ResearchGate

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: https://www.researchgate.net/publication/272686707

REEL KESİM MALİ KESİM İLİŞKİSİ AÇıSıNDAN SERMAYE PİYASALARINDAKİ ULUSLARARASıLAŞMA....

Article · January 2005

CITATIONS
0

READS
62

1 author:



Mehmet Şişman
Marmara University
41 PUBLICATIONS **13** CITATIONS

SEE PROFILE

Some of the authors of this publication are also working on these related projects:

PARA-BANKA VE FİNANS View project

finance View project

All content following this page was uploaded by Mehmet Şişman on 24 February 2015.

The user has requested enhancement of the downloaded file.

Marmara Üniversitesi
İ.İ.B.F. Dergisi
YIL 2005, CİLT XX, SAYI 1

REEL KESİM MALİ KESİM İLİŞKİSİ AÇISINDAN SERMAYE PİYASALARINDAKİ ULUSLARARASILAŞMA ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER

THE EVALUATION ON THE INTERNATIONALIZATION OF CAPITAL MARKETS IN TERMS OF RELATION BETWEEN REAL SECTOR AND FINANCIAL SECTOR

Yrd.Doç.Dr.Mehmet Şişman*

Özet: Sermaye piyasaları mali kesim ile reel kesim arasında faiz oranı ve kar oranı göstergelerine bağlı olarak ele alındığında teorik olarak üretimin genişlemesine yol açan önemli bir piyasa biçimi olarak ortaya çıkmaktadır. Faiz oranı hem reel hem de mali kesimin bir göstergesi olarak sermaye piyasalarındaki hisse senedi fiyatları değerlemesinde önemli bir araçtır. Tüm dünyada tek bir faiz oranı ve kar oranı eşitliği varsayımıyla teorik olarak sermaye piyasalarının karlılığı eşitlenme eğilimindedir. Fakat, ülkeler arasındaki reel kesim farklılıkları çok fazla olduğu için, özellikle 1980'ler sonrası Kuzey Güney ülkeleri arasındaki sermaye akımlarının serbestleşmesiyle uygulamada bir çok sorun ortaya çıkmıştır. Bu çalışmada 1987 borsa krizinden başlayarak dalga dalga gelişen mali kesim kriz yaratma potansiyeli reel kesimle ilişkilendirilerek ele alınmaktadır. Bu çerçevede, Güney ülkeleri sermaye piyasaları da 1990 ve 2000'li yıllarda önemli krizlerle karşılaştı. 1994 ve 2001 Türkiye, 1997 Asya krizi, 1999 Rusya ve Brezilya krizi ve 2002 Arjantin krizi faiz oranı ve kar oranı farklılaşması açısından önemli örnekleri oluşturmuşlardır. Bu çalışmada, belirsizlik, kısa vade ve spekülasyon eğilimleri altında, mali kesim içinde özellikle sermaye piyasalarının çevrimsel olarak nasıl işlediği sorgulanarak günümüzün hızlı akışı anlaşılmaya çalışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Reel kesim, mali kesim, sermaye piyasaları, çevrimler ve krizler

Abstract: This paper, initally put forward capital markets in terms of interdependence between real sector and financial sector. At this stage, market rate of interest and rate of profit are very important indicators. Market rate of interest

* M.Ü., İ.İ.B.F., Öğretim Üyesi

rate is very significant tool that valuation of share prices as an indicator both real and financial sectors. On the other hand, after the 1980's era, there are lots of problems (crises) in North and especially South countries. These crises are revealed financial sectors related to divergence market rate of interests and profit rate in the World Economy. 1987 Stock Exchange crises and 1997 Asian crisis are caused to become different the market rate of interest and the rate of profit. Therefore, 1994 and 2001 Turkey crises, 1999 Russian and Brasilian crises and finally 2002 Argentina crisis are significant samplings to break off between real and financial sectors. This paper analyses crises in terms of cycles in capital markets which comprise uncertainity, short run and speculation.

Key Words: Real sector, financial sector, capital markets, cycles and crises.

I. Teorik olarak reel (üretken) kesim ile mali kesim arasındaki karşılıklı bağımlılık: sermaye piyasaları, faiz oranı, sermaye birikimi ve kar oranı

Mali sistem ve reel (üretken) kesim pek çok yoldan etkileşim içindedir. İlk olarak reel ekonomi insanların kazandıkları ve harcadıkları paranın esas kaynağını oluşturur. Zira değerin üretildiği bu –reel- kesime üretken denmesinin de nedeni budur. Ancak gelirler ve harcamalar arasında genellikle açık ve fazla mevcuttur. İşte mali kesim gerek bir yıldan kısa vadeli para piyasalarıyla gerekse 'orta' ve 'uzun' vadeli sermaye piyasası fonlarıyla, belirli bir risk ve getiri oranına bağlı olarak, sistemdeki fazlaları açık olan yerlere ileterek, ödünç verenlerle ödünç alanlar arasında aracılık görevini üstlenirler. İkinci olarak, mali sistem aracılık yaparken aynı zamanda likidite yani para yaratmış olur. Öte yandan üretim attıkça reel kesim genişleyeceğinden, ekonomide ek likidite talebi her zaman mevcuttur. Teorik olarak en azından belirli koşullara bağlı (teknoloji) bir çıktı ve fiyat düzeyinde, ekonomide çıktı düzeyindeki artış büyümeyi yukarı doğru ittiğinde, mali sistem toplam talep düzeyinin artmasına yol açan ek harcama gücünü yaratabilir (tüketici kredileri). Üçüncü olarak, boçlanma ve ödünç verme ilişkisi kolaylaştıkça mali sistemin daha ucuza fon sağlaması beklenir (Howells ve Bain, 2000, 62). Başka koşullar değişmezken (ceteris paribus), fon sağlayanların arz ettiği fon miktarı arttıkça fon talep edenler daha düşük fiyatlarla karşılaşırlar. Burada fiyat faiz oranı cinsinden belirlenir.

Mali sistemin önemli bir göstergesi olan faiz oranı para piyasalarında belirlenmektedir. Sermaye piyasalarında ise hisse senedi (temettü), tahvil, bono ve her türlü ödeme araçlarının getirisi faiz oranı cinsinden hesaplanabilir. Fon arz edenler ve fon talep edenlerden hangisi daha etkiliyse (ya da güçlüyse); faiz oranı, yatırım ve tasarruf düzeyini belirleyecek ölçüde artırılır veya düşürülür. Faiz oranı

(i), sermaye piyasalarındaki yatırımcıların bekledikleri temettü (kar payı) geliri (D^e) açısından referans (kerteriz) noktası olarak kabul edilir. Hisse senetlerine yatırımlar, aynı zamanda hem parasal kesimin hem de reel kesimin bir göstergesi olarak yine faiz oranı tarafından regüle edilir (düzenlenir, karara bağlanır). Cari hisse senedi fiyatları (Ps), faiz (i) piyasası tarafından kapitalize edilen beklenen temettü geliri (D^e) tarafından belirlendiği düşünülür ($Ps= D^e/ i$). Çünkü fon arz edenler cephesinden bakıldığında, boştaki para sermaye potansiyel olarak belli bir faiz oranıyla ödünç verileceğinden, beklenen temettü geliri faiz piyasasına bağlı olarak belirlenir. Bir hisse senedine yatırılan para sermaye için beklenen temettü geliri, aynı para sermayenin para piyasasında değerlendirilmesi halinde elde edilecek olan faiz gelirini aşarsa; mevcut fon fazlasının sermaye piyasasına akması beklenir. Sermaye piyasası fonları arttıkça hisse senedi fiyatları artar, temettü gelirleri düşerken, tersi durumda yani sermaye piyasası fonları azaldıkça beklenen temettü gelirleri faiz oranlarının altına düşer (Lapavitsas ve Itoh, 112). Bu değişiklikler toplam talebin kompozisyonunu farklılaştırır ve gelecekteki büyüme düzeyini etkileyebilir. Son olarak, fon arz edenler (ödünç verenler) ve fon talep edenlerin (borçlananlar) sayısının artması, veri koşullarda, mevcut fonların üretken yatırımlara akmasına neden de olabilir, olmayabilir de. Zira bir yığın belirsizlik mali kesim içinde kendini gösterir. Dolayısıyla mali piyasalar mükemmel işlemezler ve bu piyasadaki fiyatların 'doğru' fiyatları gösterdiğine her zaman emin olamayız (Howells ve Bain, 2000, 62).

Sermaye birikimi ve sermaye piyasaları ilişkisinde kar oranı (r) kavramı faiz oranı (i) kadar önemlidir. Risk primi ihmal edildiğinde, beklenen temettü geliri D^e, beklenen toplam kar $\prod^e$, başlangıçta reel birikime yatırılan para sermayeye K, kar oranına r, faiz oranına i ve reel birikimde hisse başına yatırılan para sermayeye K/N dersek, para ve sermaye piyasaları arasındaki bir hisse senedinin fiyatı (Ps) şöyle belirlenir (Lapavitsas ve Itoh,115).

$$Ps= D^e / i \qquad (1)$$

$$D^e = \prod^e / N \qquad (2)$$

$\Pi^e = rK$ (3)

$D^e = (K / N)\, r$ (5)

$Ps = (K / N)\, (r / i)$ (6)

Şayet bir ekonomideki kar oranı faiz oranını aşarsa (r>i), hisse senedi fiyatı (Ps), başlangıçta reel birikimde hisse başına yatırılan para sermayeyi (K/N) aşar. Özetle hisse senetlerinin içinde bulunduğu sermaye piyasası reel kesimdeki kar oranlarına teorik olarak doğrudan bağlıdır. Ancak uygulamada sermaye piyasalarının belirsizlik, kısa vade ve spekülasyon eğilimleri taşıması, bu bağlılığı önemli ölçüde etkileyebilmektedir.

II.Uygulamada mali kesim reel kesim ara bağlılığı: çevrimler, kısa vade ve belirsizlik

Mali piyasalardaki uygulama sorunları, iktisat teorilerinde çoğunlukla fon arz edenlerin penceresinden gözlenmesinden kaynaklanır. 'Risk', 'beklenen getiri oranı' ve 'iç ve dış faiz oranları' kavramlarıyla daha çok mali kesim içinde fon arz edenlerin konumu açıklanmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda mali (finansal) yatırımcı kendi portföy hacmine bağlı olarak, ulusal yada uluslar arası ölçekte yatırım yapmak istediği menkul kıymetlerin (hisse senedi ve tahviller) beklenen getiri oranlarını, en düşük riski kollayarak (riski sıfırlamanın mümkün olmadığını kabul ederler) en çoklaştırmak (maksimize etmek) durumundadır (Keyder, 1993, 264).

Hilferding'e göre, bütün bu kredi ilişkileri, her ikisi de faiz taşıyan iki kesimin, borç sermayesi veya mali (banka ve borsalar) ve üretken sermayenin (reel kesim) ayrı ayrı kendi içinde incelenmesini gerektirir (Hilferding R., 1981,s.287). Üretim genişlemesinin sürdüğü dönemde giderek artan borçlanma talebi faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Hilferding bu yükselmenin nedenini; genişleyen üretime karşılık, girişimciler arasındaki ilişkilerin daha fazla nakit (para-sermayenin fiat-para biçimi) ve/ ya da likidite talebini gerektirmesi olarak açıklar. Nakit talebi daha fazla kredi gereksinimi demektir. Daha fazla kredi gereksinimi para-sermayenin fiyatını yani faiz oranını yükseltir. Bu durumda, iki gelişme aynı anda yaşanır. Birincisi, mali kesim artan nakit talebini karşılayamaz. İkincisi, faiz oranlarındaki değişiklikler gerek sermaye piyasasında gerekse mal ve varlık talebinde spekülatif girişimleri hızlandırır. Bu arada, sermaye piyasasını temsil eden borsadaki hızlı fiyat dalgalanmaları bir başka kanaldan kredi talebinin artmasına neden olur. Böylece, borsadaki profesyonel spekülatörler borsadaki

dalgalanmalardan yararlanarak yüksek karlar elde ederler. Bu karları gören halktan insanlar da paylarına düşeni almak için borsada spekülatif yatırımlar yaparlar. Böylesi spekülasyonların, kendi kaynaklarına dayanmayan borç sermayesi ya da mali sermayesini besleyeceğine inanan Hilferding, bankaların da bu süreçte önemli katkısı olduğunu vurgular (Hilferding R., 1981, s.270). Bankalar reel kesimin gereksinimlerini yönlendirecek yetkinliğe ulaşmışlardır artık. Bu yetkinlikten kasıt, istedikleri sanayi dalına kredi verip istemediklerine vermeyecekleridir. Ayrıca borsalardaki bankaların müdahalesi de artabilir.

Bu süreçte, yükselen faizlerin de katkısı dikkate aldığında reel kesimin kar oranları düşer. Öte yandan mali kesimde (günümüzde de gözlenebileceği gibi) spekülatif sözleşmeler düşük borsa fiyatları ve varlık talebinde azalma öngörülerek düzenlenir. Borsada fiyatların düşmeye başlamasıyla 'ayılar' (fiyatların daha da düşeceği beklentisiyle elden çıkarma, geniş boyutlu satışlar) operasyonu başlar. Böylece, kredi arzının da (yüksek faiz oranları nedeniyle) sınırlı olduğu düşünülürse, borsada satışlar artar. Giderek borsadaki panik büyüyerek artar. Ardından, faiz oranı bağlantısıyla kriz reel sektöre de sıçrar ve kar oranlarının spekülatif kazançların altına düşmesiyle derinleşebilir. Bu arada, reel kesime giden sınırlı kredi arzı fiyatları yükseltir. Mal fiyatlarının artması, reel kesimi maksimum kapasitede üretim yapmaya zorlar. Ancak bu gerçekleşemediği gibi , sonuçta piyasalar çökene kadar, ithalat artar, tüketim düzeyi düşer. Bu durumun bir başka yansıması olarak, mal piyasasında daha önce gerçekleştirilebilen spekülasyon artık yapılamayınca, borsada yeniden spekülasyon işaretleri alınabilir (Hilferding R., 1981, s.271-272).

Para piyasası koşullarındaki bu değişiklik, bankaların karlılık yapısını ve kar oranlarını derinden etkiler. Genişleme (refah) döneminin sonunda banka karları artar. Çünkü; reel kesimin kredi ödemeleri faiz oranına paralel olarak artmakta, böylece reel kesimin girişimci karına banka el koymaktadır. Hilferding'e göre, "artan faiz oranıyla finans sermayesi genişlemenin meyvesinden daha fazla pay alır". Sonuçta; refah ya da genişleme dönemi biterken, üretken sermaye tarafından elde edilen kar 'ın içindeki para-sermayeyi koyan banka sermayesinin kar oranı artar.

Çevrimin genişleme döneminin kriz koşullarını da kendi içinde taşıdığı gözlenmektedir. Üretken yatırımları teşvik eden kar oranlarındaki düşüşler, girişimcilerin iflaslardan kaçınmak amacıyla reel üretimi durdurmalarına yol açar. Birikim para-sermaye boyutunda sürdürülür. Hilferding, kapitalizmin çelişki noktalarından birini bu noktada ortaya çıkartmaktadır. "Kapitalistler, ne yazık ki, malları üretirler, para değil" tümcesinin ardından Hilferding, tıpkı gömüleme (hoarding) gibi ortaya çıkan para-sermaye birikiminin üretime yönelmedikçe genel birikimi sınırlayacağını savunur (Hilferding R., 1981, s.282). Gerçekte, kriz boyunca bir taraftan sanayi sermayesi (reel kesim), diğer taraftan para-sermaye atıl kalır.

Daha doğrusu, sanayi sermayesini atıl kılan koşullar, para sermayeyi de atıl kılar. Para, para sermaye işleviyle dolaşmaz, çünkü reel kesimde böyle bir talep yoktur. Ekonominin işleyişinde, kar'ın bir kısmı biriktirilir. Ancak kar oranı düştüğünden ve giderek birikim oranı azalacağından biriktirilen kar da azalır. Üstelik, bir yandan mal satışları, diğer yandan tüketim düzeyi düştüğünden 'aşırı üretim' olgusu ortaya çıkar. Sonuçta, ortaya çıkan para sermaye kıtlığı, aşırı üretimin başlamasıyla sonuçlanan dolaşım süreci durgunluğunun tek belirtisidir (Hilferding R., 1981, s.285).

Krizlerin dip noktası, yani en ağır dönemi olan depresyon dönemleri, aynı zamanda krizleri aşmak için en fazla çaba harcanan dönemlerdir. Bu nedenle, depresyon döneminde, ilk olarak, dolaşım işlevini para yerine yüklenen kredinin akışı hızlanır. Bu durum para transferini de kolaylaştıracağı için para-sermayenin yeniden dağılım süreci de başlamış olur.

Yine Hilferding'e dönerek, para ve kredi mekanizmasının nasıl para sermaye biçiminde reel kesimini etkilediğini, dolayısıyla bu olgunun kriz bağlamında nasıl değerlendirileceğine bakılabilir. Hilferding'in, modern kriz kuramcılarının hemen hemen hepsinin para piyasası olgusunu üretim koşulları açısından değil, faiz oranı değişiklikleri bakımından ele aldıkları yönündeki vurgulaması, parasal kesim reel kesim ilişkisine daha analitik baktığının bir kanıtıdır. Bu noktada, Keynes'in ortaya koyduğu ve daha sonra Post-keynesyenlerin geliştirdikleri finans güdüsü kavramıyla, Hilferding'in analitik bakışı arasındaki benzerlikler bulunmaktadır. Bu benzerlik şöyle açıklanabilir. Hilferding, borç sermayesi arzı sınırlı düzeyde olacağından, hangi arz ve hangi talebin faiz oranını belirleyeceğini saptamanın olanaksız olduğunu savunur. Çünkü ona göre, genel olarak 'borç sermayesi arzı' 'üretim yapısı'na bağlıdır (Hilferding R., 1981, s.285). (tırnak içine alınan son iki kavramın sırasıyla parasal kesim ve reel kesimi içerdiğini belirtmek, kanımca, yanlış olmaz.)

Borç sermayesi arzı üretim yapısı ilişkisi iki açıdan incelenebilir. İlk olarak, borç sermayesi arzı üretim düzeyine, ikinci olarak üretimin dağılımına, yani üretimin hangi sektörlerde yoğunlaştığına bağlıdır. Üretimin bu dağılımı kredi-paranın dolaşım hızını belirler. Yine bu bağlamda, Hilferding'e göre, ticari krediler ve banka (sermaye) kredileri arasındaki fark da önemlidir. Özellikle, bankacılık sisteminin gelişmesiyle fiat-para (kağıt para, banknot) ile verilen banka kredileri ağırlık kazanır. Üretimin genişlemesiyle bankacılık birimleri daha fazla sermayeyi kredi olarak üretime sunar. Bu aşamada, Hilferding'e göre, sermaye aşağı yukarı para-sermaye kimliğine bürünür. Üretim genişledikçe, para sermaye talebi (dolayısıyla borç sermayesi talebi) artar ve faiz oranları yükselir (Hilferding R., 1981, 286).

Ekonomide para sermaye kıtlığının yayılmasıyla, yüksek faiz oranları üretimdeki karlılığı yok eder. Hilferding'e göre böylece, yeni yatırımlar durur, krizler başlar. Krizlerin en ağır dönemi depresyon dönemi boyunca, yatırım sermayesi yerine para sermaye biriktirildiğini vurgulayan yazar, sanki günümüz para sermaye genişlemesine gönderme yapmaktadır. Daha sonra depresyonun bitişini de faiz oranlarının düşüşüne bağlayan Hilferding, bu durumun para kapitalistlerini tatmin etmeyeceğini bu nedenle yeniden üretime yöneleceklerini iddia eder. Davidson'un da (1994) finans güdüsü kavramıyla bu içeriği vurguladığı düşünülebilir. "Finans güdüsü" analizi reel kesimde (real world) genişlemeyi (üretim artışını) kolaylaştıran finansal kurumlar ve bankacılığın önemini anlatır (Davidson P., 1994, 131). Böylece, Hilferding'in analizine göre refah ya da genişleme dönemi yeniden başlar (Hilferding, 1981, s.286). Bunun nedeni de faiz oranından (i) daha yüksek üretim kar oranlarıdır (r).

Refah ve depresyon dönemlerinde kar payları faiz oranlarına bakarak değerlendirilir. Bu nedenle, Hilferding, borç sermayesi (mali kesim) ve üretken sermaye (reel kesim) ayrımına gitmiştir. Her iki sermaye de faiz taşıyıcı sermayeyle bağlantılıdır. Ancak, para sermaye 'likid' (nakit veya hemen nakde dönüşebilen), sanayi sermayesi (reel kesim) 'sabit' (hemen nakde dönüşemeyen fiziki varlık) olarak değerlendirilir (Hilferding, 1981, s.286)

Geleneksel bir bakışla; çalışmanın I. alt başlığında açıklanmaya çalışıldığı gibi, sermaye piyasaları (girişimciler ile temsil edilir) reel kesim için faktör hizmetlerinde bulunur. Yani, sermaye piyasaları hanehalkının tasarruflarını, aynı zamanda girişimcilerin sermayelerini (onlar adına) toplar ve biriktirir. Bunun karşılığında, yaptığı girişimin 'risk yapısı' ve birikmiş sermayesi oranında hane halkı için faiz ve temettü (Dee) (kar payı), girişimciler için de kar payı ödemesi yapar. Girişimciler sermaye piyasaları içinde varolan paylarını iki biçimde kullanırlar. İlk olarak, sermaye piyasasına açılan girişimci şirketler kendi geçici açıklarını (bunlar emek, toprak ve maaş ödemeleri gibi faktör paylarından kaynaklanan açıklardır) karşılamak (finanse) etmek amacıyla, 'döner sermaye'den yararlanırlar. İkinci olarak, yeni yatırımlarında kullanacakları makine gibi fiziki donanım giderlerini sermaye piyasalarındaki 'sabit sermaye' biçiminden karşılamak isterler (Toporowski J., 1993, s.20).

Ancak uygulamada, genel olarak döner sermaye (circulating capital) kavramı; kısa dönemli banka borçları, depasman (Overdraft) denilen önceden anlaşmak kaydıyla karşılıksız ödeme yapmaya yarayan (Keyder N., 1993, s.26) bir tür krediyi ya da kredi mektupları (akreditif) ve ödeme belgelerini bile içerebilmektedir. Bu olgudan iki sonuç çıkarılabilir. Birincisi, sermaye piyasalarının kuramsal yaklaşımların aksine uzun vadeli işlemlerin yanı sıra kısa vadeli işlemlere de açık olduğunu göstermektedir. İkinci sonuç, aslında parasal kesimde bankacılık

işlemleriyle yani para piyasasıyla uzun vadeli değerli kağıt alışverişine dayalı olması beklenen sermaye piyasasının, uygulamada iç içe geçmiş olduğu yönündedir.

Yine uygulamada, 'sabit sermaye yatırımları' için sermaye piyasalarından fon kaynakları sağlama yolu işlemez. Toporowski'ye göre, iki nedenle sermaye piyasaları sabit sermaye yatırımlarını beslemez. Bunlardan birincisi, sermaye piyasalarının kendi içinde 'istikrarsız' olmasıdır. Ayrıca, sabit sermaye yatırımları uzun dönemli getirilere dayandığından, sermaye piyasalarında sabit sermaye yatırımlarına dayalı girişimlerin (hisse senedi ve tahvile dayalı varlık alışverişi) likiditesi düşüktür. Toporowski, burada bir varlığın likiditesini, o varlığın (hisse senedi ve tahvil anlamında) kolayca satın alınmasıyla, yani nakde dönüşmesiyle ölçmektedir (Toporowski J., 1993, s.20). Buna benzer ölçme tekniğini Keynes de kullanmıştır. Özetle, sermaye piyasalarında hisse senedi fiyatlarının yükseliş ve düşüşüne (volatilite) göre gerçekleşen hızlı likidite dalgalanmaları, bu piyasaların sabit sermaye yatırımlarına kaynak aktarmada olumsuzluklara yol açar.

Ayrıca, sermaye piyasalarında ticaret çevrimlerine (trade cycles) bağlı olarak likidite dalgalanmaları yaşanır. Burada ticaret çevrimlerinin uygun sermaye akışı sağladığı dönemler 'tepe' (boom), sermaye akışının yavaşladığı ticaret çevrimleri dönemleri de 'durgunluk' (recession) olarak isimlendirilir. Çevrimin tepe döneminde, sermaye piyasaları aşırı-sermaye (over-capitalize) yüklenmiş bir şirket gibidir. Zira bu dönemde, sermaye piyasalarındaki şirketlerin faiz ve kar payı yükümlülükleri, genişleyen kapasitelerinin nakit (parasal) değerinden daha hızlı artmaktadır. Bu durum aynı zamanda durgunluğa yol açan etkenlerden biridir. Bu aşamada, giderek faiz oranları yükselişi durgunluk eğilimlerini güçlendirir. Çevrimin durgunluk döneminde, sermaye piyasalarından şirketlere yönelik fon akışı kesilir. Böylece, şirketler daha önceki ödeme yükümlülüklerini karşılama yönünde faaliyetlerini yoğunlaştırırlar. Üstelik, devam eden sabit sermaye yatırımlarını tamamlamak için bekledikleri fon akışı da daha düşükdür artık (Toporowski J., 1993, s.21-23).

Sermaye piyasalarının sabit sermaye yatırımlarına fon akışı sağlamada karşılaştığı ikinci olumsuzluk: bu piyasaların kaynak yaratmada etkili olmadığına yönelikdir. Toporowski'ye göre, bu durumun nedeni, sabit sermaye yatırımlarının 'belirsizlik' unsuru taşımasıdır. Klasik ve neo-klasik iktisat kuramlarına göre, bu tür yatırımlar için sermaye piyasaları uygun fon akışı sağlar. Ancak, uygulamada hisse senedinin borsalardaki arz fiyatı istikrarsız olduğundan (aşırı volatilite olgusu istikrarsızlığın kaynağı olarak kabul edilebilir) bu fon akışı gerçekleşmez. Dolayısıyla bu konudaki kuramsal yaklaşımlar işlemez. Ayrıca, sabit sermaye yatırımlarının gelecekteki getirisi hakkında; iş çevrimlerine (business cycle) göre dalgalanan yatırım faaliyetlerinin belirsizliği nedeniyle tahminde bulunulamaz. Böyle bir durumda, tahvil ve/veya hisse senedine yatırım yapanlar kaybettikleri

parasal değerin karşılığını sermaye piyasaları dışından telafi etmeğe çalışırlar. Nakit ödeme yükümlülüklerini dışardan da olsa karşılayamayan şirketler batabilir. Sonuç olarak, sermaye piyasaları; borsada işlem gören (kotalı) aşırı-sermayeli (over-capitalize) ve düşük-sermayeli şirketlerin işlemleriyle ve sözkonusu şirketlerin nakit akışlarında dalgalanmalar yaratan ticaret çevrimleri boyunca (boom-resesyon) salınır durur (Toporowski J.,1993, s.21).

Öte yandan J.M. Keynes, sermaye piyasalarında sabit sermaye yatırımlarına bağlı olmayan 'spekülatif ' yapıya dikkati çekmiştir. Keynes'e göre, spekülatörler, yatırımların düzenli olarak yapıldığı bir ortamdaki fiyat dalgalanmalarında zararlı olmayabilir. Ancak spekülatörlerin bu konumu, spekülasyonun 'kirli' olarak isimlendirilen bir fiyat şişmesine yol açması durumunda ciddi sorunlar yaratır. Keynes'e göre, bir ülkenin sermaye birikimi; bir kumarhanenin faaliyetlerine benzer bir biçimde, spekülatif amaçlı dalgalanan fiyatlara bırakıldığında, sağlıksız bir ekonomik yapı oluşmuş demektir (Keynes,1964,s.159).

Keynes'in bir kumarhanenin çalışma tarzına benzettiği, spekülatif sermaye piyasası hareketliliği argümanı, Toporowski'ye göre, sabit sermaye yatırımlarını finanse etmeğe çalışmayan şirketlere atfen kullanmıştır. Dünyanın en gelişmiş üç borsasından birisi olan 200 yıllık Londra Borsası bu konuya değişik bir örnektir. İngiltere'de sabit sermaye sermaye yatırımlarının %80'i sermaye piyasalarında hissedarlardan sağlanan fonlarla gerçekleştirilmiştir (Toporowski, 1993, s.22). Öte yandan, borsalardaki sermaye artırımları (capitalizition) yapan şirketlerin defter değerlerinden (özsermaye ve özvarlık toplamı) çok fazla saptığında spekülasyon olasılığı artmaktadır. Eğer defter değerlerinin (book value) gösterdiği karlılığın çok üstünde sermaye artırımları yapılıyorsa, borsada hayali sermaye spekülasyonu yapılarak (bedelli veya bedelsiz) şirketlere aşırı yük bindirilmekte böylece krizlere elverişli zemin hazırlanmaktadır. Bu olgu aynı zamanda daha önce belirttiğimiz reel kesim mali kesim arasındaki teorik bağın uygulamada kopartıldığının da bir göstergesi olmaktadır. Zira borsaya kote olan ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin gerçek karlılık değerlerini gösteren bilanço rakamlarından çok manipülatif faaliyetlerin ağırlık kazanması anlamındadır.

Günümüz Dünya Ekonomisi, iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmelerle birlikte sermaye piyasaları açısından yoğun bir küreselleşme süreci yaşamaktadır. Aslında, sermaye piyasaları uzun vadeli (1 yıldan çok) yatırımları finanse etmesi açısından değerlendirilir. Toporowski'nin de belirttiği gibi, sermaye piyasalarının reel kesimle bağlantısı tasarlanandan daha kısa vadeli para-sermaye hareketlerine dayalı olarak gerçekleşmektedir. Uygulamada Dünya borsaları arasında farklılıklar bulunmasına rağmen (Londra borsası gibi), sabit sermaye yatırımlarına dayanmayan değerli kağıt dolaşımının spekülatif bir biçimde arttığı gözlenmektedir. Bu çerçevede, bankacılık kesimi işlemlerinin reel kesim ilişkilerinde sermaye piyasası

bağlantılarının giderek güçlendiği ve iç içe geçtiği gözlenen bir olgudur. Bu olgu da orta ve uzun vadeli piyasa olarak bilinen sermaye piyasalarının kısa vadeli yönünü öne çıkaran gelişmelere neden olmaktadır. Sonuç olarak, kısa vadeyle uzun vade arasındaki zamanın boyutu teorik olarak belirlenemez. Bu farklılık ancak her ülkenin tarihsel ve sosyal koşullarına bağlı dayandırılarak açıklanabilir (Lapavitsas ve Itoh,115).

III. Uygulamayı destekleyen son gelişmeler ve krizler: 1987-2004

1973'den itibaren gerçekleşen fiyat dalgalanmaları ve kriz eğilimleri Dünya Ekonomisinde mali kesim reel kesim ilişkileri açısından yeni bir yön çizilmesine neden olmuştur. 1979'un son aylarından itibaren deregulation yani mali serbestleşme uygulamaları ile döviz kurlarındaki dalgalanmaya ek olarak, sermaye piyasalarındaki 'yeni' araçlar ve düzenlemeler (reregulation) uygulamaya konmuştur (Cleaver, 1997, 67). Bu tarihsel olgunun Kuzey ve Güney ülkelerindeki borçlananlar ve ödünç verenler açısından en önemli sonucu fiyatı artan ve dalgalanan 'mali ürünlerin' eskiye göre daha fazla sermaye riski, dolayısıyla sermaye kazancı getirmesi açısından olmuştur (spekülasyondaki artış). Bu durumda Kuzeydeki sanayileşmiş ülkelerin ödünç verenleri ve borçlananları genellikle daha kazançlı çıkmıştır (Itoh ve Lapavitsas, 1999, 121).

1980'ler Kuzeydeki sermaye piyasalarında yeniden yapılanma yılları olmuştur. Bu yapılanmanın Kuzeyde yarattığı büyük boyuttaki değersizleşme 19 Ekim 1987deki 'kara pazartesi'nde ortaya çıkmıştır. O gün New York Borsası tarihinin bir gündeki en fazla hisse senedi değersizleşmesi yaşanması açısından tarihe geçti. Bir günlük net kayıp 500 milyar dolara denk gelmekteydi (endeks %22,6 değer kaybetti). İki haftalık kaybın 1 trilyon 200 milyar dolar olduğu bilinmektedir (Allen R.E, 1994, 105). 1987 Ağustos sonundan Kasım ortasına kadar, iletişim teknolojisinin hızı sayesinde bütün Merkez ülke borsaları bu kırılma (crash)'dan farklı boyutlarda etkilenmiştir. Örneğin, aynı tarihler arasında, Avustralya borsası %43.4 ile en yüksek değersizleşmeyi, İtalya borsası %18.7 ile en düşük değersizleşmeyi ya da fiyat düşüklüğünü yaşamıştır.

1987 krizinin gelişimi şu başlıklar özetlenebilir:

1-Spekülasyon, borsa kazançlarına göre çok yüksek boyutlara ulaştı. Böylece, büyük miktardaki fazla fonlar, stokların dışında bonolara kaydı. Reel yatırımların ödeme süresi gecikti ve yeni yatırımlar askıya alındı. Tokyo borsası başkanı Kashiwagi'ye göre; 1986'da Amerikan Finans piyasalarındaki yıllık işlem hacmi 7.1 trilyon$'a ulaşmıştı. Aynı tarihte, Japonya'da 2.2 trilyon$ ve İngiltere'de 1.6 trilyon $ yıllık işlem hacmi gerçekleşmişti (Allen R.E., 1994, s.9).

2-ABD hükümetinin ekonomi politikaları sonucu oluşan bütçe ve dış ticaret açıkları yatırımcıların güvenini sarstı. Özellikle, ABD bütçe açıklarının azaltılması

ve doların dış değerinin belirlenmesi konusunda, ABD hükümeti yatırımcılara güven vermedi.

3-1987 Eylül ayında, ABD'nin büyük boyutlara varan dış ticaret açıkları açıklandığında, doların hızla değer kaybedeceğine inanan uluslararası yatırımcılar para-sermayelerini hızla ABD dışına çektiler. Böylece, hisse senedi fiyatları New York'tan başlayarak tüm Merkez ülke borsalarında hızla düştü. Bu düşüş, 1929 borsa krizindekinden de hızlı bir düşüştü.

Ekim 1987 krizi, 1929 krizi gibi geniş üretim krizlerine yol açmadı. Carchedi'ye göre, bunun iki nedeni vardır. Birincisi, borsa endekslerindeki düşüşlerin görece sınırlı oluşuydu. İkincisi, pek çok yatırımcı para-sermayesini kaybetmesine rağmen, bu büyük kayıplara bir kaç büyük yatırımcı ve kurum neden olduğundan kitlesel kayıplar önlenmiş oldu. Ancak, yine Carchedi'ye göre, bir dahaki sefere bu tür krizler farklı açılımlar getirebilir (Carchedi G., 1991, s.210). Çünkü, 1987 borsa krizi, teknolojinin etkisiyle herhangi bir zafiyetin ne kadar çabuk dünya ölçeğinde yaygınlaşabileceğini göstermesi açısından ilginçtir. Mali birikimin yani mali sistemin reel sistemden kopuşu 1980'li yıllara damgasını vuran bir gelişme olarak ve daha sonra da etkileri şiddetlenerek artacak bir gelişme olarak gözlenmiştir (Arın, 2003, 573). 1987 borsa krizleri de bu kopuşun işaretlerini vermesi açısından ilginçtir.

1990'lardaki sermaye piyasaları 'yatırımlarının' spekülasyon ve gerçek yatırım oranlarına bakıldığında BIS'ye göre spekülasyon oranlarındaki artış korkunç boyutlara ulaşmaktadır. 1990'ların ortalarında her 100 birim mali yatırımın yarısından fazlası spekülatiftir (http://www.bis.org/publ/r_qt9911.pdf, 39 date of access 28 November 2004).

Mali serbestleştirme (deregulation) uygulamalarıyla birlikte 1980'li yıllardan itibaren, özellikle 1990'lı yıllarda; gelişmekte olan (çevre, güney, emerging market) piyasalardaki krizlerin arttığı, buna koşut olarak uluslararası para reformu tartışmalarının yoğunlaştığı gözlenmektedir. Latin Amerika'da ortaya çıkan 1982 dış borç moratoryumu gelişmekte olan ülkelerin sorunlu mali yapılarını işaret etmesi açısından önemlidir. Arjantin, Brezilya, Meksika ve Venezüella gibi Latin Amerika ülkeleri ihracat gelirleriyle dış borçlarını ödeyemeyeceklerini ilan ettiler. 1994 Türkiye ve Meksika (Aralık), 1997 Tayland, Güney Kore, Malezya ve Singapur, 1998 Brezilya, 1999 Rusya, 2001 Türkiye ve 2002 Arjantin krizleri çarpıcı bir biçimde uluslararası mali piyasalardaki "sıfır toplamlı oyunu" ortaya çıkardı. Bu ülkelerde hep aynı mekanizma harekete geçti; keskin sermaye geri dönüşleri ve keskin kur değersizleşmelerini önemli GSYİH kayıpları izledi. Sermaye kaçışları ve kur değersizleşmeleri; aynı zamanda ticarete girmeyen mal fiyatlarını dalgalandırarak, iç faizleri aşırı yükseltip bankacılık krizlerine yol açmıştır

(Swoboda & Zettelmeyer, 2001). Aynı zamanda sermaye piyasalarında dalgalanma (volatilite) boyutu artarak kısa vade ve belirsizlik unsurları devreye girmiştir.

1997'deki mali krize kadar Doğu Asya Latin Amerika ülkelerine örnek gösterilen, yüksek performanslı ülkelerdi. Bu ülkeler 1990 sonrası uluslararası finans piyasalarındaki küreselleşmeden paylarına düşeni almak için de çok çaba harcadılar. 1989-1994 yılları arasında gelişen piyasalardaki eğilime paralel olarak hem para hem de sermaye piyasalarından yaptıkları borçlanmaları artırdılar. Zira bu dönemde tüm gelişen piyasalarda mali sermaye akımları %337 artış gösterirken, üretken yatırımlardaki sıçrama %200'lerde kalmıştı (Mcnally, 1999, 100). Yine 1990-95 arası Doğu Asya ülkeleri düşük maliyet avantajının getirdiği üretim ve ihracat artışlarını, doların yen karşısında yaklaşık %40 değer kaybetmesinin de etkisiyle, sürdürebildiler (Brenner, 1998, 258). Çünkü bu ülkeler ulusal paralarını dolara bağladıklarından ve dış ticaretlerini dolar üzerinden yaptıklarından, doların yen karşısındaki devalüasyonlarında hem kendi ulusal paralarına olan ilgiyi koruyor, hem de ihracatlarını rahatlıkla artırabiliyorlardı. Aynı zamanda Japonya'nın 1990'lı yılların başında yaşadığı durgunluktan olumsuz etkilenmemiş oluyorlardı. Böylece, 1997'de kriz yaşayan beş Asya ülkesine (Tayland, Malezya, Kore ve Filipinler) doğru gerçekleşen net sermaye akımı 1994'de 37.9 milyar$'dan 1996'da 97.1 milyar$'a ulaşmıştır (Nixon and Walters, 1999, 502).

Böylece, yukarda adı geçen ülkelere giren nakit akışının rahatlığıyla yatırım kapasitelerini genişlettiler. Brenner'e göre yaklaşık yıllık (per annum) %20 -aşırı- genişleyen kapasiteler yüzünden büro ve emlak fiyatları bu ülkelerde olağanüstü artışlar gösterdi. Bununla beraber karşıladıkları para sermaye akımının önemli bir kısmı kısa vadeli kredilerden oluşmaktaydı. Bu arada Çin gerek ihracat atağıyla (1994'de yuan %50 devalüe edildi) gerekse mali sermaye akımlarını (üretken yatırım ağırlıklı) kendi ülkesine çekmesiyle Doğu-Asya ülkelerinin rakibi olmaktaydı (Brenner, 1998, 258). 1995 yılından itibaren cari işlemler açıklarında problem yaşayan beş Doğu Asya ülkesinde; gayrimenkul (büro da dahil) piyasasındaki fiyat artışlarını yeni kredi alarak karşılama eğilim nedeniyle likidite problemi yaşanmaya başladı. Zira bu ülkeler kısa vadeli sermayeyi çekmek için aşırı değerli ulusal paralarına karşılık cari işlemlerinde açıklarla karşılaşmaya başladılar (1995-97). Bu açıklardaki artışı kısa vadeli borçların döviz rezervleri içindeki payının artışı izledi. Örneğin Tayland'da %100 olan bu oran, Endonezya'da %150'ye çıkarak tehlike işaretleri veriyordu (Nunnenkamp, 1998, 31). Özellikle Japon, Avrupa ve ABD bankalarının kredi verdiği bu piyasalara kredi akışı yavaşlayınca depresyona neden olan borç krizi şiddetlendi. Ardından bir yıl içinde Doğu Asya ülkelerinin para birimleri dolara karşı yaklaşık %35-40 değer kaybına uğradılar (Brenner, 1998, 259). Bu ülkelerde faiz oranları da kriz öncesine göre çok yüksek (Endonezya'da %50'nin üstü) seyretmeye başladı (IMF, WEO, 1999, 43).

Son olarak Temmuz 1997'de borsalardaki keskin fiyat düşüşleri bu beş ülkenin mali krizini tetiklemiş oldu. 1 Temmuz'da düşmeye başlayan Tayland borsasında yıl sonuna kadar %71, Malezya'da %73, Endonezya'da %89, Güney Kore'de %75, Filipinler'de %57 ve son olarak o zamanlar henüz Çin'e katılmayan Hong Kong'da %47 endeks düşüşleri saptandı (Brenner, 1998, 259). 1 Temmuz 1997 ile 18 Şubat 1998 arasındaki dönemde, Doğu Asya ülkelerinde yerli paraların dolara karşı değer kaybı şu biçimde gerçekleşmiştir: Endonezya'da %73.5, Güney Kore'de %48.1, Tayland'da %43.2, Malezya'da %33.3 ve Singapur'da %13.2 (Singh, 1999, s.18).

Çalışmanın II. alt başlığında belirtilen Hilferding'in para ve sermaye piyasaları için kurduğu çevrimsel analiz, bazı küçük farklılıklarla, Doğu Asya krizi için gerçekleşmiş olmaktadır. Öyle benzerlikler vardır ki, örneğin çevrimin genişleme evresinde yükselen faiz oranlarının, yüksek tasarruf oranına sahip doğu Asya ülkelerindeki varlık talebini artırdığı, bu olgunun da üretken kesimde eksik talep ya da aşırı üretimi körüklediği yönündeki kurgu Kore'de (1997 başı) aynen yaşanmıştır. Tayland'da yeni borçlarla eski borçların ödenmesi (Ponzi tipi finansman) gündeme gelmiştir. Malezya, Endonezya ve Filipinlerde profesyonel bir spekülatör olarak George Soros'un (bu insanın daha sonra bu ülkelere girmesi engellendi) spekülasyonları gerçekleşmiştir (Tabb, 1998, 24). Bu olgu da yine Hilferding'in analizine uygun olarak, borsada oluşan köpükten pay almak isteyen kişilerin ortaya çıkmasını göstermesi açısından, ilginçtir.

Mali yapısı gelişmiş merkez ülkeler cephesinden bakıldığında; iletişim teknolojisi alt yapısıyla hızlanan sermaye akımlarının önemli yararları vardır. Portföy farklılaştırması, riskin paylaşılması ve geçici ticaret açıklarının kapatılması gibi katkılar olarak özetlenebilecek bu yararlar (Eichengreen & Mussa, 1998), dünya ekonomisini saran bir borç bunalımına dönüştüğünde (bugünlerde moral hazard problemi çok tartışılmaktadır), kuşkusuz tamamen ortadan kalkabilecektir. Bununla birlikte Merkez'de ağırlıklı olan yukarıdaki bakış açısından ele alındığında gelişmekte olan piyasalardaki problemlerin önemli bir bölümü bu piyasaların zayıf piyasa disiplini, yetersiz sermaye yapısı yanlış hükümet müdahalelerinden kaynaklanmaktadır(Eichengreen & Mussa, 1998). Gelişmekte olan Güney ülkelerinin bu kadar geniş ölçüde kırılgan bir yapıya sahip olması gerek bu ülkelerde gerekse IMF ve Dünya Bankasında uluslararası para reformuna yönelik istekleri artırmaktadır (Park ve Wang, 2001, 17).

2000'lerde Dünya Ekonomisindeki durgunluk eğiliminin etkisiyle düşüş gösteren Dünya sermaye piyasaları 'ayı' pozisyonunu korumaktadır. Nisan 2000'den bu yana 13 trilyon dolarlık kapitalizasyon işlemi yapılmıştır. Son bir yılda bu kayıpların yaklaşık 10 trilyonluk kısmı karşılanmıştır (http://www.bis.org/publ/r_qt0403.htm, March 2004, date of Access 28 November

2004). Ayrıca, IMF'in hesaplamalarına göre ticarete giren mallar ile ticarete girmeyen mallar arasındaki fark da, sermaye piyasalarında yaşanan kredi patlamasının başka bir açıdan karşılığı olarak ortaya çıkmaktadır (IMF, WEO, November 2004, 152, 160). Bu olgular da toplu olarak ele alındığında ve aynı dönemde Dünya Ekonomisindeki durgunluk eğilimleri dikkate alındığında (OECD, November 2004, 52), sermaye artırımları yoluyla borsalardaki değersizleşme eğilimlerinin ne kadar dalgalı bir seyir izlediğinin ve reel kesimden ne kadar koptuğunun somut kanıtıdır.

Kaynakça

Arın T., (2003) "iktisat üzerine yazılar I Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar" Korkut Boratav'a armağan içinde, Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin birbirinden kopması, derleyenler: A.H. Köse- F. Şenses- E.Yeldan, , s.573.

Allen, Roy E. (1994), Financial Crises and Recession in the Global Economy (Studies in International Political Economy), Edward Elgar, Cambridge pp.105.

Brenner, R., (1998), "Uneven Development and the Long Downturn: The Advanced Capitalist Economies from Boom to Stagnation 1950-1998", New Left Review, Issue 229, May/June,pp. 258

Davidson, Paul (1994), Post Keynesian Macro Economic Theory, Edward Elgar, Tenessee pp.131.

http://www.**bis**.org/publ/r_qt9911.pdf, 39 date of access 28 November 2004

http://www.**bis**.org/publ/r_qt0403.htm, March 2004, date of Access 28 November 2004

Carchedi, Guglielmo (1991), Frontiers of Political Economy, Verso, pp.210

Cleaver T. (1997), Understanding the World Economy, Routledge, London, pp.67

Eichengreen Barry and Mussa Michael, Capital Account Liberalization and the IMF, Finance&Development, December 1998, Volume 35, Number 4

Keynes, J.M. (1964), The General Theory of employment, interest, and money, Harbinger Book, USA, pp.159.

Itoh Makoto & **Lapavitsas** Costas (1999), Political Economy of Money and Finance, MacMillan pp.112,115-121

Hilferding, Rudolf (1910), Finance Capital, Translated by M. Watnick, S. Gordon, Routlage& Kegan Paul, London, 1981, pp.287.

Howells, Peter ve **Bain**, Keith (2000), Financial Markets and Institutions, Prentice Hall, pp. 62.

IMF, World Economic Outlook, 1999, pp. 43.

IMF,November 2004,World Economic Out. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/pdf/chapter4.pdf, pp.152,160

McNally D. (1999), "Turbulence in the World Economy", Monthly Review, Vol:51, June, pp. 100.

Nunnenkamp Peter (1998), "Dealing with the Asian Crisis", Economics, Vol.57, Kiel Institute of World Economy, Germany pp.31.

OECD, November 2004, http://www.oecd.org/dataoecd/21/13/33975094.pdf. pp 52,

Park ve **Wang**, 2001, Reform of the international Financial System and institutions in light of the Asian financial crisis, UNCTAD G24 discussion papers, no:12, pp.17.

Singh A., (1999) "'Asian Capitalism' and the Financial Crisis", Global Instability içinde (edited by J. Michie and J.G. Smith), Routledge, London, pp.18

Swoboda A. K. ve **Zettelmeyer** J., (2001), Key issues international monetary and financial reform: A personal record of the conference, http://www.imf.org/external/pubs/nft/seminar/2001/reform/conclus.pdf, 28 November 2004.

Tabb W. (1998), "The East Asian Financial Crisis", Monthly Review, June, pp. 24.

Toporowski, Jan (1993), The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash, Edward Elgar, Cambridge, pp.20.

View publication stats