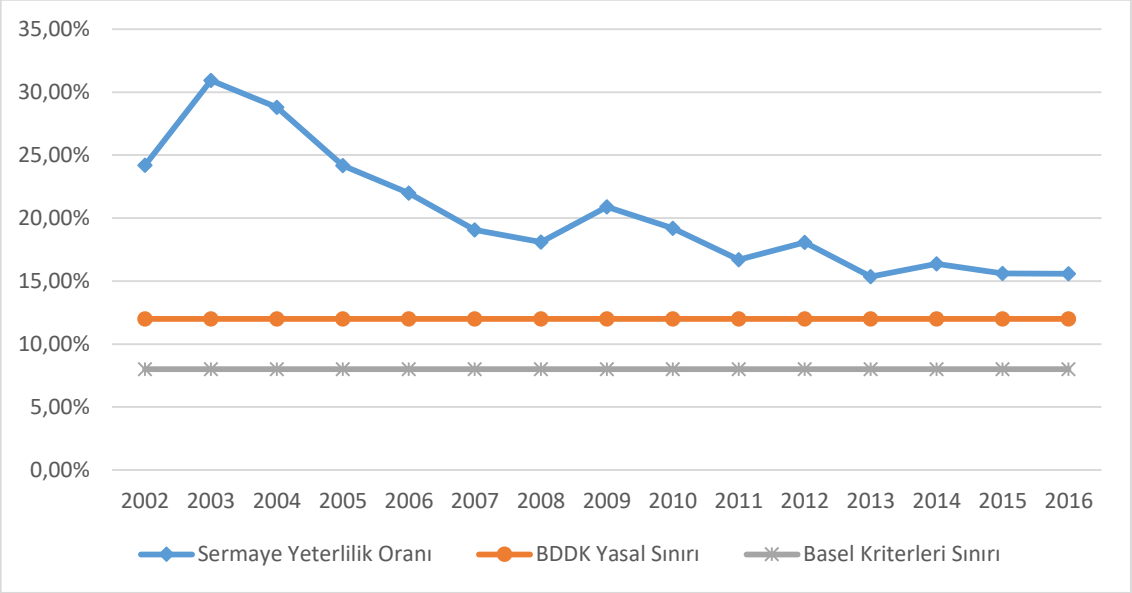
2002'de öz kaynakların aktiflere oranı %12,1'ken 10 yılda bu oran %11 seviyesine kadar gerilemiştir. Bu açıdan bankacılık kesiminin aktif büyümesi öz kaynak büyümesinden kısmen daha büyük olmuştur. Öte yandan net bilanço pozisyonundaki gelişme (daha ziyade döviz yükümlülükleri nedeniyle) net bilanço pozisyonunun öz kaynaklara oranının -%5'ten -%37'ye yükselmesine neden olmuştur. 2001 krizi sonrası süreçte kredilerdeki gelişmenin okunabileceği kredi-alacaklar/aktifler göstergesi ise 14 yılda %26'dan %65'e kadar yükselmiştir. Yani bankaların verdikleri krediler, aktiflerine göre çok daha hızlı artmıştır. (Kredilerdeki gelişim, borçluluk başlığında ayrıca ele alınacaktır.)

Son olarak 14 yıllık süreçte bankacılık kesiminin likit aktifleri likit olmayan aktiflere göre gerileme kaydederek toplam aktifler içerisindeki likit aktiflerin payı %56'dan %30'a kadar gerilemiştir. Bu durum herhangi bir acil ödeme gerektiren durumlarda bankaların yetersiz likidite sorunu ile karşı karşıya kalmasına yol açabilir. Böyle bir durumda da likit olmayan aktiflerini bilanço değerinin altında bir değere satmak zorunda kalabilecek olan bankalar, yükümlülüklerini karşılarken ciddi nakit akış problemi yaşayabilir.[287] Bu durum da bankacılık kaynaklı bir kriz senaryosunun yeniden gündeme gelebilmesi anlamını taşımaktadır.

Bankacılık sektörü incelenirken ele alınması gereken bir diğer rasyo da sermaye yeterlilik rasyosudur. Basel I-II-III Kriterleri çerçevesinde bankaların sermaye yeterlilik oranının minimum %8 olması gerekmektedir. BDDK'nın yasal sınırı ise %12'dir.[288] Sermaye yeterlilik oranının formülü, özkaynaklar/((kredi + piyasa + operasyonel risk için gerekli olan sermaye yükümlülüğü)*12.5)*100'dür. Bu oranın yakın dönemdeki gelişimi aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

[287] Bu noktada 2016 sonunda Garanti Bankasının 410 milyon TL'lik alacağını 17 milyon TL'ye satması örnek olarak verilebilir. Bkz. http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1968191-garanti-bankasi-410-milyon-tl-alacagini-17-milyon-tlye-satti (Erişim: 01.07.2017)

[288] BDDK Risk Yönetimi Dairesi. **Sorularla Basel III Raporu**. 2010. s.12. https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf (Erişim: 13.05.2017) Ayrıca Türkiye'de finans sektörünün düzenlenmesi konusunda ayrıntılı bir çalışma için bkz: İsmail Cem Ay. **Basel Kriterleri Çerçevesinde Türk Finans ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Düzenlenmesi**. 1. Baskı. İstanbul Gelişim Üniversitesi Yayınları, 2014.



Grafik 26 Bankacılık Sisteminde Sermaye Yeterlilik Oranı (2002-2016)

Kaynak: TBB İstatistikleri

Türkiye'deki bankaların sermaye yeterlilik oranına bakıldığında düşüş trendi dikkat çekmektedir. Halen BDDK'nın ve Basel Kriterleri'nin ortaya koyduğu sınırların üzerinde kalmasına rağmen bu oran 2002'den 2016'ya %25'ten %15'e kadar gerilemiştir. Bu durum bankacılık sektöründeki riskli kredilerin arttığını ve sistemin daha yakından takip edilmesi gerektiğinin bir göstergesi olarak ele alınmalıdır.

Türkiye ekonomisinde son dönemde TL mevduatları ile döviz tevdiat hesaplarının gelişimi de ekonomideki tasarruf sahibi aktörlerin davranış biçimlerinin gelişimi ve finansal derinliğin yönü açısından bir fikir verebilecek niteliktedir. Dahası bu iki mevduat türü arasındaki seçimler, iktisat politikası oluşturucularının beklentilerinin ne kadar gerçekleştiğini göstermesi açısından da önemlidir. Bu göstergeler aşağıdaki iki tabloda sunulmuştur.

Tablo 14 Mevduatların Gelişimi (2005-2016 – Milyon)*

	Türk Lirası (TL)	Döviz Tevdiat Hesapları TL Karşılığı	Döviz Tevdiat/TL Mevduat	6 Aydan Uzun Vadeli TL Mevduat	6 Aydan Uzun Vadeli Döviz Tevdiat
2005	150.854	85.257	56,52%	5,27%	8,67%
2006	178.952	114.616	64,05%	1,95%	8,71%
2007	220.681	117.828	53,39%	1,67%	9,94%
2008	282.367	150.348	53,25%	1,60%	9,31%
2009	324.209	160.347	49,46%	1,54%	8,28%
2010	413.476	170.591	41,26%	1,08%	8,53%
2011	437.083	222.477	50,90%	3,34%	8,94%
2012	495.189	239.477	48,36%	2,14%	9,64%
2013	566.502	337.253	59,53%	4,37%	11,37%
2014	634.379	368.090	58,02%	4,01%	10,09%
2015	678.602	531.846	78,37%	3,25%	12,46%
2016	808.721	615.541	76,11%	4,09%	12,99%

***** Bu ve bir sonraki tablodaki mevduatlar, mevduat bankalarının zorunlu karşılığa tabi mevduatlarıdır. Veriler gerçek ve tüzel kişilerin mevduatları ile bankalar arası mevduat (yurt için bankalar arası mevduat hariç) ve mevduat bankalarınca yurt dışı şubeleri adına Türkiye'den toplanan mevduatları içermektedir.

Kaynak: TCMB TL Mevduat ve Döviz Tevdiat Hesapları İstatistikleri

2005 yılında Türkiye'deki bankalarda yaklaşık olarak 151 milyar TL'lik TL cinsinden mevduat bulunurken, döviz tevdiat hesaplarının TL karşılığı ise 85 milyar TL seviyesindeydi. Bir başka ifadeyle döviz tevdiat hesaplarının TL mevduatlarına oranı %56 seviyesindeydi. Bu oran 2006 yılında kurda yaşanan dalgalanmayla birlikte %64'e kadar çıktıysa da TL'nin değerli olduğu dönem boyunca %50 civarında ve hatta zaman zaman altında gerçeklemiştir. Ancak TL'nin son yıllardaki değer kaybının da etkisiyle son iki yılda döviz tevdiat hesaplarının TL mevduatlarına oranı %78'e kadar yükselmiştir. Nihai olarak, 2016'da ekonomide 808 milyar TL'lik ulusal para cinsinden mevduat ve 615 milyar TL'lik yabancı para cinsinden mevduat bulunmaktadır. Böylece 2016 sonu itibarıyla toplam mevduat 1.23 trilyon TL'yi bulmuştur. Bu durumun devamlı bir hal kazanması (TL'nin değerini muhafaza etmeye devam edememesi)[289] ekonominin eski dönemlerdeki gibi bir **dolarizasyon**

[289] Bu noktada paranın temel özelliklerinden birinin (değerini muhafaza etme) çok güçlü bir eğilim olmasa da ortadan kalkma eğilimi göstermesi ekonominin bütün dengeleri için önemlidir.

sürecine girebileceğine dair bir işaret olarak da görülebilir. Bu noktada TCMB'nin enflasyonla mücadele süreci ve iç talebin süreklilik koşulları da belirleyici olacaktır.

Öte yandan Türkiye'deki mevduatların %90'ından fazlasının altı ay veya daha az vadeli olması tasarruflar ile krediler arasında dönüşüm problemine de yol açabilir. Bu noktada hem TL hem de döviz cinsinden tutulan mevduatların son yıllarda kısmen uzun vadeye yayılma eğilimi göstermesi de dikkat çekicidir.

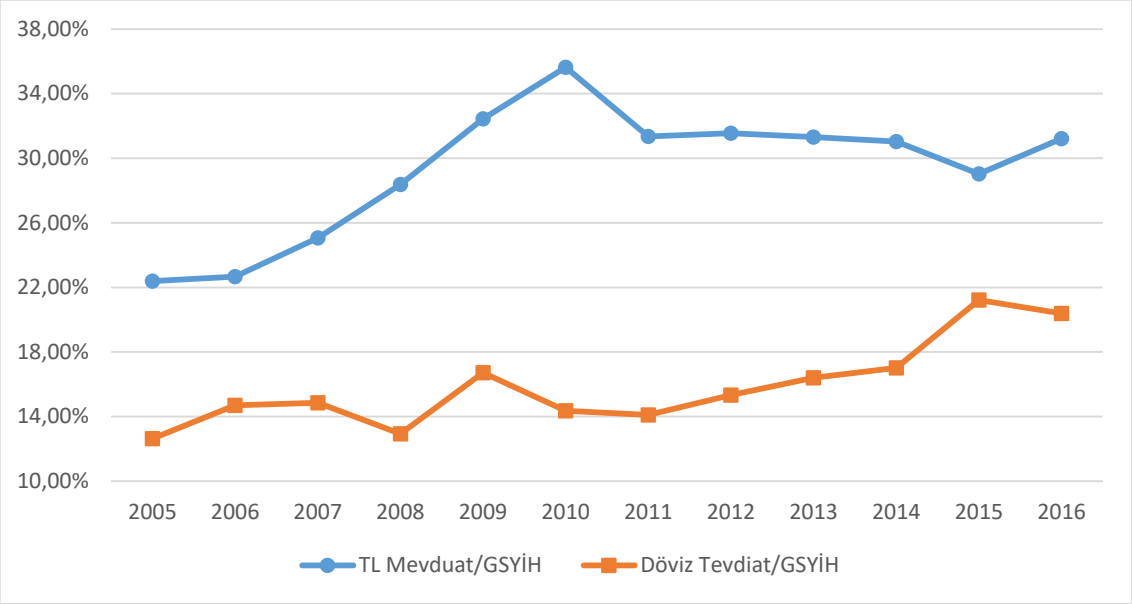
Mevduatların genel gelişiminin ardından döviz tevdiat hesaplarının ayrıca incelenmesi amacıyla, bu hesapların ayrıntılarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 15 Döviz Tevdiat Hesapları (2005-2016 - Milyon)

	ABD Doları (USD)	Avro	Kıymetli Maden Depo Hesapları (USD)	Diğer Dövizler (USD)	USD Cinsinden Toplam
2005	37.131	20.849	-	1.662	63.482
2006	49.118	22.879	-	1.898	81.109
2007	58.247	27.660	-	2.284	100.639
2008	56.802	29.180	-	2.056	99.740
2009	60.703	31.132	-	2.258	107.811
2010	64.859	32.648	-	2.451	110.946
2011	64.566	34.761	5.827	2.414	117.781
2012	73.553	37.190	8.211	3.516	134.341
2013	79.645	46.700	8.260	3.683	156.107
2014	85.970	51.623	5.940	3.949	158.782
2015	109.583	59.003	3.375	4.922	182.258
2016	98.640	63.441	4.469	4.920	174.909

Kaynak: TCMB TL Mevduat ve Döviz Tevdiat Hesapları İstatistikleri

2005'ten günümüze tutulan döviz tevdiat hesapları istatistikleri incelendiğinde Türkiye'de TL cinsinden mevduatlarda olduğu gibi döviz cinsinden mevduatlarda da büyük bir gelişim olduğu açıktır. Nitekim ABD doları cinsinden tevdiat hesaplarının değeri 63 milyar dolardan 175 milyar dolara kadar yükselmiştir. Benzer şekilde mevduatların GSYİH'ye oranı da yükselmiştir. TL mevduatlarının TL cinsinden GSYİH'ye, döviz tevdiat hesaplarının da dolar cinsinden GSYİH'ye oranı aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 27 TL Mevduat ve Döviz Tevdiat Hesaplarının GSYİH'ye Oranı (2005-2016)

Kaynak: TCMB İstatistikleri ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır.

Mevduatların GSYİH'ye oranının gelişimine baktığımızda TL mevduatlarının GSYİH'ye oranı 2005'te %22 seviyesindeyken 2010'a kadar hızla artarak %36'ya ulaşmıştır. 2011'deki düşüşün ardından GSYİH büyümesine benzer bir büyüme gösterdiği için TL mevduatlarının GSYİH'ye oranı yatay seyretmiş ve 2016'da %32 olmuştur. Döviz tevdiat hesaplarının dolar cinsinden GSYİH'ye oranı ise 2005'te %12 olarak gerçekleşmiştir. Bu hesapların GSYİH'ye oranının hareketi TL mevduatlarına göre kısmen farklılaşarak, genel olarak yukarıya doğru olmuş ve 2016'da %21 seviyesine gelmiştir.

4.4.3.2. Borsanın Yükselişi

Bankacılık sistemindeki gelişmelerin yanında Türkiye'deki finansal sektörün önemli bir ayağını oluşturan borsadaki gelişmeleri de incelemek gereklidir. Bu bağlamda borsanın 2002 sonrasındaki seyrine ilişkin göstergeler aşağıda sunulmuştur.

Tablo 16 Borsa ile İlgili Büyüklükler (2002-2016)

	Borsa İşlem Hacmi*	Ortalama Borsa Endeksi	Dolar Bazlı Endeks	İşlem Gören Firma Sayısı
2002	69.937	10.987	0,73	289
2003	98.160	12.271	0,82	298
2004	146.605	19.912	1,40	307
2005	200.858	29.382	2,19	316
2006	222.724	39.779	2,78	329
2007	294.295	48.239	3,71	332
2008	247.893	37.801	2,92	323
2009	305.036	37.532	2,43	322
2010	411.469	59.374	3,96	344
2011	393.910	60.782	3,64	368
2012	357.779	63.649	3,55	404
2013	419.362	78.060	4,11	424
2014	393.976	75.191	3,44	425
2015	374.449	80.583	2,96	416
2016	327.118	77.210	2,56	405

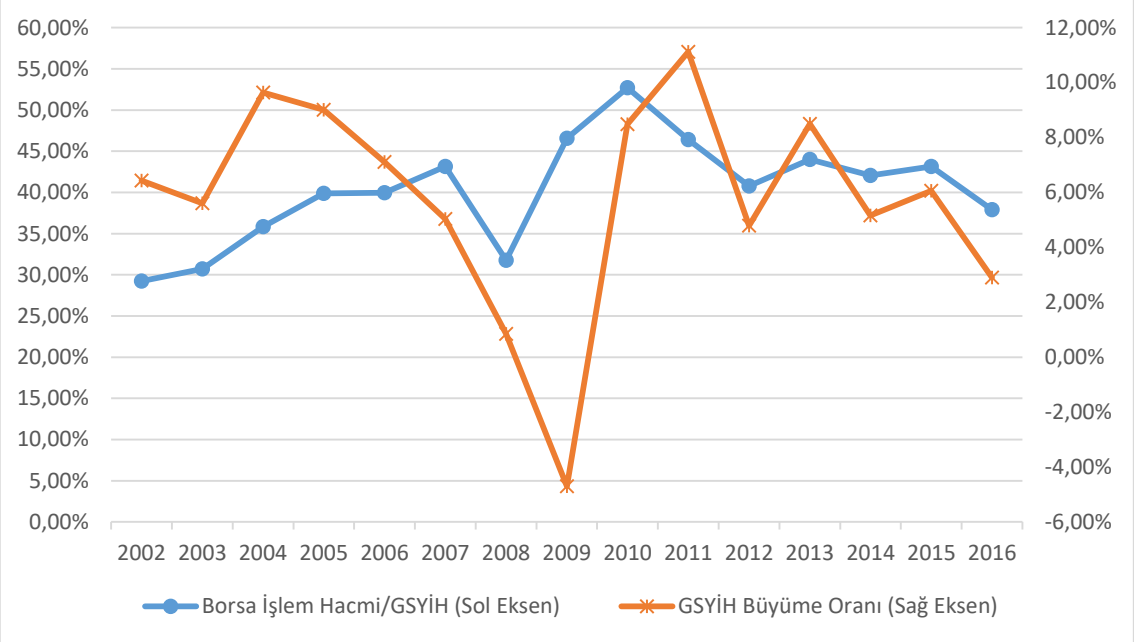
***Borsa işlem hacmi milyon dolar cinsindendir.

Kaynak: SPK Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler ile Hazine Mali Piyasalar İstatistikleri üzerinden derlenmiştir.

Bir finansallaşma göstergesi olarak ele alınabilecek borsa gelişmelerine baktığımızda 2002 – 2016 döneminde Türkiye'de menkul kıymetler piyasasının genel olarak genişlediği söylenebilir. Borsanın işlem hacminin 70 milyar dolardan 8 yılda 400 milyar dolarlara çıkması ekonominin finansal dağınıklıkları mas etme kapasitesini yükseltebilecek bir unsur olmakla birlikte ekonominin daha da finansallaşmasını sağlayan bir yapıya işaret etmektedir. Bu bağlamda küresel krizden sonra borsanın işlem hacmi dolar bazında gerilemesine rağmen borsada işlem gören firma sayısı yükselmeye devam etmiştir. Nihai olarak borsa işlem hacmi halen 300 milyar doların üzerindedir ve değer kaybeden TL'ye rağmen dolar bazlı endeks 2009 yılına göre daha yukarıdadır.

Borsanın milli gelire oranı da dönem boyunca dalgalanmalar göstermiş ve ekonominin son 15 yıldaki iki ayrı eğilimi borsa işlem hacmi/GSYİH oranına da

yansımıştır. Bu gösterge, GSYİH büyümesiyle birlikte aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 28 Borsa İşlem Hacmi/GSYİH ve GSYİH Büyüme Oranı (2002-2016)
Kaynak: SPK Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır.

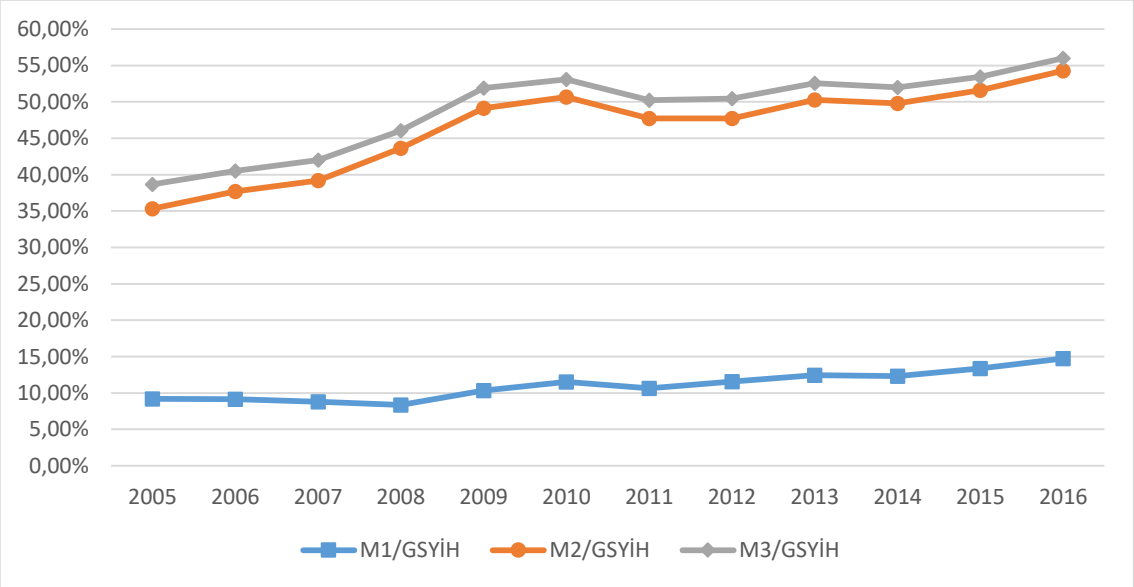
Türkiye ekonomisinin büyüme performansının göreli olarak iyi olduğu dönemde dolar bazında borsanın işlem hacmindeki yükselişin milli gelir artışı hızını aştığı, küresel kriz süreciyle birlikte dalgalandığı ve son yıllarda yatay bir görüntü çizdiği söylenebilir. Bu bağlamda gerek uluslararası sermaye bolluğu ya da kıtlığının etkisi gerekse ülkenin genel ekonomik performansının etkisiyle bir finansal gösterge olan borsa işlem hacminin gelişmelere hızlı tepki gösterdiği söylenebilir. Ayrıca GSYİH büyüme oranı ile borsanın işlem hacminin GSYİH'ye oranının dönem boyunca benzer bir görüntü sergilediği veya GSYİH büyümesinin bir dönem geriden geldiği söylenebilir. Bu açıdan bütünsel bakıldığında 2002-2016 döneminin iki farklı konjonktürel eğilim gösterdiği bu grafikten de okunabilmektedir.

Bu noktada sermaye hareketleri hem kurları hem de borsa hareketlerini belirleyen unsurlardan biri olmuştur. Bu bağlamda eski adıyla İMKB, yeni adıyla

BİST olan Borsa İstanbul endeksinin hareketinin kurların, özellikle portföy yatırımlara egemen olan Dolar'ın, hareketi ile ters yönlü olması beklenebilir.[290]

4.4.3.3. Para Arzı Gelişmeleri

Türkiye'de enflasyondaki düşüşün temelinde para arzındaki sıkılaşmanın değil kur gelişmeleri, sıkı maliye ve gelirler politikası ve faiz oranları olduğundan bahsetmiştik. Para arzındaki gelişmeler yukarıda gösterildiği üzere literatürde bir finansal derinleşme göstergesi olarak ele alınmaktadır. Bu bağlamda Türkiye için de para arzı/GSYİH ilişkisine bakmak gerekmektedir.



Grafik 29 Para Arzı Göstergelerinin GSYİH'ye Oranları (2005-2016)

Kaynak: TCMB EVDS ve TÜİK Ulusal Hesaplar verilerinden hareketle hesaplanmıştır.

Türkiye'de 2005 yılında M2 ve M3 para arzı göstergelerinin GSYİH'ye oranı sırasıyla %35 ve %38 seviyesindeyken dönem sonunda sırasıyla %54 ve %56'ya yükselmiştir. M1 para arzının GSYİH'ye oranı ise %9'dan %15'e tırmanmıştır. Bu

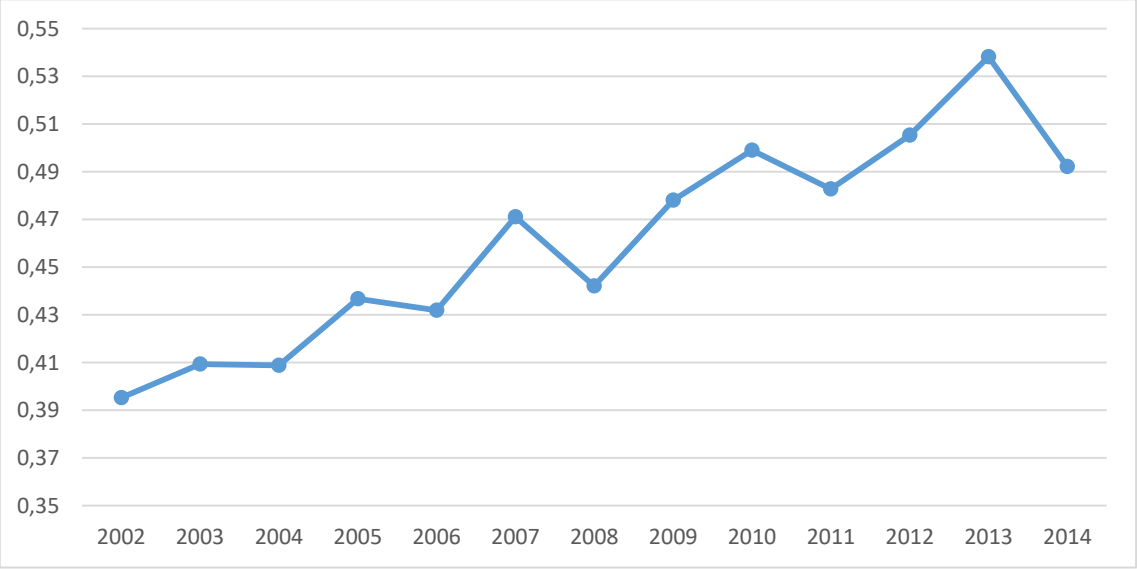
[290] Türkiye gibi çevre ekonomilerinde, istenilen sermaye girişi yakalanamaması nedeniyle ulusal para değer kaybetme eğilimindeyken ve büyüme ve istihdam göstergeleri çok parlak değilken borsa endeksi yükseliyorsa orada muhtemelen bir borsa balonu oluşuyor denebilir. Bu balonun da orta veya uzun vadede mutlaka patlayacağı unutulmamalıdır.

bağlamda Türkiye'de monetarist söylemin popüler argümanı olan para arzının kısılması ile enflasyonun düşürülmesi söz konusu olmamıştır. Aksine TCMB para arzını genişleterek ekonominin parasal enjeksiyon kanallarını büyütmeyi hedeflemiştir. Bu durum Türkiye'de yaşanan dezenflasyon sürecinin aslında maliyet kaynaklı olduğunun göstergelerinden biridir.

Tüm bu göstergeler bağlamında finansal olarak 2000'li yıllarda "gelişen" Türkiye'nin zaruri olarak gündemine giren finansal istikrar hedefi de göstergeler bağlamında ele alınması gereken konu başlıklarıdır.

4.4.3.4. Finansal Gelişim ve Finansal İstikrar

Türkiye 2001 krizi sonrası süreçte uygulanan kararlarla finansal derinlik kazanırken ekonominin finansal gelişmişlik endeks puanı da IMF göstergeleri çerçevesinde yükselmiştir. Bu tarihsel gelişim aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



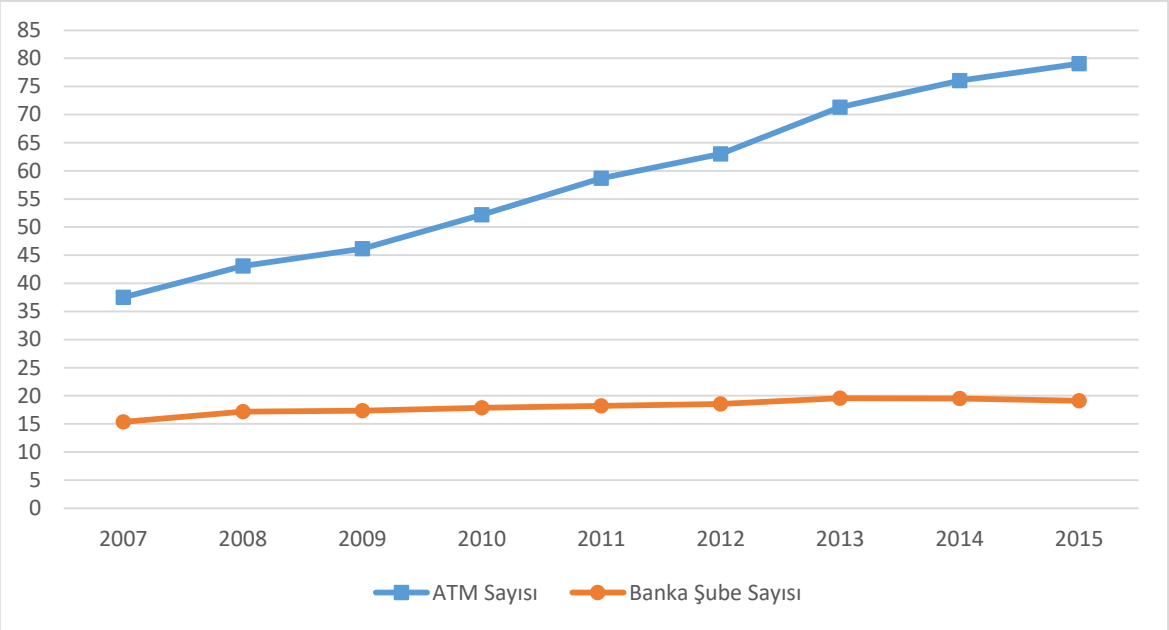
Grafik 30 Finansal Gelişmişlik Endeksi (2002-2014)

Kaynak: IMF Data

IMF'nin finansal gelişmişlik endeksine göre Türkiye'nin endeks puanı 2002'de 0,39 seviyesindeyken 2007'ye kadar düzenli bir artışla 0,47'ye kadar

yükselmiştir. 2008 ve sonrasında dalgalanmasına rağmen genel olarak yükseliş trendinde olan bu endeks 2014 yılı sonu itibarıyla 0,49 seviyesindedir.

Finansal gelişmişlik endeksindeki yükseliş ülkenin finansal araçları kullanma yoğunluğu, finansman kaynaklarının çeşitliliği, gibi birçok etmenden etkilenmekle birlikte finansal hizmetlere erişimle de alakalıdır. Bu bağlamda Türkiye'de son yıllardaki durum aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



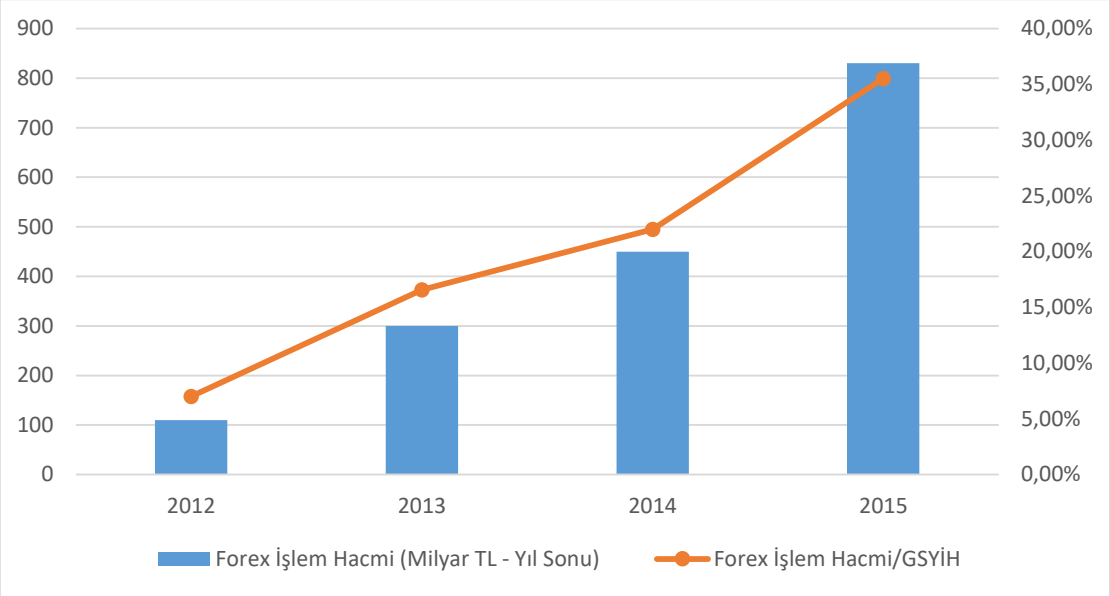
Grafik 31 Finansal Erişim Göstergesi Olarak 100.000 Kişi Başına ATM ve Banka Şube Sayısı (2007-2015)

Kaynak: IMF Data

Türkiye'de borçluluğu artıran unsurlardan biri de kişilerin finansal kaynaklara olan erişim kolaylığı olmuştur. Süreçte harcamayı ve borçlanmayı kolaylaştıran enstrümanlardan biri de banka ATM ve şube sayısındaki gelişimdir. Bu bağlamda Türkiye'de 2007'de 100.000 kişi başına düşen ATM sayısı 37, banka şube sayısı 15 iken, 2015'te bu sayılar sırasıyla 79 ve 19'a yükselmiştir. Bu bağlamda bankacılık sektöründeki gelişim, ekonominin diğer sektörlerine göre geometrik olarak artış sergiler yapıda olmuştur.

Finansal gelişim göstergesi olarak ele alınabilecek bir diğer unsur da ekonominin foreks işlem hacmidir. Döviz ticareti üzerinden gelir elde etme

gayesiyle yapılan işlemlerin yer aldığı foreks piyasası dünyada ve Türkiye'de kaldıraçlı işlemlerin, aracı kurumlar vasıtasıyla ve SPK kontrolünde, yapıldığı likit bir piyasadır. SPK düzenlemeleriyle 2011 yılından itibaren yasal olan piyasanın, işlem hacmindeki gelişimler yıl sonu verileri itibarıyla aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 32 Türkiye'de Forex Piyasası İşlem Hacmi ve GSYİH'ye Oranı (2012-2015)

Kaynak: Integral Forex istatistikleri ve TÜİK Ulusal Hesaplar istatistiklerinden hareketle tarafımızca hesaplanmıştır.

Ocak 2012'de 70 milyar TL seviyesinde olan forex piyasası işlem hacmi yıl sonunda 110 milyar TL'ye ulaşmış ve özellikle 2014'ün ikinci yarısından sonra hızla artarak 2015 sonunda 900 milyar TL seviyesine yaklaşmıştır. İşlem hacminin GSYİH'ye oranı ise ilgili dönemde %7'den %35'e kadar yükselmiştir.

Tüm bu finansal gelişim göstergelerinin ardından küresel kriz sonrası tüm dünyanın ve 2010'dan itibaren de TCMB'nin temel hedeflerinden biri olan finansal istikrar üzerine oluşturulan endeksleri incelemek doğru bir yaklaşım olacaktır. Bu alanda 1990'larda parasal koşullar endeksi hazırlayan Kanada Merkez Bankası'nın

öncü rolü söz konusudur.[291] Zamanla bu çalışmaların kapsamı gelişmiştir. Bir tür erken uyarı sistemi gibi çalışabilecek ve reel sektörle olan gecikmeli bağlantılarai gösterebilecek olan **finansal istikrar endeksi** çalışmalarında, bankacılık rasyoları, kredi ve para arzı gelişmeleri, hane halklarının finansal durumu, genel makro iktisadi göstergeler ve güven endeksleri gibi birçok gösterge farklı ağırlıklarla yer alabilmektedir.[292] Tekil bir gösterge oluşturma çabası bu manada literatürde halen araştırmaya açıktır. Ayrıca finansal istikrar endeksi çalışmaları finansal sağlamlık veya finansal kırılganlık çerçevesinde de yapılabilmektedir.

Türkiye için bir finansal istikrar endeksi oluşturulması konusunda literatür geniş değildir. Bu konuda Türkiye için bir endeks oluşturan Tiryaki'ye göre, bankacılık sistemi 1990'dan 2010'a olumlu yönde gelişmiştir.[293] Sanar ve Kara'nın yaptığı çalışmaya göre[294] endeks değeri farklı yaklaşımlara göre farklı sonuçlar verebilmektedir. Bu açıdan 2007-2015 dönemi için finansal istikrarın dengede olması veya olumlu yönde değişmesi söz konusudur. Nimet ve Serdar Varlık'ın çalışmasına göre de[295] Türkiye'deki bankacılık sağlamlık endeksi 2004'ten 2015'e hafif bir düşüş eğilimi göstermiştir. Yine Kara, Özlü ve Ünalmış'ın 1989-2014 dönemini kapsayan çalışmasına göre[296] finansal koşullar endeksi oldukça dalgalı olmuştur. Endeks 2002-2007 döneminde genel olarak pozitif (destekleyici) görünümdeyken kriz dönemi olan 2008'e kadar gerilemiş ve bu yılın son çeyreği ve 2009'un ilk yarısında negatif (sıkılaştırıcı) görünümde olmuştur. 2010'da pozitif görünüme geçen endeks 2011 ve 2012'de 2008'deki seviyesine geri dönmesine rağmen 2013'ün ilk çeyreğinden itibaren pozitif değere geçmiştir. 2014'ün ilk çeyreğinde yeniden negatif görünüm alan endeks yıl sonunda sıfır değerine

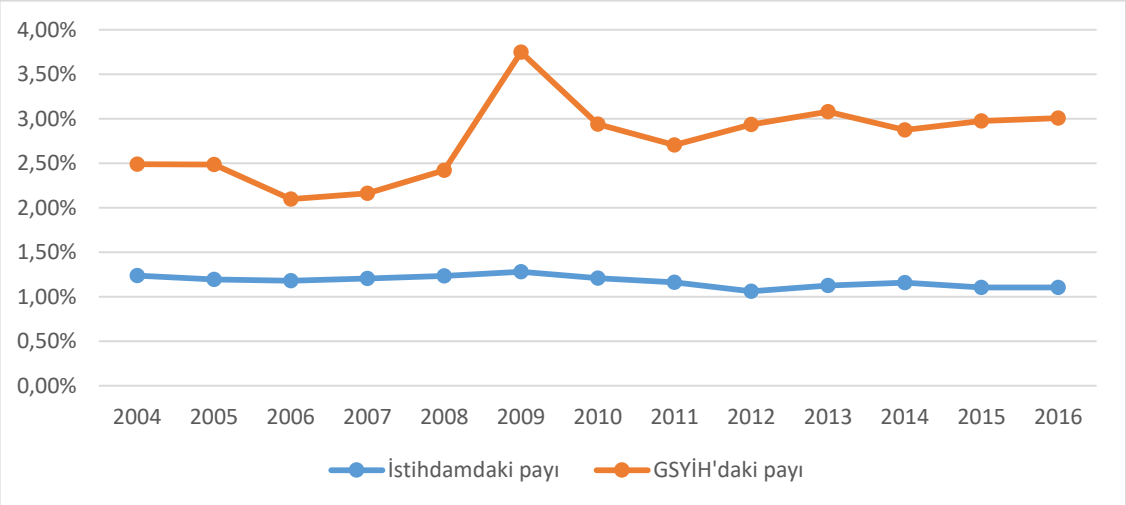
[291] Bkz. Jan Hatzius, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, Kermit L. Schoenholtz ve Mark W. Watson. "Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis". **NBER Working Paper** No. 16150. 2010. s.6.
[292] Blaise Gadanecz and Kaushik Jayaram. "Measures of financial stability – a review." **IFC Bulletin** No:31 2009. ss.367-369.
[293] Bkz. Göksel Tiryaki. **Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri. (1990-2010 Türkiye Tecbesi Işığında)**. TBB Yayın No: 289. İstanbul. 2012.
[294] Faruk Sanar ve Mahmut Kara. "Finansal İstikrar Kavramı ve Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi." **Ekonomik Yaklaşım** Cilt: 27. Sayı:101. 2016 s.138.
[295] Nimet Varlık ve Serdar Varlık. "Risk Algısının Türkiye'de Bankacılık Sektörüne Etkileri: Bankacılık Sağlamlık Endeksi İle Bir Değerlendirme." **Yönetim ve Ekonomi** Yıl:2016 Cilt:23 Sayı:2. s.549.
[296] Hakan Kara, Pınar Özlü ve Deren Ünalmış. "Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi". **TCMB Çalışma Tebliğ** no:15/13. 2015. ss.12-15.

yaklaşmıştır. Çalışmanın bir diğer kritik sonucu da finansal koşullar endeksi ile ekonomik aktivite arasındaki paralel ilişkinin 2011'den itibaren kopmuş olmasıdır.

Genel olarak Türkiye'deki bankacılık sektörünün 2001 krizi sonrası bir iyileşme sergilediği söylenebilir. Diğer makro göstergelerin de etkisiyle Türkiye'nin finansal gelişmişliği ve istikrarı 21. yüzyıl başına göre daha iyi durumdadır. Ancak sonraki bölümlerde gösterileceği üzere ekonominin kırılganlık noktası reel sektör ve hane halklarının yükümlülükleridir.

4.4.3.5. Finans Sektörü – GSYİH Bağlantısı

Türkiye'de finansallaşmanın özgün sonuçlarının yaşandığı kar dönüşümü ve borçlanma alanındaki gelişmelere geçmeden önce bir bütün olarak finans sektörünün kontrol ettiği krediler ve mevduatlara rağmen reel ekonomiye ne kadarlık katkı yaptığının incelenmesi GSYİH hesaplarında bir alt sektör olan finans sektörünün nasıl çalıştığının bir göstergesi olarak ele alınabilir. Bu açıdan finans ve sigorta sektörünün GSYİH'ye ve istihdama yaptığı katkı aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



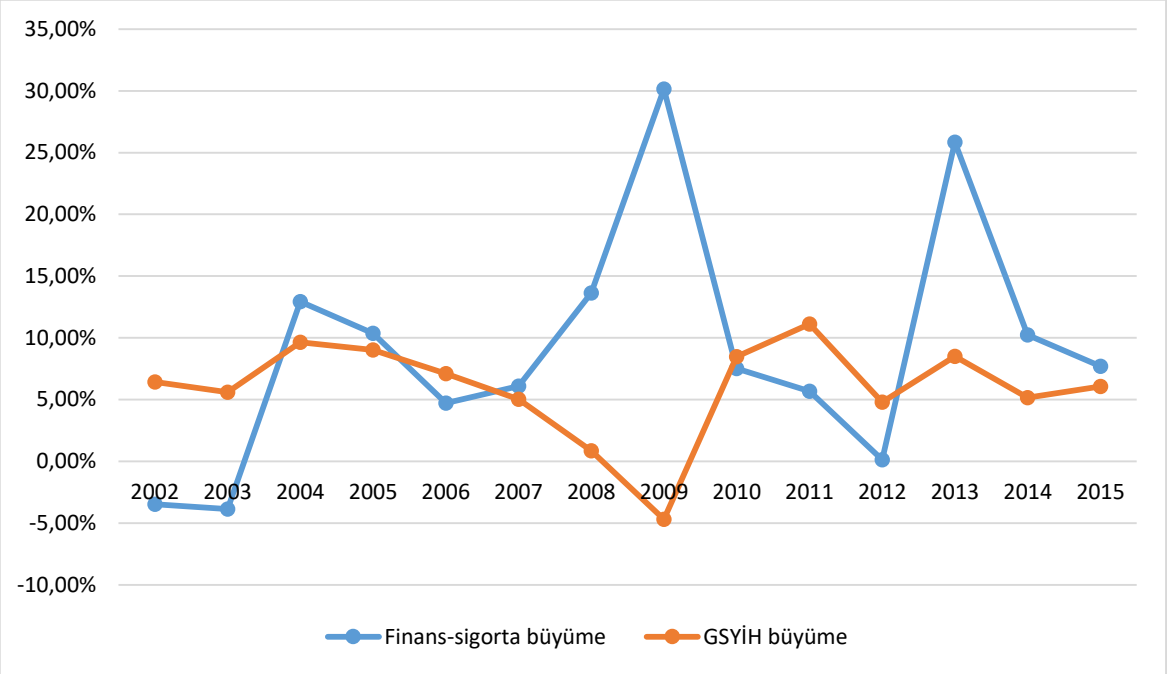
Grafik 33 Finans ve Sigorta Sektörünün İstihdama ve GSYİH'ye Katkısı (2004-2016)

Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar ve İstihdam verilerinden hareketle hesaplanmıştır.

Türkiye'de son dönemde, bir hizmet sektörü olarak finans ve sigorta faaliyetlerinin ekonominin istihdamına ve milli gelirine katkısı oldukça kısıtlı olmuştur. 2004-2016 döneminin görüldüğü grafikte istihdam payı %1,3 ile %1,1 arasında değişirken dönemin genel istihdam eğilimi çok fazla değişmemiştir. Sektörün milli gelire katkısı veya milli gelirden aldığı pay ise dönem boyunca sektörel istihdama göre çok daha fazla dalgalanmıştır. Küresel finans krizine kadar sektörün milli gelirden aldığı pay %2-%2,5 aralığında seyrederken krizle birlikte bu oran %3,75'e kadar yükselmiştir. Sonrasında ise %3 seviyesinde yatay bir görüntü çizmiştir.

Yukarıdaki grafiğin gösterdiği istatistikler çok kritik bir sonuca işaret etmektedir: Finans ve sigorta sektörü aktüel olarak milyarlarca TL'yi ve dövizi doğrudan veya dolaylı olarak kontrol etmesine rağmen üretkenlik açısından milli gelirin yalnızca %3'ünü oluştururken, istihdam cephesindeki payı ise yalnızca %1 olmaktadır. Bu durum sektörün ekonomide yarattığı etkilerle gerçekten ürettiği değer arasındaki farkın görülmesi açısından oldukça dikkat çekicidir. Sonuçta finans ve sigortacılık faaliyetlerinin ülke ekonomisindeki yeri, reel – finansal ayrımının en açık örneklerinden birini oluşturmaktadır. Fakat finans ve sigorta sektörünün asıl etkisinin **kredi kanalı** ile olduğu ve reel sektörü kendi yarattığı katma değere göre çok daha fazla etkilediği unutulmamalıdır. Ayrıca ekonomideki faizler **varlık fiyatları** yoluyla da (servet etkisi) toplam talebi etkileyebilmektedir. Bu nedenle finans sektörünün yarattığı etkiyi anlamak için salt bu göstergeye bakmak yetersiz olacaktır.

Öte yandan bu süreçte ekonomi git gide finansallaşırken ekonomide finans ve sigorta sektörü büyümesi ile genel olarak GSYİH'nin hareketleri birbirine benzer olmamıştır.



Grafik 34 Finans ve Sigorta Sektörü Büyüme Oranı – GSYİH Büyüme Oranı (2002-2015)

Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar verilerinden hareketle hesaplanmıştır.

Grafikte görünen kısmi ters yönlü hareketin nedeni teorik olarak finans sektörünün reel sektöre göre çok daha hızlı refleks kapasitesine sahip olmasıyla açıklanabilir. Bu bağlamda Türkiye'de finans sektörünün yüksek büyüme gösterdiği 2004, 2008-2009 ve 2013 yıllarının hemen ardından GSYİH büyümesinin ivme kaybetmesi bir Türkiye özgünlüğü olarak da ele alınabilir. Bu noktada şöyle bir paradoks ortaya çıkmaktadır. Türkiye'deki büyüme, sermaye girişinin ve kredi kanallarının (borçlanmanın) genişlemesiyle birlikte yürürken, finans sektörünün aşırı büyüme gösterdiği yıllar, ekonominin dönem ortalamasına göre düşük büyüme performansı sergilediği yıllar olmuştur. Bu durum finansallaşmanın ekonomilerin hem itici gücü hem de frenleyici olarak çalışmasına bir örnek olarak gösterilebilir.

4.4.4. Bankacılık Sektörü ve Reel Sektör Karları Perspektifinden Finansallaşma

2002 sonrası yaşanan finansal dönüşümler ve bankaların önceki döneme göre daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasının yanında ekonomide kredi musluklarını açacak konjonktürün oluşmasıyla bankaların karları dönem boyunca yükselmiştir. Topladığı mevduatları artıran sektör, yabancıların girişleriyle de hızla büyürken, sektörün sisteme içerdiği kişi sayısı da artmıştır. Yukarıda gösterildiği üzere aktifleri artan bankacılık sistemindeki karların gelişimi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 17 Bankacılık Sektörü Gelir – Gider Durumu (2002-2015 - 1000 TL)*

	Net Faiz Geliri	Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	Ticari Kar Zarar (Kambiyo, Türev vb.)	Net Diğer Faaliyet	Kredi ve Diğer Alacaklar Değer Düşüşü	Vergi Sonrası Kar
2002	12.799.014	2.200.455	892.389	-5.720.564	-4.907.613	2.356.998
2003	11.255.993	2.685.729	6.662.363	-7.844.288	-3.421.358	5.610.281
2004	17.677.874	3.965.746	2.302.436	-8.633.657	-3.675.905	6.456.079
2005	18.294.718	4.963.096	2.103.524	-11.506.464	-5.149.383	5.714.742
2006	20.578.624	6.243.038	14.999	-9.016.699	-3.777.866	10.981.399
2007	25.747.821	7.181.580	773.861	-11.136.012	-4.995.954	14.331.479
2008	30.852.398	8.449.733	-205.551	-15.690.881	-7.583.374	12.774.065
2009	41.818.169	9.282.881	1.663.031	-16.611.293	-12.086.055	19.477.317
2010	38.744.610	9.923.838	169.028	-15.874.611	-6.744.815	21.360.250
2011	39.357.104	11.734.359	-425.836	-18.951.403	-7.890.402	19.041.611
2012	51.916.822	12.723.765	1.365.416	-24.587.976	-12.464.882	22.606.566
2013	56.966.201	15.129.680	465.627	-28.625.289	-15.387.610	23.613.342
2014	64.890.636	17.276.929	-2.759.663	-32.222.249	-16.175.457	24.466.169
2015	83.227.489	18.950.167	-6.263.481	-38.378.378	-19.586.196	25.644.295

***Bu tabloda bilançodaki bazı kalemler seçilmiştir. Bu nedenle ilk beş sütunun toplamı vergi sonrası karı vermeyecektir.

Kaynak: TBB İstatistikleri

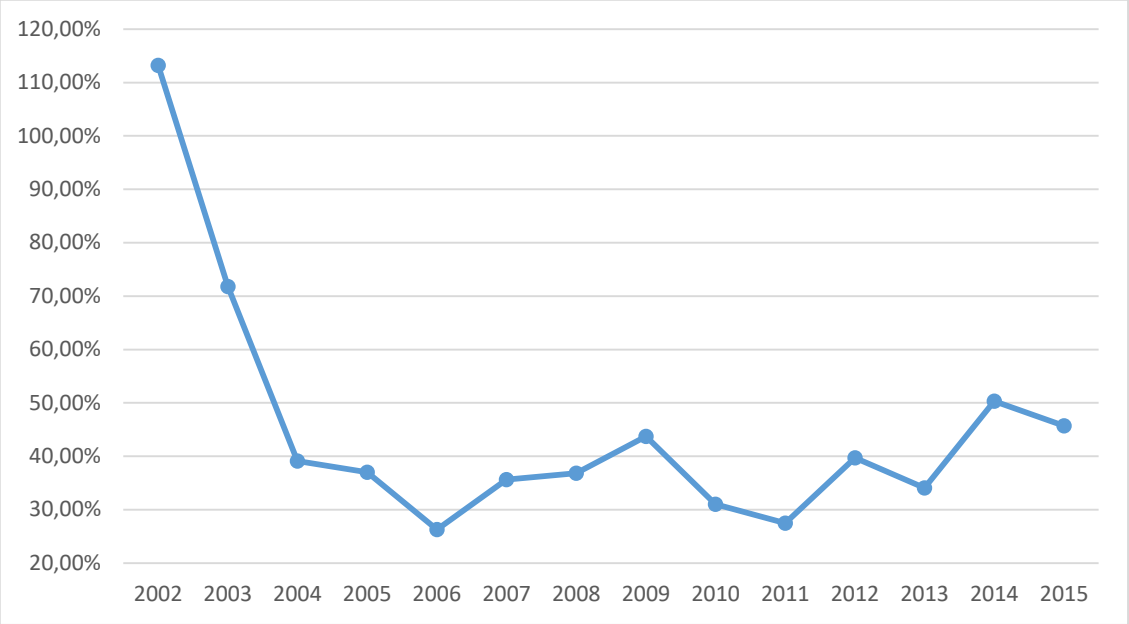
2002'den 2015'e vergi sonrası karlarını 2.3 milyar TL seviyesinden 25.6 milyar TL seviyesine çıkaran bankacılık sektörü, GSYİH'nin cari fiyatlarla yedi katına çıktığı 2002-2015 döneminde karını yine cari rakamlarla 15 katına çıkarmıştır. Bir

başka ifadeyle bankacılık sisteminin karlarındaki gelişim ekonominin genel büyüme performansını ikiye katlamıştır. 2016'da ise bankacılık sektörü büyük bir sıçrama yaparak toplam karlılığını bir önceki yıla göre %42 artırarak 36.4 milyar TL'ye çıkarmıştır.[297]

Bankacılık sektörünün karının en temel kaynağı olarak net faiz gelirleri dikkat çekmektedir. 2002-2015 döneminde diğer gelir ve giderler hesap dışı tutulduğunda bankalar, yalnızca faizler üzerinden elde ettiği net geliri 12.8 milyar TL'den 83.3 milyar TL'ye çıkarmıştır. Bir diğer kritik nokta da yukarıda sunulan net ücret ve komisyon gelirlerinin büyüklüğüdür. Bir bankanın temel geliri faiz ve zaman zaman kambiyo işlemleri üzerinden gelmesine rağmen, bu gelirler de Türkiye'deki bankacılık sistemine gelir olarak enjekte olan önemli kalemlerdendir. Faiz gelirlerinin 6,5 katına çıktığı dönemde bu gelirler 8,5 katına çıkmış ve 2.2 milyar TL'den 19 milyar TL sınırına yaklaşmıştır. Böylece 2002'de bu iki temel gelir kalemi toplam 15 milyar TL seviyesindeyken, 2015'te 100 milyar TL'yi aşmıştır. Bu açıdan bankaların faizler ve ücret-komisyon üzerinden elde ettiği gelirler bu dönemde ciddi miktarda artmıştır. Bu bağlamda Lapavitsas'ın **finansal müsadere** teorisine bu spesifik örnekle Türkiye için işlerlik kazandırmak mümkündür.

Finansallaşma açısından incelenmesi gereken bir diğer nokta da reel sektör firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlara oranla ne seviyede olduğudur. ISO'nun 500 Büyük Sanayi Kuruluşu için yaptığı yıllık raporlar çerçevesinde, yaratılan katma değer ve ihracat gibi birçok alanda ekonominin lokomotifi olan bu kuruluşlar için faaliyet dışı gelirlerle karlar arasındaki ilişkiyi incelemek mümkündür.

[297] Bkz. TBB İstatistikleri. Tablonun hazırlandığı dönemde 2016 karı için yukarıdaki tabloda sunulan türden bir ayrıştırma söz konusu olmaması nedeniyle bu yıl tabloya eklenmemiştir.



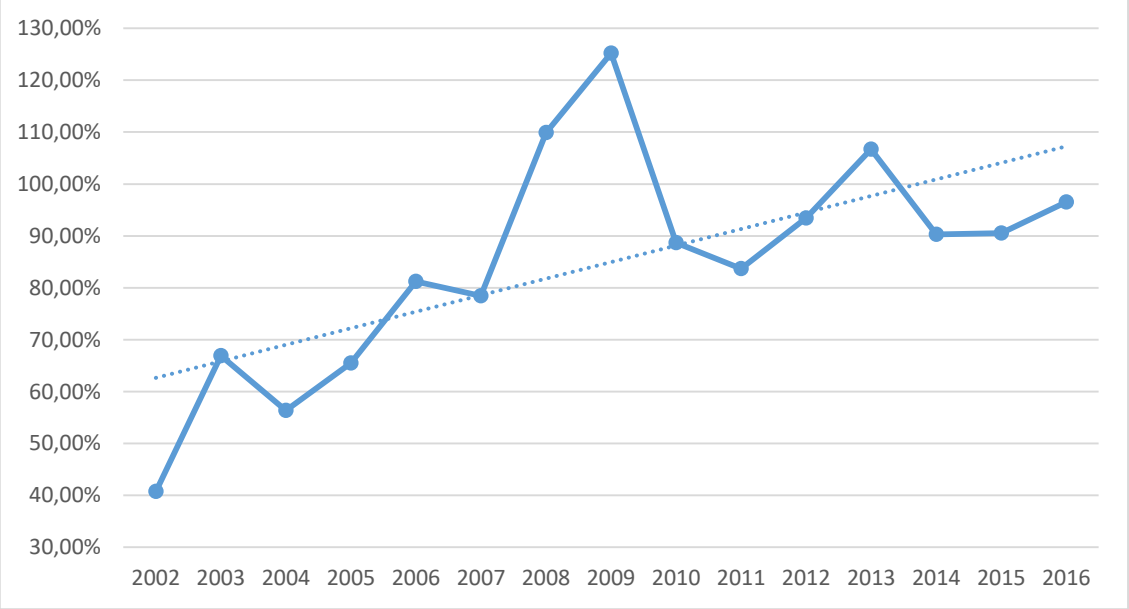
Grafik 35 500 Büyük Sanayi Kuruluşunda Faaliyet Dışı Gelirlerin Dönem Karına Oranı (2002-2015)*

*2009 öncesi ISO 500 içindeki özel şirketleri, 2009 ve sonrası tüm şirketleri kapsamaktadır.

Kaynak: ISO 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Raporları 2006-2015.

1999-2001 kriz sürecini faaliyet dışı gelirleri sayesinde atlatan bu kuruluşların faaliyet dışı gelirlerinin karlara oranı, kriz sonrası toparlanma yıllarında hızla gerileyerek 2004'te %39'a kadar inmiştir. Dikkat edilirse faaliyet dışı gelirlerinin 2001 krizi sonrası ilk kez pik yaptığı yıl, yine bir kriz yılı olan 2009 yılı olmuştur. 2009'da %44'e kadar yükselen bu oran kriz sonrası toparlanma ile eski seviyelerine gelmiş ve %30-40 bandında kalmıştır. Fakat 2014 ve 2015 yıllarında faaliyet dışı gelirlerin karlara oranının yeniden %50 seviyesini zorlar hale gelmesi reel sektör açısından satış karlılığında problemler olduğu anlamına gelebilir. Bu durum resmi kurumların yayımladığı iktisadi büyüme rakamlarıyla uyumsuz gibi görünse de ekonominin içinde bulunduğu konjonktürü anlayabileceğimiz bulguları sunar niteliktedir. Bu durum geçici bile olsa aktüel olarak reel sektörün içinde bulunduğu gerçeklik, karların yarısının faaliyet dışı gelirlerden elde edildiği bir konjonktürdür.

Kar oranları konusunda ele alabileceğimiz bir diğer gösterge de, önceki dönem için de sunulan, bankacılık sektörü karlarının miktar olarak büyük sanayi şirket karlarına oranıdır. 2002 sonrası için bu alandaki gelişmeler aşağıdaki grafikte sunulmuştur.



Grafik 36 Bankacılık Sektörü Karı/İSO-500 Karı (2002-2016)

(Kesikli çizgi eğilimi göstermektedir.)

Kaynak: TBB İstatistikleri ve ISO 500 2006-2015 Raporlarından hareketle hesaplanmıştır.

Bankacılık sektörü ile ISO 500 şirketlerinin net dönem karlarının miktar olarak karşılaştırıldığı yukarıdaki grafikteki eğilim göz önüne alındığında 2002'den 2016'ya bu oranın yükseldiği görülebilir. Nitekim 2002'de bankacılık sektörünün toplam karı ISO 500 şirketlerinin toplam karının %40'ı düzeyindeyken 2016 yılı itibarıyla karlar neredeyse eşitlenmiştir. Bankacılık karının göreli olarak patlama yaşadığı 2008-2009 kriz dönemi dışarıda bırakılsa dahi bankacılığın, reel sektöre göre daha karlı olma eğilimi gösterdiği açıktır. Bir başka ifadeyle hizmet sektörünün bir parçası olan bankacılık, ekonominin üretken alanına göre daha yüksek kazançlar vadetme eğilimindedir.

4.4.5. Borçların Özelleşmesi ve Sonuçları

Türkiye ekonomisinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile birlikte borçluluk devletten özel sektöre ve hane halkına kaymıştır. 2001 krizi sonrası konulan "mali disiplin" hedefi büyük ölçüde tutturulmasına rağmen ekonominin toplam borç yükü dönem boyunca artmaya devam etmiştir. Kamu kesiminin bütçe dengesi sağlıklı bir yapıya kavuşurken geçmiş krizlerde başrolü oynayan kamu borçları sorunu büyük ölçüde ortadan kaldırılmış ancak borç yükü yön değiştirmiştir. Talep cephesini canlı tutan bu borçlanma hareketi büyümenin temel dinamiklerinden biri olmuştur. Borçlanma dinamiklerindeki bu değişim bir tesadüf olmaktan öte iktisat politikalarının ve konjonktürün yönlendirmesi sonucu olmuştur. Hükümetin sıkı maliye politikasına TCMB'nin enflasyon hedeflemesi programı da eklenince ekonomideki aktörler birçok enstrüman vasıtasıyla daha fazla borçlanmaya özendirilmiştir. Bu noktada öne çıkan hususlar şöyledir:

- Ekonominin 2002 sonrası girdiği büyüme konjonktürünün siyasi istikrar algısı ile birleşmesi ve yeni borçlanma/finansman kanallarının açılması,
- Yukarıda bahsedilen faiz kur arbitrajı dinamiği ve uluslararası sermaye bolluğu ile firmalar ve bankalar açısından yurt dışından düşük faizle döviz cinsinden borçlanmanın cazip kılınması,
- Bankaların 2001 krizi sonrası tüketici kredilerine önem vermesi, teknolojik gelişmenin ve tüketim kültürünün de etkisiyle hane halkının kredi kullanım oranının artması,
- Enflasyondaki düşüşle birlikte ekonomideki aktörlerin uzun vadeli kredilerle (konut kredisi gibi) tanışması.

Bu bağlamda kamunun, özel sektörün ve hane halklarının borç yapısındaki gelişmelere bakmak yerinde olacaktır.

Tablo 18 Kamu Borç Stoku Gelişmeleri (2002-2015 – Milyar TL)

	Kamu Brüt Borç Stoku	Kamu Brüt Borç Stoku/GSYİH	Kamu Net Borç Stoku	Kamu Net Borç Stoku/GSYİH
2002	256,8	71,5	215,3	59,9
2003	297,5	63,6	250,8	53,6
2004	333,0	57,7	274,5	47,6
2005	351,2	52,1	270,1	40,1
2006	365,6	46,3	257,9	32,7
2007	355,0	40,3	247,9	28,2
2008	407,3	40,9	267,1	26,8
2009	464,8	46,5	309,0	30,9
2010	496,5	42,8	317,2	27,3
2011	546,0	39,2	289,6	20,8
2012	562,7	35,9	240,5	15,3
2013	622,9	34,4	197,2	10,9
2014	649,9	31,8	186,8	9,1
2015	722,1	30,9	161,0	6,9

Kaynak: T.C. Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü İstatistikleri

2002 ve sonrasındaki döneme baktığımızda nominal olarak kamunun brüt borç stokunda artış olsa da brüt borcun GSYİH'ye oranının istikrarlı bir şekilde düşerek %71 seviyesinden %30 seviyesine geldiğini görmekteyiz. Net borç stokunun da GSYİH'ye oranı %60'dan %7'ye kadar gerilemiştir. Öte yandan net borç stokunun 2010 sonrasındaki nominal düşüşünde ise tabloda gösterilmeyen TCMB ile kamunun net varlıklarındaki artışın ve işsizlik sigortası ödemelerinin etkisi söz konusudur. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde 2001 Krizi sonrası konan "mali disiplin" hedefi tutturulmuş ve AB'nin ortaya koyduğu **Maastricht Kriterleri**'nden borcun milli gelire oranının %60'ın altında kalması kriterine bir uyum söz konusu olmuştur. Ancak Türkiye ekonomisi bir bütün olarak bu süreçte daha az borçlu hale gelmemiştir. Borçluluğun yönü değişmiş ve özel sektör ile hane halkları daha önce karşılaşmadığı boyutlarda borçlanma deneyimi yaşamıştır. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde 2002 sonrası özel sektör ve hane halkının borçluluğunun nicel ve nitel dönüşümü ayrı ayrı incelenmelidir.

4.4.5.1. Reel Sektörün Borç Dinamikleri

Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrası reel sektör için, gerek ekonominin içinde bulunduğu olumlu konjonktür gerekse TL'nin değer kazanma sürecine girmesi gibi nedenlerle dış borç alarak iç üretkenliği artırmak oldukça avantajlı olmuştur. Özellikle küresel finans krizine kadar değerli TL'nin avantajını kullanan reel sektör için borçlanmak bir alışkanlık haline dönüşmüş ve ondan sonraki yıllarda da kalıcı hale gelmiştir. Öte yandan son yıllarda TL'deki değer kaybıyla birlikte reel sektörün yüklendiği "kur riski" bir risk olmaktan çıkıp gerçekliğe dönüşmüştür. Bu bağlamda tek parti iktidarında reel sektörün borç dinamiklerindeki gelişim aşağıdaki tablo ve grafiklerde gösterilmiştir.

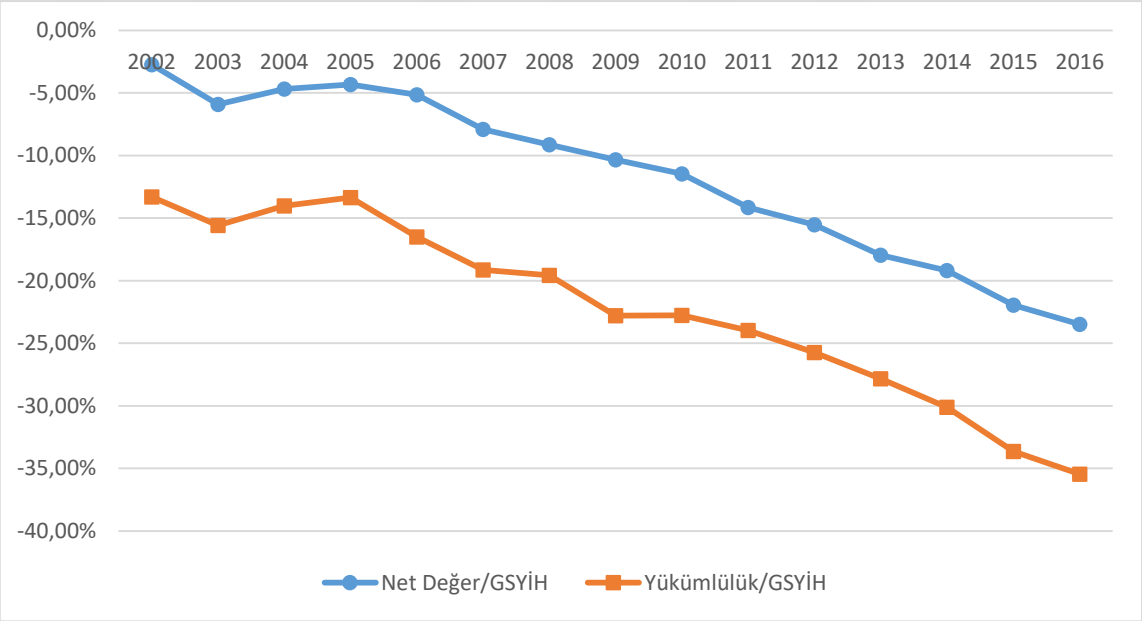
Tablo 19 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Varlık ve Yükümlülükleri (2002-2016 - Milyon $)

	Varlıklar	Yükümlülükler	Net Değer
2002	25.100	31.638	-6.538
2003	30.202	48.618	-18.416
2004	37.671	56.615	-18.944
2005	45.393	67.085	-21.692
2006	62.659	91.063	-28.404
2007	76.132	129.639	-53.507
2008	80.465	150.943	-70.478
2009	80.385	146.988	-66.603
2010	87.379	176.083	-88.704
2011	82.179	200.266	-118.087
2012	89.367	225.623	-136.256
2013	94.056	265.150	-171.094
2014	101.968	281.040	-179.072
2015	100.471	289.140	-188.669
2016	102.887	304.271	-201.384

Kaynak: TCMB Parasal ve Finansal İstatistikler

Finansal kesim dışındaki firmaların varlık ve yükümlülük kalemlerinde 2002 sonrasında dramatik değişimler söz konusu olmuştur. 2002 yılında Türkiye'de reel sektörün varlık-yükümlülük farklı 6,5 milyar dolar seviyesindeyken 15 yılda 30'a katlanmış ve 200 milyar doları aşmıştır. Ekonominin yüksek büyüme performansı

gösterdiği, yurt içi faizlerin düştüğü ve uluslararası sermayeye erişimin nispi olarak daha kolay olduğu 2002-2008 döneminde hem varlıkları hem de yükümlülükleri geometrik olarak artan reel sektör için net değer dönem sonunda -70 milyar dolar olmuştur. Küresel krizin etkisiyle birlikte varlık yapısı olarak büyük bir gelişim kaydedemeyen reel sektörün toplam varlıkları 2013'e kadar neredeyse yatay olarak seyretmesine karşın yükümlülükler artmaya devam etmiştir. 2001 krizinden günümüze uzanan süreçte bu eğilim varlıklar artmaya başlasa bile değişmemiş ve reel sektör açısından Cumhuriyet tarihinin en büyük yükümlülük tablosu karşımıza çıkmıştır. 2016 yılı itibarıyla 300 milyar doları aşan reel sektör borcu ekonominin yeni bir fay hattı haline gelmiştir.



Grafik 37 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Yükümlülükleri/GSYİH (2002-2016)

Kaynak: TCMB Parasal ve Finansal İstatistikler ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır. Yükümlülükler negatif bir büyüklük olarak alınmıştır.

Finansal kesim dışındaki firmaların (reel sektör) varlık ve yükümlülük yapısına baktığımızda GSYİH'ye göre de son 15 yılda çok ciddi dönüşümler yaşandığı dikkat çekmektedir. Reel sektörün 2002 sonrası içinde bulunduğu pozisyonun değişimi GSYİH'ye göre çok farklı olmuştur. Reel sektör firmalarının net varlık durumunun GSYİH'ye oranı 2002 yılında -%2,75 seviyesindeyken ekonominin

yüksek büyüme gösterdiği dönemde çok fazla yükselmemesine rağmen 2008'de -%9'a ulaşmıştır. 2008'den sonra, ekonominin büyüme performansının önceki döneme göre düşük kalmasına karşılık reel sektörün net varlık durumu negatif yönde yükselmeye devam etmiş ve 2016 sonu itibarıyla -%24 seviyesine gelinmiştir. Reel sektörün toplam yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı ise 2016'da %35'i geçmiştir. Bu açıdan Türkiye'nin 2002 sonrası içinde bulunduğu durum 1990'lardan farklı olarak reel sektör kaynaklı kırılganlıklar barındırmaktadır.

Reel sektörün borç dinamiklerinde incelenmesi gereken bir diğer olgu da kısa vadeli dış borç stokudur. Ekonomideki nakit akışını ve reel sektörün yıllık ödeme dengesini etkileyen kısa vadeli borçlar reel sektörün yatırım projeksiyonlarını belirleyen en önemli unsurlardan biridir. Bu bağlamda 2002'de reel kesimin 8 milyar dolar olan kısa vadeli dış borç stoku 2016 sonu itibarıyla 40 milyar doları aşmış durumdadır.[298] Bir yıl içerisinde bu kadar miktarı çevirmek zorunda olan reel sektör için ekonominin kar olanakları ve döviz kurundaki gelişmeler oldukça önemlidir. Bu bağlamda iç talepteki olası bir yavaşlama ve TL'nin yeniden değer kaybetmeye başlaması, geniş ulusal pazara rağmen reel sektörü zor durumda bırakabilir.

2002 sonrası ortaya çıkan yükümlülük üstlenme süreci reel sektördeki mali tabloları ve bilanço yapısını da radikal olarak değiştirmiştir. TCMB'nin 8000'in üzerinde reel sektör firmasından aldığı bilgiler doğrultusunda hazırladığı reel sektör bilanço istatistiklerindeki bazı finansal oranların dönüşümü, borçluluk sürecinin bir çıktısı olmuştur. Bu alandaki gelişmeler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

[298] Bkz. TCMB EVDS üzerinden elde edilen kısa vadeli dış borç stoku istatistikleri.

Tablo 20 Reel Sektör Bilanço Yapısı - Seçilmiş Rasyolar (2002-2015 %)

	Yabancı Kaynaklar/Aktifler (Kaldıraç Oranı)	Özkaynaklar/ Yabancı Kaynaklar	Banka Kredileri/ Aktifler
2002	64,6	54,7	25,5
2003	60,1	66,3	20,5
2004	48	108,3	14,6
2005	49,2	103,3	15,7
2006	50,8	97	18,1
2007	50,8	96,8	18,3
2008	56,1	78,4	22,7
2009	54,4	84	22,3
2010	54,9	82,3	21,2
2011	57,4	74,2	24,2
2012	56,2	77,9	23,8
2013	61,1	63,5	27,9
2014	62,3	60,5	29,8
2015	65,3	53,2	31,8

Kaynak: TCMB Reel Sektör İstatistikleri

Yukarıdaki tabloda 2001 krizinin bilançosunun görülebileceği 2002 yılına baktığımızda, reel sektörün aktiflerindeki yabancı kaynakların payının %64,6 olduğunu, öz kaynakların yabancı kaynakların neredeyse yarısı kadar olduğunu ve kredilerin aktiflerin dörtte birini oluşturduğunu görebiliriz. Bu oranlardaki gelişim 2007'ye kadar olumlu olarak değerlendirilebilir. Zira 2007 itibarıyla düşük kaldıraçla çalışan, kaynak yapısında özkaynakları ile yabancı kaynakları neredeyse eşit olan ve kredi kullanımı göreli olarak düşmüş bir reel sektör karşımıza çıkmaktadır. Bu dönem ekonominin üretken güçlerinin en çok geliştiği ve ekonominin yüksek büyüme performansı sergilediği dönemdir.

2008 ve sonrası süreçte ise reel sektörün artan borçluluğu mali tablolarına da yansımıştır. Nitekim 2015 sonu itibarıyla 2002'dekine oldukça benzer hatta bir miktar daha negatif bir görünüm söz konusudur. Kaldıraç oranı %65'e çıkarken, öz kaynaklar yabancı kaynakların %53'üne kadar gerilemiş ve aktifler içindeki banka

kredisi oranı %32'ye yükselmiştir. Bu manada güncel durumda reel sektör firmaları faaliyetlerini büyük ölçüde yabancı kaynaklar vasıtasıyla sürdürür hale gelmiştir.

Günümüzde Türkiye'deki reel sektör için, 1990'lardaki kamunun durumuna benzeyen bir borç çevrim sorunu söz konusudur. Bugün tüm varlıklarını nakde çevirse dahi 200 milyar doların üstünde ödenemeyecek borcu olan reel sektörün kendisine yeni kar olanakları araması ve yatırımlarını yurt dışına taşıması dahi muhtemeldir. Bu durum da ekonominin üretkenliğini negatif yönde etkileyecektir.

Reel sektörün karlılığını temelde dış ticaret ve iç talep belirlemektedir. Bu açıdan iç talebin sürekliliğini sağlayan ve kamunun boşalttığı borçlanma alanını dolduran ikinci aktör olan hane halkları borçlanma dinamiklerini incelemek gereklidir.

4.4.5.2. Hane Halklarının Borçlulukla Tanışması ve Sonuçları

Türkiye ekonomisi için hane halklarının borç ağına içerilmesi 2002 sonrası süreçte mümkün olmuştur. 1980'ler ve 90'lar boyunca yüksek enflasyon altında yaşamaya alışan hane halklarının yukarıda belirtilen olanaklar ve nedenler ekseninde borç ağına dahil olması 2001 krizi sonrasında mümkün olmuştur. Varlık ve yükümlülük yapısında radikal değişimler olan hane halkları için 2002-2016 dönemi bir borçlanma çılgınlığı dönemi olarak ele alınabilir.

Bu alandaki gelişmeler aşağıdaki tablo ve grafiklerde sunulmuştur.

Tablo 21 Hane Halkı Yükümlülük Değişimi (2002-2016 Milyar TL)*

	Hane Halkı Yükümlülükler	Hane Halkı Yük. Nominal Değişim	Enflasyon Oranı	Hane Halkı Yük. Reel Değişim	GSYİH	Hane Halkı Yük./ GSYİH
2002	6	-	-	-	359	1,67%
2003	13	116,67%	18,36%	98,31%	468	2,78%
2004	27	107,69%	9,32%	98,37%	577	4,68%
2005	50	85,19%	7,72%	77,47%	674	7,42%
2006	77	54,00%	9,65%	44,35%	789	9,76%
2007	104	35,06%	8,39%	26,67%	880	11,81%
2008	129	24,04%	10,06%	13,98%	995	12,97%
2009	149	15,50%	6,53%	8,97%	999	14,91%
2010	195	30,87%	6,40%	24,47%	1.160	16,81%
2011	252	29,23%	10,45%	18,78%	1.394	18,07%
2012	300	19,05%	6,16%	12,89%	1.570	19,11%
2013	370	23,33%	7,40%	15,93%	1.810	20,45%
2014	390	5,41%	8,17%	-2,76%	2.044	19,08%
2015	431	10,51%	8,81%	1,70%	2.338	18,44%
2016	461	6,96%	8,53%	-1,57%	2.591	17,80%

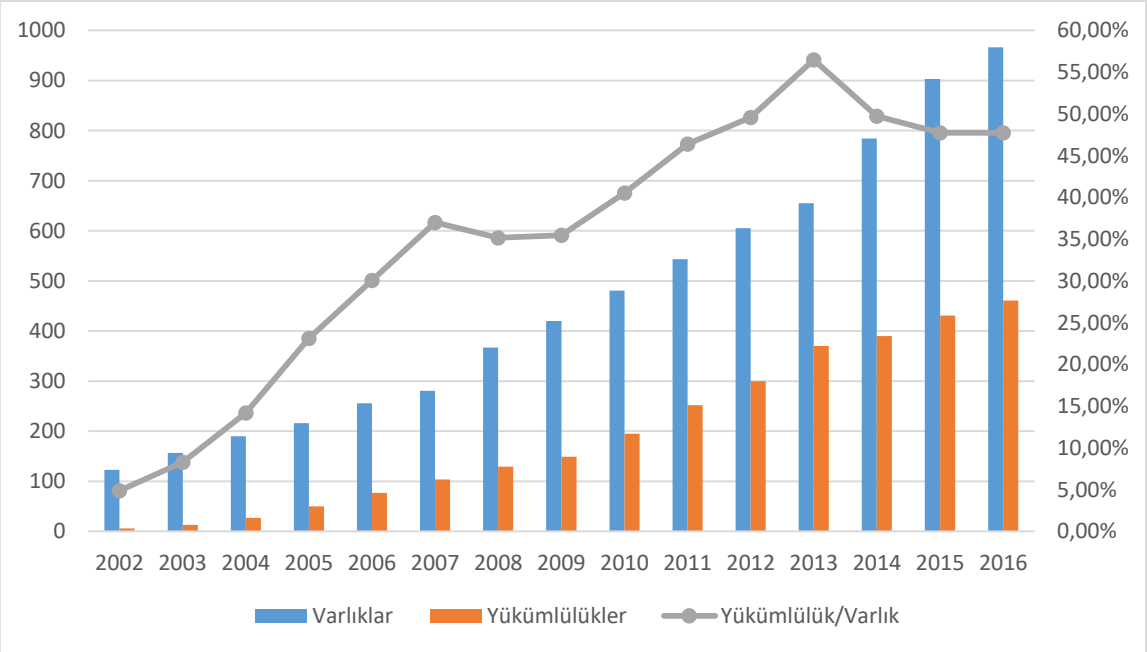
*Hane halkı yükümlülük istatistikleri reel olarak hesaplanırken enflasyondan arındırılmıştır. Enflasyon oranı olarak TÜFE endeksi baz alınmış ve reel değişim hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB Finansal Rapolar, TÜİK TÜFE Endeksleri ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır.

2002 yılında altı milyar TL seviyesinde olan hane halklarının toplam yükümlülüğü, o dönem için Türkiye ekonomisi açısından büyük bir problem olarak göze çarpmamaktadır. Zira 2002'de hane halkı yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı yalnızca %1,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak yukarıda sayılan nedenler bağlamında 2002'den sonra borcun boyutu hem nominal hem reel hem de GSYİH'ye oranı artış eğilimine girmiştir. Küresel krizin Türkiye'yi reel anlamda tam olarak etkilediği yıl olan 2009'a kadar hane halkı borcu 150 milyar TL seviyesine çıkmış ve borcun GSYİH'ye oranı da %15'e yükselmiştir. 2009'dan sonra hane halkının borcu artmaya devam etmekle birlikte bir ivme kaybı söz konusu olmuş hatta son iki yılda enflasyon baz alındığında reel olarak hane halkı borcu gerilemiştir. (Yine de 2013 yılında borcun milli gelire oranı %20'yi aşarak bir rekor kırılmıştır.) 2013 yılından sonraki göreli düşüş veya ivme kaybı, kredilerdeki artışın kontrol altına alınmasına

yönelik çeşitli politika hamleleriyle alakalıdır. Bu noktada cari açığı kontrol etme ve finansal kırılganlıkları azaltmak amacıyla TCMB'nin makro ihtiyati tedbirleri devreye girmiştir. Finansal İstikrar Komitesi ve BDDK'nın ortak çalışmaları ile kredi kartlarının limitlerine ve taksit yapma olanaklarına çeşitli kısıtlar gelmiş ve bazı krediler için bankaların ayırdığı karşılık oranları artırılmıştır.[299] Fakat bu önlemlere rağmen 2016 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de hane halklarının 460 milyar TL'yi aşan yükümlülüğü bulunmaktadır ve bu yükümlülüğün milli gelire oranı %18 seviyesindedir.

Türkiye'deki hane halkı yükümlülüklerinin yaşadığı evrimin daha iyi görülmesi amacıyla hane halkının finansal varlık yapısıyla karşılaştırmalı analiz edilmesi yerinde olacaktır.



Grafik 38 Hane Halkı Varlıkları ve Yükümlülükleri (2002-2016)

Kaynak: TCMB Finansal Raporlar üzerinden hesaplanmıştır.

2002 yılında Türkiye'deki hane halklarının altı milyar TL'lik yükümlülüğüne karşılık 123 milyar TL'lik finansal varlığı vardı ve yükümlülüklerin varlıklara oranı yalnızca %5 seviyesindeydi. Grafikten de görülebileceği üzere 15

[299] Bkz. TCMB Bülten Sayı: 35. s.4.

yıllık süreç sonunda Türkiye'deki hane halklarının yükümlülüğü yaklaşık 77 katına çıkarak 461 milyar TL seviyesine gelirken, varlıklar yaklaşık sekiz katına çıkarak 966 milyar TL seviyesine gelmiştir. Bu çerçevede yükümlülüklerin varlıklara oranı da %5'ten %48'e kadar yükselmiştir.

Bu yükümlülüğün kaynaklarına baktığımızda büyük oranda tüketici kredileri karşımıza çıkacaktır. Enflasyonun düşüşü ile birlikte birçok finansal "yenilik" hane halklarının hayatına girmiş ve hane halklarının ihtiyaç, taşıt, konut vb. gibi alt kalemleri olan tüketici kredisi kullanımı artmıştır. Tüketici kredilerinin 2002 ve sonrasındaki gelişimi aşağıdaki tabloda görülmektedir.

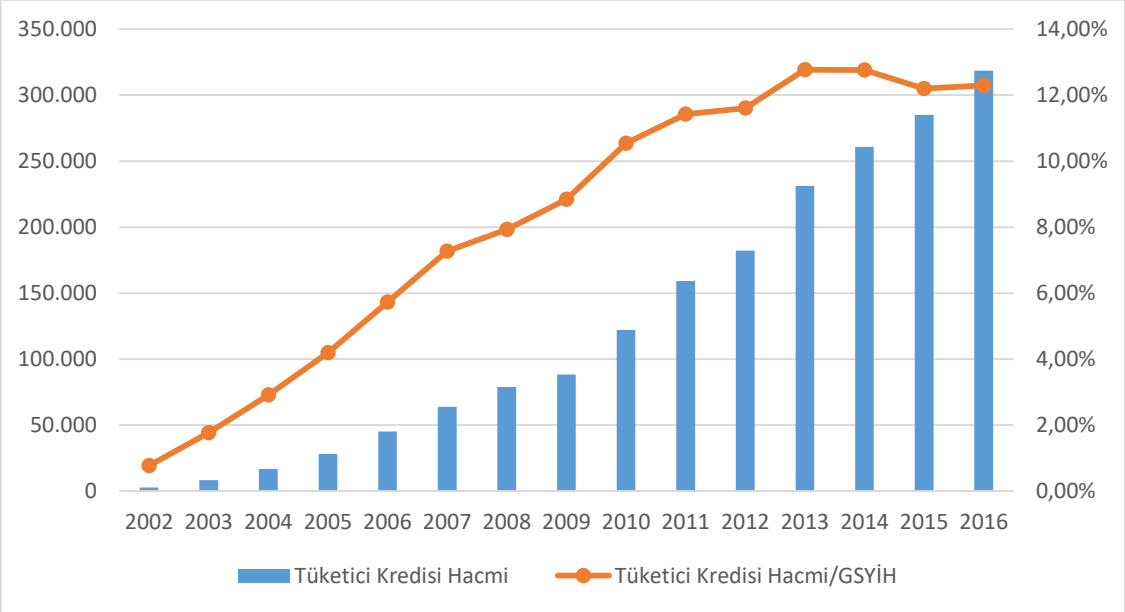
Tablo 22 Tüketici Kredilerinin Gelişimi (2002-2016 – Milyon TL)

Dönem	Tür/ Toplam	Kullandırılan				Bakiye			
		Miktar	Kişi Sayısı	İdari Takip	Kanuni Takip	Miktar	Kişi Sayısı	İdari Takip	Kanuni Takip
2002	TL	3.025	1.269.030	0	39	2.498	1.647.433	4	47
	Yab. Para	292	5.862	0	6	277	7.901	1	3
	Toplam	**3.317**	**1.274.892**	**0**	**45**	**2.775**	**1.655.334**	**5**	**50**
2003	TL	9.801	2.270.620	0	28	7.707	2.461.930	7	48
	Yab. Para	681	11.382	0	5	569	13.335	2	2
	Toplam	**10.483**	**2.282.002**	**0**	**33**	**8.275**	**2.475.265**	**8**	**50**
2004	TL	20.342	3.384.157	0	56	15.924	3.518.789	14	104
	Yab. Para	1.002	11.988	0	4	870	15.372	2	2
	Toplam	**21.344**	**3.396.145**	**0**	**60**	**16.794**	**3.534.161**	**16**	**106**
2005	TL	39.074	9.206.674	15	145	28.260	5.770.030	11	244
	Yab. Para	310	3.150	0	1	6	237	0	0
	Toplam	**39.384**	**9.209.824**	**15**	**146**	**28.265**	**5.770.267**	**11**	**244**
2006	TL	41.598	4.978.851	4	281	45.166	5.628.024	79	361
	Yab. Para	6	114	0	0	8	269	0	0
	Toplam	**41.604**	**4.978.965**	**4**	**281**	**45.175**	**5.628.293**	**79**	**361**
2007	TL	49.839	5.336.955	12	985	63.986	6.923.277	92	829
	Yab. Para	14	292	0	0	16	505	0	0
	Toplam	**49.853**	**5.337.247**	**12**	**985**	**64.002**	**6.923.782**	**92**	**829**
2008	TL	55.223	5.837.791	28	1.892	78.814	9.149.245	98	1.823
	Yab. Para	23	393	0	0	29	711	0	0
	Toplam	**55.246**	**5.838.184**	**28**	**1.892**	**78.844**	**9.149.956**	**98**	**1.823**
2009	TL	66.104	6.540.388	61	3.384	88.275	9.911.020	198	3.726
	Yab. Para	24	348	0	0	45	846	0	0
	Toplam	**66.129**	**6.540.736**	**61**	**3.384**	**88.320**	**9.911.866**	**198**	**3.726**
2010	TL	102.993	8.041.379	106	2.694	122.150	11.300.281	121	3.173
	Yab. Para	26	321	0	0	60	1.236	1	0
	Toplam	**103.019**	**8.041.700**	**106**	**2.694**	**122.210**	**11.301.517**	**121**	**3.173**
2011	TL	112.805	8.966.257	44	1.625	159.171	12.378.111	139	3.176
	Yab. Para	22	207	0	0	53	2.832	0	0
	Toplam	**112.827**	**8.966.464**	**44**	**1.625**	**159.224**	**12.380.943**	**139**	**3.176**
2012	TL	111.647	8.984.682	82	1.849	182.049	13.186.247	170	3.962
	Yab. Para	31	178	0	2	74	2.216	0	0
	Toplam	**111.678**	**8.984.860**	**82**	**1.851**	**182.124**	**13.188.463**	**170**	**3.962**
2013	TL	181.754	11.166.185	42	1.766	231.096	14.375.214	194	4.838
	Yab. Para	6	65	0	0	85	1.452	0	1
	Toplam	**181.759**	**11.166.250**	**42**	**1.766**	**231.181**	**14.376.666**	**194**	**4.838**
2014	TL	151.199	10.709.359	49	2.828	260.817	15.896.169	250	6.702
	Yab. Para	8	74	0	0	74	843	0	1
	Toplam	**151.206**	**10.709.433**	**49**	**2.828**	**260.891**	**15.897.012**	**250**	**6.702**
2015	TL	164.946	10.495.532	55	3.508	284.872	19.553.989	346	9.887
	Yab. Para	96	186	0	0	156	396	0	1
	Toplam	**165.042**	**10.495.718**	**55**	**3.508**	**285.028**	**19.554.385**	**346**	**9.888**
2016	TL	183.599	9.953.219	48	3.619	318.270	20.052.097	272	10.428
	Yab. Para	21	200	0	0	168	433	0	3
	Toplam	**183.620**	**9.953.419**	**48**	**3.619**	**318.438**	**20.052.530**	**272**	**10.431**

Kaynak: TBB İstatistikleri

2002 yılında Türkiye'de tüketici kredisi kullanan gerçek kişi sayısı 1,2 milyon seviyesindeyken yıl boyunca kullandırılan kredi miktarı 3 milyar TL seviyesindeydi. Dönem boyunca tüketici kredilerindeki genişleme diğer birçok finansal gösterge gibi geometrik artmış ve 2016 sonu itibarıyla Türkiye'de yıllık 10 milyon kişiye 183 milyar TL'lik kredi kullandırılmıştır. Tüketici kredisi bakiyesi de 320 milyar TL sınırına yaklaşmıştır. Bu noktada kullandırılan kredi miktarının son yıllarda zaman zaman gerilemiş olması (2012 ve 2014 yılları) ve kanuni takibe takılan kredilerin son üç yılda miktar olarak iki katına çıkması, Türkiye'de tüketici kredileri açısından sınırların zorlandığının ve ilgili dönemde neden kredi genişlemesini frenleyecek önlemler alındığının bir göstergesi olarak ele alınabilir. Zira işsizliğin yüksek olduğu ve satın alım gücünün yüksek olmadığı bir ekonomide kredi miktarındaki artış takip edilmesi gereken bir olgudur. Ayrıca tablodan öncü göstergelerini görebileceğimiz ödeme probleminin yaygınlaşmasının zincirleme olarak birçok göstergeyi etkileyecek kapasiteye sahip olduğu da unutulmamalıdır.

Yine tüketici kredilerinin GSYİH'ye göre değişimi de ele alınması gereken önemli bir göstergedir. Bu bağlamda Türkiye'de son 15 yılda tüketici kredisi hacminin GSYİH'ye oranın seyri aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

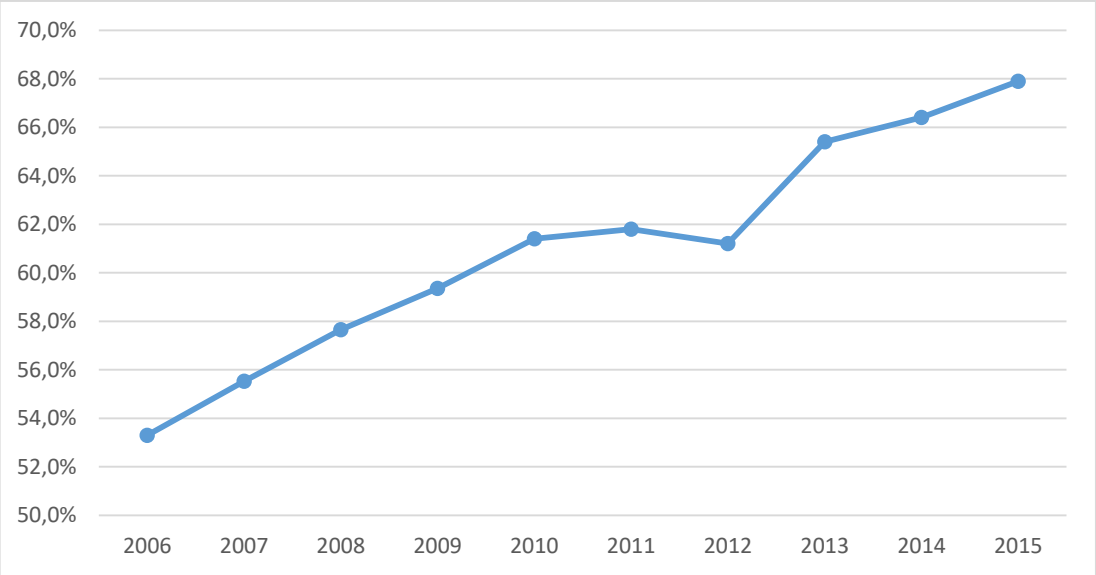


Grafik 39 Tüketici Kredisi Hacmi ve GSYİH'ye Oranı (2002-2016)

Kaynak: TBB İstatistikleri ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır.

Türkiye'de 2002 sonrası hızla yükselen tüketici kredileri, ekonomideki birikimli kredi hacmini de artırmıştır. 2002'de 2,7 milyar TL seviyesinde olan ve GSYİH'ye oranı %0,77 olan tüketici kredinin dönem içerisindeki gelişimi yukarıdaki grafikte sunulmuştur. Grafikten görülebileceği gibi 2012 yılına kadar kredi hacmi ve kredi hacminin GSYİH'ye oranı hızla artmıştır. 2011 sonu itibarıyla ekonomide 160 milyar TL'lik kredi hacmi söz konusuyken bu kredilerin GSYİH'ye oranı %11,4 seviyesinde olmuştur. Yıllık kullandırılan kredi miktarındaki göreli yavaşlamanın da etkisiyle 2016 sonu itibarıyla Türkiye'deki tüketici kredisi hacmi 320 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş ve boyut olarak GSYİH'nin %12'si kadar olmuştur.

Tüm bu kredi göstergeleri Türkiye'de tüketici kredilerinin milli gelirden çok daha hızlı arttığını göstermektedir. Bu "finansal gelişme" hane halklarına yükümlülük olarak yazılırken ekonomide farklı bir kırılganlık noktası yaratmıştır. Nitekim borcun nüfus içindeki dağılımına baktığımızda orada da benzer bir görüntü söz konusu olmaktadır.



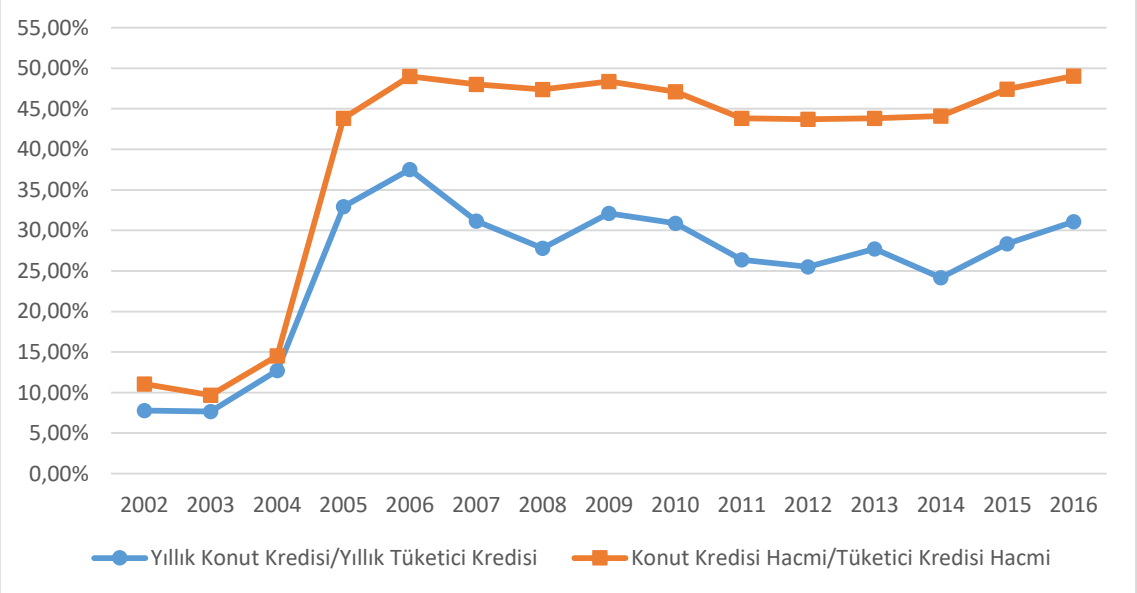
Grafik 40 Konut Masrafı Dışında Borcu veya Taksit Ödemesi Olan Kurumsal Olmayan Nüfusun Oranı (2006-2015)

Kaynak: TÜİK Gelir Dağılımı ve Yaşam Koşulları İstatistikleri

TÜİK'in 2006 yılına kadar geri götürdüğü yaşam koşulları istatistiklerine göre 2006 yılında konut masrafları dışında borcu olan kurumsal olmayan sivil

nüfusun toplam nüfusa oranı %53,3 iken 2015 yılında %67,9'a kadar yükselmiştir. Bu açıdan hane halkı borcunun, miktar olarak da borç ağının kapsamı olarak da genişlediği söylenebilir. Bir başka ifadeyle Türkiye'de giderek daha fazla kişi yüksek miktarlarda borçlanma eğilimine girmiştir.

Tüketici kredileri içerisinde giderek daha fazla önem taşıyan ve vade yapısı itibarıyla uzun dönemli yükümlülükleri ifade eden konut kredilerinin gelişimi ayrıca incelenmelidir. Zira Türkiye ekonomisi için son yıllarda inşaat lokomotif sektör olurken yeni yapılan konutların satışı ekonominin büyüme çarklarının hızını direkt olarak etkilemektedir. Dahası inşaat gibi özellikle geri bağlantısı yüksek olan sektörler için bu konutların satışında problem yaşanmaması birçok alt sektörün üretim ve istihdam yapısını etkiler konumdadır. Aşağıda konut kredilerinin tüketici kredileri içindeki gelişimi sunulmuştur.



Grafik 41 Konut Kredilerinin Tüketici Kredisi İçindeki Payı (2002-2016)

Kaynak: TBB İstatistikleri

Konut kredilerinin tüketici kredileri içindeki payına yıllık bazda ve birikimli olarak baktığımızda, konut kredilerinin genel kredi kullanımında 2002'den itibaren giderek daha fazla yer kapladığı dikkat çekmektedir. Nitekim 2002'de yıllık bazda konut kredisi kullanımı, tüketici kredisinin %8'iyken bu oran 2016'da %31'e kadar

yükselmiştir. Birikimli olarak bakıldığında ise konut kredilerinin ihtiyaç veya taşıt kredilerinden çok daha uzun vadeli olması nedeniyle daha yüksek bir patika söz konusudur. 2016 sonu itibarıyla Türkiye'deki tüketici kredi hacminin yarısını konut kredileri oluşturmaktadır. TOKİ'nin önderliğini yaptığı konut arzında bu krediler hayati bir önem taşımaktadır.

Yine ekonomideki iş ilişkilerinin sürekliliği, daha ziyade yaşı 40'ın altında olan beyaz yakalıların kullandığı konut kredilerinin geri dönebilmesi için kritiktir. İstihdam cephesindeki bir yavaşlama veya reel ücretlerdeki gerileme bu uzun vadeli kredilerin ödenmesinde problemlere neden olabilir. Her ne kadar bankalar, kredi dönemi boyunca konutları ipotek altında tutsalar da ekonomideki genel bir konut kredisi bunalımında bu konutlar değer kaybedeceğinden, geri ödememe problemi bankacılık kesiminin bilançolarını da olumsuz etkileyecek kapasitededir.

Konut sektöründeki önemli gelişmelerden biri de 2016'da gündeme gelen gayrimenkul sertifikalarıdır. İlgili tebliğle aktörlerin konut projelerinin finansmanı üzerinden ihraç edilecek gayrimenkullerle konut piyasasının daha da finansallaşması olası hale gelmiştir.[300] Bu gelişme ABD'yi krize sürükleyen "mortgage" piyasasının türev araçlarla iç içe girmesi örneğine benzer adımların ilki olarak görülebilir.

Reel sektör firmalarıyla birlikte 2002 sonrası varlık-yükümlülük yapısı negatif etkilenen hane halklarının mevcut borçluluk yapısı, ekonominin nasıl finansallaştığının başka bir örneğidir. Ekonominin büyüme motorunu oluşturan iç talebi sağlayan hane halkları için toplamda finansal varlıklar finansal yükümlülüklerden fazla olsa bile geleceğin kısmen ipotek altına alındığı söylenebilir. Bu manada hane halkları aslında gelecekteki gelirlerini bugünden harcamaya alışmış durumdadır.

Borçluluğun kamudan reel sektöre ve hane halklarına transfer olmasının yansımalarını gelir ve servet dağılımı üzerinden okumak da mümkündür. Teorik

[300] Bkz. "Gayrimenkul sertifikaları gün sayıyor". http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1882561-gayrimenkul-sertifikalari-gun-sayiyor/ (Erişim: 03.05.2016)

olarak bölüşüm cephesindeki gelişmeler de ekonominin finansallaşma seviyesine ilişkin fikir verebilmektedir. Ancak Türkiye ekonomisinde gelişmiş anlamda gelir türleri bölüşüm istatistikleri tutulmadığından finansal karların veya gelirlerin toplam karlar ve gelirlere göre gelişimini sağlıklı şekilde takip etmek mümkün değildir. Ancak ekonomik göstergeler arasında bu dönüşümü gelirler cephesinden eşitsizliğe katkılarına bakmak ve servet dağılımı üzerinden bir analiz yapmak mümkündür.

Öncelikle standart bölüşüm göstergesi olarak gini katsayısının gelişimine bakacak olursak Türkiye'de son dönemde gelir dağılımında adaletin sağlanmasına yönelik büyük değişimler söz konusu olmamıştır. Burada belirtilmesi gereken kritik nokta, TÜİK'in farklı bir araştırma metodu kullanmasıyla 2006 öncesi ve sonrası için ekonominin gelir dağılımı istatistiklerini karşılaştırmak kırılmalara yol açacağı için sorunlu olabileceğidir. Bu nedenle 2006'dan günümüze gelir bölüşümü istatistikleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 23 Türkiye Ekonomisinde Gelir Dağılımı (2006-2015)*

	Gini Katsayısı	P80/P20
2006	0,428	9,5
2007	0,406	8,1
2008	0,405	8,1
2009	0,415	8,5
2010	0,402	8
2011	0,404	8
2012	0,402	7,9
2013	0,40	7,7
2014	0,391	7,4
2015	0,397	7,6

*2002-2005 döneminin dışarıda tutulmasının nedeni TÜİK'in farklı bir yöntemle GINI hesaplıyor oluşu ve serilerin karşılaştırmaya izin vermeyecek cinsten kırılma yaratmasıdır.

Kaynak: TÜİK Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması İstatistikleri

Tablodan görülebileceği üzere, gerek gini katsayısı gerekse nüfusun en zengin kesimleri ile en yoksul kesimleri arasındaki gelir farkına bakıldığında ekonomide bölüşüm cephesinde ciddi iyileşmeler görülmemektedir. Dönem

boyunca gini Katsayısı 0,43'ten 0,39'a gerilerken bu eğilim son yıllarda bozulmuştur. Yine P80/P20 oranı da 9,5'den 7'ye kadar gerilemesine rağmen son yıllarda yeniden yükselmiştir. Yani nüfusun en yoksul %20'lik kesimi ile en zengin %20'lik kesimi arasındaki gelir farkı dönem boyunca küçük bir iyileşme sergilemiştir. Özellikle 2002 sonrası ilk yıllarda gelir dağılımının düzelme eğiliminin küresel finans kriziyle birlikte ortadan kalkması dikkat çekicidir. Hatta 2015 yılında Türkiye'nin gelir dağılımı bir miktar bozulmuştur. Bu çerçevede Türkiye halen OECD ülkeleri arasında Şili, Meksika ve ABD'nin ardından **gelir dağılımı en bozuk dördüncü ülke** konumundadır.[301]

Daha geniş anlamda bakıldığında Türkiye'de 1990'lar kamu borçları kaynaklı faiz gelirlerinin ciddi yükseliş yaşadığı ve rantiye ekonomisinin kurulduğu dönem olmuştur. 2001 krizi sonrası kamu borçlarındaki ve faizlerdeki düşüşle birlikte bu eğilim tersine dönerek üretken alanların gelirden aldığı pay yükselmiştir. Ancak 2009 krizinden sonra ekonomi 1990'lardaki kadar olmasa da para sermayenin göreli yükselişine şahit olmuştur. Bu anlamda eşitsizlik dinamiklerindeki gelişim için temel iktisadi faaliyetlerin gelir eşitsizliğine etkisi incelenmelidir. Bu alandaki gelişmeler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 24 Gelir Türlerinin Yıllık Ortalama Artış Oranı (2002-2011)

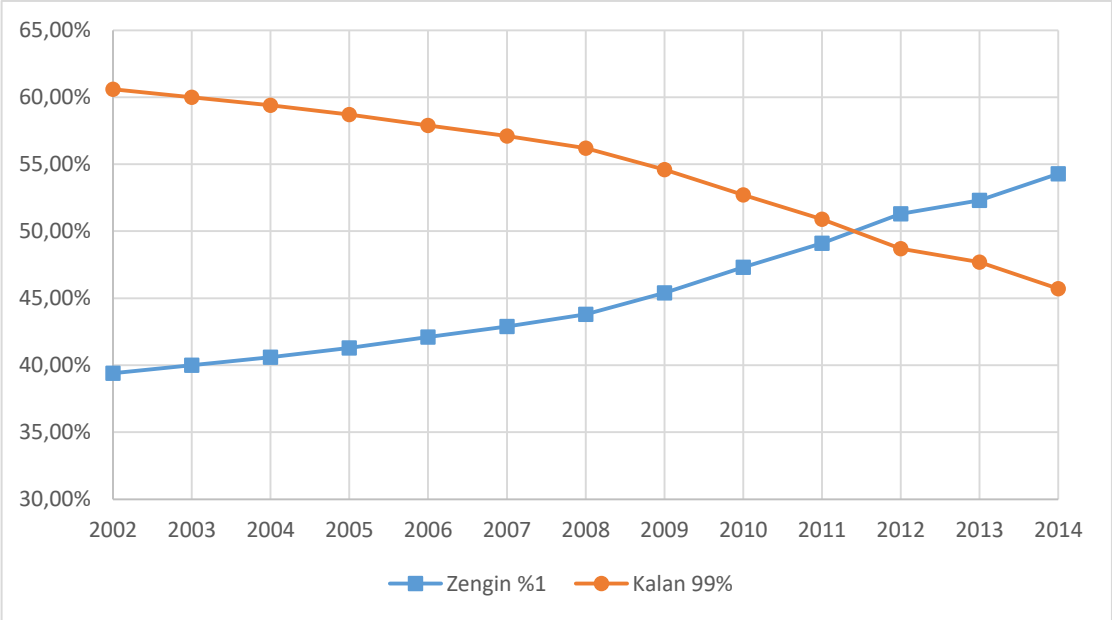
	2002-2007	2007-2011	2002-2011
Toplam Gelir	7,1%	2,4%	5,0%
Emek Geliri	7,4%	3,7%	5,7%
Tarım Müteşebbir Geliri	2,7%	8,5%	5,2%
Müteşebbis Geliri	5,7%	4,8%	5,3%
Faiz Geliri	-13,4%	45,6%	9,1%
Emekli Geliri	9,9%	1,6%	6,1%
Transfer Geliri	6,2%	3,2%	4,8%

Kaynak: Raziye Selim, Öner Günçavdı ve Ayşe Aylin Bayar. "Türkiye'de Bireysel Gelir Dağılımı Eşitsizlikleri: Fonksiyonel Gelir Kaynakları ve Bölgesel Eşitsizlikler", **TÜSİAD Yayınları.** Yayın No: TÜSİAD-T/2014-06/554. 2014. s.81.

[301] Bkz: OECD. "Uluslararası Gelir Bölüşümü İstatistikleri". http://www.oecd.org/social/income-distribution-database.htm (Erişim: 04.02.2017)

Tablodan görüldüğü üzere faizlerdeki ve enflasyondaki düşüş 2002-2007 döneminde faiz geliri elde edenler hariç bütün gelir gruplarına yaramıştır. Ancak 2007'den sonra faiz geliri elde edenler bu kayıplarını fazlasıyla karşılamış ve tek parti iktidarı döneminde faiz geliri, ortalama artış oranı olarak, tüm gelir türlerini geride bırakmıştır. Bu bağlamda iki dönemdeki farklı üretkenlik performansı kadar, ilk dönemde ekonominin iç borçlanma gereğindeki düşüşün, ikinci dönemde ise dış kanalların kapanması ile yeniden bir borçlanma gereği oluşmasının etkisi olabilir. Dahası Türkiye'de birincil geliri faiz olan aktörlerin çok dar bir toplumsal kesimi ifade etmesi de gelir bölüşümünü negatif yönde etkileyen bir unsur olmuştur. Ayrıca 1995-2014 döneminde yükselen piyasalar arasında **emeğin milli gelirden aldığı payda** en çok düşüş yaşanan ülke Türkiye olmuştur.[302]

Bölüşüm cephesinin gelir dışındaki bir diğer ayağı da servet bölüşümüdür. Türkiye ekonomisinde son 15 yılın servet bölüşümü gelişmelerine bakıldığında ilginç sonuçlar ortaya çıkmaktadır.



Grafik 42 Türkiye Ekonomisinde Servet Bölüşümü (2002-2014)
Kaynak: Creditte Suisse Research Institute. Global Wealth Databook 2014.

[302] İlgili dönemde %17 civarında bir kayıp söz konusudur. Bkz. François Bourguignon. **BIS Working Papers** No: 654. 2017. s.16. http://www.bis.org/publ/work654.pdf (Erişim: 07.08.2017)

Yukarıdaki grafiğe bakıldığında ülkenin en zengin %1'lik kesimi ile kalan %99'luk kesimi arasındaki servet bölüşümünün 2002'de %40'a %60 şeklinde olduğu görülmektedir. 12 yıllık süreçte bu bölüşüm hızla bozulmuş ve nihayet 2012 yılında Türkiye'nin en zengin %1'lik kesiminin serveti toplumsal servetin %51'ini oluşturur hale gelmiştir. 2014'e gelindiğinde ise toplumun %99'unun serveti toplam servetin %45'ine kadar gerilemiştir. Dahası grafiğe kaynak oluşturan rapora göre, en zengin %10'un servetten aldığı pay 2002'den 2014'e %67,7'den %77,7'ye çıkmıştır. Ayrıca 2014 itibarıyla Türkiye'deki yerleşiklerin %75'inin servetinin parasal değeri 10.000 doların altındadır.[303] Bu eğilimin yanında son yıllarda Dolar-TL kurunun Dolar lehine hareket etmesi de düşünüldüğünde Türkiye'deki yerleşiklerin çoğunun döviz cinsinden servet değerinin gelecekte olumlu yönde hareket etmesi pek mümkün görünmemektedir. Bu bağlamda adaletsiz gelir bölüşümünde olduğu gibi adaletsiz servet bölüşümünde de Türkiye, dünya ekonomisinde başı çeken ülkelerden biridir.

Son yıllarda Türkiye ekonomisinde mali sistemin gelişmesi, hane halklarının yeni tüketim ve ödeme kanalları vasıtayısla (borçlulukla) sisteme entegre olması şeklinde olmuştur. 1980 sonrası tüketim kalıplarını sürekli olarak yenileyen hane halkları, 2002 sonrasında konut kredisi gibi yeni borçlanma kalemleriyle yükümlülüklerini büyük miktarlarda artırmıştır. Bu dönemde finans kesiminin elde ettiği para sermaye gelirinin de etkisiyle, gelir dağılımında kalıcı bir iyileşme söz konusu olmamıştır. Servet dağılımı ise daha da bozulmuştur.

4.4.6. 2002 Sonrası Finansallaşma ve Büyüme Bilançosu

Ekonominin 1980'de başlayan dışa açılma sürecinin finansal açıdan ve büyüme cephesinde yarattığı etkilerin muhasebesini uluslararası ve ulusal göstergeler bağlamında incelemek mümkündür. Uluslararası finans kapital ile kurulan iktisadi ilişkilerin ekonomide yarattığı etkilerin 2002-2016 bilançosu

[303] Creditte Suisse Research Institute. **Global Wealth Databook 2014**. ss.125-126. https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=5521F296-D460-2B88-081889DB12817E02 (Erişim: 05.06.2017)

finansal göstergeler bağlamında önemli kırılmalara işaret etmektedir. Yabancı sermaye yatırımlarının arttığı, bankacılık ve borsa gibi finansal yapıyı oluşturan yapıların genişleme konjonktürüne girdiği dönemin karlar, borçlar ve büyüme bilançosunu çıkarmak yerinde olacaktır.

4.4.6.1. Karlar ve Borçlar/Yükümlülükler

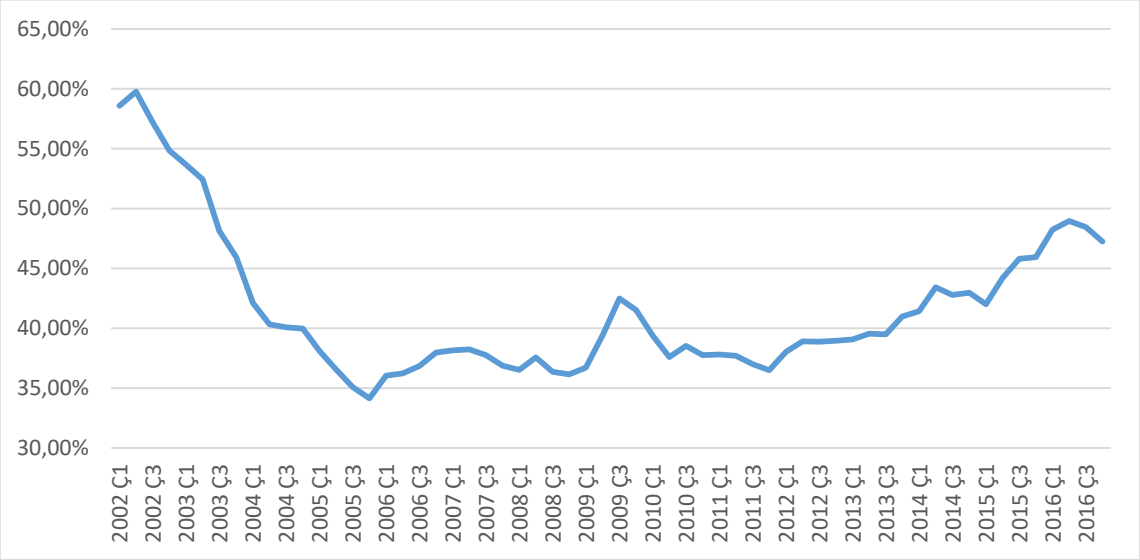
2002 sonrası dönemde sermaye piyasaları genişlerken bankacılık sisteminin aktifleri, GSYİH'den daha hızlı artmıştır. Yine borsada gerek işlem hacmi gerekse endeks bazında ciddi gelişim olmuştur. Ayrıca bu süreçte ekonomi çok daha fazla yabancı sermaye çekmiştir. Bununla beraber enflasyon hedeflemesine rağmen parasal göstergelerin GSYİH'ye oranı artmıştır.

Finansallaşmanın okunabileceği iki alandan biri olan karlar cephesinde ise bankaların karları hızla artarken, reel sektörün faaliyet dışı gelirlerinin karlara oranı %50'ye yaklaşmıştır. Hatta bankacılık sisteminin toplam karı, reel sektörü temsil ettiğini varsayabileceğimiz ISO-500 karlarına göre daha hızlı artmıştır. Nitekim **2002'den 2016'ya miktar olarak bankacılık sektörünün karlarının GSYİH'ye oranı %0,66'dan %1,41'e kadar yükselirken, ISO-500 karlarının GSYİH'ye oranı %1,6'dan %1,46'ya gerilemiştir.**[304] Fakat finansallaşma açısından 2002 sonrasının temel belirleyeni karlardaki dönüşüm yerine yükümlülüklerdeki dönüşüm olmuştur.

Diğer bir gösterge olan ve çalışmada sıkça vurgu yapılan borçlanma konusunu toparlamak gerekirse, ekonominin 2002 sonrası kamu maliyesinde atılan olumlu adımlara rağmen daha fazla borç yüklenmesi söz konusu olmuştur. Nitekim net borç anlamında başı çeken reel sektör ve hane halkları olurken, ekonominin toplam borçluluğu genişlemiştir. Hane halklarının yükümlülüğünün GSYİH'ye oranı %18'e kadar gelirken, reel sektörün yükümlülüğünün milli gelire oranı %35'e gelmiştir. Nitekim 2002 yılı sonu itibarıyla ekonominin brüt dış borç stoku 129.6

[304] Çalışmadaki ilgili bölümde sunulan verilerin GSYİH'ye bölünmesiyle elde edilen sonuçlardır.

milyar dolarken 2016 sonunda 404.8 milyar dolara yükselmiştir. Bu artışın yaklaşık 56 milyar doları kamudan kaynaklanırken TCMB'nin dış borcu 22 milyar dolardan 0.8 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Özel sektörün brüt dış borcu ise 43 milyar dolardan 284 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.[305] Keza iç borçlar da dahil edildiğinde, kamu borcundaki göreli gerilemeye rağmen **toplam borcun GSYİH'ye oranı 2002'den 2016'ya %105'den %115'e kadar yükselmiştir.**[306]



Grafik 43 Brüt Dış Borç Stokunun GSYİH'ye Oranı (2002-2016)

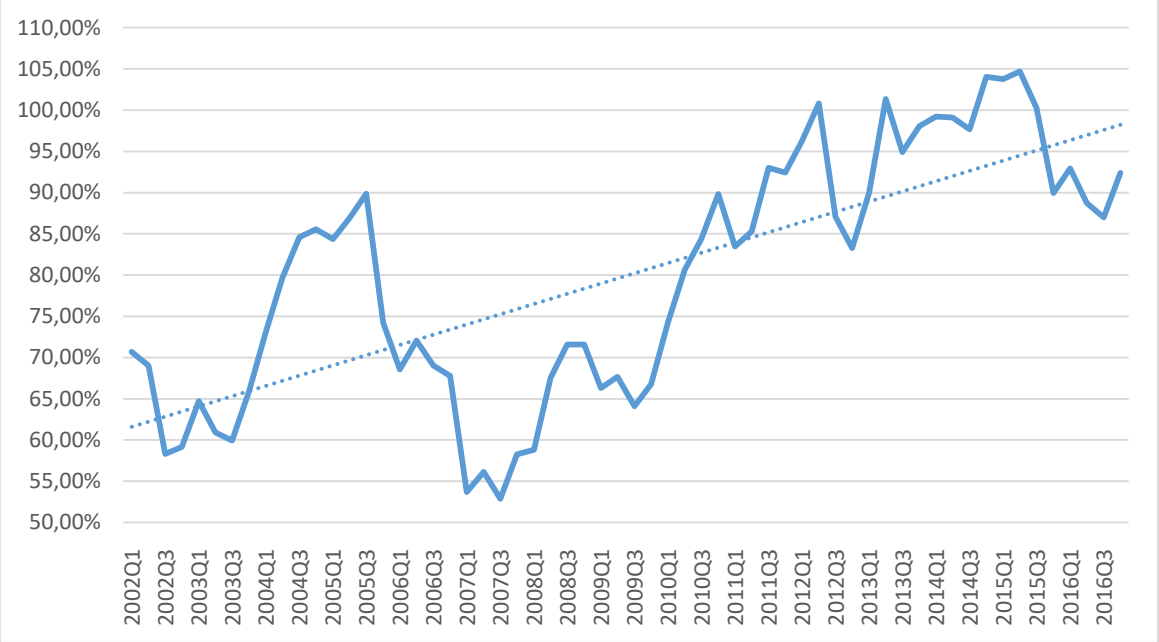
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri

Yukarıdaki grafikten görülebileceği gibi 2002'de brüt dış borcun büyüklüğü GSYİH'nin %60'ına yaklaşan Türkiye ekonomisi, yüksek büyüme performansının da etkisiyle 2008-2009 küresel krizine kadar bu alanda iyi bir performans sergilemiştir. Ancak dikkat edilirse kriz sonrası süreçte bir artış eğilimi görülmektedir. Nitekim 2009'da dış borcun GSYİH'ye oranı %40'ın altındayken 2016 sonu itibarıyla %50 sınırına dayanmıştır.

Yükümlülük göstergeleri incelenirken bakılması gereken diğer iki olgu da kısa vadeli dış borç stokunun ülkenin merkez bankasının brüt rezervlerine oranı ve

[305] Bkz. Hazine Dış Borç İstatistikleri.
[306] Çalışma boyunca atıf yapılan resmi veri tabanlarındaki istatistiklerin derlenmesi ile bu sonuca varılmıştır.

cari açığın net rezervlere oranıdır. Bu alandaki gelişmeler aşağıdaki grafiklerde sunulmuştur.



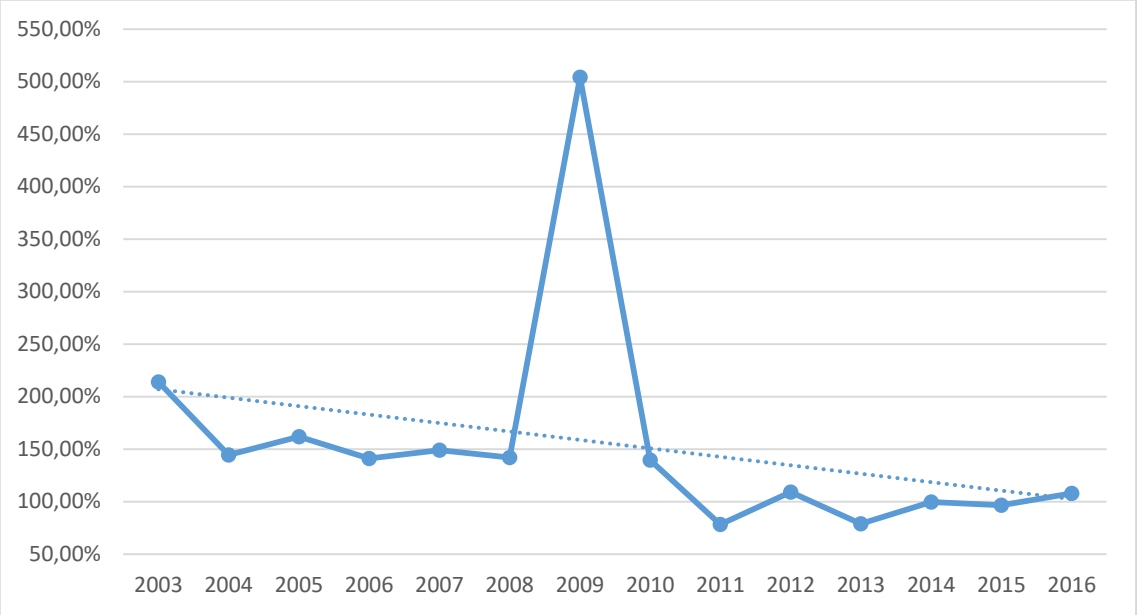
Grafik 44 Kısa Vadeli Dış Borç Stokunun Brüt Rezervlere Oranı (2002-2016)*

*Altın dahil brüt rezerv miktarı baz alınmıştır. Kesikli çizgi eğilimi göstermektedir.

Kaynak: TCMB Finansal Raporlar ve EVDS

Yukarıdaki grafik, 2002-2016 aralığında her çeyrekte ekonominin kısa vadeli dış borç stokunun ilgili dönemdeki TCMB brüt rezervlerine oranını göstermektedir.

Yeni bir siyasi iktidarın oluştuğu 2002 yılının son çeyreğinde kısa vadeli dış borç stokunun TCMB'nin brüt rezervlerine oranı %59 seviyesindeydi. 2016 yılı dördüncü çeyreğinde ise bu oran %93 seviyesine gelmiştir. Bu bağlamda ekonomi ilgili dönemde rezerv biriktirme hızından daha hızlı dış kaynak kullanmaktadır diyebiliriz.



Grafik 45 Net Rezervlerin Cari Açığı Karşılama Oranı (2003-2016)
(Kesikli çizgi eğilimi göstermektedir.)
Kaynak: TCMB EVDS ve Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden hesaplanmıştır.

Merkez Bankası rezervleriyle ilgili kümülatif artışın yanında, politika ve ödeme aracı olarak kullanılabilecek net rezervlerin ekonominin cari işlemler açığını karşılama oranı ekonominin rezervlerinin göreli gücünü göstermesi açısından başka bir göstergedir.

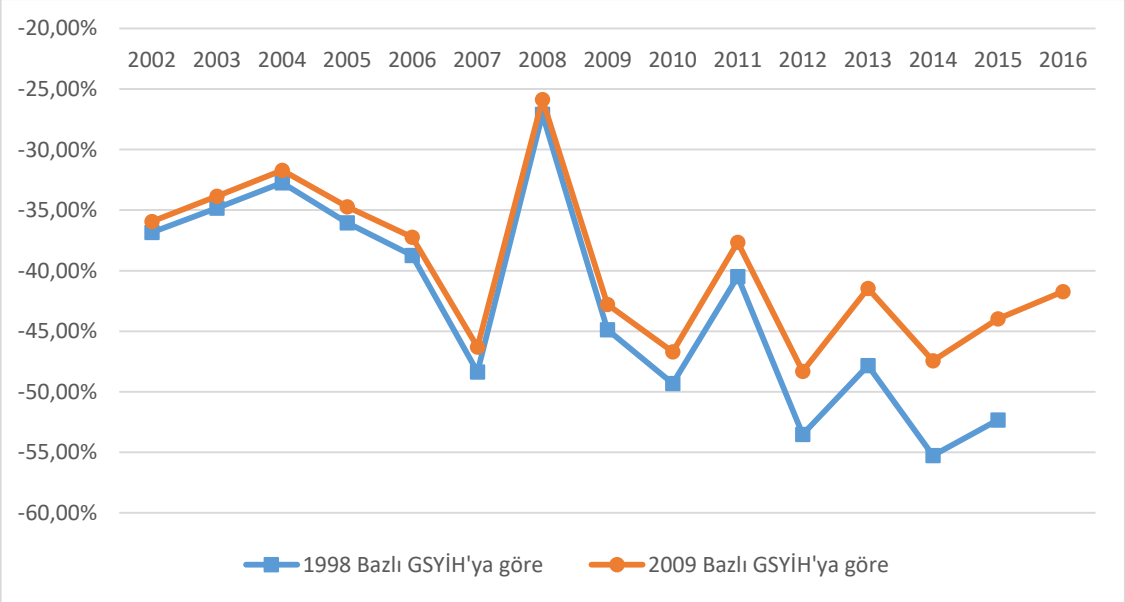
Yukarıdaki grafiğe bakıldığında bir kriz yılı olan 2009 yılı hariç net rezervlerin cari açığı karşılama oranının %200 seviyesinden %100'e kadar düştüğü görülmektedir. (2002 yılındaki cari açık çok düşük seviyede olması nedeniyle çıkarım hataları oluşturacağından, grafiğe dahil edilmemiştir.) Bu açıdan net rezerv biriktirme hızı cari açıktaki yükselişin gerisinde kalmıştır.

Dış kaynak kullanımının toplam sonucu ise herhangi bir yılın ödemeler dengesi istatistiği incelenerek tam olarak anlaşılamaz. Bunun için uluslararası yatırım pozisyonuna ve net pozisyonun GSYİH'ye göre gelişimine bakılmalıdır. Uluslararası yatırım pozisyonu, ödemeler dengesindeki sermaye ve finans hesabının birikimli halidir.

Tablo 25 Uluslararası Yatırım Pozisyonu (2002-2016 – Milyon Dolar)

	Varlıklar	Yükümlülükler	Net Pozisyon
2002	62.270	147.788	-85.518
2003	73.713	179.308	-105.595
2004	86.012	214.000	-127.988
2005	107.155	281.708	-174.553
2006	144.056	349.514	-205.458
2007	170.142	483.739	-313.597
2008	186.431	385.999	-199.568
2009	182.074	457.890	-275.816
2010	185.908	547.079	-361.171
2011	179.668	494.212	-314.544
2012	214.440	638.085	-423.645
2013	226.150	621.176	-395.026
2014	230.039	672.835	-442.796
2015	211.415	589.291	-377.876
2016	215.435	573.315	-357.880

Kaynak: TCMB İstatistikleri

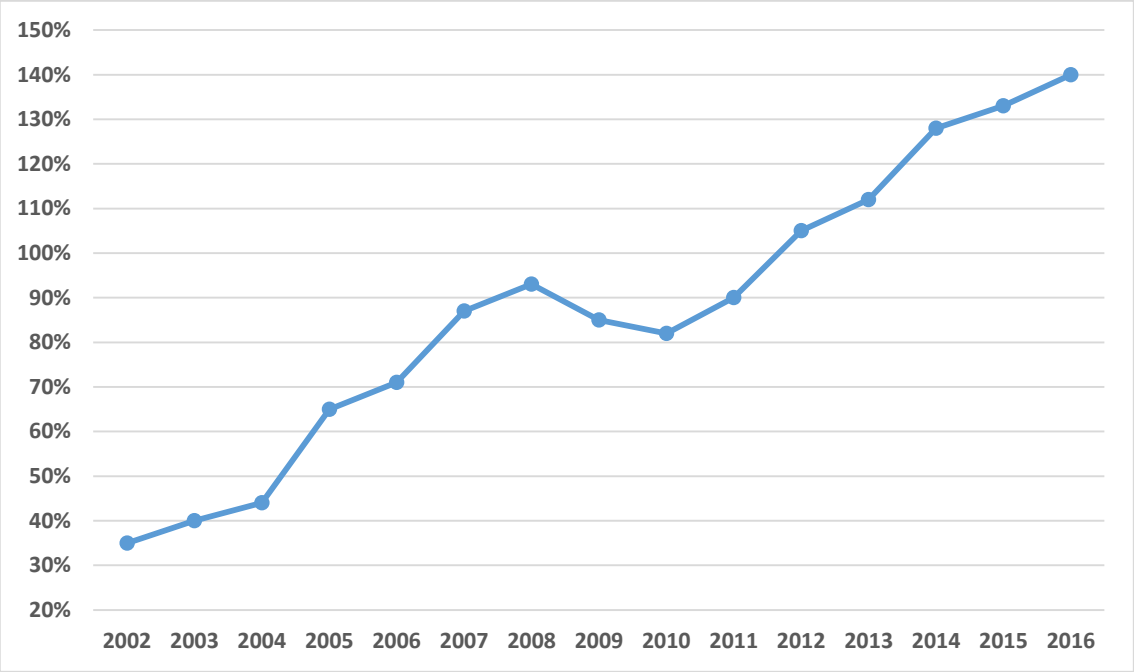


Grafik 46 Uluslararası Yatırım Pozisyonu/GSYİH (2002-2016)

Kaynak: TCMB İstatistikleri ve TÜİK Ulusal Hesaplar verilerinden hareketle hesaplanmıştır.

Türkiye'de yaşanan yüksek yabancı sermaye girişinin yarattığı toplam yükümlülüğü görebileceğimiz yukarıdaki tabloya göre 2002'den 2016'ya ülkenin yükümlülükleri 147 milyar dolar seviyesinden 573 milyar dolar seviyesine yükselirken net pozisyon da -85 milyar dolardan -357 milyar dolara gelmiştir. Net pozisyonun milli gelire oranı da %36'dan %42'ye yükselmiştir. Bu durum Türkiye'nin büyüme için dış kaynak girişine bağımlı olmasının kümülatif sonucunu göstermektedir. Nitekim Boratav'a göre uluslararası yatırım pozisyonundaki negatif durum "tipik bir çevre ekonomisi" olmanın sonuçlarından biridir.[307]

İç borç noktasında ise dikkat edilmesi gereken en kritik gösterge kredilerin mevduatlara oranıdır.



Grafik 47 Türkiye Ekonomisinde Kredi/Mevduat Oranı (TL Cinsinden 2002-2016)

Kaynak: TBB ve BDDK verilerinden hareketle hesaplanmıştır.

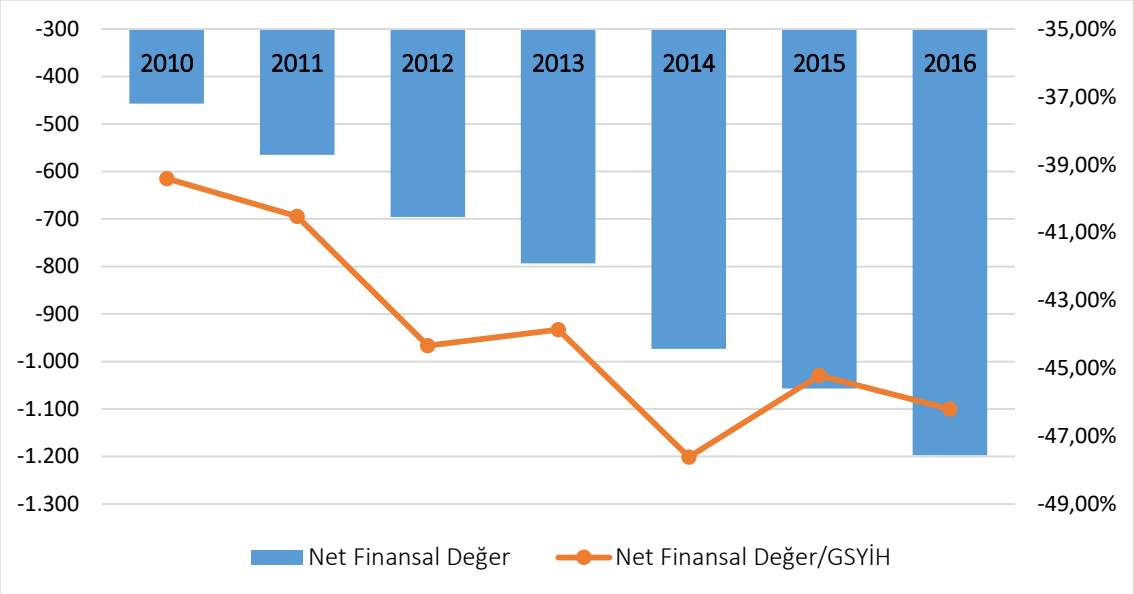
2002 yılında Türkiye'deki kredi toplamının mevduat toplamına oranı %35 seviyesindeydi. 2008 krizinin ekonomiye etkilerinin net olarak hissedildiği yıl olan 2009'a kadar bu oran düzenli olarak artarak %90'ı aşmıştır. Bu çerçevede

[307] Korkut Boratav. **Dünyadan Türkiye'ye İktisattan Siyasete**. 2. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2015. s.149.

ekonomide reel sektörün üretkenliğinin ve iç talepteki artışın etkisi kredilere yansımıştır. 2009 ve 2010'daki kısa vadeli düşüş eğiliminin ardından ekonominin yeniden büyüme konjonktürüne girmesiyle birlikte ekonomideki kredi muslukları yeniden açılmıştır. Nihai olarak 2016'da kredi/mevduat oranı %140'ı aşmıştır.

Kredi/mevduat oranının %140 seviyesine gelmiş olması ekonomi için tehlike çanlarının çalmaya başladığı anlamına gelebilir. Zira hane halkı ve reel sektör borçluluğunun yüksek olduğu konjonktürde yeni açılan kredilerin orta vadede geri dönüş problemi yaratması muhtemeldir. Ayrıca ekonominin son dönemdeki büyüme performansının düşüş göstermesi, gelirlerin artış hızının azalması ve nakit akışının düşmesi gibi nedenlerle ekonomide geri ödenmeyen kredi miktarının artışına neden olabilir.

Türkiye ekonomisinde borçluluk bilançosunu ekonominin net finansal değeri üzerinden değerlendirmek mümkündür.



Grafik 48 Ekonominin Net Finansal Değeri (2010-2016 Milyar TL)

Kaynak: TCMB Finansal Raporlar ve TÜİK Ulusal Hesaplar üzerinden hesaplanmıştır.

Ekonominin net finansal değerine ilişkin bütünsel istatistikleri TCMB 2010 yılından itibaren tutmaktadır. Bu çerçevede bir bütün olarak ekonominin finansal değerinin (finansal varlıklarla finansal yükümlülükler arasındaki fark) gelişimine baktığımızda Türkiye ekonomisinin genel olarak yükümlülük altında olduğu ve bu yükümlülüğün boyutlarının arttığı dikkat çekmektedir. 2010 yılında ekonominin net finansal değeri -457 milyar TL seviyesindeyken 2016 yılı sonu itibarıyla ekonominin toplam net finansal değeri -1,2 trilyon TL seviyesine yaklaşmıştır. Bir başka ifadeyle altı yıllık süre içerisinde Türkiye ekonomisindeki net yükümlülük yaklaşık olarak üçe katlanmıştır. Net değerin GSYİH'ye oranına baktığımızda ise, 2010 yılında ekonominin net finansal değerinin mutlak değer olarak GSYİH'ye oranı %39,41'ken 2016 yılında bu oran %46,2'ye ulaşmıştır.

Ekonominin finansal varlık ve yükümlülük yapısının 1990'lara göre yaşadığı değişim ekonominin dinamikleri açısından kritiktir. Türkiye'deki yükümlülükler büyük oranda kamu ve bankalardan reel sektöre kayarken ekonominin genel varlık yükümlülük yapısı negatif yönde ilerlemeye devam etmektedir. Bu durum ekonomi dinamikleri açısından bir kırılganlık faktörü olarak ele alınabilir.

Türkiye ekonomisinde hane halklarının ve özel sektörün borçluluk durumundaki gelişmeleri topluca ele almak gerekirse, Türkiye'nin geldiği borçluluk seviyesinin büyüme hedeflerini sekteye uğratabileceğini söyleyebiliriz. Çünkü Türkiye gibi milli gelirinin %60'ından fazlasını hane halklarının yurt içi tüketim harcamalarının oluşturduğu ülkelerde hane halkının borçlanmasındaki artış, gelecek dönem tüketim harcamalarını frenleyecek en olası durumlardan biridir. Dahası Türkiye ekonomisindeki temel sorunlardan biri olan kamu borcu sorunu çözülmesine karşılık borçluluk hane halkına ve özel sektöre transfer olmuş durumdadır. Bu açıdan ekonominin borçluluk sorunu 1990'lara göre biçim değiştirmekle birlikte devam etmektedir. Dönem boyunca **borçların özelleş(tiril)mesi** ekonominin kırılganlıklarının yok olduğu anlamına gelmemekle birlikte fay hatlarının yer değiştirmesi ve deprem yaratma riskinin artması şeklinde okunabilir. Bu açıdan Türkiye'de **devletin mali krizi sonrası** borçların

özelleştirilmesi, ilgili bölümde aktarıldığı üzere Altvater'in neoliberalizmi devletin mali krizi üzerinden okuması ile uyumlu bir olgu olarak ele alınabilir.

Bir diğer nokta da hane halkı ve reel sektör borçluluğunun OECD ortalamasına göre durumudur. 2016 yılı itibarıyla Türkiye hane halklarının yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı OECD ortalamasının oldukça altındadır.[308] Ancak gelir dağılımının bozuk olduğu ve mevduatların büyük kısmının nüfusun küçük bir kitlesini oluşturan insanlarda toplandığı Türkiye ekonomisi için (Türkiye'de hane halkları için temel tasarruf araçları mevduatlar ve devlet iç borçlanma senetleridir.[309]) hane halkları yükümlülüğünün OECD ortalamasının altında kalması aktüel durumun mutlaka olumlu olduğu anlamına gelmez.

Reel sektör cephesinde ise hane halkları kadar olmasa da yükümlülüklerin GSYİH'ye oranı yine OECD ortalamasının altındadır. Yine reel sektör için borcun işletme artığına oranı da OECD ortalamasından düşüktür. Ancak Türkiye'deki reel sektör için kritik risk borçların özkaynaklara oranının Yunanistan'ın ardından en kötü seviyede olması ve yükümlülük/varlık dengesinin OECD ortalamasının oldukça üzerinde olmasıdır.[310] Bu manada finansallaşma sürecinde borç biriktiren reel sektörün üstlendiği riskler yalnızca tarihsel olarak değil, aynı zamanda uluslararası göstergeler bağlamında da bir kırılganlığa işaret etmektedir.

Tüm bu borçlanma serüveni vatandaşların yükümlülüğünü artırırken gelir ve özellikle servet dağılımını bozarak büyümenin meyvelerinin oldukça adaletsiz bölüşülmesine neden olmuştur.

[308] Bkz. TCMB Finansal Hesaplar Raporu 2016-IV s.5.
[309] 2016 sonu itibarıyla yurt içi yerleşiklerin finansal varlıklarının %70'i TL ve döviz cinsinden mevduatlardan, %21'i de DİBS'lerden oluşmaktadır. Varlıklar içerisinde pay senedi ve özel sektör borçlanma aracı gibi diğer varlıkların değeri oldukça düşüktür. Bkz. TSPB Sermaye Piyasası Verileri. https://www.tspb.org.tr/veriler/ (Erişim: 10.05.2017)
[310] Bkz. TCMB Finansal Hesaplar Raporu 2016-IV s.12.

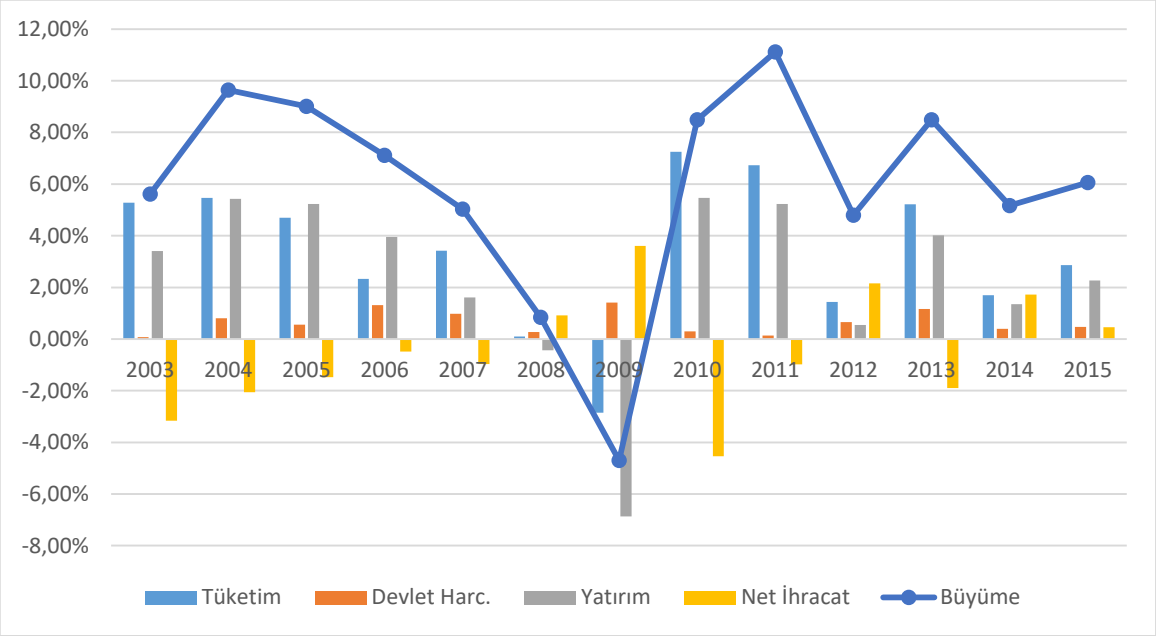
4.4.6.2. Büyüme

Ekonomilerde kurumsal yapının gelişmesi, faaliyetlerin çeşitlenmesiyle iktisadi büyümenin istikrarlı bir hale dönüşmesi beklenir. Ancak Türkiye için bu istikrarın, küresel krizler ve II. Dünya Savaşı dışında, bozulduğu yıllar Türkiye'de ticari ve finansal liberalizasyona geçişin olduğu yıllar olmuştur.[311] Bununla birlikte Türkiye 2000'lerden itibaren küresel iktisadi konjonktürel dalgalanmalara daha çok endekslenen bir görüntü çizmiştir. Yükselen piyasalar olarak adlandırılan birçok ülkenin büyüme dönemine girdiği dönemde Türkiye de büyürken, bu ekonomilerin yavaşladığı dönemde Türkiye ekonomisi de yavaşlamıştır.

2001 krizi sonrası oluşan olumlu ulusal ve uluslararası konjonktürün meyvelerini toplayan Türkiye, yüksek büyüme performansını uzun süre devam ettirememiş ve ekonominin motorları kısmen yavaşlamıştır. **2002-2016 döneminin ortalama büyüme oranı 2009 bazlı milli gelir serisine göre %5,7'dir.** Bu oran Cumhuriyet ortalamasının bir miktar üstünde olmakla birlikte büyük ve kalıcı bir atılıma işaret etmemektedir. Ayrıca 2008 sonrası büyüme küresel kriz sonrası hızlı toparlanmaya rağmen dönem ortalamasının altında kalarak %4,7 olmuştur. Bu açıdan uluslararası analizlerde dönem dönem parlak büyüme performansı gösteren BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ile adı anılan Türkiye artık Endonezya, Hindistan, Brezilya ve Güney Afrika ile birlikte **"kırılgan beşli"** (fragile five) kapsamında analiz edilen bir ülke konumuna gelerek "yükselen" vasfını kısmen kaybetmiştir.

Ekonominin büyüme performansının kaynaklarının ayrıştırılması da büyüme performansının temellerinin anlaşılması açısından önemlidir. Aşağıdaki grafikte 2003-2015 dönemi için büyümenin kaynakları incelenmiştir.

[311] Fatma Doğruel ve A. Suut Doğruel. **Bıçak Sırtında Büyüme ve İstikrar: Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail, Türkiye.** 1. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2006. s.132.



Grafik 49 Harcamalar Yönünden Büyümenin Kaynakları (2003-2015)*

*Her yıl için sütunlar soldan sağa; tüketim, devlet harcamaları, yatırım ve net ihracatın büyümeye katkısını göstermektedir. İlgili talep kalemi bir önceki yıla göre azalma gösterdiyse büyümeye katkısı negatif, artış gösterdiyse pozitif olacaktır. Net ihracattaki durum ise Türkiye'nin dış ticaret açığı vermesi nedeniyle ters işlemektedir. Yani dış açık artarsa, net ihracatın büyümeye katkısı negatif, azalırsa pozitif olacaktır.

Kaynak: TÜİK Ulusal Hesaplar istatistiklerinden hareketle tarafımızca hazırlanmıştır.

Türkiye ekonomisi için 2003-2015 dönemine bakıldığında büyümenin hane halkları tüketimi ve özel yatırımlar temelinde hareket ettiği görülmektedir. Ekonominin yüksek büyüme performansı gösterdiği yıllarda, devlet harcamalarının büyümeye çok fazla katkısı olmamıştır. Yine bu yıllarda dış açık artmış ve net ihracatın büyümeye katkısı negatif olmuştur. 2009 yılında ise tüketim ve yatırım büyümeye negatif katkı yaparken düşen dış açık ve artan devlet harcamaları GSYİH'deki düşüşün derinleşmesini engellemiştir. 2009 sonrası süreçte de hane halkları tüketimi ve yatırımlar reel olarak artarken yüksek büyüme rakamlarına ulaşılmıştır. Bu açıdan son yıllarda bu iki talep kalemindeki ivme kaybı büyümeye de yansımıştır.

Ekonominin son dönem büyüme performansıyla ilgili belirtilmesi gereken bir diğer nokta da harcamalar yönünden büyümenin son yıllarda yeni sermaye

oluşumundan (makro iktisadi anlamıyla yatırım) kısmen yoksun kalmasıdır. Özellikle 2016 yılındaki büyüme neredeyse tamamen hane halkı harcamalarına dayanmıştır. Bu bağlamda Economist Dergisinin tanımıyla Türkiye son yıllarda "şeker ağırlıklı ve **proteinsiz beslenme**" ile büyümektedir.[312] İstikrarlı/sürdürülebilir bir büyüme için ekonominin protein de alması gerektiği yani yatırımlarını artırması gerektiği ortadadır. Bunun için de günlük çözümler yerine uzun vadeli büyüme performansını sağlayacak yapısal reformlar uygulamaya konulmalıdır.

Yatırımlardaki yavaşlamanın yanında, ithalat bağımlılığı probleminin teknolojik gelişme olmaması nedeniyle (eğitim ve ar-ge problemleri gibi) çözülememesi, yabancı sermaye girişindeki yavaşlama, borçluluğun tabii sınırlarına yaklaşması ve jeopolitik olumsuzlukların varlığı gibi nedenlerle %3'ün altına inen 2016 büyüme rakamına ek olarak Türkiye'nin yakın gelecekte 2003-2007 dönemindeki gibi yüksek büyüme performansına ulaşması ve 2023 hedeflerini yakalaması pek mümkün görünmemektedir.

İlgili bulgular çerçevesinde dönemler arası karşılaştırma yapmak gerekirse, **konumuz açısından Türkiye'nin 2002-2016 dönemi için 1990'lı yıllara göre iki temel fark söz konusudur:**

- Birincisi; finansallaşma deneyimi 1990'larda kamu borçları temelinde yükselen faizler nedeniyle para sermayenin getirisi üzerinden olmuşken 2002 sonrası özel kesimin yükümlülük biriktirmesi üzerinden olmuştur. Bir başka ifadeyle 1990'lar kamu borcu kaynaklı **faiz gelirleri** üzerinden bir finansallaşmaya işaret ederken, 2002 ve sonrası daha ziyade **borçlar** üzerinden bir finansallaşmaya işaret etmektedir.
- İkincisi; 1990'larda üretken yatırımlar karlı olmadığı için **büyüme** performansı düşük olmuş, 2002 sonrasında ise üretken yatırımlar karlı olduğu için görece yüksek büyüme performansına erişilmiştir. Her ne kadar

[312] The Economist: "Turkey's Economy: Sugar Highs". http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21702185-turkeys-economy-needs-boring-reforms-instead-it-getting-quick-fixes-sugar?frsc=dg%7Ca (Erişim: 03.04.2017)

son yıllarda büyüme kısmen gerilemiş olsa da faiz geliri halen 1990'lardaki gibi cazip olmadığından üretken yatırımların 1990'lardaki kadar gerilemesini gerektirecek bir konjonktür söz konusu değildir.

Öte yandan 2017-2019 dönemi için hazırlanan **Orta Vadeli Program**'a göre finansman olanakları ve finans piyasaları için konan, özel sektörün finansman kolaylığı için "Taşınır Rehin Kanunu"nun çıkarılması, arabulucuk sisteminin geliştirilmesi, uzun vadeli fonlara erişimin kolaylaştırılması, Türkiye Varlık Fonu çerçevesinde sermaye piyasasındaki enstrümanların çeşitlenmesi, ihracatçılar için yeni teminat bulma mekanizmalarının geliştirilmesi, "İstanbul Finans Merkezi Kanunu"nun çıkarılması, bankacılık dışında kalan finans şirketlerinin sektör paylarının artırılması, altın şeklinde tutulan tasarrufların sisteme içerilmesi ve faizsiz finans araçlarının yaygınlaştırılması gibi hedefler söz konusudur. Yine büyümenin de ilgili dönemde teknolojik atılımlarla (verimlilik – ar-ge vb.) ortalama %4'ü geçmesi planlanmaktadır. [313]

Türkiye'de son dönemde yayımlanan orta vadeli programların çoğunda var olan bu vb. hedeflere nasıl ulaşılacağı ise kısmen muğlaktır. Finansal anlamda ekonomide riskler yükselmişken, sistemin işlerliğinin sağlanması ve dengesizliklerin ortadan kaldırılması Türkiye'nin yalnızca finansal yapısı için değil, aynı zamanda büyüme/kalkınma performansı için de oldukça önemlidir. Ancak büyümenin borçluluk ve sermaye girişi ile kurduğu dirsek temasının bağlarının kuvvetlendiği dönemde Türkiye toplumunun refah seviyesinin istikrarlı bir şekilde artması ülkenin teknoloji/inovasyon seviyesi düşükken kolay olmayacaktır.

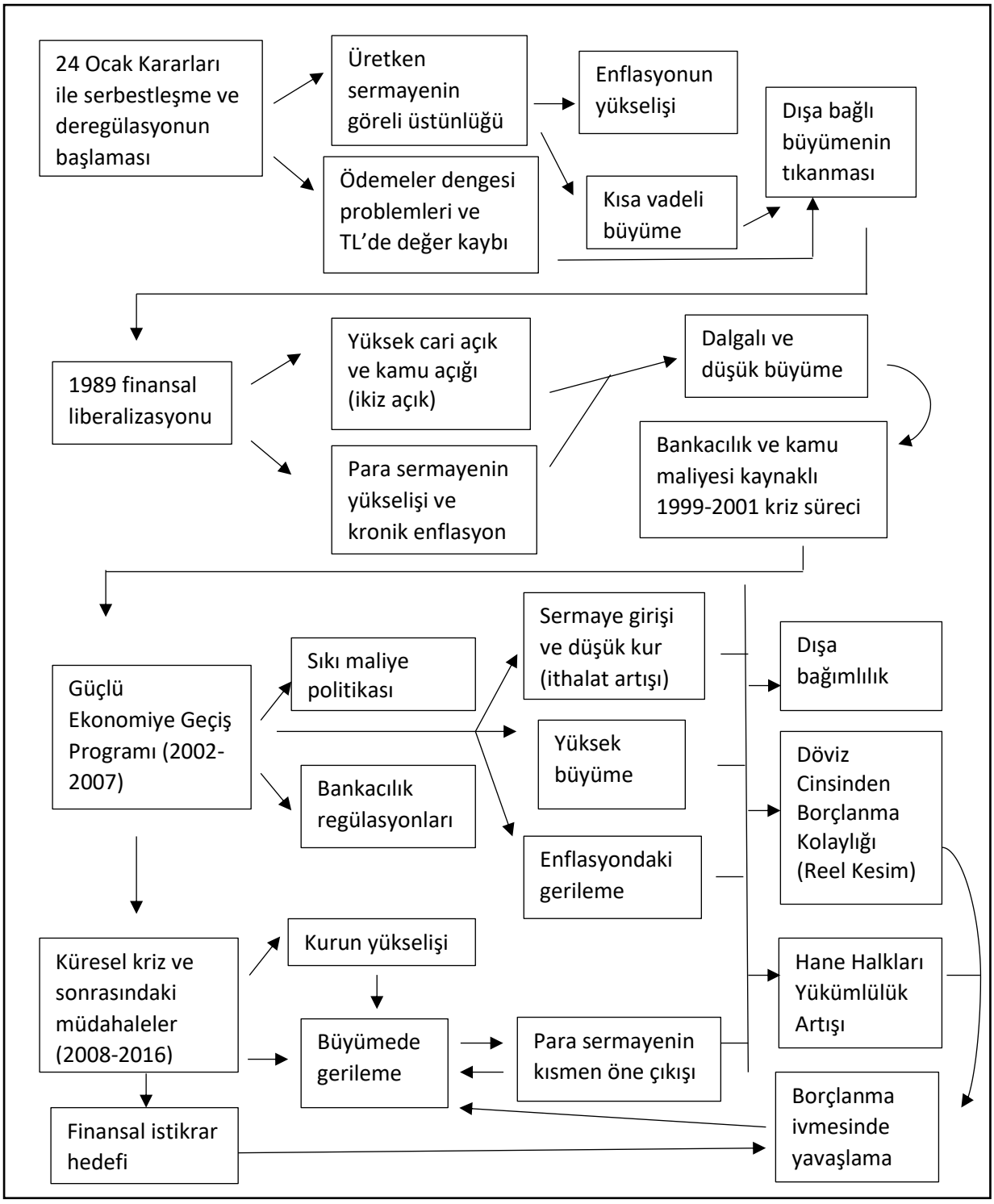
Dahası günümüzde Türkiye'nin İstanbul'u bir uluslararası finans merkezine dönüştürme çabalarının realitede karşılığı yoktur. Türkiye finansal anlamda yüzyıl başına göre çeşitli kriterler çerçevesinde "gelişim" göstermiş olarak kabul edilse bile küresel manada henüz bir finansal çekim merkezi olmayı başaramamıştır. Zira küresel finans merkezi endeksine göre İstanbul dünya şehirleri arasında, geçen

[313] Bkz. Orta Vadeli Program 2017-2019. ss.9-17.
http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/OrtaVadeliProgramlar.aspx (Erişim: 05.06.2017)

seneye göre dokuz sıra birden kaybederek 609 puanla 66. sırada yer almaktadır.[314] Bu noktada temennilerin ötesine geçilmesi, ekonominin sağlam finansal temellere oturması ve hedefler doğrultusunda daha güçlü bir finansal çekim merkezinin yaratılması kısa vadede zordur.

Son olarak Türkiye ekonomisi için 1980-2016 döneminin nasıl bir finansallaşma sürecine işaret ettiği ve finansal liberalizasyonu da kapsayan süreçte büyümeyi belirleyen dinamikler aşağıdaki görselden okunabilir.

[314] Bu alanda lider 782 endeks puanıyla Londradır. Bkz. "The Global Financial Centres Index 21". ss.4-5. http://www.longfinance.net/images/gfci/gfci_21.pdf (Erişim: 30.03.2017)



Şekil 3 Türkiye Ekonomisinde Finansallaşma ve Büyüme 1980-2016

Kaynak: Tarafımızca hazırlanmıştır.

5. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE BÜYÜME ÜZERİNE EKONOMETRİK UYGULAMA

Bu bölümde Türkiye ekonomisinde son yıllarda yaşanan finansallaşmanın ekonominin büyüme performansı üzerinde nasıl etki bıraktığı konusunda seçilmiş göstergeler ile bir ekonometrik modelleme yapılacaktır. Modelde kullanılan veri seti ve metodolojiye geçmeden önce konuyla ilgili literatüre, çalışmaların kapsamı ve kullanılan yöntemler bağlamında, kısaca bakmak yerinde olacaktır.

5.1. LİTERATÜR

İktisat ve ekonometri literatüründe ülkelerin finansal göstergelerindeki değişimle büyüme ilişkisi üzerine son yıllarda birçok çalışma yapılmıştır. Modeli oluşturmadan önce modelde kullanılan parametreler çerçevesinde yapılan bazı analizleri (literatürü) değişkenlere göre sınıflandırmak mümkündür.

Finansal serbestleşme ve makro iktisadi yapı arasındaki ilişki incelenirken McKinnon ve Shaw tarafından 1973'te geliştirilen **finansal baskı** hipotezine sıkça başvurulur ve bu hipotez zaman ve mekan bağlamında test edilir. Bu hipoteze göre az gelişmiş ülkelerdeki yatırımlar, ödünç verilebilir fon piyasasının, dolayısıyla tasarrufların, dar olması nedeniyle düşüktür. Bu nedenle tasarrufları cezbetmek için pozitif reel faiz uygulanarak yatırımların teşvik edilmesi ve büyümenin sağlanması mümkündür. Bu açıdan McKinnon ve Shaw finansal liberalizasyon çerçevesinde faizler ile sermaye girişleri üzerindeki sınırlamaların ve diğer birçok finansal regülasyonun kaldırılmasını savunmaktadır. Çünkü hükümetin uyguladığı "baskı"nın kalkması ile yatırım finansmanı için hem iç hem de dış kaynak

kullanımının mümkün olduğu ortamda yatırımlar yükselecek ve az gelişmiş ülkeler için hedeflenen büyüme/kalkınma sağlanabilecektir.[315]

Literatürde borçlulukla ekonomik büyüme ilişkine yönelik yapılan çalışmalar daha ziyade kamu dış borcu üzerine yapılmıştır. 77 ülke için kamu dış borcu ve iktisadi büyüme ilişkisini zaman serileri analiziyle inceleyen Lin ve Susin (2001)'e[316] göre ülke grupları için farklı sonuçlar söz konusu olabilmektedir. Afrika ve Latin Amerika için dış borçla büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusuyken Asya ülkeleri için pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Yine 1969-1998 dönemi için 93 ülkeyi panel veri analizi ile inceleyen Pattillo, Poirson ve Ricci'ye (2002)[317] göre dış borcun belirli bir seviyeyi aşması ülkelerin ekonomik performansını olumsuz etkilemektedir. 3700 gözlem üzerinden bu ilişkiyi inceleyen Reinhart ve Rogoff'a (2010)[318] göre kamu borcu ile GSYİH büyümesi arasında zayıf bir ilişki söz konusudur.

Kısa vadeli sermaye girişleri ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiye yönelik Corbo ve Hernandez'in (1996) [319] yaptığı analize göre Latin Amerika ve Asya ülkeleri için kısa dönemli sermaye hareketleri ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Rodrik ve Velasco'ya (1999) [320] göre de kısa vadeli sermaye girişleri ülkelerin ekonomik büyüme performansını olumsuz etkilemektedir.

Literatürde finansal sektördeki gelişme/derinleşme ve büyüme arasındaki illişkiyi ölçmeye çalışan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin; yatay kesit çalışması ve dinamik panel tekniklerini kullanan Beck, Levine ve Loayza'ya (2000)[321] göre

---

[315] Bkz. Ronald I. McKinnon. **Money and Capital in Economic Development,** Washington, DC: Brookings Institution. 1973. ss.50-60. ve Edward Shaw. **Financial Deepening in Economic Development**, London: Oxford University Press. 1973. ss.12-14.

[316] Shuanglin Lin ve Kim Sosin. "Foreign Debt and Economic Growth" **Economics of Transition**, Vol:9, Issue:3, 2001. ss.635-655.

[317] Catherine Pattillo, Helene Poirson, Luca Ricci. "External Debt and Growth". **IMF Working Paper WP/02/69**. 2002.

[318] Carmen M. Reinhart ve Kenneth S. Rogoff. "Growth in a Time of Debt". **NBER Working Paper** No. 15639. 2010.

[319] Corbo, Vittorio ve Leonardo Hernandez. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflow: Lesson from Recent Latin American and Asian Experience," **World Bank Research Observer**. Vol: 11. Issue: 1. 1997. ss.61-85.

[320] Dani Rodrik ve Andres Velasco. "Short Term Capital Flow," **NBER Working Paper**. No: 7364. 1999.

[321] Ross Levine, Norman Loayza, Thorsten Beck. "Financial intermediation and growth: Causality and causes". **Journal of Monetary Economics.** No: 46. 2000. ss.31-77.

ekonomik büyüme ile finansal gelişmişlik arasında pozitif yönlü – güçlü bir ilişki vardır. Yine 13 Afrika ülkesindeki finansal gelişmişlik ve büyüme ilişkisini VAR Modeli ile inceleyen Ghirmay'a (2004)[322] göre bu iki parametre arasında uzun dönemli bir ilişki söz konusudur.

Nihai olarak bir bütün olarak finansallaşma sürecinin makro iktisadi etkilerini test eden analizleri incelemek gereklidir. OECD ülkeleri için, finansallaşmanın; eşitsizliği artırdığı, büyümeyi yavaşlattığı ve işsizliğe yol açtığı hipotezlerini panel regresyonla inceleyen Assa'ya (2012)[323] göre bu hipotezlerin hepsi istatistiki olarak doğrudur. Türkiye üzerine finansallaşma analizi yapan Yeldan'a (2000)[324] göre ise deregülasyonlarla gelen finansallaşma, ekonominin gelir dağılımı ve büyüme dinamikleri üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır. Bununla birlikte çalışma boyunca birçok gösterge ile açıklandığı üzere, ekonomilerde finansallaşma döneminde finansal karlar artmıştır. Bu durum uzun dönemli büyüme performansındaki düşüşle beraber incelendiğinde, finansal karlardaki artışın büyümeyi ile ters yönlü bir ilişkide olduğu söylenebilir.

5.2. VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Bir ekonometrik model kurulurken, modelde ele alınacak olan değişkenlerin ve modelde seçilen yöntemin açıklanması gerekmektedir. Çünkü değişkenler arasında iktisadi anlamda nasıl bir ilişki olduğu ve bu ilişkinin modelin sonuçları ile tutarlı olup olmayacağı önemlidir. Ayrıca seçilen modelin kendine özgü avantajları bağlamında seçilme nedeni ortaya koyulmalıdır.

[322] Teame Ghirmay. "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis", **African Development Review**, Vol. 16, Issue 3, 2004. ss.415–432.
[323] Jacob Assa. "Financialization and its Consequences: The OECD Experience" **Finance Research** Vol. 1, No. 1, 2012. ss.35-39.
[324] Erinç Yeldan. "The Impact of Financial Liberalization and the Rise of Financial Rents on Income Inequality The Case of Turkey." **UNU/WIDER Working Paper** No. 206, November, 2000.

5.2.1. Modelde Kullanılan Makro Değişkenlerin Ele Alınışı

2003 – 2016 dönemi için yıllık veriler kullanılarak Türkiye ekonomisinin Büyüme Oranı [BUYUME], yıllık ortalama Dolar-TL Kuru [DK], hane halkı borç yükünün reel değişimi (enflasyondan arındırılmış) [HHBK], reel sektörü temsil ettiğini varsaydığımız ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranı [ISO] ve ödemeler dengesinde doğrudan yatırımlar dışında kalan portföy yatırımlarının ve diğer yatırımların toplamının GSYİH'ye oranı [PGSYH] (Model boyunca yapılacak analizlerde kısaca portföy yatırımları olarak kullanılacaktır.) kullanılmıştır. Seçilen göstergelerden bazıları için aylık veya çeyreklik resmi verilere ulaşılamadığı için, zorunlu olarak yıllık veriler üzerinden analiz yapılmıştır. Kullanılan veriler türüne göre TÜİK, TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve ISO veri tabanlarından derlenmiştir.

Çalışma boyunca 1980'den günümüze uzanan süreç için bir finansallaşma ve büyüme analizi yapılmasına karşılık, modelin 2003'ten başlatılmasının nedenleri; 2002 sonrası finansallaşma süreci için önemli bir dinamik olan hane halkları yükümlülükleri için 2001 ve öncesine ait veri bulunamaması ve 1990'lara göre bu dönemde finansallaşmanın biçimsel ve derinlik olarak (gelirlerin finansallaşmasından özel kesimin yükümlülük oluşumuna geçiş) farklılaşmasıdır. Bu nedenle 2002 sonrasını belirleyen ve daha ziyade yükümlülük oluşumu üzerinden incelenebilecek olan finansallaşmanın büyüme sürecini nasıl etkilediğinin uygulama ile ele alınması önemlidir. Bununla birlikte bir finansal kar göstergesi de [ISO] modele eklenmiştir. Ayrıca serilerdeki değişimin görülmesi için veriler 2003'ten başlatılmıştır.

Modelimizde kullanılan yönteme geçmeden önce, modele dahil edilecek olan makro değişkenler arasında, iktisadi anlamda nasıl bir ilişki beklendiğinin açıklanması doğru olacaktır. Çünkü oluşturulacak ekonometrik modelin, Türkiye ekonomisinde son dönemdeki gelişmelerin iktisadi temelleri ile tutarlı olması gerekmektedir.

İlgili dönem içerisinde (2003-2016), hane halkı borç yükündeki reel değişimin ve ödemeler dengesinde doğrudan yatırımlar dışında kalan sermaye girişlerinin büyüme ile pozitif yönlü ilişkide olması, Dolar-TL kurunun ve ISO-500 faaliyet dışı gelir/kar göstergesinin ise büyüme ile ters yönlü ilişkide olması beklenmektedir. Çünkü Türkiye ekonomisinin son 15 yıllık büyüme performansının altında şu süreçler yatmaktadır:

Sermaye Girişi → Dolar Kurunun Düşmesi → İthalat Artışı → Ucuz Girdi ile Üretim Maliyetlerinin Düşmesi → **Enflasyonun Düşüşü ve Büyüme**

Sermaye Girişi → Kredi Olanaklarındaki Artış → Özel Sektörün ve Hane Halklarının Borçlanmasının Önünün Açılması → Toplam Talep Artışı → **Büyüme**

Talep artışı → **Büyüme** → Reel Sektör Faaliyet Karlılığı → Faaliyet Dışı Gelirlerin Karlardaki Payının Düşüşü.

Bu açıdan Türkiye ekonomisinin temel büyüme dinamikleri; yabancı sermaye yatırımlarının yarattığı imkanlar ve borçluluk olanaklarının sürüklediği toplam talep artışı olmuştur. Ayrıca toplam talep artışı reel sektör firmalarının faaliyet gelirlerini de yükseltmiştir.

Modelde kullanılan verilere ilişkin tablo aşağıda sunulmuştur.

Tablo 26 Modelde Kullanılan Veriler

	BUYUME	DK	HHBK	ISO	PGSYH
2003	0.056	1.49	0.9831	0.718	0.0326
2004	0.096	1.43	0.9837	0.391	0.0404
2005	0.09	1.34	0.7747	0.37	0.0699
2006	0.071	1.44	0.4435	0.263	0.0404
2007	0.053	1.3	0.2667	0.356	0.0425
2008	0.008	1.29	0.1398	0.368	0.0249
2009	-0.047	1.55	0.0897	0.437	0.0079
2010	0.085	1.5	0.2447	0.31	0.0666
2011	0.111	1.67	0.1878	0.275	0.0726
2012	0.048	1.8	0.1289	0.397	0.0699
2013	0.085	1.9	0.1593	0.341	0.0684
2014	0.051	2.19	-0.0276	0.503	0.0399
2015	0.06	2.72	0.0170	0.457	0.0090
2016	0.029	3.02	-0.0157	0.47	0.0281

5.2.2. Modelde Kullanılan Yöntem: VAR Modeli

Finansal değişkenlerin analizinde VAR modelleri sıkça kullanılmaktadır. Kullanılan veri setine göre yapısal kırılmaların var olup olmadığının bulunması, değişkenler arası korelasyonun yönünün tespit edilmesi, birim kök testleri ve etki tepki analizleri ile VAR modelleri finansal göstergelerin analizi için kullanışlıdır.[325] Kullandığımız makro değişkenler de finansal değişkenler olduğundan VAR modeli bu analiz için uygundur.

Büyüme ile yukarıda sayılan diğer göstergeler arasındaki şok ilişkisini incelemek amacıyla VAR yöntemi kullanılarak etki tepki ve varyans ayrıştırma analizleri "EViews 9 Programı" aracılığıyla yapılmıştır.

Kullanılan VAR Modelinin avantajları genel olarak şöyledir:[326]

- Yapısal model kullanma zorunluluğu yoktur.
- Şok tipi ilişkiler incelenebilir.
- T'lerin istatistiksel önemine bakılma zorunluluğu yoktur.
- Dışsal ve kukla değişkenler kullanılabilir.
- Eş anlı modellere göre her bir eşitliğe ayrı ayrı EKK uygulanarak modellerin tahmin edilmesi, eş anlı modellere göre bir üstünlüktür.
- Değişkenlerin gecikme uzunlukları farklı olabilir.
- Mevsimsel hareketlerin incelenmesi mümkün olabilir.
- Tüm değişkenler içsel değişken olduğundan her değişkenin bir diğeri üzerindeki etkisi eş anlı olarak tahmin edilebilir.
- VAR-MA modelleri ile karşılaştırma yapılabilir.

[325] Henrik Hansen, and Søren Johansen. "Some tests for parameter constancy in cointegrated VAR-models." **The Econometrics Journal**, Vol:2, Issue:2. 1999, s. 307.
[326] Recep Tarı. **Ekonometri**. Gözden Geçirilmiş 7. Baskı. Kocaeli: Umuttepe Yayınları, 2011, ss.454-455.

Ayrıca VAR Modeli kolayca anlaşılabilecek görsel çıktılar sunması bakımından da kullanışlıdır. Bu avantajların yanında VAR Modelinin aşamalarını;

1. Değişkenlerin seçimi, özelliklerinin belirlenmesi ve sıralanması,
2. Durağanlık koşulunun sağlanması, (Mertebelerin aynı olması zorunlu değildir.)
3. Gecikme uzunluklarının belirlenmesi ve
4. Sistem çalıştırıldıktan sonra ekonomi-politik analiz ya da öngörünün yapılması.

şeklinde özetleyebiliriz.[327]

Bu bilgiler ışığında oluşturulan modelde büyüme bağımlı değişken olarak ele alınacaktır. İlgili diğer makro iktisadi değişkenler ise bağımsız değişken olarak ele alınacak ve elde edilen sonuçlar değerlendirilecektir.

5.3. MODELİN ÇIKTILARI

Bu bölümde ilgili değişkenler arasındaki tanımlayıcı istatistikler, korelasyon matrisi, birim kök testi sonuçları, VAR modelinin kararlılığı, etki-tepki analiz sonuçları ve varyans ayrıştırması sonuçları ele alınacaktır.

[327] Tarı, s.456.

5.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Tablo 27 Tanımlayıcı İstatistikler

	BUYUME	DK	HHBK	ISO	PGSYH
Mean	0.056857	1.760000	0.312543	0.404000	0.043793
Median	0.058000	1.525000	0.173550	0.380500	0.040400
Maximum	0.111000	3.020000	0.983700	0.718000	0.072600
Minimum	-0.047000	1.290000	-0.027600	0.263000	0.007900
Std. Dev.	0.040605	0.535523	0.350889	0.114674	0.022508
Skewness	-1.140990	1.339057	1.064113	1.385453	-0.099769
Kurtosis	4.147371	3.589094	2.671902	5.087326	1.802497
Jarque-Bera	3.805603	4.386276	2.704915	7.020325	0.859734
Probability	0.149150	0.111566	0.258604	0.029892	0.650596
Sum	0.796000	24.64000	4.375600	5.656000	0.613100
Sum Sq. Dev.	0.021434	3.728200	1.600596	0.170952	0.006586
Observations	14	14	14	14	14

Modelin tanımlayıcı istatistiklerinden ilki ortalamalardır. 2003-2016 dönemi boyunca büyüme ortalaması %5,6 olarak gerçekleşmiştir. Dolar-TL kuru dönemin büyük kısmında ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin de etkisiyle ortalama 1,76 seviyesinde olmuştur. Hane halkının borç yükündeki reel değişim yıllık ortalama (pozitif yönde) %31 olurken, portföy yatırımlarının milli gelire oranı da ortalama %4,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranı ise ortalama %40 olmuştur.

Modelin diğer tanımlayıcı istatistikleri olan basıklık ve çarpıklık göstergelerini incelemeden bunların ne olduğunu kısaca açıklamak gereklidir. Basılıklık (kurtosis) dağılımın dikliğini veya düzlüğünü gösterir. Böylece verilerin tepe noktalarının durumu hakkında bilgi sağlar. Sıfıra yakın bir basıklık normal dağılıma yakın bir şekle işarettir. Pozitif değer, dik bir dağılıma, negatif değerse yatay bir dağılıma işarettir. Çarpıklık ise (skewness) dağılımın ortalama etrafında simetriden ne kadar saptığını belirler veya başka bir ifadeyle verilerin simetrisini gösterir. Bu noktada pozitif çarpıklık küçük değerlerin fazlalıkta olduğunu (sağa

çarpık dağılım), negatif çarpıklık ise büyük değerlerin fazlalıkta olduğunu (sola çarpık dağılım) gösterir.[328]

Tanımlar çerçevesinde değişkenler için basıklık değerlerine genel olarak bakıldığında veriler normal dağılımdan uzak bir görünüm sergilemektedir diyebiliriz. Bu durum çoğu finansal gösterge için geçerlidir. Zira finans piyasaları volatilitesi yüksek piyasalardır ve anlık sert değişimler dahi söz konusu olabilmektedir. Çarpıklık değerlerine bakıldığında ise; büyüme ve portföy yatırımlarının GSYİH'ye oranı sola çarpık, hane halklarının yükümlülüklerindeki reel değişim, ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranı ve dolar kuru sağa çarpıktır.

Yine dönem boyunca standart sapması (oynaklığı) en fazla olan gösterge dolar kuru olmuştur (0,53).

Tablo 28 Korelasyon Matrisi

	BUYUME	DK	HHBK	ISO	PGSYH
BUYUME	1.000000	-0.098308	0.396737	-0.313470	0.703917
DK	-0.098308	1.000000	-0.545671	0.268733	-0.303819
HHBK	0.396737	-0.545671	1.000000	0.250671	0.157902
ISO	-0.313470	0.268733	0.250671	1.000000	-0.452409
PGSYH	0.703917	-0.303819	0.157902	-0.452409	1.000000

Korelasyon; iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkinin yönü ve kuvveti hakkında bilgi verir.[329] Ayrıca korelasyon katsayısı (r) -1 ve 1 aralığında yer alır: $-1 \leq r \leq 1$. Mutlak anlamda 1'e yaklaşan korelasyon güçlü bir ilişkinin varlığını, 0'a yaklaşan korelasyonsa güçlü olmayan bir ilişkinin varlığını ifade eder. 0,5 civarında gerçekleşen korelasyonda ise orta şiddette bir ilişkiden bahsedilebilir.

Bu çerçevede yukarıdaki korelasyon matrisi şöyle okunabilir: Öncelikle büyüme ile hane halklarının borç yükündeki reel değişim ve portföy yatırımları aynı

[328] Basıklık ve çarpıklık tanımları için bkz: Şevket Kalaycı. **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**. 5. Baskı. Ankara: Asil Yayın Dağıtım Ltd. Şti. 2010, s.58. ve Damodor N. Gujarati. **Temel Ekonometri**. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen (çev.) Dördüncü Basım. İstanbul: Literatür Yayınları, 2006, ss.770-771.
[329] Bkz. Selahattin Güriş ve Melek Astar. **Bilimsel Araştırmalarda SPSS ile İstatistik**. 2. Basım. İstanbul: DER Yayınları. 2015. s.287.

yönde hareket ederken; döviz kuru ve ISO-500 faaliyet dışı gelirler/kar oranı zıt yönde hareket etmiştir. İstatistiki olarak, hane halkları borç yükündeki reel değişim ve ISO-500 faaliyet dışı gelirler/karlar parametresinin büyüme ile olan korelasyonu orta şiddete yakındır. Bu noktada en yüksek korelasyonun büyüme ile portföy yatırımları arasında olması dikkat çekmektedir. Bu da Türkiye ekonomisi için ilgili dönemde portföy yatırımlarının oldukça kritik olduğunu başka bir açıdan göstermektedir.

5.3.2. Birim Kök Testi Sonuçları (ADF)

Tablo 29 Düzeyler Cinsinden Birim Kök Testi Sonuçları

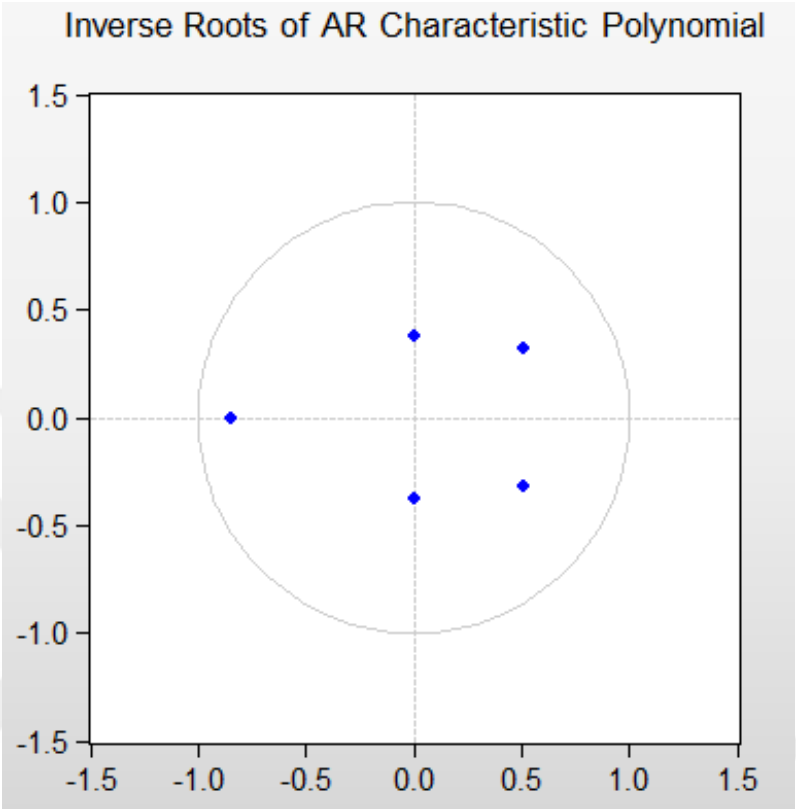
Değişkenler	Sabit	Sabit+Trend	Hiçbiri
Büyüme	-2.71 [0]	-2.63 [0]	-1.47 [0]
DK	2,02 [2]	1,98 [2]	2,85 [0]
HHBK	-2,03 [0]	-1,32 [0]	-3,28 [0]
ISO	-4,76 [0]	-5,01 [0]	-1,38 [0]
PGSYH	-2,77 [0]	-3,50 [3]	-0,90 [0]

Birim kök analizinde serilerin durağan olup olmadıkları belirlenmektedir. Burada kullanılan Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Testi de birim kök analizinde kullanılan testlerden biridir.[330]

Birim kök testi sonuçlarına göre, BUYUME, DK, HHBK ve PGSYH değişkenleri bir kere farkı alındığında durağanlaşan serilerdir. Bu anlamda birinci mertebeden bütünleşik serilerdir. Diğer değişken ISO ise düzeyde durağan değişkendir. Yani sıfırıncı mertebeden bütünleşik seri söz konusudur.

[330] Bkz. Tarı, s.387.

5.3.3. VAR(1) Modelinin Kararlılığı



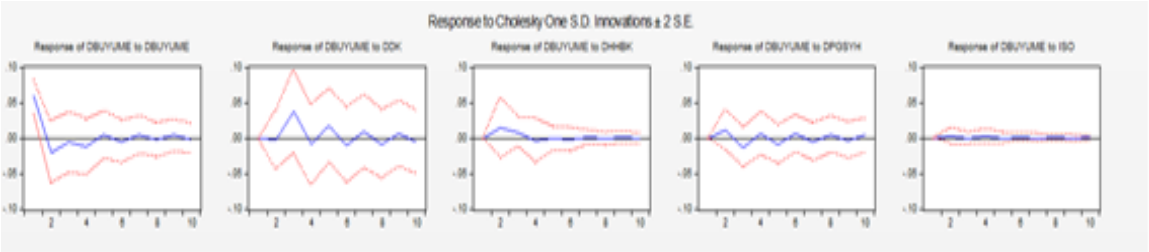
Grafik 50 VAR(1) Modelinin Kararlılığı

Yukarıdaki grafikte yer alan beş nokta, tanımları verilen beş değişkeni temsil etmektedir. Bir başka ifadeyle, beş değişkenle tahmin edilen VAR(1) modeli söz konusu olduğu için yukarıdaki grafikte beş tane nokta yani özdeğer hesaplanmıştır. Bu özdeğerler 1'den küçük olduğundan dolayı VAR(1) modeli kararlıdır. (Değerler çemberin içindedir.) Bu açıdan seriler durağandır.

Bu VAR(1) modelinden hareketle etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizlerine geçilebilir.

5.3.4. Etki-Tepki Analiz Sonuçları

VAR sistemi için uygun gecikme uzunlukları bulunduktan sonra etki tepki fonksiyonlarına geçilir. Etki-tepki fonksiyonları şokların değişkenler üzerindeki ve hangi zamanda etkisinin ne olduğunu tablo/grafikle ortaya koyar.[331] Bu şekilde, serilerde oluşan şoklarda bir birimlik değişim karşısında serilerin verdiği tepkiler görsel olarak (grafikle) ortaya çıkarılır. Bu model için etki tepki grafikleri büyüme için şöyledir:



Grafik 51 Etki Tepki Analizi Grafikleri (Büyüme)

Yukarıdaki grafiklere göre, büyüme kendisinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka ilk iki dönemde negatif tepki verirken sonraki dönemlerde bu tepki küçük artış ve azalışlarla sıfıra yaklaşmıştır. Dolar kurunda bir standart sapma meydana geldiğinde ilk iki dönemde herhangi bir tepki olmazken, üçüncü dönemde pozitif yönde başlayan tepki, ileriki dönemlerde dalgalanarak zayıflamıştır. Hane halkı borçlanmasındaki reel değişimde bir standart sapmalık şok meydana geldiğinde büyüme üçüncü döneme kadar pozitif yönde hareket etmiştir. Ardından tepki dalgalanması sıfıra yaklaşmıştır. Portföy yatırımlarının GSYİH'ye oranında bir standart sapmalık şok meydana geldiğinde, ikinci döneme kadar pozitif tepki söz konusuyken, sonraki dönemlerde tepki dalgalanarak sıfıra yaklamıştır. ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranındaki bir standart sapmalık şoksa büyümeyi çok fazla etkilememiş ve dönem boyu şok etkisi söz konusu olmamıştur.

[331] Bkz. Tarı, s.465.

5.3.5. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Varyans araştırması, bir değişkendeki değişimin yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığının bulunması noktasında kullanılır. Bu açıdan varyans ayrıştırması VAR'da aranan ikinci fonksiyondur. İncelenen değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişmenin yüzde kaçının kendi gecikmeleriyle ve yüzde kaçının diğer değişkenlerce açıklandığını araştırır.[332] Modelin büyüme cephesi için varyans ayrıştırması sonuçları şöyledir:

Tablo 30 Büyüme İçin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Variance Decomposition of DBUYUME:

Period	S.E.	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.058807	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.064748	92.20187	0.080612	4.669054	2.859710	0.188755
3	0.076844	66.08248	24.06478	4.341595	5.364993	0.146149
4	0.078795	65.52913	24.07260	4.353859	5.814145	0.230264
5	0.081323	61.82840	27.04709	4.089039	6.818543	0.216920
6	0.082464	60.66803	27.97294	4.073436	7.052006	0.233591
7	0.083315	59.73849	28.64983	3.993139	7.382394	0.236146
8	0.084023	58.88347	29.36691	3.952030	7.560695	0.236894
9	0.084415	58.52259	29.63530	3.923564	7.678495	0.240054
10	0.084752	58.13921	29.94562	3.897850	7.777046	0.240268

Modelin varyans ayrıştırması sonuçlarına baktığımızda büyümedeki değişmeleri dönem boyunca en çok belirleyen unsurun yine kendisi olduğu (%58 ve fazla oranda) dikkat çekmektedir. Bu durumun nedeni bağımsız değişken olarak aldığımız değişkenlerin aslında büyüme hesaplarında kullanılan değişkenlerden oldukça farklı olması olabilir. Tüketim, yatırım ve kamu harcamaları gibi milli gelirdeki değişimi doğrudan belirleyen unsurların söz konusu olmadığı bu modelde finansal göstergelerdeki değişimin büyümeyi açıklama oranı ise şöyle olmuştur: Dönem boyunca büyümedeki değişmeleri en çok açıklayan yaklaşık %29'luk oranla dolar kurundaki değişim olmuştur. Onu %7 ile portföy yatırımlarının GSYİH'ye oranı, %4 ile hane halkı borç yükündeki reel değişimi takip etmektedir.

[332] Tarı, s. 469.

5.4. MODELİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Türkiye ekonomisinde 2003-2016 dönemi için; veri setinin kısıtları nedeniyle yıllık bazda incelenen ve büyümenin bağımlı, yıllık ortalama Dolar-TL Kuru, hane halkı borç yükünün reel değişimi, ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranı ve ödemeler dengesindeki doğrudan yatırımlar dışında kalan finansal sermaye girişlerinin (portföy yatırımları) bağımsız değişken olarak ele alındığı bu modelde elde edilen sonuçlar tutarlı ve iktisadi olarak anlamlı olmuştur.

Modelin sonuçlarını özetlemek gerekirse, öncelikle bu parametreler arasındaki korelasyonun yönü şöyle olmuştur: Büyüme ile hane halklarının borç yükündeki reel değişim ve portföy yatırımları aynı yönde hareket ederken; döviz kuru ve ISO-500 faaliyet dışı gelirler/kar parametresi ile zıt yönlü ilişki söz konusu olmuştur. Varyans ayrıştırması sonuçlarına bakıldığında ise büyümedeki değişimleri, kendisinden sonra en çok döviz kurundaki değişimlerin açıkladığı gözlemlenmiştir. Bu noktada modelde büyümeyi doğrudan belirleyen tüketim veya yatırım gibi bir değişkenin kullanılmadığı unutulmamalıdır. Bu bağlamda ilgili finansal göstergelerin büyüme ile olan ilişkisi dolaylıdır.

Genel olarak bakıldığında, **ilişkilerin yönü iktisadi olarak anlamlıdır.** Türkiye ekonomisinin son dönemdeki büyümesi sermaye girişi ve borçlanma olanaklarıyla yakından bağlantılı olmuştur. Hem cari açığın finansmanı hem de dolar kurunun seviyesi noktasında belirleyici olan portföy yatırımları büyümeyi etkilemektedir. Bu açıdan Türkiye'nin dışa bağlı üretim yapısı gereği, portföy yatırımcıları için yüksek getiri sunma ve dolar kurunu nispeten düşük tutma ihtiyacı söz konusudur. Bununla birlikte, hane halkının borçlanma olanaklarındaki artışın, toplam iç talebi ve büyümeyi pozitif yönde etkileyeceği açıktır. Ayrıca yüksek büyüme dönemlerinin temelinde yatan talep artışı, finansal gelir oranı olarak ele alabileceğimiz ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranını düşmesine neden olmuştur. Talebin, dolayısıyla büyümenin düştüğü yıllarda ise faaliyet dışı gelirler nispeten yüksek olmuştur.

Öte yandan modelin sonuçları literatür kısmında ortaya konan, portföy yatırımlarının büyümeyi olumsuz etkilemesiyle çakışıyor gibi görünmesine rağmen Türkiye ekonomisi gerçekleri için bu durum iktisadi olarak anlamlıdır. Türkiye'de büyümenin yabancı sermaye girişine veya dolar kurunun düşmesine bağlı olması ülkenin üretim yapısının dışa bağlı olmasıyla ilgilidir. Düzenli olarak cari açık veren ve finansman ihtiyacı duyan ekonominin büyüme için yabancı sermaye girişine ihtiyaç duyması, literatürde uzun vadeli etkileri ele alınan portföy yatırımlarının yıkıcı etkilerinin ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir.

6. SONUÇ

Türkiye ekonomisinde yakın dönemdeki finansallaşma deneyiminin büyüme ile olan ilişkisinin teorik açıdan ve güncel gelişmelerle ele alınmaya çalışıldığı bu tez çalışmasında, finansallaşma olgusuna yönelik geliştirilen almaşık yaklaşımlar ve dünya ekonomisinin finansallaşma deneyimi de küresel kapitalizmin bir parçası olan Türkiye ekonomisinin güncel durumunun anlaşılması adına incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ele alınmaya çalışıldığı üzere finansallaşma üzerine birçok teorik analiz söz konusudur. Finansallaşmanın neden ve sonuçları üzerine birçok farklı yaklaşım söz konusu olsa da bu yaklaşımların ortak noktası; günümüzde dünya ekonomisinde finansal sektörün yükselişe geçmesi, finans gelirlerinin tırmanması, reel sektörün ve hane halklarının borçluluğundaki artışın finansallaşmanın bir parçası olarak kabul edilmesi ve finansal kurum ve aktörlerin bu iktisadi konumlarının yanında siyasal olarak da güçlenmiş olmasıdır. Bununla beraber 1980'lerde egemen ideoloji haline gelen neoliberalizmin ve küreselleşme olgusunun bir parçası olarak yeni bir birikim rejimine (para sermayenin önderliği) işaret eden finansallaşma döneminde dünya ekonomisinin büyüme hızı da 1970 öncesinin gerisinde kalmıştır. Bu durum büyüme için ekonomiye borç pompalanması gerekliliğini ortaya çıkarmış ve dünya çapında devletlerin yaşadığı mali krizlerin ardından borçluluk özel kesimi de kapsamaya başlamıştır. Bu durum dünya çapında entegrasyon seviyesinin yükselmesi ile tüm dünyaya yayılmıştır.

Dünya ekonomisinde son dönemde ekonomik ve toplumsal yapılanma ile ekonomik örgütlenmedeki devinimleri belirleyen olgu finansallaşma olmuştur. Sermaye birikim sürecinin değişmesinin yarattığı bir sonuç olarak her olguya finansal merceklerle bakma hali; ekonomik altyapının, toplumsal üst yapıyı dönüştürmesinin sonucu olarak belirmiştir. Bu açıdan finansallaşmanın sonuçları geniş bir sosyo-ekonomik yelpazeye işaret etmektedir. Özellikle merkez kapitalizmde karların giderek artan oranda finans piyasaları üzerinden elde

edilmesi, gelir ve servet bölüşümünün bozulması ile sınıfsal konumlardaki dönüşüm, özel kesimin (firmalar ve hane halkları) borçluluğunun yükselmesi ve sistemde 2008 krizine rağmen finansallaşma karşıtı güçlü bir eğilimin oluşmaması bu duruma örnek olarak verilebilir.

Dünya ekonomisi ile entegre olan Türkiye ekonomisinin finansallaşması ise 1980'den günümüze birçok uğrak yerinden geçmiştir. 1980'de alınan 24 Ocak Kararları, 1989'da uygulamaya konan 32 Sayılı Karaname ile gelen finansal liberalizasyon ve 1999-2001 kriz süreci sonrası ekonominin dönüşümü başlıca dönemeçler olmuştur. Bu yılların dönemlendirme aracı olarak kullanıldığı çalışmamızda Türkiye ekonomisi için birikimin sürekliliği de birçok farklı araçla sağlanmıştır. Bu bağlamda ekonominin finansallaşma biçimleri ve büyüme performansı da ilgili dönemlerde farklılık göstermiştir.

Çalışmada elde edilen bulguların bizce en önemlisi Türkiye ekonomisinin 1990'larda ve 2002 sonrasında finansallaşmanın farklı versiyonlarını yaşamış olmasıdır. **1990'lı yıllar yüksek kamu borçlarından kaynaklanan yüksek faiz gelirleri, 2000'li ve 2010'lu yıllar ise özel kesim yükümlülüğü üzerinden bir finansallaşma olgusuna işaret etmektedir**. 1990'lı yıllar, Türkiye ekonomisinde üretimin göreli olarak karlı olmaması veya yüksek faizler nedeniyle para sermayenin yüksek getiri yılları olmuştur. Faizin ve rantın toplumsal gelirden aldığı payın arttığı dönemde ekonominin büyüme performansı da düşük olmuştur. Nitekim 1989'da gelirler yönünden milli gelirin %5'ini oluşturan faiz gelirleri 1998'de toplam gelirin %15'ine kadar yükselirken, ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirleri de ilgili dönemde yükselmiştir. 1989-2001 döneminin ortalama büyüme oranı ise %3 civarında olmuştur. Bir başka ifadeyle ekonomide finansın egemenliği söz konusu olduğunda büyüme performansı gerilemiştir.

2001 krizi sonrası Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile yeni bir patikaya giren Türkiye ekonomisi, 1990'lara göre daha iyi büyüme performansı sergilemiştir. 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında ise TCMB'nin uyguladığı çeşitli makro ihtiyati tedbirler söz konusu olmuştur. Konumuzla ilgili olarak, özellikle son 15 yıllık

süreçte en dikkat çeken nokta **borçluluğun dönüşümü** olmuştur. Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrası, sıkı maliye ve gelirler politikası ile kamunun borç yükü özel sektöre ve hane halklarına dolaylı olarak transfer olurken ekonomideki kırılganlık noktaları da pozisyon değiştirmiştir. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde, 1990'lı yıllardan farklı olarak 2002 sonrasındaki finansallaşmanın temelinde reel sektörün ve hane halkının borçlanması yatmaktadır. Reel sektörün 2002'de 31,6 milyar dolar seviyesinde olan yükümlülüğü 2016'da 304,2 milyar dolara, varlıkları ise 25,1 milyar dolardan 102,8 milyar dolara tırmanmıştır. Bir başka ifadeyle reel sektörün net yükümlülüğü ilgili dönemde yaklaşık olarak -6 milyar dolardan -201 milyar dolara yükselmiştir. Bir başka gösterge olarak, reel sektörün toplam borcunun GSYİH'ye oranının 2002'den 2016'ya %13 seviyesinden %35'e yükselmesi dikkat çekmektedir. Yine 2002'de toplam altı milyar TL olan hane halkı yükümlülüğü 2016'da 461 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu yükümlülüğün GSYİH'ye oranı da aynı dönem için %1,67'den %17,8'e tırmanmıştır. Benzer şekilde hane halkı için yükümlülük/varlık oranı %4,88'den %47,72'ye çıkmıştır. Bu veriler ekonomide özel kesim kaynaklı bir borç köpüğü oluştuğunun birer göstergesi olarak nitelendirilebilir. Bu açıdan günümüzde ekonominin en büyük fay hattı bu özel borçlanma ağıdır. Nitekim ekonominin net finansal değeri de 2010'da -457 milyar TL iken, 2016'da -1,2 trilyon TL olmuştur. Bununla birlikte Türkiye ekonomisi uluslararası yatırım pozisyonu göstergeleri çerçevesinde net olarak yükümlü olma konumunu da iyileştirememiştir.

Türkiye 1990'larda para sermaye sınıfının kamu borçlanmasına dayalı yüksek getiri elde etmesinin bedellerini ağır iktisadi krizlerle öderken 2000'li ve 2010'lu yıllarda borçlanmanın yarattığı kırılganlıklar henüz bu tür bir içsel krizi tetiklememiştir. (2009 yılındaki negatif büyüme büyük ölçüde 2008 Küresel Finans Krizinin yarattığı sonuçlara ve uluslararası piyasalara bağlıdır.) Ancak reel sektörün 2011 sonrası giderek daha fazla faaliyet dışı gelirlere bel bağlaması ve ağır borç yükü altında geçinmeye çalışan hane halkları sistemin kırılganlık noktalarıdır. Yine son yıllarda bankacılık sektörü karlarındaki hızlı yükseliş de para sermayenin kısmen öne çıkmasının bir göstergesi olarak ele alınabilir. 2002'den günümüze

borçların özelleş(tiril)mesi söz konusuyken, çalışma boyunca ayrıntılarıyla ele alındığı üzere bankacılık sisteminin aktifleri, borsa işlem hacmi, krediler, forex işlem hacmi, M1-M2-M3 para arzı gibi birçok **finansal derinlik** göstergesi de gelişmiştir. Bununla birlikte iktisadi aktörlerin finansal hizmetlere erişim oranı da yükselmiştir. Ancak günümüzde Türkiye'de gerek türev ürünleri piyasasının çok fazla gelişmemesi, gerekse ekonominin üretkenlik kapasitesinin ulusal pazar ve genç nüfus bağlamında yüksek olması nedeniyle merkez kapitalizmdeki anlamıyla gelirlerin finansallaşması (iktisadi aktörlerin yüksek faiz geliri elde etmesi veya finans sektörünün GSYİH'den aldığı pay anlamında) ve finans sektörünün kapsayıcı bir hegemonya kurması olgusu söz konusu değildir. Çünkü Türkiye kapitalizmi henüz merkez kapitalist ülkelerdeki kadar olgunlaşmamıştır.

Türkiye ekonomisinde finansallaşma – büyüme ilişkisi için 2003-2016 dönemine dair yapılan ekonometrik modellemenin sonuçları da çalışma boyunca aktarılmaya çalışılan gerçekliklerle uyumlu olmuştur. Bu süreçte kullanılan değişkenler çerçevesinde büyüme; dolar kuru ve ISO-500 firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranı ile ters yönlü ilişkideyken, portföy yatırımları ve hane halkı borçlanmasının enflasyondan arındırılmış değişimi ile aynı yönlü ilişkide olmuştur. Bu bağlamda mutlak anlamda GSYİH için en yüksek korelasyon 0,7 ile portföy yatırımlarıyladır. Onu 0,4 ile hane halkı borç yükündeki reel değişim, -0,3 ile ISO firmalarının faaliyet dışı gelirlerinin karlarına oranı izlemektedir. (Bu karların yönü ile GSYİH hareketi ters olduğundan korelasyonun işareti eksidir.) Büyüme için varyans ayrıştırması sonuçlarında ise periyodik olarak döviz kurundaki değişimlerin büyümedeki değişimi açıklamada en önemli parametre olduğu dikkat çekmiştir. Yine portföy yatırımları da bu noktada ikinci önemli parametredir.

Türkiye ekonomisi için borçluluğun hızlı artışı çok uzun vadede devamlılığı nesnel olarak mümkün olmayan bir olgudur. Nitekim borçluluk – büyüme ilişkisi aynı şekilde çok uzun vadede tersine dönebilir. Zira iç tüketimin forse ettiği milli gelirin olası bir borç deflasyonu durumunda borçluluktan negatif etkilenebileceği de unutulmamalıdır. Ayrıca böyle bir deflasyon olasılığına karşın, kurların yükselişi nedeniyle ithal mallarının fiyatının artması ile ekonomide enflasyonist etkiler de söz

konusu olabilir. Keza büyümek için kısa vadeli sermaye girişlerine ve kurdaki hareketlere bağımlı olmak da sağlıklı temellere oturmayan üretkenliğe ve finansal yapıya işaret etmektedir. Bu bağlamda ekonomilerde oluşan balonların kısa vadede kriz yaratması engellenebilecek olsa da kapitalizmin dinamikleri orta ve uzun vadede mutlaka bir "düzeltmeye" – **yeniden yapılanma**ya neden olacak şekilde çalışmaktadır. Türkiye de bu sistemin bir parçası olduğuna göre bu bağımlılık ilişkisinin oluşturabileceği olası negatif etkileri minimize etmek zorundadır. Dahası Türkiye ekonomisi için 2002 sonrasında göreli bir finansal gelişim söz konusu olduysa da ekonominin dış dünyaya finansal açıdan bağımlı olması sorununa yönelik kalıcı bir çözüm üretilememiştir.

1990'larda finansal dengesizliklerden kaynaklanan ciddi dalgalanma yaşamasına rağmen Türkiye ekonomisi için son 15 yılda büyümeyi, yabancı sermaye girişi ve borçluluğun artışı sürüklemiştir. Ancak bu durum, bu ilişkinin sürekli olarak aynı yönde olacağı anlamına gelmemektedir. Nitekim yenilenen milli gelir serisine göre dahi Türkiye için 1980 sonrası dönemin büyüme ortalaması (%4,5), 1960-1979 dönemine göre (%5,2) düşüktür. Bununla birlikte 2002-2016 dönemi, 2008 Küresel Finans Krizi bağlamında ikiye ayrılırsa 2002-2008 döneminin ortalama büyüme oranı (%6,2) sonraki döneme göre (%5,2) daha yüksek olmuştur. Bu durum Türkiye'de son dönemde büyümenin temel dinamiklerinin yabancı sermaye girişi ve borçluluk olmasıyla ilgilidir. Yabancı sermaye girişinde veya yeni borçluluk kanalları yaratılması noktasında herhangi bir problem olduğunda Türkiye ekonomisinin büyüme performansının düşmesi söz konusu olmaktadır. Ayrıca Türkiye'nin son yıllarda kişi başı 10.000 dolar civarında kalan milli geliri, ekonominin çarklarının kısmen yavaşladığının başka bir göstergesidir. Bununla birlikte Cumhuriyet tarihi baz alındığında ekonominin potansiyel büyüme rakamının %6 olmasından hareketle, Türkiye için uzun vadeli olarak hedeflenmesi gereken büyüme oranı en azından %6'nın üzerinde olmalıdır. Dahası kalıcı bir kalkınma için ekonominin dinamiklerinin sürdürülebilir büyümeyi sağlayacak şekilde çalıştırılması gerekmektedir.

Türkiye ekonomisinin her liberalizasyon denemesi sonrası bunalımlarla karşı karşıya kalması, ekonominin bu geçişler için yeterli ölçüde hazır olmaması ve ekonomi politikalarının ilgili dönemde iyi yönetilememesi ile ilgilidir. Bu bağlamda 2017 dünyasında Türkiye'nin tüm liberalizasyonlardan vazgeçip 1979'a dönmesi söz konusu değildir. Fakat mevcut koşullar altında sürecin; kısa vadede doğru hamleler içeren ve doğru zamanlama ile uygulanacak iktisat politikaları, uzun vadede ise yapısal reformlarla kontrol edilmesi mümkündür. Ancak bu kontrolün kapitalizmin genel gelişim dinamiklerinden bağımsız olamayacağı da unutulmamalıdır. Bu açıdan dünya ekonomisinin geçirmekte olduğu dönüşümlerin doğru değerlendirilmesi gerekmektedir.

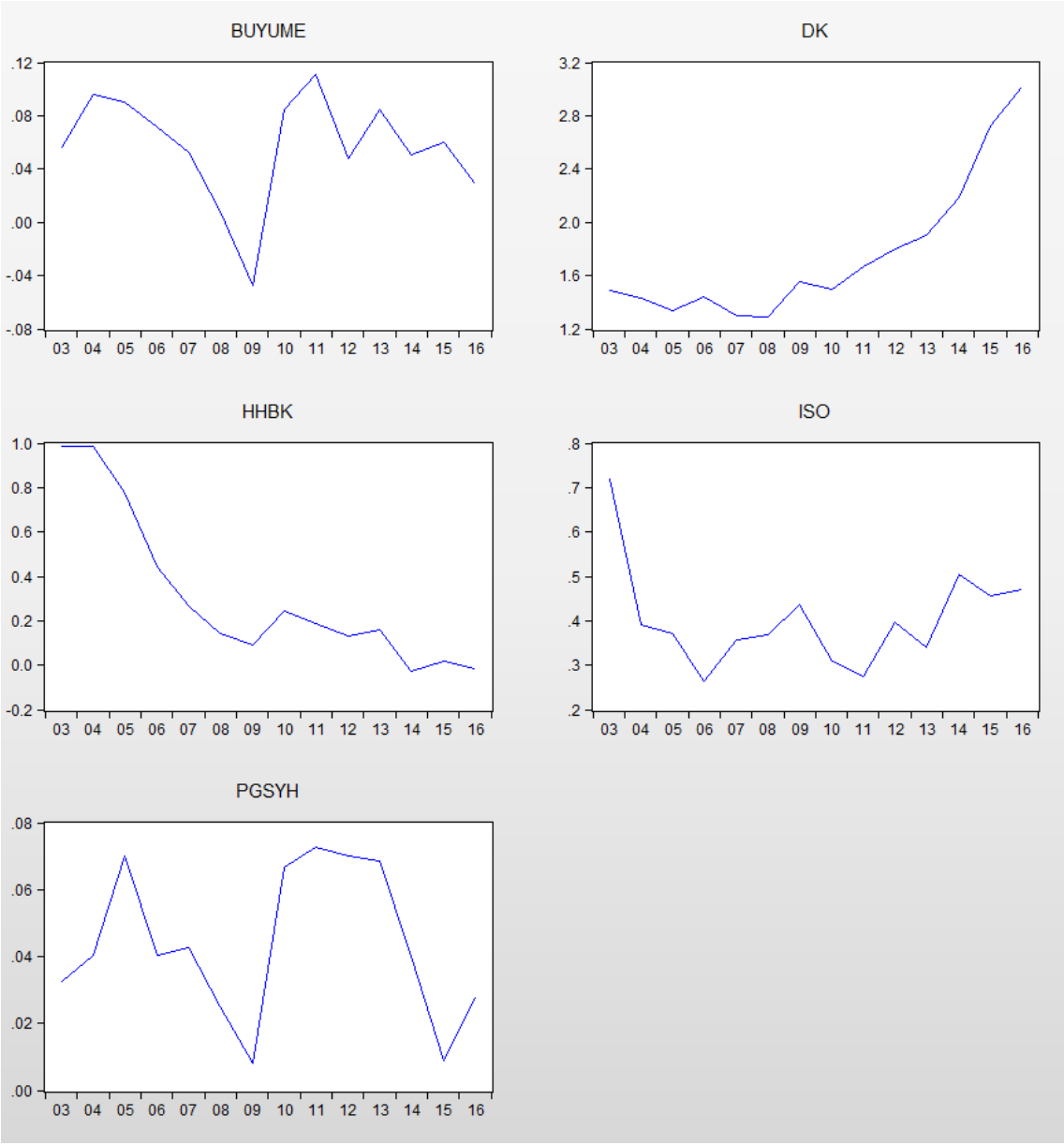
Türkiye ekonomisi için 2016 sonu itibarıyla yapısal olarak sağlam addedilebilecek iki direnç noktası, kamu maliyesi ve bankaların bilanço yapısıdır. Türkiye **orta gelir tuzağı**ndan kurtulup yüksek gelirli ülkeler sınıfına dahil olmak ve daha sağlıklı bir finansal sisteme sahip olmak için ekonomide yeni çıpalar yaratmak durumundadır. Nitekim 2000'li yıllarda yükselen piyasalarla birlikte değerlendirilen Türkiye ekonomisi, son dönemde "kırılgan beşli" içerisinde de analiz edilmeye başlanmıştır. Bu durum ekonominin uluslararası karşılaştırmalar söz konusu olduğunda da kırılganlıklar taşıdığının bir göstergesidir. Kırılgan bir ekonomik yapı ile de kalkınma merdiveninin basamaklarını kalıcı olarak tırmanmak kolay değildir.

Türkiye'nin gelecek nesillere negatif miras bırakmamak için yeni bir elbiseye ve yeni bir rotaya ihtiyacı vardır. Bu yol meşakkatli olmakla birlikte sağlıklı ve sürdürülebilir kalkınmanın günümüzde ekonomide teknoloji temelli yeni bir devinim yaratmaktan geçtiği açıktır. Ancak bu şekilde Türkiye, dünya ekonomisi ile kurduğu bağımlılığa dayanan asimetrik iktisadi ilişkileri değiştirmek için zincirleme bir tepkimeyi başlatabilir. Bir başka ifadeyle Türkiye, dünya ekonomisinde yarı çevre olarak ele alınabilecek göreli konumunu geliştirmek ve finansallaşmanın yaratabileceği yıkıcı etkileri minimize edebilme kapasitesine sahip olmak için (borçluluğun kontrolü, borçlanma maliyetinin kalıcı olarak düşürülmesi, yabancı sermaye girişine olan bağımlılığın azaltılması ve hatta İstanbul'un finans merkezi

haline getirilmesi vb.) mutlaka yeni **yapısal reformlara** başvurmalıdır. Bu bağlamda Türkiye, uluslararası piyasalar ve büyük ekonomiler tarafından belirlenen küresel likidite gibi değişkenleri belirleme gücünde olmayabilir. Ancak Türkiye'nin daha sağlam iktisadi ve sosyal temellere oturması için geliştirilebilecek iç dinamikler de (daha iyi bir eğitim sistemi gibi) söz konusudur. Bu noktada 2002 sonrası kamu maliyesinde sağlanan disiplin, Türkiye ekonomisindeki karar alıcılara ilgili alanlarda örnek olabilir.

EKLER[333]

EK 1. VERİLERİN GRAFİKSEL GÖSTERİMİ



[333] Bu bölümdeki ekler, çalışmanın beşinci bölümünde yapılan ekonometrik analize dair yan çıktıları göstermektedir.

EK 2. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI (ADF)

Null Hypothesis: BUYUME has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.714372	0.0961
Test critical values:	1% level	-4.004425	
	5% level	-3.098896	
	10% level	-2.690439	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Null Hypothesis: BUYUME has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.638291	0.2714
Test critical values:	1% level	-4.800080	
	5% level	-3.791172	
	10% level	-3.342253	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Null Hypothesis: BUYUME has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.470492	0.1271
Test critical values:	1% level	-2.740613	
	5% level	-1.968430	
	10% level	-1.604392	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Null Hypothesis: ISO has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.769831	0.0030
Test critical values:	1% level	-4.057910	
	5% level	-3.119910	
	10% level	-2.701103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 13

Null Hypothesis: ISO has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.014490	0.0082
Test critical values:	1% level	-4.886426	
	5% level	-3.828975	
	10% level	-3.362984	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 13

Null Hypothesis: ISO has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.382139	0.1474
Test critical values:	1% level	-2.754993	
	5% level	-1.970978	
	10% level	-1.603693	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 13

Null Hypothesis: DK has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.029714	0.9994
Test critical values:	1% level	-4.121990	
	5% level	-3.144920	
	10% level	-2.713751	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 12

Null Hypothesis: DK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.984932	1.0000
Test critical values:	1% level	-4.992279	
	5% level	-3.875302	
	10% level	-3.388330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 12

Null Hypothesis: DK has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.856143	0.9970
Test critical values:	1% level	-2.740613	
	5% level	-1.968430	
	10% level	-1.604392	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Null Hypothesis: HHBK has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.034629	0.2702
Test critical values:	1% level	-4.057910	
	5% level	-3.119910	
	10% level	-2.701103	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 13

Null Hypothesis: HHBK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.321472	0.8336
Test critical values:	1% level	-4.886426	
	5% level	-3.828975	
	10% level	-3.362984	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 13

Null Hypothesis: HHBK has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.288084	0.0032
Test critical values:	1% level	-2.754993	
	5% level	-1.970978	
	10% level	-1.603693	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 13

Null Hypothesis: PGSYH has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.777995	0.0864
Test critical values:	1% level	-4.004425	
	5% level	-3.098896	
	10% level	-2.690439	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Null Hypothesis: PGSYH has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.500017	0.0902
Test critical values:	1% level	-5.124875	
	5% level	-3.933364	
	10% level	-3.420030	

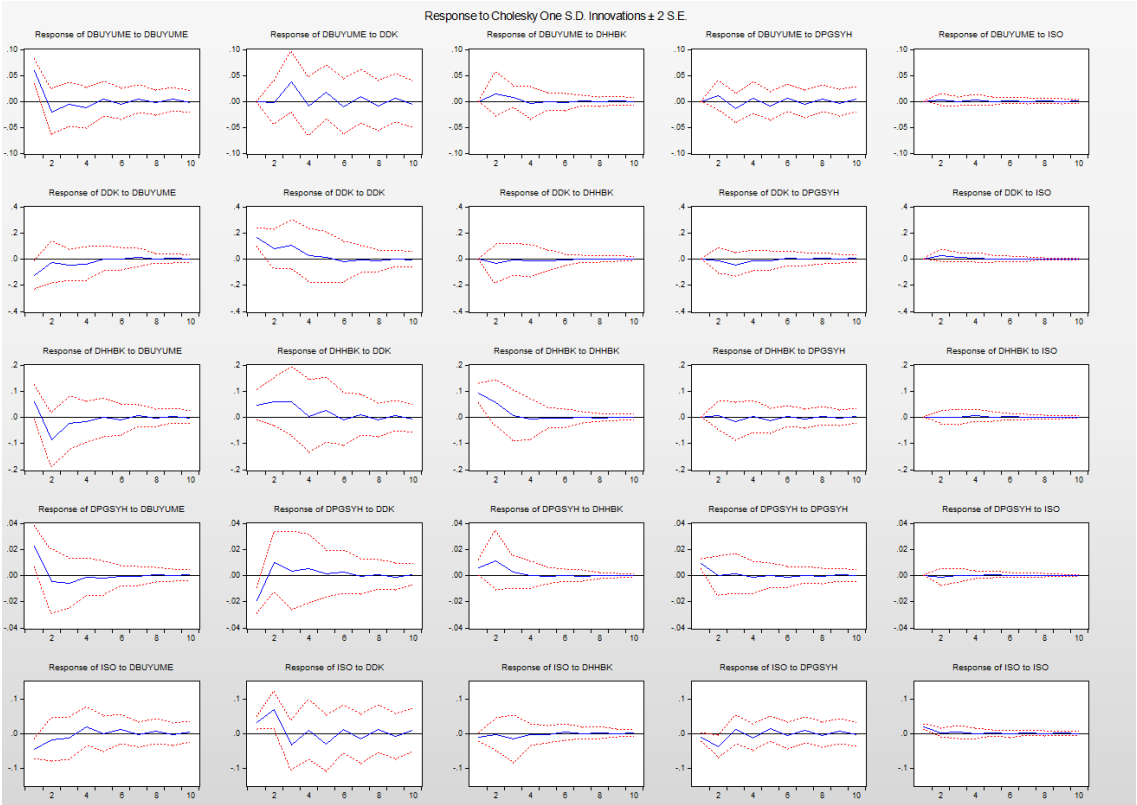
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 11

Null Hypothesis: PGSYH has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.904620	0.3070
Test critical values:	1% level	-2.740613	
	5% level	-1.968430	
	10% level	-1.604392	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

EK 3. ETKİ TEPKİ ANALİZİ GRAFİKLERİ



EK 4. ETKİ TEPKİ ANALİZİ TABLOLARI

Response of DBUYUME:

Period	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.058807	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
	(0.01200)	(0.00000)	(0.00000)	(0.00000)	(0.00000)
2	-0.020179	-0.001838	0.013991	0.010949	0.002813
	(0.02199)	(0.02091)	(0.02118)	(0.01406)	(0.00607)
3	-0.006059	0.037651	0.007786	-0.014032	-0.000847
	(0.02115)	(0.02926)	(0.01051)	(0.01424)	(0.00447)
4	-0.012899	-0.008578	-0.003735	0.006647	0.002380
	(0.01976)	(0.02825)	(0.01599)	(0.01519)	(0.00474)
5	0.004523	0.017150	-0.000326	-0.009484	-0.000222
	(0.01690)	(0.02599)	(0.00822)	(0.01369)	(0.00366)
6	-0.006057	-0.010655	-0.002566	0.005350	0.001241
	(0.01480)	(0.02688)	(0.00814)	(0.01350)	(0.00294)
7	0.004585	0.009297	0.000412	-0.005734	-0.000712
	(0.01337)	(0.02553)	(0.00512)	(0.01367)	(0.00286)
8	-0.003224	-0.009196	-0.001352	0.004619	0.000577
	(0.01223)	(0.02451)	(0.00476)	(0.01313)	(0.00230)
9	0.003639	0.006209	0.000766	-0.003660	-0.000618
	(0.01150)	(0.02312)	(0.00430)	(0.01274)	(0.00235)
10	-0.002400	-0.006257	-0.000621	0.003383	0.000390
	(0.01043)	(0.02205)	(0.00344)	(0.01208)	(0.00199)

Response of DDK:

Period	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	-0.124667	0.167006	0.000000	0.000000	0.000000
	(0.05451)	(0.03409)	(0.00000)	(0.00000)	(0.00000)
2	-0.026933	0.077490	-0.033314	-0.013765	0.025675
	(0.07880)	(0.07461)	(0.07427)	(0.04975)	(0.02206)
3	-0.044775	0.106525	-0.003460	-0.044624	0.013596
	(0.05876)	(0.09426)	(0.06145)	(0.04497)	(0.01728)
4	-0.039032	0.025610	-0.015342	-0.014567	0.007105
	(0.06423)	(0.10222)	(0.06094)	(0.04041)	(0.01807)
5	0.002107	0.010379	-0.014709	-0.014051	0.001338
	(0.04844)	(0.09571)	(0.04013)	(0.03619)	(0.01378)
6	0.003124	-0.021288	-0.009614	0.003975	0.000746
	(0.04294)	(0.07711)	(0.02220)	(0.02763)	(0.01003)
7	0.010394	-0.003346	-0.001348	-0.002674	-0.001572
	(0.03441)	(0.05138)	(0.01315)	(0.02613)	(0.00816)
8	0.001596	-0.013953	-0.000395	0.005832	-0.000505
	(0.01840)	(0.04161)	(0.01278)	(0.02140)	(0.00449)
9	0.004957	0.001886	0.001806	-0.001350	-0.001080
	(0.01840)	(0.03113)	(0.01177)	(0.01608)	(0.00423)
10	-0.001338	-0.005608	0.000541	0.003475	6.28E-05
	(0.01359)	(0.02937)	(0.00667)	(0.01499)	(0.00279)

Response of DPGSYH:

Period	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.022686	-0.019315	0.005823	0.009103	0.000000
	(0.00789)	(0.00503)	(0.00288)	(0.00186)	(0.00000)
2	-0.004604	0.009610	0.011321	-0.000252	-0.001226
	(0.01212)	(0.01157)	(0.01142)	(0.00748)	(0.00327)
3	-0.005916	0.003586	0.002731	0.001355	-3.73E-05
	(0.00950)	(0.01499)	(0.00635)	(0.00751)	(0.00251)
4	-0.001039	0.005222	0.000167	-0.001467	0.000329
	(0.00719)	(0.01305)	(0.00511)	(0.00613)	(0.00153)
5	-0.002098	0.001200	-0.000420	-8.81E-05	0.000545
	(0.00645)	(0.00899)	(0.00316)	(0.00462)	(0.00130)
6	-0.000427	0.002605	-0.000230	-0.001345	0.000139
	(0.00384)	(0.00820)	(0.00233)	(0.00404)	(0.00082)
7	-0.000747	-0.000746	-0.000546	0.000245	0.000176
	(0.00369)	(0.00681)	(0.00211)	(0.00321)	(0.00078)
8	0.000497	0.000652	-0.000174	-0.000568	-4.81E-05
	(0.00284)	(0.00572)	(0.00114)	(0.00301)	(0.00061)
9	-0.000153	-0.001028	-0.000197	0.000422	3.81E-05
	(0.00228)	(0.00501)	(0.00091)	(0.00255)	(0.00043)
10	0.000421	0.000385	5.97E-05	-0.000284	-7.41E-05
	(0.00211)	(0.00399)	(0.00072)	(0.00223)	(0.00042)

Response of ISO:

Period	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	-0.045647	0.030147	-0.011108	-0.011412	0.018102
	(0.01453)	(0.00929)	(0.00658)	(0.00572)	(0.00370)
2	-0.017824	0.067500	-0.002996	-0.038181	0.001468
	(0.03113)	(0.02713)	(0.02380)	(0.01611)	(0.00615)
3	-0.014326	-0.032994	-0.017408	0.010181	0.003102
	(0.03057)	(0.03649)	(0.03433)	(0.02109)	(0.00932)
4	0.019892	0.009903	-0.004739	-0.012689	-0.002122
	(0.02865)	(0.04313)	(0.01598)	(0.01890)	(0.00732)
5	-0.002410	-0.030182	-0.003594	0.012938	0.000567
	(0.02607)	(0.04064)	(0.01205)	(0.01837)	(0.00455)
6	0.011345	0.010801	0.002911	-0.007204	-0.002227
	(0.02162)	(0.03495)	(0.01152)	(0.01964)	(0.00516)
7	-0.004636	-0.016818	-0.000501	0.009258	0.000546
	(0.01774)	(0.03544)	(0.00830)	(0.01884)	(0.00363)
8	0.005893	0.011436	0.002384	-0.005860	-0.001134
	(0.01800)	(0.03432)	(0.00870)	(0.01812)	(0.00366)
9	-0.004821	-0.009480	-0.000608	0.005715	0.000750
	(0.01619)	(0.03296)	(0.00544)	(0.01798)	(0.00331)
10	0.003420	0.009168	0.001239	-0.004728	-0.000601
	(0.01499)	(0.03135)	(0.00540)	(0.01690)	(0.00283)

Cholesky Ordering: DBUYUME DDK DHHBK DPGSYH ISO
Standard Errors: Analytic

Response of DHHBK:

Period	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.059621	0.047919	0.092197	0.000000	0.000000
	(0.03237)	(0.02836)	(0.01882)	(0.00000)	(0.00000)
2	-0.085218	0.059509	0.056121	0.006938	-0.001421
	(0.05184)	(0.04601)	(0.04381)	(0.02827)	(0.01232)
3	-0.022143	0.059680	0.005363	-0.016114	0.000813
	(0.05115)	(0.06577)	(0.04897)	(0.03610)	(0.01450)
4	-0.017576	0.004006	-0.008234	0.002461	0.005549
	(0.03921)	(0.06949)	(0.03911)	(0.03043)	(0.01179)
5	-0.001051	0.027052	-0.002083	-0.014239	0.001420
	(0.03682)	(0.06187)	(0.01977)	(0.02430)	(0.00860)
6	-0.008971	-0.008308	-0.004823	0.003285	0.001876
	(0.02973)	(0.05010)	(0.01702)	(0.02057)	(0.00593)
7	0.005153	0.008482	-0.001413	-0.006567	-0.000609
	(0.02119)	(0.03874)	(0.01042)	(0.01879)	(0.00505)
8	-0.002168	-0.011419	-0.002208	0.004881	0.000508
	(0.01645)	(0.03231)	(0.00772)	(0.01663)	(0.00331)
9	0.004670	0.004997	0.000682	-0.003474	-0.000798
	(0.01433)	(0.02818)	(0.00663)	(0.01540)	(0.00316)
10	-0.001962	-0.007304	-0.000502	0.003810	0.000275
	(0.01229)	(0.02597)	(0.00458)	(0.01405)	(0.00238)

EK 5. VARYANS AYRIŞTIRMASI TABLOLARI

Variance Decomposition of DBUYUME:

Period	S.E.	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.058807	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.064748	92.20187	0.080612	4.669054	2.859710	0.188755
3	0.076844	66.08248	24.06478	4.341595	5.364993	0.146149
4	0.078795	65.52913	24.07260	4.353859	5.814145	0.230264
5	0.081323	61.82840	27.04709	4.089039	6.818543	0.216920
6	0.082464	60.66803	27.97294	4.073436	7.052006	0.233591
7	0.083315	59.73849	28.64983	3.993139	7.382394	0.236146
8	0.084023	58.88347	29.36691	3.952030	7.560695	0.236894
9	0.084415	58.52259	29.63530	3.923564	7.678495	0.240054
10	0.084752	58.13921	29.94562	3.897850	7.777046	0.240268

Variance Decomposition of DDK:

Period	S.E.	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.208406	35.78368	64.21632	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.228302	31.21032	65.03211	2.129306	0.363524	1.264743
3	0.260119	27.00498	66.86664	1.657947	3.222993	1.247444
4	0.265216	28.14295	65.25385	1.929458	3.402007	1.271733
5	0.266209	27.93964	64.91991	2.220396	3.655267	1.264787
6	0.267280	27.72969	65.03472	2.332016	3.648128	1.255445
7	0.267525	27.83001	64.93163	2.330296	3.651460	1.256607
8	0.267957	27.74376	64.99328	2.322994	3.687053	1.252909
9	0.268022	27.76469	64.96713	2.326425	3.687824	1.253933
10	0.268107	27.74957	64.96965	2.325356	3.702284	1.253143

Variance Decomposition of DHHBK:

Period	S.E.	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.119797	24.76918	16.00013	59.23069	0.000000	0.000000
2	0.168388	38.14833	20.58795	41.08686	0.169741	0.007117
3	0.180819	34.58285	28.74796	35.71956	0.941430	0.008194
4	0.182003	35.06690	28.42356	35.46098	0.947501	0.101058
5	0.184573	34.10049	29.78573	34.49318	1.516417	0.104186
6	0.185079	34.14921	29.82457	34.37269	1.539640	0.113893
7	0.185467	34.08346	29.90886	34.23461	1.658571	0.114495
8	0.185909	33.93529	30.14415	34.08622	1.719636	0.114699
9	0.186070	33.93952	30.16407	34.02854	1.751522	0.116339
10	0.186264	33.88014	30.25521	33.95861	1.789726	0.116317

Variance Decomposition of DPGSYH:

Period	S.E.	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.031693	51.23652	37.13911	3.375075	8.249302	0.000000
2	0.035323	42.94559	37.29919	12.98884	6.646014	0.120370
3	0.036123	43.74637	36.65116	12.99162	6.495652	0.115204
4	0.036545	42.82374	37.85207	12.69568	6.507835	0.120671
5	0.036631	42.94989	37.78107	12.64902	6.477749	0.142270
6	0.036752	42.68201	38.03596	12.57007	6.569196	0.142766
7	0.036772	42.67582	38.03486	12.57811	6.566332	0.144888
8	0.036786	42.66168	38.03737	12.57079	6.585217	0.144948
9	0.036804	42.62249	38.07897	12.56159	6.592043	0.144916
10	0.036810	42.62252	38.07822	12.55800	6.595988	0.145277

Variance Decomposition of ISO:

Period	S.E.	DBUYUME	DDK	DHHBK	DPGSYH	ISO
1	0.059781	58.30434	25.43018	3.452479	3.643817	9.169180
2	0.099583	24.21549	55.11023	1.334742	16.01341	3.326132
3	0.107828	22.41897	56.36704	3.744772	14.54954	2.919679
4	0.110944	24.39206	54.04172	3.719814	15.05186	2.794548
5	0.115784	22.43866	56.41314	3.511642	15.06837	2.568186
6	0.117118	22.86872	55.98579	3.493868	15.10546	2.546167
7	0.118774	22.38791	56.44057	3.398912	15.29483	2.477787
8	0.119642	22.30699	56.53876	3.389520	15.31376	2.450971
9	0.120253	22.24142	56.58664	3.357688	15.38426	2.429996
10	0.120751	22.13860	56.69738	3.340581	15.41097	2.412473

Cholesky Ordering: DBUYUME DDK DHHBK DPGSYH ISO

KAYNAKÇA

Kitaplar

Adda, Jacques. **Ekonominin Küreselleşmesi.** Sevgi İneci (çev.). 5. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2008.

Akalın, Gülsüm. "Keynes'in Finans Motifi Üzerine". **Keynes'in Genel Teorisi Üzerine**. Birinci Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2012. ss.125-150.

Akçay, Ümit ve Ali Rıza Güngen. **Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş – Küresel Kapitalizmin Geleceği**. Gözden Geçirilmiş 2. Baskı. İstanbul: Nota Bene Yayınları. 2016.

Allen, Larry. **Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya – Küresel Finans Sisteminin Öyküsü**. Mahmut Tekçe (çev.). 1. Baskı. Kitap Yayınevi. 2003.

Altvater, Elmar. "Financial Crises on the Thresoldof the 21st Century." **Ruthless Critsism of All That Exists**. Leo Panitch (ed.). Socialist Register, London: Merlin Press. 1997. ss:48-67.

Aren, Sadun. **100 Soruda Para ve Para Politikası**. 3. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2013.

Arestis, Philip ve Alfred Eichner. **Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance**. Thames Papers in Political Economy. Thames Polytechnic. Incorporating Avery Hill College. 1987.

Arın, Tülay. "Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması", **İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar** Ahmet H. Köse, Fikret Senses, Erinç Yeldan (drl.). 1. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları. 2003. ss.569–609.

Arrighi, Giovanni. **Uzun Yirminci Yüzyıl: Para Güç ve Çağımızın Kökenleri**. Recep Boztemir (çev.) 2. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2016.

Arrighi, Giovanni ve Jason W. Moore. Capitalist Development in World – Historical Perspective. Phases of Capitalist Development: **Booms, Crises and Globalizations** R. Albritton, M. Itoh, R. Westra ve A. Zuege (Ed.). Palgrave. 2001. ss.56-75.

Ay, İsmail Cem. **Basel Kriterleri Çerçevesinde Türk Finans ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Düzenlenmesi**. 1. Baskı. İstanbul Gelişim Üniversitesi Yayınları. 2014.

Bağımsız Sosyal Bilimciler. **Türkiye'de ve Dünya'da Ekonomik Bunalım, 2008–2009**. 2. Basım. İstanbul: Yordam Kitap, 2009.

Bağımsız Sosyal Bilimciler. **IMF Gözetiminde 10 Uzun Yıl – Farklı Hükümetler Tek Siyaset**. 1. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2012.

Balkan, Neşecan. **Kapitalizm ve Borç Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Bağlam Yayıncılık. 1994.

Baran, Paul - Paul Sweezy. **Tekelci Sermaye**. Gülsüm Akalın (çev.), 1. Basım. İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2007.

Başoğlu, Ufuk, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız. **İktisatta Devrimler Karşı Devrimler.** 1. Baskı. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım. 2004.

Baudrillard, Jean. **Tüketim Toplumu – Söylenceleri / Yapıları**. 5. Baskı. Hazal Deliceçaylı – Ferda Keskin (çev.). İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 2012.

Bensussan, Gerard ve Georges Labica. (ed.). **Marksizm Sözlüğü**. Volkan Yalçıntoklu (çev.). İstanbul: Yordam Kitap. 1. Basım. 2016.

Berlinski, Clarie. **There Is No Alternative: Why Margaret Thatcher Matters**. Basic Books. 2010.

Bonefeld, Werner. "Para, Eşitlik ve Sömürü. Marx'ın Para'yı Ele Alışının Bir Yorumu". **Küreselleşme Çağında Para ve Sınıf Mücadelesi.** Cumhur Atay (çev.). Bonefeld Werner, John Holloway (Ed.). İstanbul: Otonom Yayıncılık. 2007. ss.191-226.

Bonefeld, Werner ve John Holloway. "Para ve Sınıf Mücadelesi", Münevver Çelik (çev.). Bonefeld Werner, John Holloway (Ed.). **Küreselleşme Çağında Para ve Sınıf Mücadelesi.** 1. Basım. İstanbul: Otonom Yayıncılık. 2007. ss.13-34.

Boratav, Korkut. **Yeni Dünya Düzeni Nereye?** 2. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2004.

Boratav, Korkut. **Bir Krizin Kısa Hikâyesi**. 1. Baskı. Ankara: Arkadaş Yayınevi. 2009

Boratav, Korkut. **Türkiye İktisat Tarihi 1980-2005**. Gözden Geçirilmiş 10. Baskı. İstanbul: İmge Kitabevi. 2006.

Boratav, Korkut. **Dünyadan Türkiye'ye İktisattan Siyasete**. 2. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2015.

Bottomore, Tom. **Marksist Düşünce Sözlüğü**. Mete Tunçay (çev.). 4. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları. 2005.

Brenner, Robert ve Michael Pröbsting**. Marksist Kriz Teorisi ve Kredi Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2011.

Buharin, Nikolai. **Emperyalizm ve Dünya Ekonomisi**. Ugur Selçuk Akalın (çev.). 2. Basım. İstanbul: Bağlam Yayınevi. 2005.

Camacho, Carlos Morera ve Jose Antonio Rojas Nieto. "Finansal Sermayenin Küreselleşmesi: 1997–2008". Tuncel Öncel (çev.). Costas Lapavitsas (hzl.) **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**. 1. Baskı, İstanbul: Yordam Kitap. 2009. ss.225–255.

Calderon, Hugo, Jaime Ensignia ve Eugenio Rivera. **Friedman Modeli Kıskacında Şili (1973-1981).** Birinci Baskı. İstanbul: Belge Yayınları. 1982.

Calinicos, Alex. "Periodizing Capitalism and Analyzing Imperialism: Classical Marxism and Capitalist Evolution". **Phases of Capitalist Development – Booms Crises and Globalizations.** Robert Albritton, Makoto Itoh, Richard Westra, Alan Zuege (Ed.). London: Palgrave. 2001. ss.230-245.

Chesnais, François. "Finansal Kapitalizm Yararına "Bilişsel" Olana El Koyma Biçimleri". **Bilişsel Kapitalizm – Post-Fordist Dönemde Bilgi ve Finans**. Carlo Vercellone (Ed.). Durdu Kundakçı (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Otonom Yayınları. 2015. ss.153-168.

Conway, Edmund. **Gerçekten Bilmeniz Gereken 50 Ekonomi Fikri**. 2. Baskı. Domingo Yayınları. 2009.

Cin, Mehmet Fatih. **Post-Keynezyen İktisat**. 1. Basım. İstanbul: Efil Yayınevi. 2012.

Çakmak, Ahmet. Globalleşen Dünya'da Türkiye'nin Yeri. **Globalleşen Dünyada Türkiye'nin Yeri**. Kadir Has Üniversitesi 1. Kadir Has Ödülleri Kitabı. İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Yayınları. 1. Baskı. 2004. ss.13-68.

Davidson, Paul. Post Keynesyen Okul. **Modern Makro Ekonomi – Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**. Snowdon, Brian, Howard R. Vane. (Ed.). Barış Kablamacı (çev. editörü). 1. Basım. İstanbul: Efil Yayınevi. 2012. ss:401-420.

De Brunhoff, Suzanne. **Marx'ın Para Teorisi**. Uğur Selçuk Akalın (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2009.

De Brunhoff, Suzanne. "Finans Sermayesi ve Sanayi Sermayesi: Yeni Bir Sınıf Koalisyonu" **Kapitalizme Reddiye Marxist Bir Giriş**. Aslı Zengin (çev). Alfredo Saad – Filho (hzl.). İstanbul: Yordam Kitap. 2003. ss.173-184.

Doğruel, Fatma, A. Suut Doğruel. **Bıçak Sırtında Büyüme ve İstikrar: Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail, Türkiye.** 1. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 2006.

Dumenil, Gerard ve Dominique Levy. **Kapitalizmin Marxist İktisadı**. Selin Pelek (çev.). 1. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları. 2009.

Dumenil, Gerard ve Dominique Levy. "Periodizing Capitalizm: Technology, Institutions and Relations of Production". **Phases of Capitalist Development: Booms, Crises and Globalizations.** R. Albritton, M. Itoh, R. Westra ve A. Zuege (Ed.). Palgrave. 2001. ss.141-162.

Dumenil, Gerard ve Dominique Levy. **The Crisis of Neoliberalism**. Harvard University Press. 2011.

Edwards, George W. **The Evolution of Finance Capitalism**. First Edition. Longmans, Green and Co. 1938.

Eğilmez, Mahfi. **Küresel Finans Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2008.

Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu. **Ekonomi Politikası – Teori ve Türkiye Uygulaması.** 10. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2006.

Epstein, Gerald (Ed.). **Financialization and World Economy**. Northampton: Edward Elgar Press. 2005.

Ercan, Fuat. **Para ve Kapitalizm**. Gözden Geçirilmiş 2. Baskı. İstanbul: Devin Yayıncılık.

Eren, Ercan. "1929 ve 2008 Krizlerine (Post)Keynesçi İktisat ve Avusturya Okulu Yaklaşımlar". **John Maynard Keynes... Yine, Yeniden**. Deniz Taner Kılınçoğlu, Emre Özçelik (der.). 1. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları. 2016. ss.145-176

Ergül, Y. Tamer. **Finansal İstikrarsızlık Hipotezi**. 1. Baskı. İstanbul: Bizim Kitaplar. 2015.

Ferguson, Niall. **Paranın Yükselişi – Dünyanın Finansal Tarihi**. Barış Pala (çev.). 5. Baskı. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları. 2017.

Fülbert, Georg. **Kapitalizmin Kısa Tarihi**. Sadık Usta (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Yordam Kitap, 2008.

Foster, John Bellamy. **Kapitalizmin Malileşmesi ve Kriz**. 1. Basım. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2008.

Gowan, Peter. "Kapitalizmin Kalbinde Kriz". Osman Akınhay (çev.). **New Left Review 2008 – Türkiye Seçkisi**. İstanbul: Agora Kitaplığı. 2009. ss.127–160.

Gujarati, Damodar N. **Temel Ekonometri**. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen (çev.). Dördümcü Basım. İstanbul: Literatür Yayınları. 2006.

Güriş, Selahattin ve Melek Astar. **Bilimsel Araştırmalarda SPSS ile İstatistik**. 2. Basım. İstanbul: DER Yayınları. 2015.

Haiven, Max. **Hayali Sermaye – Popüler Kültürde ve Gündelik Yaşamda Finansallaşma**. Yasin Emre Kara (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Koç Üniversitesi Yayınları. 2016

Harvey, David. **Limits to Capital**. Newly and Fully Updated Edition. Londra: Verso Publication. 2006.

Harvey, David. **On Yedi Çelişki ve Kapitalizmin Sonu.** Esin Soğancılar (çev.). 2. Baskı. İstanbul: Sel Yayıncılık. 2014.

Hilferding, Rudolf. **Finans Kapital**. Yılmaz Öner (çev.). 1. Baskı, İstanbul: Belge Yayınları, 1995.

Holloway, John. "Zapata Wall Street'te". A. Serkan Mercan (çev.). Werner Bonafeld, John Holloway (Ed.). **Küreselleşme Çağında Para ve Sınıf Mücadelesi**. 1. Basım, İstanbul: Otonom Yayıncılık. 2007. ss.227–254.

Hobsbawn, Eric. **Kısa 20. Yüzyıl: 1914-1991 Aşırılıklar Çağı**. Yavuz Alogan (çev.). 3. Basım. İstanbul: Everest Yayınları. 2007.

Hunt, E. K. **İktisadi Düşünce Tarihi**. Birinci Baskı. Ankara: Dost Kitabevi. 2005.

Işık, Sayım. **Para, Finans ve Kriz - Post Keynesyen Yaklaşım**. Genişletilmiş İkinci Baskı. Ankara: Palme Yayıncılık. 2010.

Itoh, Makoto ve Costas Lapavitsas. **Para ve Finansın Ekonomi Politiği**. Tuncel Öncel (çev.) Yordam Kitap: Birinci Basım. 2012.

Jalee, Pierre. **Kapitalizm Nasıl İşler?** 2. Baskı. Süreyya Erson (çev.). İstanbul: Belge Yayınları, 1995.

Kafaoğlu, Arslan Başer. **24 Ocak Uygulamaları ve Bazı Gerçekler**. 2. Baskı. Alan Yayıncılık. 1982.

Kalaycı, Şeref. **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**. 5. Baskı. Ankara: Asil Yayın Dağıtım Ltd. Şti.2010.

Kalecki, Michal. **Selected Essays on the Dynamics of Capitalist Economy**. London: Cambridge University Press. 1971.

Karluk, Rıdvan. **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları.** İstanbul: Taştan Matbaası. 1983.

Kazgan, Gülten. **Liberalizmden Neoliberalizme – Neoliberalizmin Getirisi ve Götürüsü**. 1. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2016.

Kazgan, Gülten. **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**. 12. Baskı. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2016.

Kazgan, Gülten. **Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**. 2. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 2004.

Kazgan, Gülten. **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) "Ekonomi Politik" Açıdan Bir İnceleme.** 1. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 2005.

Kepenek, Yakup. **Türkiye Ekonomisi.** 25. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2016.

Keynes, John Maynard. **Genel Teori – İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi**. Uğur Selçuk Akalın (çev.). 1. Basım. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2008.

Keynes, John Maynard. **Para Üzerine Bir İnceleme.** Cihan Gerçek (çev.). 2. Basım. 2015.

Kıvılcımlı, Hikmet. **Finans Kapital ve Türkiye**. 1. Basım. İstanbul: Sosyal İnsan Yayınları. 2008.

Kindleberger, Charles P. **Cinnet, Panik ve Çöküş – Mali Krizler Tarihi**. Halil Tunalı (çev.). 2. Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 2008.

Kozanoğlu, Hayri. "Finansallaşma ve Türkiye". **Uç(ur)ulamayan Balon: Finans**. Hayri Kozanoglu (drl.). 1. Basım. İstanbul: Ayrıntı Yayınları. 2011. ss.11–59.

Köse, Ahmet Haşim, Ahmet Öncü. "İktisadın Piyasası, Kapitalizmin Ekonomisi"; **İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**. Ahmet H. Köse, Fikret Şenses, Erinç Yeldan (drl.). 1. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları, 2003, ss.93–142.

Köymen, Oya. **Sermaye Birikirken – Osmanlı, Türkiye, Dünya**. 2. Basım. İstanbul: Yordam Kitap. 2007.

Lapavitsas, Costas. "Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere", Tuncel Öncel (çev.). Costas Lapavitsas (hzl.). **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**. 1. Baskı. İstanbul: Yordam Kitap. 2009. ss:1-74.

Lazzarato, Maurizio. **Borçlandırılmış İnsanın İmali – Neoliberal Durum Üzerine Deneme**. Murat Erşen (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Açılım Kitap. 2014

Lenin, Vladimir İlyiç. **Emperyalizm - Kapitalizmin En Yüksek Aşaması**. Cemal Süreyya (çev.). 11. Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2006.

Magdoff, Fred ve Michael D. Yates. **Ekonomik Krizin ABC'si – Emeği ile Geçinenlerin Bilmesi Gerekenler**. Ahmet Kırmızıgül (çev.). 1. Baskı, İstanbul: Epos Yayınları. 2010.

Marrazzi, Christian. "Finansal Kapitalizmin Şiddeti". **Küresel Ekonomide Kriz – Finansal Piyasalar, Toplumsal Mücadeleler ve Yeni Politik Senaryolar**. Andrea Fumagalli, Sandro Mezzadra (Ed.). Irmak Ertuna Howison (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Otonom Yayınları. 2012. ss. 21-60.

Marx, Karl. **Ekonomi Politiğin Eleştirisine Katkı.** Sevim Belli (çev.). Altıncı Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2005.

Marx, Karl. **Grundrisse – Ekonomi Politiğin Eleştirisi İçin Ön Çalışma.** Sevan Nişanyan (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Birikim Yayınları. 2008.

Marx, Karl. **Kapital Birinci Cilt**. Alaattin Bilgi (çev.). Sekizinci Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2007.

Marx, Karl. **Kapital Üçüncü Cilt**. Alaattin Bilgi (çev.). Yedinci Baskı. Ankara: Sol Yayınları. 2011.

Marx, Karl. Friedrich Engels. **Komünist Parti Manifestosu**. Erkin Özalp (çev.). Dördüncü Baskı. İstanbul: NK Yayınları. 2005.

Mandel, Ernest. **Geç Kapitalizm**. Candan Badem (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Versus Kitap. 2008.

Mankiw, N. Gregory **Makro Ekonomi**. Ömer Faruk Çolak (çev. ed.). 1. Basım. İstanbul: Efil Yayınevi. 2010.

McKinnon, Ronald I. **Money and Capital in Economic Development**, Washington, DC: Brookings Institution. 1973.

Marois, Thomas. **States, Banks and Crisis – Emerging Finance Capitalism in Mexico and Turkey**. UK: Edward Elgar Publishing Limited. 2012.

Minsky, Hyman P. **İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı.** (Çev. Oğuz Esen). 1. Basım. Efil Yayınevi: İstanbul. 2013.

Minsky, Hyman P. **John Maynard Keynes**. McGraw Hill. 2008.

Oktar, Suat. **Enflasyon Hedeflemesi – Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**. 1. Baskı. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi. 2000.

Özatay, Fatih. **Finansal Krizler ve Türkiye.** 5. Baskı. İstanbul: Doğan Kitap. 2009.

Satlıgan, Nail. Günümüz Kapitalizminin Pamuk İpliği: Hayali Sermaye Spekülasyonu. **Dünya Kapitalizminin Krizi**. Nail Satlıgan, Sungur Savran (drl.). İkinci Baskı. İstanbul: Belge Yayınları. 2009. ss.501-524.

Savran, Sungur. “Bunalım, Sermayenin Yeniden Yapılanması, Yeni Liberalizm”, Nail Satlıgan (çev.). **Dünya Kapitalizminin Krizi**. Nail Satlıgan, Sungur Savran (drl.). 2. Baskı, İstanbul: Belge Yayınları. 2009. ss.19–65.

Sennett, Richard. **Karakter Aşınması – Yeni Kapitalizmde İşin Kişilik Üzerindeki Etkileri**. Barış Yıldırım (çev.). 11. Baskı. İstanbul: Ayrıntı Yayınları. 2016.

Seyidoğlu, Halil. **Ekonomik Terimler – Ansiklopedik Sözlük**. Geliştirilmiş 3. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları. 2002.

Shaikh, Anwar. “Bunalım Kuramlarının Tarihine Giriş”, Necip Çakır (çev.). **Dünya Kapitalizminin Krizi**. Nail Satlıgan, Sungur Savran (drl.). 2. Baskı. İstanbul: Belge Yayınları. 2009. ss.126–171.

Shaw, Edward. **Financial Deepening in Economic Development**, London: Oxford University Press. 1973.

Soederberg, Susanne. **Borç Refahı Devletleri – Para, Disiplin ve Artık Nüfus**. Eren Karaca (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Nota Bene Yayınları. 2016.

Strange, Susan. **States and Markets.** New York: Basil Blackwell Inc. 1988.

Şişman, Mehmet. **Uluslararası Paranın Ekonomi Politiği ve Kriz**. 1. Baskı. İstanbul: Kalkedon Yayınları. 2011.

Tarı, Recep. **Ekonometri**. Gözden Geçirilimiş 7. Baskı. Kocaeli: Umuttepe Yayınları. 2011.

Tiryaki, Göksel. **Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri. (1990-2010 Türkiye Tecbesi Işığında)**. TBB Yayın No: 289. İstanbul. 2012.

Türkay, Mehmet. **Sermaye Birikimi, Kalkınma, Azgelişmişlik - Türkiye ve Dünya Üzerine Notlar**. 1. Basım. İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayınları. 2009.

Wallerstein, Immanuel. **Tarihsel Kapitalizm ve Kapitalist Uygarlık**. Necmiye Alpay (çev.). Genişletilmiş 6. Basım. İstanbul: Metis Yayıncılık. 2012.

Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**. 12. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları. 2006.

Yenal, Oktay. **Cumhuriyet’in İktisat Tarihi**. 1. Basım. İstanbul: Homer Kitabevi. 2003.

Zizek, Slavoj. **Önce Trajedi Sonra Komedi ya da 2008 Finansal Krizi**. Mehmet Öznur (çev.). 1. Baskı. İstanbul: Encore Yayınları. 2009.

Süreli Yayınlar

Akbulut, Gökhan. "Para Arzının Endojenliği ve Türkiye Örneği". **İ.Ü. İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü Yönetim Dergisi**. Sayı: 51, 2005. ss.25-31.

Akyüz, Yılmaz ve Korkut Boratav. "The Making of the Turkish Financial Crisis". **World Development**. Vol: 31, No: 9. 2003. ss.1549-1566.

Amin, Samir. "Market Economy?" or Oligopol – Finance Capitalism?". **Monthly Review**. Vol: 59, Issue: 11. 2008. ss.51-61.

Altvater, Elmar. "Was Marx Right After All? A Critical Analysis of Global Financial Crisis". **Novos Cadernos NAEA**. Vol.12, No.1. June 2009. ss.1-18.

Arın, Tülay. "Türkiye'de Kapitalizmin Bunalımı ve Son Önlemler". **Birikim Dergisi.** Sayı:60, 1980. s.21-30.

Assa, Jacob. "Financialization and its Consequences: The OECD Experience" **Finance Research** Vol: 1. No: 1. 2012. ss.35-39.

Atamtürk, Burak. "Kapital ve Kriz, Marx, Minsky, Arrighi". **Altüst Dergisi**. Sayı:17. 2015. http://www.altust.org/2016/01/kapital-ve-kriz-marx-minsky-arrighi-burak-atamturk/ (Erişim: 15.01.2017)

Bank of International Settlements (BIS). "Statistical Release 2016 OTC derivatives statistics at end-June 2016". Monetary and Economic Department - November 2016. http://www.bis.org/publ/otc_hy1611.pdf (Erişim: 01.12.2016)

Bell, Peter ve Harry Cleaver. "Sınıf Mücadelesi Teorisi Olarak Marx'ın Kriz Teorisi". **Conatus Çeviri Dergisi**. Sayı:5 (Kriz Teorisi ve Öznellik). 2006. ss.7-62.

Bernanke, Ben S. ve Frederic S. Mishkin. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" **NBER Working Paper No. 5893,** 1997.

Bhaduri, Armit, Srivinas Raghavendra, Vishwesha Guttal. "On the Systemic Fragility of Finance-Led Growth". **Metroeconomica – International Review of Economics.** Vol: 66 Issue: 1. 2015. ss.158-186.

Bourguignon, François. **BIS Working Papers** No: 654. 2017. s.16. http://www.bis.org/publ/work654.pdf (Erişim: 07.08.2017)

Boyer, Robert. "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis." **Economy and Society** Vol:29 Issue:1. 2000. ss.111-145.

Caldentey, Esteban Perez. "Quantitative Easing, Changes in Global Liquidity and Financial Instability". **Post Keynesian Economics Study Group Working Paper** No: 1701. 2017.

Corbo, Vittorio ve Leonardo Hernandez. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflow: Lesson from Recent Latin American and Asian Experience," **World Bank Research Observer**. Vol: 11. Issue: 1. 1996. ss.61-85.

Creditte Suisse Research Institute. **Global Wealth Databook 2014**. https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=5521F296-D460-2B88-081889DB12817E02 (Erişim: 05.06.2017)

Crotty, James R. "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era". **Political Economy Research Institute – Research Brief**. University of Massachusetts Amherst. 2003.

Dallery, Thomas. "Post Keynesian Theories of the Firm under Financialization". **Review of Radical Political Economics**, Volume: 41, No: 4, Fall 2009. ss.492-515

Dore, Ronald. "Stock market capitalism and its disusion", **New Political Economy**. Vol:7, Issue:1. 2002. ss.115-121.

Dornbusch, Rudiger. "A Primer on Emerging Market Prices". **NBER Papers**. 2001. http://www.nber.org/chapters/c10648.pdf (Erişim: 20.05.2017)

Engelen, Edward. "The Case for Financialization". **Competition & Change**. Vol:12, No:2. 2008. ss.111–119.

Epstein, Gerald. "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy". **Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI)** University of Massachusetts**,** Amherst. 2002. http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf (Erişim: 07.12.2016)

European Central Bank. **Report on Financial Structures.** October 2016. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201610.en.pdf (Erişim: 20.04.2017)

Fisher, Irving. The Debt-Deflation Theory Of Great Depressions. **Econometrica**, Vol. 1, No. 4, ss. 337-357. 1933. http://www.jstor.org/stable/1907327 (Erişim: 02.11.2016)

Fisher, Stanley "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 15. No. 2. 2001. ss. 3-24.

Foley, Duncan. "Marx's Theory of Money in Historical Perspective". **Marx's Theory of Money – Modern Appraisals**. Fred Moseley (Ed.). New York: Palgrave McMillan. 2005. ss: 36-49.

Foster, John Bellamy ve Hannah Holeman. "Financial Power Elite". **Monthly Review** Vol: 62. Issue: 1, 2010. ss.1-19.

Foster, John Bellamy. "The Financialization of Accumulation". **Monthly Review**. Vol: 62, Issue: 5. 2010. ss.1-17.

Froud, J., C. Haslam, S. Johal, K. Williams. "Financialisation and the Coupon Pool" **Gestao & Producao**, Vol:8, No:3. 2001. ss.271-288.

Gadanecz, Blaise and Kaushik Jayaram. "Measures of financial stability – a review." **IFC Bulletin** No:31. 2009. ss.365-382.

Galbraith, James K. and Travis Hale. Income Distribution and the Information Technology Bubble. **University of Texas Inequality Project Working Paper 27**. 2004. http://utip.lbj.utexas.edu/papers/utip_27.pdf (Erişim: 10.10.2016)

Ghirmay, Teame "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis". **African Development Review**. Vol. 16, Issue 3. 2004. ss.415–432.

Godechot, Olivier. "Financialization Is Marketization! A Study on the Respective Impact of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality". **Maxpo Discussion Paper** No:15/3. 2016.

Güngen, Ali Rıza. "Finansallaşma: Sorunlu Bir Kavram ve Verimli Bir Araştırma Gündemi". **Praksis Dergisi.** Dipnot Yayınları. Sayı:20. 2009. ss.85-108.

Hansen, Henrik ve Søren Johansen. "Some tests for parameter constancy in cointegrated VAR-models." **The Econometrics Journal**. Vol:2. Issue:2. 1999.

Hatzius, Jan. Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, Kermit L. Schoenholtz ve Mark W. Watson. "Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis". **NBER Working Paper** No. 16150. 2010.

Hein, Eckard. "A (Post-)Keynesian Perspective on Financialization". **IMK - Macroeconomic Policy Institute Studies**. Germany. 1/2009.

Hein, Eckard ve Till van Treek. 'Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review. **IMK - Macroeconomic Policy Working Paper**. 10/2009.

ISO. **500 Büyük Sanayi Kuruluşu Raporları:** 2006-2015. http://www.iso500.org.tr/ (Erişim: 07.03.2017)

Kara, Hakan, Pınar Özlü ve Deren Ünalmış. "Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi". **TCMB Çalışma Tebliğ** no:15/13. 2015.

Karwowski, Ewa, Mimoza Shabani ve Engelbert Stockhammer. "Financialisation: Dimensions and Determinants. A Cross-country Study". **Post Keynesian Economics Study Group Working Paper.** No: 1619. 2016.

Krippner, Greta. "The Financialization of the American Economy", **Socio- Economic Review**, Vol:3 Issue:2. 2005. ss.173-208.

Lapavitsas, Costas. "Theorizing financialization". **Work, employment and society** Vol:25. No:4. 2011. ss.611–626.

Lapavitsas, Costas ve Ivan Mendieta Munoz. "Profits of Financialization". **Monthly Review**. Vol: 68, Issue:3. 2016. ss.49-62.

Levine, Ross, Norman Loayza, Thorsten Beck. "Financial intermediation and growth: Causality and causes". **Journal of Monetary Economics** No: 46. 2000. ss.31-77.

Lin, Shuanglin ve Kim Sosin. "Foreign Debt and Economic Growth" **Economics of Transition**. Vol:9, Issue:3. 2001. ss.635-655.

Lynch, David. "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries", **Developing Economies**, Vol. 33, No. 1. 1996. ss.3–33.

Marangos, John. "Was Shock Therapy Consistent with the Washington Consensus?" **Comparative Economic Studies**. Vol: 49. Issue: 1, ss.32-58. 2007.

Milanovic, Branko. "Global inequality recalculated and updated: the effect of new PPP estimates on global inequality and 2005 estimates. **The Journal of Economic Inequality**. Vol:10 Issue:1 ss.1-18. 2012.

Minsky, Hyman P. "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement". **Thames Papers in Political Economy.** London. 1978. http://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1179&context=hm_archive (Erişim: 03.11.2016)

Oktar, Suat ve Levent Dalyancı. "Finansal Kriz Teorileri ve 1990 sonrasında Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. Cilt: 29, Sayı:2. ss.1-22. 2010.

Oktar, Suat ve Nadir Eroğlu. "2007 Küresel Finansal Kriz ve Gölge Bankacılık". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**. Cilt: 37, Sayı:2. ss.307-326. 2015.

Öncü, T. Sabri. "It's the Private Debt, Stupid!" **Economic & Political Weekly** No.46. 12.11.2016. s.10-11. http://www.primeeconomics.org/articles/its-the-private-debt-stupid (Erişim: 01.12.2016)

Özatay, Fatih. "Türkiye'de 2000-2008 Döneminde Para Politikası". **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Cilt: 24. Sayı: 275. 2009. ss.37-65

Özer, Mustafa. "Financial Liberalization in Turkey During Period 1980-2000", **Journal of Economic Cooperation**, No. 24. 2003.

Paincheira, Juan Pablo. "Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine". **Maliye Finans Yazıları Dergisi**. Sayı: 82. 2009. ss.1-13.

Palloix, Christian. "The Self Expansion of Capital on a World Scale". **Review of Radical Political Economics**. Vol: 9, Issue: 2, 1977. ss.1-4.

Pattillo, Catherine, Helene Poirson ve Luca Ricci. "External Debt and Growth" **IMF Working Paper WP/02/69**. 2002.

Palley, Thomas. "Financialization: What It Is and Why It Matters". **The Levy Economics Institute.** Working Paper 525. 2007.

Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. "Growth in a Time of Debt". **NBER Working Paper.** No: 15639. 2010.

Rodrik, Dani ve Andres Velasco. "Short Term Capital Flow," **NBER Working Paper** No: 7364. 1999.

Rodrik, Dani. "Prematüre Liberalization, Incomplete Stabilization: The Ozal Decade in Turkey", **NBER Working Paper.** No. 3300. March p.4-8. 1990.

Sanar, Faruk ve Mahmut Kara. "Finansal İstikrar Kavramı ve Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi." **Ekonomik Yaklaşım** Cilt:27. Sayı:101. 2016. ss. 111-160.

Savran, Sungur. "V mi, U mu, Şarlo L'si mi?" **Devrimci Marksizm.** Sayı:9. 2009. ss.41-48.

Selim, Raziye, Öner Günçavdı ve Ayşe Aylin Bayar. "Türkiye'de Bireysel Gelir Dağılımı Eşitsizlikleri: Fonksiyonel Gelir Kaynakları ve Bölgesel Eşitsizlikler", **TÜSİAD Yayınları.** Yayın No: TÜSİAD-T/2014-06/554. 2014.

Sinapi, Christine. "The Role of Financialization in Financial Instability: A Post Keynesian Institutionalist Perspective". **Svetska Ekonomska I Društvena Kriza**. Issue: 3. 2013. ss.207-231.

Stiglitz, Joseph E. "ore Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus". **Revista de Economia Politica**. Vol:19 No:1. 1999. ss.16-48.

Stockhammer, Engelbert. "Financialization and the slowdown of accumulation". **Cambridge Journal of Economics** Vol:28 No:5. 2004. ss.719-741.

Sweezy, Paul. "Finans Kapitalin Yükselişiyle Güç Odağı Yer Degiştirdi". Ceren Özselçuk (çev.). **İktisat Dergisi**. No: 251, 2004. ss.7–12.

TCMB. **Bülten Sayı: 35.** http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/77402706-96b8-4359-b59a-47ef0e01e23c/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 10.05.2017)

TCMB. **Finansal İstikrar Raporları 2005-2016**. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/finansal+istikrar+raporu (Erişim: 02.03.2017)

TCMB. **Yıllık Raporlar. 1996-2016**. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor (Erişim: 18.05.2017)

Tokucu, Erkan. "Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri". **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt: 67, No: 2. 2012. ss.189-212.

Toporowski, Jan. "The Monetary Theory of Kalecki and Minsky". **SOAS Department of Economics - Working Paper Series**. No:172. 2012.

Tori, Daniele ve Özlem Onaran. "The effects of financialisation and financial development on investment: evidence from firm-level data in Europe" **Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC)**. 2017. http://gala.gre.ac.uk/16089/ (Erişim: 11.01.2017)

Uygur, Ercan. "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri". **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2001/1.** 2001.

Van Der Zwan, Natascha. "Making Sense of Financialization". **Socio-Economic Review**. Vol: 12, Issue:1. 2014. ss.99–129.

Varlık, Nimet ve Serdar Varlık. "Risk Algısının Türkiye'de Bankacılık Sektörüne Etkileri: Bankacılık Sağlamlık Endeksi İle Bir Değerlendirme." **Yönetim ve Ekonomi.** Cilt:23 Sayı:2. 2016. ss.545-563.

Yeldan, Erinç. "The Impact of Financial Liberalization and the Rise of Financial Rents on Income Inequality The Case of Turkey." **UNU/WIDER Working Paper** No. 206. November, 2000.

Yılmaz, Ahmet. "Neoliberalizm Altında Türkiye'de Devletin Dönüşümü ve Hegemonya Girişiminin Nitelikleri". **İktisat Dergisi**. No.478, 2006. ss.3-14.

Yılmaz, Ahmet. "Türkiye Ekonomisinde Ücretler, Karlar ve Kriz". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt:XXI, Sayı:1, 2006. ss.35-52.

Yılmaz Ahmet ve Arı Ali. "Gevşek Parasal Göstergeler ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında Enflasyonla Mücadele 2001-2011 Türkiye Deneyimi". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**. Cilt:34. Sayı:1. 2013. ss.11-31.

Yılmaz, Ahmet ve Ayhan Uçak. "Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Sürecinin Eleştirel Bir Değerlendirilmesi". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**. Cilt:33, Sayı:2. 2012. ss.67-84.

Yılmaz, Ahmet ve Togan Karataş. "Türkiye Ekonomisinde 2001 Krizi Sonrası Süreçte Cari İşlemler Açığının Nedenleri Üzerine Bir İnceleme". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. Cilt:27. Sayı:2. 2009. ss.69-96.

Yumuşak, İbrahim Güran ve Mahmut Bilen. "Gelir Dağılımı - Beşeri Sermaye İlişkisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme." **K. Ü. Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 1. 2000. ss.77-88.

Diğer Yayınlar

24 Ocak Kararları. 16880 mükerrer sayılı Resmi Gazete: 25.01.1980. http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/16880_1.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/16880_1.pdf (Erişim: 07.01.2017)

Babones, Salvatore. "Deglobalization? Or just an end to globalization?" https://www.worldeconomicsassociation.org/newsletterarticles/deglobalisation/ (Erişim: 05.11.2016)

BBC. "Oxfam says wealth of richest 1% equal to other 99%" http://www.bbc.com/news/business-35339475 (Erişim: 19.01.2016)

BBC Türkçe – Arşiv Odası. "-Cevher Özden (Banker Kastelli) 1983- Belgeseli". https://youtu.be/DhB524boIUE (Erişim: 10.03.2017)

BDDK. Risk Yönetimi Dairesi. **Sorularla Basel III Raporu**. 2010. https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf (Erişim: 13.05.2017)

Bloomberg HT. "Gayrimenkul Sertifikaları Gün Sayıyor." http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1882561-gayrimenkul-sertifikalari-gun-sayiyor/ (Erişim: 03.05.2016)

Bloomberg HT. "Garanti Bankası 410 TL'lik Alacağını 17 Milyon TL'ye Sattı". http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1968191-garanti-bankasi-410-milyon-tl-alacagini-17-milyon-tlye-satti (Erişim: 01.07.2017)

Bloomberg HT. "IMF 2017 Türkiye Büyüme Tahminin Düşürdü". http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2004420-imf-2017-turkiye-buyume-tahminini-dusurdu (Erişim: 05.05.2017)

Borsa İstanbul Tarihçesi: http://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html (Erişim: 10.04.2017)

Boratav, Korkut, Tuncer Bulutay, A. Yavuz Ege, Oktar Türel, Rahmi Aşkın Türeli ve Ercan Uygur. "Yeni Ulusal Gelir Serileri Üzerine Gözlem ve Değerlendirmeler." **Cumhuriyet Akademi.** 29.03.2017.

Boratav, Korkut ve Erinç Yeldan. "Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns Of Distribution". 2001. http://yeldane.bilkent.edu.tr/B&YCEPA2002.PDF (Erişim: 15.04.2017)

Chang, Sue. "Here's all the money in the world, in one chart: 2016". http://www.marketwatch.com/story/this-is-how-much-money-exists-in-the-entire-world-in-one-chart-2015-12-18 (Erişim: 30.01.2016)

Dünya Bankası. **Uluslararası Borç İstatistikleri** (World Bank International Debt Statistics) https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25697/9781464809941.pdf (Erişim: 25.05.2017).

Dünya Bankası. Veri Tabanı: http://data.worldbank.org (Erişim: 02.12.2016)

Ercan, Fuat. "Meta ve Para Analizinde Finans Kapital (1970 Sonrası Yaşanan İlişkiler İçin Teorik Bir Çerçeve)" 1998. http://fuatercan.wordpress.com/2007/01/07/meta-ve-para-analizinde-finans-kapital/ (Erişim: 04.01.2016)

Erdoğan, Recep Tayyip. "Dövizi Olanlar, Parasını Altına, TL'ye Dönüştürsün". http://www.ntv.com.tr/turkiye/erdogan-dovizi-olanlar-parasini-altina-tlye-donustursun,vntB8yw40USf-4qVHj129w (Erişim: 02.12.2016)

Financial Stability Board. "What We Do?" http://www.fsb.org/what-we-do/ (Erişim: 01.05.2016)

Forex Piyasası İşlem Hacmi: https://www.integralforex.com.tr/forex-piyasasinin-islem-hacmi-dunyada-ve-turkiye-de-7888006 (Erişim: 08.06.2017)

Geier, Ben. "What Did We Learn From Dotcom Stock Bubble of 2000". http://time.com/3741681/2000-dotcom-stock-bust/ (Erişim: 08.07.2016)

Guardian: "Banking crisis: Lehman Brothers files for bankruptcy protection:" https://www.theguardian.com/business/2008/sep/15/lehmanbrothers.creditcrunch (Erişim: 05.09.2016)

"Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı". http://arsiv.ntv.com.tr/news/76897.asp (Erişim: 05.12.2016)

Haber Türk. "Rusya Kriziyle Negatif Ayrışma". http://www.haberturk.com/ekonomi/ekonomi/haber/1160320-rusya-kriziyle-negatif-ayrisma (Erişim: 17.09.2016)

Haber Türk. "İşte Ekonomide 2023 Hedefleri". http://www.haberturk.com/ekonomi/makro-ekonomi/haber/594402-iste-ekonomide-2023-hedefleri (Erişim: 01.06.2017)

Hazine İstatistikleri. https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12 (Erişim: 08.05.2017)

IMF. **World Economic Outlook Data**. https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx (Erişim: 01.06.2017)

Institue of International Finance (IIF) Database www.iif.com (Erişim: 15.03.2017)

Institute of International Finance (IIF). "Global Debt Monitor January 2017". https://www.iif.com/publication/global-debt-monitor/global-debt-monitor-january-2017 (Erişim: 03.02.2017)

Kara, Ali Hakan, Çağrı Sarıkaya, Fethi Öğünç, Mustafa Utku Özmen. Kurdan "Enflasyona Geçiş: Sihirli Bir Rakam Var Mı?" https://tcmbblog.org/tr/kurdan-enflasyona-gecis-sihirli-bir-rakam-var-mi/ (Erişim: 11.01.2017)

Milliyet Gazetesi Arşivi: http://gazetearsivi.milliyet.com.tr/ (Erişim: 14.01.2017)

Nixon, Simon. "Risk of Deglobalization Hangs Over World Economy". https://www.wsj.com/articles/risk-of-deglobalization-hangs-over-world-economy-1475685469 (Erişim: 05.11.2016)

OECD. **Uluslararası Gelir Bölüşümü İstatistikleri**. http://www.oecd.org/social/income-distribution-database.htm (Erişim: 04.02.2017)

Orhangazi, Özgür. "Financialization of the U.S. Economy and It's Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation". **Doktora Tezi**. University of Massachusetts Amherst, 2006.

Orta Vadeli Program 2017-2019. http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/OrtaVadeliProgramlar.aspx (Erişim: 05.06.2017)

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı. "Türkiye'de Özelleştirme Uygulamaları". http://www.oib.gov.tr/T%C3%BCrk%C3%A7e/Sayfalar/Detay/T%C3%BCrkiyede_%C3%96zelle%C5%9Ftirme_Uygulamalar%C4%B1/1489152956.html (Erişim: 14.04.2017)

SPK. **Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler**. http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pdt=PERD02&submenuheader=-1

Şirin, Çağdaş. "92 Yıllık Büyüme Serüvenimiz". http://www.businessht.com.tr/yazarlar/cagdas-sirin/1068162-92-yillik-buyume-seruvenimiz (Erişim: 15.06.2017)

TBB. **Bankalarımız Kitabı ve Genel İstatistikler**. https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59 (Erişim: 08.05.2017)

T.C. Maliye Bakanlığı. **Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü İstatistikleri**. http://www.bumko.gov.tr/TR,146/istatistikler.html (Erişim: 03.04.2017)

T.C. Kalkınma Bakanlığı. **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler**. http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/EkonomikSosyalGostergeler.aspx (Erişim: 01.05.2017)

TCMB. "Ekonomik Gelişmeler Sunumu". 11 Mart 2015. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b2a7648f-6683-46e7-b033-f0dcf6b95565/TCMB_ErdemBasci_Cumhurbaskanlik.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 14.05.2017)

TCMB. **EVDS**. http://evds.tcmb.gov.tr/ (Erişim: 10.03.2017)

TCMB. **Finansal ve Parasal İstatistikler**. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler (Erişim: 18.05.2017)

TCMB. "Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri". 2002. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612/kuresel.pdf?MOD=AJPERESamp;CACHEID=1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612 (Erişim: 17.11.2016)

TCMB. "Merkez Bankası Bağımsızlığı" 2012. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ad2e20a-6e8a-4282-809f-b1da6d0b9c72/01.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 09.04.2017)

TCMB. **Ödemeler Dengesi İstatistikleri**. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri (Erişim: 09.04.2017)

TCMB. **Parasal Aktarım Mekanizması Kitapçığı**. 2013. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8cdd0f38-142f-493b-b489-bdc0111491bb/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 19.05.2017)

TCMB. **Reel Sektör İstatistikleri 2002-2015**. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri (Erişim: 19.05.2017)

TCMB. **Türk Lirası Mevduat ve Döviz Tevdiat Hesapları İstatistikleri.** http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Bankacilik+Verileri/Turk+Lirasi+Mevduat+ve+Doviz+Tevdiat+Hesaplari (Erişim: 19.05.2017)

TCMB. "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar". http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bb1302e-cecc-4ae4-9622-54365f8ee2e1/kambiyo2.pdf?MOD=AJPERES (Erişim: 22.04.2017)

TCMB. **Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri**. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/uluslararasi+yatirim+pozisyonu (Erişim: 21.05.2017)

The Conference Board of Canada. "World Income Ineaquality - Is The World Becoming More Unequal?" http://www.conferenceboard.ca/hcp/hot-topics/worldinequality.aspx (Erişim: 20.03.2016)

"The Global Financial Centres Index 21". http://www.longfinance.net/images/gfci/gfci_21.pdf (Erişim: 30.03.2017)

The Economist. "Minsky Moment". http://www.economist.com/news/economics-brief/21702740-second-article-our-series-seminal-economic-ideas-looks-hyman-minskys (Erişim: 20.02.2017)

The Economist. "Turkey's Economy: Sugar Highs". http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21702185-turkeys-economy-needs-boring-reforms-instead-it-getting-quick-fixes-sugar?frsc=dg%7Ca (Erişim: 03.04.2017)

TSPB Sermaye Piyasası Verileri. https://www.tspb.org.tr/veriler/ (Erişim: 10.05.2017)

Touissaint, Eric, M. Husson, C. Lapavitsas, O. Onaran, P. Saurin, S. Kouvelakis, F. Louça, S. Tombazos, M. Hudson, G. Galanis, J. Weeks, M. U. Crespo, P. Green, G. Achar, A. Freeman, D. Harvey, A. Kilmister, P. Marliere, T. Marois, S. Öncü, S. Pashkoff, A. S. Filho, B. Selwyn ve P. Singh. "What is to be Done with the Banks? Radical Proposals for Radical Changes". http://www.cadtm.org/What-is-to-be-Done-with-the-Banks,13315#haut (Erişim: 14.04.2016)

TurkishNY. "Türkiye – IMF İlişkilerinin Tarihçesi". http://www.turkishny.com/economy-news/7-economy-news/122737-turkiye-imf-iliskilerinin-tarihcesi (Erişim: 01.06.2016)

TÜİK. **Gelir Dağılımı ve Yaşam Koşulu İstatistikleri.** http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1011 (Erişim: 10.06.2017)

TÜİK. **Finansal Yatırım Araçları Getiri Oranları İstatistikleri**. http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1064 (Erişim: 13.05.2017)

TÜİK. **İstatistik Göstergeler 1923-2013**. http://www.tuik.gov.tr/Kitap.do?metod=KitapDetay&KT_ID=0&KITAP_ID=160 (Erişim: 20.12.2016)

TÜİK. **Ulusal Hesaplar.** http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist (Erişim: 10.03.2017)

"Washington Consensus": http://www.cid.harvard.edu/cidtrade/issues/washington.html (Erişim: 08.08.2016)

World Bank. "Country and Lending Groups" https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups (Erişim: 03.06.2017)

World Wealth and Income Database. http://wid.world/ (Erişim: 14.05.2016)

Yeldan, Erinç. "Behind The 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility, And Governance, For Whom?" http://yeldane.bilkent.edu.tr/Chennai_Yeldan2002.pdf (Erişim: 01.06.2017)