



Özgür Orhangazi
Kadir Has Üniversitesi
ozgur.orhangazi@khas.edu.tr

Günümüz Kapitalizmde Finansın Rolü Üzerine Birkaç Not¹

2008 Krizi, finansallaşma sürecinde finansal yeniliklerin ne kadar büyük bir rol oynadığının da farkına varılmasına yol açtı. 1970'lerin sonlarından başlayarak ortaya çıkan bir dizi yeni finansal araç ve yöntem, bir yandan finansal genişlemenin arkasındaki itici güçlerden birisi olurken, öte yandan da finansın ekonominin her alanına yayılmasının önünü açtı.

1970'lerin sonundan itibaren finansal piyasa, kurum ve araçların ekonomi içerisindeki boyutları ve önemi, özellikle ABD'de hızla artışa geçti. 1980'ler ve 1990'ların finansal liberalleşme ve deregülasyon dalgasını takiben finansal piyasaların genişliği, rekor düzeylere ulaştı. 2007-08 krizi ve peşi sıra gelen uzun durgunluk dönemi, finansal piyasalardaki genişlemenin ve finansal araçlardaki çeşitlenmenin hem boyutlarını hem de iktisadi ve toplumsal maliyetlerini gözler önüne serdi. Yaşanan krizin büyüklüğü ve 1930'lara benzer bir küresel durgunluğa yol açma ihtimali göz korkuturken, yeni bir finansal regülasyon döneminin başlayacağı beklentisine rağmen, gerek ABD'de gerekse Avrupa'da merkez bankaları ve hükümetler esas olarak batmanın

eşiğine gelen devasa finansal kurumları kurtarmaya ve finansal piyasaları canlandırmaya yönelik politikalar uygulamayı tercih ettiler. Federal Reserve ile Avrupa Merkez Bankası'nın "miktar rahatlaması" adıyla bilinen politikaları açık piyasa işlemleri yoluyla finansal kuruluşların ellerindeki likiditesi düşük ve birçok durumda fiyatlanması mümkün dahi olmayan varlıkları, likit varlıklarla değiştirerek finansal piyasaların yeni bir genişleme dalgası içerisine girmesinin yolunu açtı. Kriz sonrası devreye sokulan birkaç yeni düzenlemenin etkisi ise sınırlı kaldı. Krizin başlangıcından on sene sonra bugün, finansal piyasaların genişlemesi katlanarak devam ederken, finansal kırılganlıkların boyutları da hayli artmış bulunmaktadır.

Finansallaşma

Finansal piyasa, kurum ve araçların boyutlarındaki genişlemeye ve ekonominin geri kalan kısmı içerisinde giderek artan önemine işaret etmek üzere kullanılan finansallaşma kavramı, neoliberalizm ve küreselleşme ile birlikte modern kapitalizmi anlamak ve açıklamak için en çok başvurulan kavramlardan birisi haline geldi. Finansallaşma sürecinin çeşitli veçhelerinden söz etmek mümkün. En başta ise finansal sektörün bir bütün olarak tüm ekonomi içerisindeki payının ciddi bir biçimde artması geliyor. Örneğin, ABD’de 1950-80 arası dönemde finansal sektörün toplam varlıklarının GSYİH’ye oranı yüzde 200’ler civarında gezinirken 2008’e gelindiğinde bu oran yüzde 400’e ulaşmıştı. Finansal kriz, bu oranı bir süre aşağıya çekse de finansal piyasaların toparlanmasıyla bu oran, bugün yüzde 500’e yaklaşmış durumda. Haliyle finansal sektörün toplam gelirden aldığı pay da buna paralel olarak arttı. 2000’lerde ABD’de toplam kârların yüzde 40’ı finansal kârlardan oluşmaktaydı. Bu durumun ABD’ye özgü olmadığı ve birçok Avrupa ülkesinde de benzer eğilimlerin yaşandığı geniş bir araştırmacı grubunun ürettiği bir dizi çalışmada gözler önüne serildi.²

Bu süreçte en hızlı artan oranların başında ise borçluluk oranları gelmekteydi. 2000’lerin başında 87 trilyon dolar olan toplam küresel borçlar, 2007’de 142 trilyon dolara, 2014’te ise 199 trilyon dolara ulaşarak toplam dünya GSYİH’sinin 3 katına çıktı. ABD ve Birleşik Krallık’ta hanehalkı borcunun gelire oranı 2000’lerle birlikte yüzde 100’ü aştı. Her ne kadar merkez ülkelerin aksine geniş çaplı bir finansal liberalleşme ve deregülasyondan kaçınılmış olsa da Çin ekonomisi dahi benzer bir eğilim gösteriyor. Özellikle 2007-08 Krizi’nin olumsuz etkilerini azaltmak üzere devreye sokulan kredi politikalarıyla birlikte Çin’de de toplam borçların GSYİH’ye oranı yüzde 300’e yaklaşarak, Çin’i borç oranı en yüksek ülkeler arasına soktu. Bu borcun yarıya yakınının emlak ve inşaat sektörlerine gittiği tahmin ediliyor.³

Finansal Yenilikler

2008 Krizi, finansallaşma sürecinde finansal yeniliklerin ne kadar büyük bir rol oynadığının da farkına varılmasına yol açtı. 1970’lerin sonlarından başlayarak ortaya çıkan bir dizi yeni finansal araç ve yöntem, bir yandan finansal genişlemenin

arkasındaki itici güçlerden birisi olurken, öte yandan da finansın ekonominin her alanına yayılmasının önünü açtı. “Menkul kıymetleştirme” dalgasıyla birlikte ortaya çıkan “varlığa dayalı menkul kıymetler”, “ipoteekli borçlanma senetleri”, “kredi temerrüt takasları” ve benzeri bir dizi türev ürün finansal piyasaları giderek daha karmaşık hale getirmekle kalmayıp, birbiriyle ilgisiz görünen birçok piyasa ve kurumu da birbirine çeşitli yollardan bağladı. Başlangıçta ekonomideki riskleri yayarak daha kolay taşınabilir hale getirecekleri iddia edilen bu ürünlerin 2007-08 Finansal Krizi’nin hızla kontrolden çıkmasının, büyümesinin ve finansal piyasalarda tam bir çöküşe yol açarak tüm dünyaya yayılmasının ana sebeplerinden birisi olduğu birçoklarınca öne sürüldü.

Finansallaşma sürecinin, özellikle ABD ekonomisinde öne çıkan bir diğer parçası ise finansal olmayan işletmelerin, yani ana faaliyet alanları üretim veya ticaret olan işletmelerin, finansal kurumlar tarafından özellikle hisse senedi piyasaları aracılığıyla kârlarının giderek daha yüksek bir bölümünü, finansal piyasalara aktarması baskısı oldu. Bu baskı sonucu işletmelerin finansal piyasalara temettü ödemeleri ve hisse senedi geri alımları yoluyla yaptıkları kâr aktarımı arttı. Öte yandan ise, finansal olmayan işletmelerin birçoğu kendileri de finansal yatırım faaliyetlerine yönelmeye başladılar.⁴

Anaakım İktisat

Anaakım iktisat teorileri ise genel olarak bu gelişmeleri ve sonuçlarını değerlendirebilmekten uzak kaldı. Ana akım iktisat teorilerinde finans, basitçe ekonominin ihtiyaçlarına cevap veren ve kaynakların etkin bir biçimde dağılımını sağlamak suretiyle ekonomideki etkinliği ve büyümeyi arttıran bir role sahiptir. Finansal piyasa ve kurumlar, esas olarak ekonominin geri kalanının ihtiyaç duyduğu finansal hizmetleri sağlarlar. Ana rolleri ise ekonomideki tasarrufları bir araya getirerek yatırıma yönlendirilmek üzere girişimcilere sermaye olarak aktarmak ve bu süreçte de yatırımların yönünün belirlenmesine katkı sunmaktır. Girişimciler ise bunun karşılığında kârlarının bir kısmını temettü ve/veya faiz olarak finansal piyasalar ve kurumlara, bunlar aracılığıyla da tasarruf sahiplerine aktarırlar. Tasarruf sahiplerinin arz ettiği tasarruf miktarı ile girişimcilerin ihtiyaç duyduğu sermaye miktarı,



piyasa ekonomisinin arz ve talep yasalarını takip ederek dengeye gelir. Bu denge durumunda belirlenen faiz oranları, hisse senedi fiyatları gibi göstergelerin ekonomiyi en etkin biçimde işleyeceği noktaya getireceği öne sürülür. Böylelikle finansal piyasaların etkin ve kârlı çalışmasının tüm ekonominin etkinliğini arttıracacağı varsayılır. Kısacası, standart iktisat teorilerinde finans ile ekonominin geri kalanı arasında uyumlu ve tek yönlü bir ilişki varsayılır.⁵

Halbuki gerek Keynesgil gerekse Marxgil yaklaşımlar, finansın ikili rolüne vurgu yaparlar. Bu yaklaşımlara göre finans, bir yandan sermaye birikim süreçlerini kolaylaştırıcı ve hızlandırıcı bir rol üstlenirken, öte yandan da ekonomideki kırılganlıkların artmasına neden olmaktadır. Anaakım iktisat teorilerinin aksine finans, reel ekonomiden bağımsız bir yere yerleştirilmez. Tam tersine onunla iç içedir ve bir yandan iktisadi gelişmeleri belirlerken, bir yandan da onlar tarafından belirlenir. Daha önemlisi, anaakım iktisat teorilerine göre ekonomik krizler, esasen ekonomi dışı nedenlerle ortaya çıkabilirken bu yaklaşımlara göre kapitalist ekonomiler içsel olarak istikrarsızlık yaratan mekanizmalara sahiptirler ve bu mekanizmaların işleyişi sonucunda dönemsel krizlere girebilecekleri gibi uzun süren durgunluk dönemleriyle de karşılaşabilirler. Finansın ikili rolü burada önemlidir. Finans, istikrarsızlık mekanizmalarının devreye girmesini geçici de olsa erteleyebileceği gibi bu mekanizmalar devreye girdiğinde durumu daha da ağırlaştırıcı bir rol de oynayabilir. Dahası bizzat kendisi istikrarsızlığa yol açacak mekanizmalar yaratabilir.

Marxgil Yaklaşımlar

Biraz daha somutlaştırmak için önce Marxgil yaklaşımlara, daha sonra da Keynesgil yaklaşımlara kabaca göz atalım. Marxgil yaklaşıma göre ekonomik büyüme ve dinamizmin kökeninde sermaye birikimi yer alır ve sermaye birikiminin itici gücü ise kârlılıktır. Ne var ki birikim sürecinin her üç aşamasında da -yatırım, üretim ve ürünlerin piyasada satılması- çelişkiler ve sorunlar ortaya çıkması muhtemeldir. Örneğin, ekonomik büyüme istihdam artışına, istihdamın artması ise ücretlerin artmasına yol açabilir. Eğer ücretlerdeki artış verimlilikteki artıştan daha hızlı olursa, bu kârlılığın düşüşüne ve ardından yatırımların azalmasına, dolayısıyla da ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açabilir.

Üretim aşamasında ise kullanılan teknoloji, emek süreçlerinin idaresi, emeğin verimliliği ve kullanılan girdilerin kompozisyonu gibi unsurlar belirleyicidir. Örneğin, kapitalistler arasındaki rekabet, onları en etkin teknolojiyi seçmeye zorlarken, bunu yapabilmek için gereken sabit sermaye yatırımları kısa vadede kârlılığı arttırıcı ve fakat daha sonrasında azaltıcı sonuçlara yol açabilir. Son aşamada ise toplam efektif talebin seviyesi ve kompozisyonu, ürünlerin belirlenen fiyatlarda satılıp satılmayacağını ve dolayısıyla da hedeflenen kârların gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceğinin belirleyicisi olacaktır. İşsizlik oranları ve gelir dağılımı toplam efektif talebin seviye ve kompozisyonunu doğrudan belirleyecektir. Örneğin, işsizlik oranlarının yüksek, ortalama ücretlerin düşük olması ilk aşamada kârlılığı arttıracak etmenlerken, bu aşamada toplam efektif talebin düşük seviyelerde kalması ile kârların gerçekleştirilmesinin önünde bir engel oluşturabilirler. Ayrıca farklı sektörlerin üretim seviyelerinde ortaya çıkabilecek dengesizlikler, bazı sektörlerin tüm çıktılarını satıp kâra çevirememesi sonucuna yol açabilir.⁶

Buradaki önemli nokta, bu ve benzeri çelişki ve problemlerin, sistemin kendi işleyişiyle içsel olarak ortaya çıkmasıdır. Bu bağlamda finansal piyasa ve kurumların ortaya çıkması da bir yandan bu sistemin gereksindiği bir şeyken, öte yandan da finansal piyasa ve kurumlar sermaye birikim sürecinin gidişatı üzerinde belirleyici bir rol oynayabilirler. Bankacılık sistemi ve hisse senedi piyasaları, tek tek kapitalistlerin kendi kârlarını kullanarak yapabilecekleri yatırımlardan çok daha geniş ölçekli yatırımların yapılabilmesini sağlayarak sermaye birikim sürecini hızlandırırken ölçeğini de büyütür. Bu ise sonraki dönemlerde yukarıda bahsedilen problemlerin de artması potansiyelini doğuracaktır. Dahası, kârlılıkta yaşanabilecek en ufak bir sorun, finansal piyasalara yapılması gereken ödemelerin bazılarının yerine getirilememesi nedeniyle doğrudan finansal bir krize zemin hazırlayabileceği gibi, finansal piyasalarda yaşanabilecek herhangi bir problem de yatırımları ve dolayısıyla birikim sürecini doğrudan sekteye uğratabilir. Başka bir deyişle, finansal sistem bir yandan birikimi hızlandırır ve ölçeğini arttırırken öte yandan da potansiyel problemlerin, yaşanabilecek istikrarsızlık ve krizlerin de boyutlarını arttıracaktır.⁷

Keynesgil Yaklaşımlar

Keynesgil yaklaşıma göre de sermaye birikim süreci, yani yatırımlar, ekonomik büyümenin merkezinde yer alır. Özellikle Post-Keynesgil iktisatçılar tarafından geliştirilen modeller, finansal istikrarın daha yüksek yatırım seviyelerini destekleyeceğini öne sürerler. Finansal istikrar dönemlerinde faizler ve borç oranları düşük seviyelerdedir ve gerek hanehalkları, gerekse işletmeler yüksek likiditeye sahiptirler. Bu ortamda yatırımların artması büyümeyi ve kârları arttırır. Kârların artması, kârlılık beklentilerini olumlu yönde etkileyerek yatırımların bir sonraki dönemde yeniden yükselmesine yol açar. Böylelikle ekonomideki genel güven seviyesi artar ki bu da giderek daha az likidite tercih etmeye ve daha riskli yatırımlara yönelmeye yol açabilir. Finansal sistem, kredi hacmini arttırarak giderek daha riskli yatırımlara kredi vermeye başlarken, borçluluk oranları tırmanışa geçer ve bir noktada faiz oranları da artışa geçer. Bu ise bir yandan daha yüksek faiz ödemelerine, bir yandan da işletme ve hanehalklarının beklenmedik bir olumsuz gelişme karşısında daha kırılgan hale gelmelerine sebep olur. Örneğin, faizlerin artması yatırımlarda bir düşüşe yol açarsa bu, toplam efektif talebin azalmasına, satışların düşmesine ve dolayısıyla kârlılığın azalmasına yol açacak ve dolayısıyla yüksek oranda borçlanan bazı işletmeler borç ödemelerini gerçekleştirmekte zorluk çekmeye başlayabilecektir. Böyle bir durumda işletmeler veya hanehalkları, ellerindeki varlıkları satmak zorunda kalabilir. Satış baskısı bir kez başladığında ise finansal piyasalarda ciddi düşüşlerin önü açabilir. Kısacası ilk aşamada finansal istikrar, yatırımların ve büyümenin artmasına yol açarken ilerleyen aşamalarda tamamen içsel faktörlerin seyriyle finansal bir istikrarsızlık döneminin de temellerini atmaktadır. Böylelikle, Minsky'nin deyişiyle, istikrar, istikrarsızlık yaratacaktır.⁸

Dahası, finansal piyasalar, üretim ve yatırımdan bağımsız olarak da spekülâtif bir coşku dalgası yaratabilir. Finansal varlıkların fiyatlarında herhangi bir nedenden ötürü gerçekleşecek bir artış gelecekte daha yüksek artış beklentilerine yol açabilir. Bu beklentilerse finansal varlıklara olan talebi arttıracak, artan talep, fiyatları daha da yükselterek beklentilerin gerçekleşmesine yol açacaktır. Bu spekülâtif dalga devam ettikçe hem talep hem de fiyatlar birlikte yükselmeye devam edecek ve bu da risklerin görmezden gelindiği bir balona yol açacaktır.

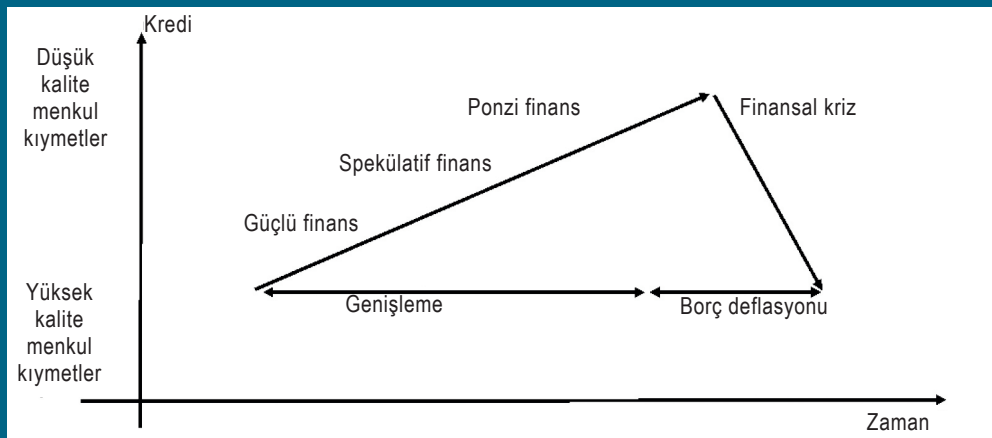
Bu balonlar gerek tüketim üzerindeki, gerekse yatırım üzerindeki etkileri ile ekonominin geri kalanını da etkileyerek hızlı bir büyüme döneminin başlamasına dahi yol açacak seviyelere gelebilecektir. Burada dikkat çekmemiz gereken nokta, finansal piyasaların mal ve hizmet piyasalarından ayrılan karakteridir. Mal ve hizmet piyasalarında fiyatlardaki artış, talebi azaltan bir etki yaratırken, finansal piyasalarda genellikle tam tersi sonuca yol açar: Finansal varlıkların fiyatları arttıkça, onlara olan talep de artar. Finansal varlık fiyatlarındaki artış eğer uzun bir süreye yayılırsa, birçok kişi ve kurum bu artıştan faydalanmak üzere borçlanarak, finansal varlıklara yatırım yapabilirler. Kriz dönemlerinde ise tam tersi gerçekleşir, fiyatlardaki düşüş talebin azalmasına, satışların artmasına ve böylelikle fiyatların daha da düşmesine yol açar. Bu farklılık, esasen finansın spekülative karakterinden kaynaklanmaktadır ve her spekülative dönemde karşımıza çıkarlar. Öte yandan, bankaların ve finansal kuruluşların da tüm diğer kapitalist işletmeler gibi kâr amacı güden ve birbirleriyle rekabet içerisinde olan işletmeler olduğunu vurgulamamız gereklidir. Kârlılık için girilen bu rekabetin getirdiği en önemli şeylerden birisi, finansal yeniliklerdir. Sonuç ise giderek daha da karmaşık bir hal alan finansal mekanizmalardır.

Finansal İstikrarsızlık Çevrimleri

Yine Minsky'ye başvurursak, bu türden bir finansal sistem gelirlerle borçlar arasında üç tip ilişki çıkmasına yol açar: İlki, güçlü finansal yapılar olarak adlandırabileceğimiz işletme yapılarıdır. Güçlü finansal yapıya sahip işletmelerin gelirleri, borç geri ödemelerini rahatlıkla karşılar durumdadır. İkincisi,

işletmelerin borç faizlerini ödeyebildikleri fakat anapara ödemelerini yeniden borçlanmayla gerçekleştirebildikleri, spekülative finansal yapılarıdır. Bu türden bir finansal yapıya sahip işletmeler, gerek gelirleri açısından karşılaşılabilecek herhangi bir zorluğa karşı, gerekse finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek herhangi olumsuz bir gelişmeye karşı kırılğan bir karakter taşırlar. Üçüncüsü ise Ponzi finansal yapılar olarak adlandırılan ve gelirlerin ne borçları ne de faizleri ödemeye yeterli olduğu yapılarıdır. Bu durumda borç faizlerini ödemek için dahi yeniden borçlanmak zorunda olan bu işletmeler, karşılaşılabilecek herhangi bir zorlukta iflasa oldukça yakındırlar. Bir ekonominin finansal istikrarı, ekonomi içerisindeki finansal yapıların ağırlıklı olarak bu üç ilişkiden hangisine sahip olduğuyla belirlenir. Minsky'nin vurguladığı nokta, uzun süren istikrar dönemlerinde finansal yapıların yavaş yavaş güçlü finansal yapılardan öncelikle spekülative ve sonrasında da Ponzi finansal yapılara doğru evrilmesi olmuştur. Kriz anlarında ise spekülative yapıların Ponzi yapılara dönüşmesi an meselesidir. Bu durumu, Şekil 1'de, biraz da basitleştirerek gösterebiliriz. İstikrar, zamanla kredi miktarını arttırmakta, bu ise görece kaliteli ve güvenli menkul kıymetlerin yerini giderek riski yüksek menkul kıymetlere bırakmasına yol açmaktadır. Bu süreç neredeyse kaçınılmaz olarak finansal bir krize yol açarken, finansal krizlerden sonra kredi miktarının azalması ve finansal varlık fiyatlarının düşmesi ile birlikte gerçekleşen borç deflasyonu bir yandan ekonomide bir yavaşlamaya yol açmakta, öte yandan ise yavaş yavaş yeni bir spekülative genişleme dalgasının şartlarını hazırlamaya başlamaktadır.

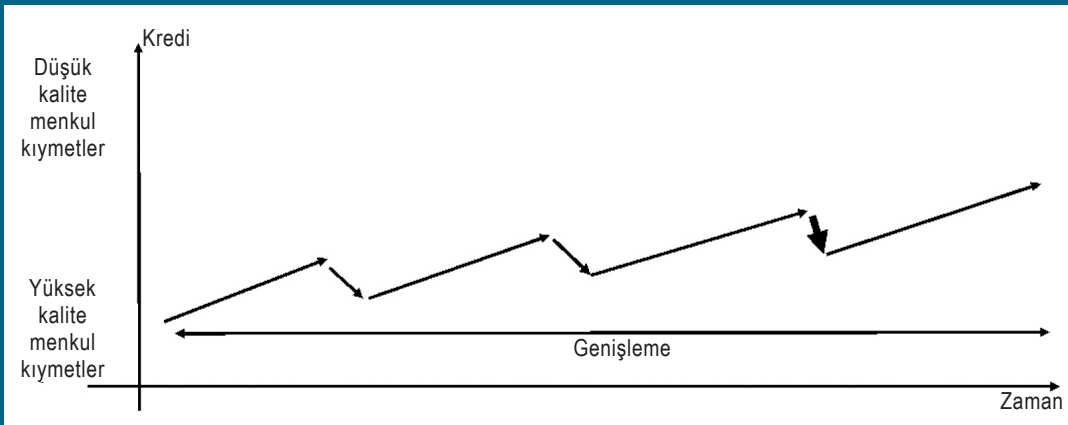
■ Şekil 1: Basit Finansal İstikrarsızlık Çevrimi⁹



Finansal krizlerin 1930'lardaki gibi ekonomik bir çöküşe yol açması muhtemelken, merkez bankalarının zincirleme iflasların önüne geçecek bir biçimde "son kredi mercii" olarak devreye girmesi, finansal piyasalarda çöküşün önüne geçmesi ve hükümetlerin bütçe açıklarının artması pahasına harcamaları arttırarak yatırım ve tüketimde gerçekleşen düşüşleri telafi etmesiyle, krizin yıkıcı etkilerinin önüne geçilebilir. 2007-08 Krizi sonrası ABD'de şimdiye kadarki en uç örneklerini gözlemlediğimiz bu durum, bir yandan Federal Reserve'in varlık bilançosunun hiç görülmediği kadar genişlemesiyle, bir yandan da merkezi devlet bütçe açıklarının ve kamu borçlarının rekor düzeylere ulaşmasıyla somutlanmıştır. Böylelikle 2008 sonrasında ekonomik büyüme oranları her ne kadar ciddi bir biçimde düşmüşse de 1930'larda benzeri bir çöküşün önüne geçilmiştir. Bu noktada hem sermaye birikim süreçlerinin hem de finansal piyasaların içsel olarak ürettiği istikrar ve istikrarsızlık çevrimlerinde devletin rolünün önemi de gözler önüne serilmiştir. Kamu otoriteleri bir yandan regülasyon/deregülasyon politikaları ile,

merkez bankaları ise faiz politikaları ile finansal genişlemeleri destekler bir role sahip olabilecekleri gibi finansal çöküşe müdahil de olabilirler. Ne var ki devlet müdahaleleri, yeni bir paradoksu devreye sokmaktadır. Deregülasyon ve düşük faiz politikaları bir yandan finansal genişlemeyi desteklerken, olası bir finansal kriz karşısında devletin kaçınılmaz olarak devreye girerek kurtarıcı rolünü oynayacağı beklentisi finansal piyasaların daha fazla risk almasına ve daha hızlı genişlemesine de yol açacaktır. Böylelikle bir yandan hızlı finansal genişleme dönemleri, bir yandan da yine hızla kontrol altına alınan finansal kriz dönemlerinin birbirini izlemesi sonucuna yol açabilir. Bu süreç ise Minsky'nin basit istikrarsızlık çevrimlerinin ötesinde, Şekil 2'de gösterildiği gibi finansal süper-çevrimlerin ortaya çıkmasına yol açabilir. Böylelikle finansal genişlemenin boyutları sürekli artarken, ortaya çıkan krizlerin bir ekonomik depresyonu tetiklemesinin önüne geçebilmek için kamunun daha fazla kaynak aktarması ve zaman zaman da daha yaratıcı olması (mesela "miktar rahatlaması" politikaları gibi) gerekebilir.

■ Şekil 2: Finansal Süper-Çevrimler¹⁰



Yeni Bir Krize Doğru Mu?

2007-08 Krizi'ni bu bağlamda yeniden düşünebiliriz. Her ne kadar kriz ABD'deki "eşik altı" ipotekli konut kredileri piyasasında başlayan sorunlar tarafından tetiklenmişse de esas nedeni, 1980 sonrası ortaya çıkan finansal yapı ve politikalarda aranmalıdır.¹¹ Bu dönemde, finansal piyasaların deregülasyonu, finansal sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve hızla ortaya çıkan finansal yenilikler, her birinin sonu krizle biten finansal genişleme dalgaları doğurdular. Buna karşın uygulanan politikalar

ise her seferinde batmanın eşiğine gelen finansal kurumları kurtarmak ve finansal piyasalarda yeni bir genişleme dalgasının başlamasını sağlamak yönünde oldu. Böylelikle 1980 sonrası dönem, finansal genişlemeler, bunları izleyen krizler ve devletlerin kurtarma politikalarının birbirini takip ettiği bir dönem olarak görülebilir. Zaman içerisinde finansal piyasaların ve kurumların boyutları giderek arttı, finansal ürün ve araçlar giderek daha karmaşık, şeffaflıktan uzak ve likit olmayan bir karakter kazanırken, borçluluk ve kaldıraç oranlarında muazzam artışlar kaydedildi. Bunun sonucu ise finansal krizlerin tüm



ekonomiyi tehdit eder boyutlara gelmesi oldu. 2007-08 Krizi'ne gelindiğinde ise krizin derinliği ve genişliği tüm dünya ekonomisini ciddi bir ekonomik depresyonun eşiğine getirecekti. Yukarıda da işaret ettiğimiz gibi kriz sonrası politikalar, yeni bir finansal genişleme dalgasına yol açtı. 2009'dan bu yana merkez bankalarının piyasaya sağladığı destek 15 trilyon dolara ulaştı. 2017 yazına gelindiğinde dünyadaki toplam negatif faizli borç 9.5 trilyon dolara ulaşmıştı. Buna rağmen şirket yöneticileri yatırımları arttırmak yerine borçlanarak, kendi şirketlerinin hisse senetlerini satın alma, böylece piyasadaki hisse senedi miktarını azaltarak hisse başına kazanç oranlarının artmasına ve hisse senedi fiyatlarının da yükselmesine yol açtılar. 2009'dan bu yanda ABD'deki şirketler, hisse senedi geri alımlarına toplam 3.8 trilyon dolar harcadılar.¹²

Geldiğimiz noktada ise yeni bir finansal çöküş uyarıları yapılmaya başlandı bile. Örneğin, IMF'nin son Finansal İstikrar Raporu, artan borç yükü ile aşırı yükselen varlık fiyatlarının küresel riskleri arttırdığına dikkat çekerken, risklerin yeniden fiyatlandırılmasının finansal istikrarı bozacak sonuçları olduğuna vurgu yapıyor.¹³ Rapora göre, risk fiyatlandırmalarında aniden ortaya çıkabilecek artışlar, varlık fiyatlarında düşüşler ve piyasalarda artan dalgalanmalar küresel bir finansal krize yol açabilecek seviyede ki bu da yeniden merkez bankası müdahalelerini gerektirecek bir durum yaratacaktır. *Financial Times*'a konuşan bir IMF yetkilisi ise finansal yatırımcıların

yüksek kâr amacıyla egzotik finansal ürün kullanımındaki artışın bilinmeyen riskler yarattığına ve bu risklerin finansal piyasalarda sert şoklara yol açabileceğine dikkat çekiyor. Türev ürünlerin boyutları ve karmaşıklığı bu alandaki risklerin takip edilmesini neredeyse imkansız hale getiriyor.¹⁴

Bu bağlamda, “gelişmekte olan ülkeler” yahut “yükselen piyasalar” olarak tabir edilen çevre ülkelerinde yaşananlar ayrı bir incelemeyi gerektirmekle birlikte, şuna dikkat çekmekte fayda var: 2008 sonrasında, önce Federal Reserve'nin daha sonra da Avrupa Merkez Bankası'nın uygulamaya soktuğu parasal genişleme politikaları, bu ülkelere yönelik yabancı sermaye girişlerinde yeni bir patlamaya yol açtı. Parasal genişlemenin yarattığı kredi, reel sektör yatırımlarına yönelmekten ziyade, gerek merkez ülkelerinde gerekse çevre ülkelerinde finansal yatırımlara yöneldi. Sermaye girişlerindeki bu patlama, çevre ülkelerinin para birimlerinin reel olarak değerlendirilmesine, artan cari açıklara, kredi genişlemelerine ve varlık fiyatlarında ciddi artışlara dönüştü. Yüksek oranda yabancı sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde makroekonomik dengesizliklerin ortaya çıkmasının veya daha da şiddetlenmesinin ve kırılganlıkların artmasının arkasında yatan en büyük neden söz konusu girişlerin çok geniş miktarlarda ve kontrolsüz olmasıydı. Federal Reserve'nin 2014'ten itibaren genişleme politikalarına yavaş yavaş son vereceğini açıklamasından bu yana ise bu ülkelere olan sermaye girişlerinde yaşanan yavaşlamalar para



birimlerinin yüksek oranlarda değer kaybetmesine ve özellikle yüksek cari açıklara sahip Türkiye, Güney Afrika, Kolombiya ve benzeri ülkelerde çeşitli finansal sorunların ortaya çıkmasına yol açtı.¹⁵

Son Notlar

1. 16 Kasım 2017'de Yıldız Teknik Üniversitesi'nde düzenlenen "Krizin İktisat Teorisi Üzerindeki Etkileri" başlıklı panele sunulan tebliğ.
2. Bkz. www.fessud.eu
3. Bkz. McKinsey Global Institute, 2015, *Debt and (not much) deleveraging*.
4. Bkz. Orhangazi, Ö. 2008. *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar
5. Bkz. Orhangazi, Ö. 2011 "Financial vs. 'real': An overview of the contradictory role and place of finance in the modern economy," *Research in Political Economy*, Cilt. 27: 121-148.
6. Bkz. Orhangazi, Ö. 2011 "Financial vs. 'real': An overview of the contradictory role and place of finance in the modern economy," *Research in Political Economy*, Vol. 27: 121-148 ve Harvey, D. 2016 "Crisis theory and the falling rate of profit" T. Subasat (ed.), *The Great Global Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy-created?* Cheltenham, UK: Edward Elgar, s. 37-54.
7. Bkz. Orhangazi, Ö. 2016. "Contradictions of capital accumulation in the age of financialization" T. Subasat (ed.), *The Great Global Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy-created?* Cheltenham, UK: Edward Elgar, s. 248-265.
8. Bkz. H. Minsky, 1992, 'The Financial Instability Hypothesis' *Levy Economics Institute Working Paper* no: 74.
9. Kaynak: Cédric Durand, 2017. *Fictitious Capital: How Finance is Appropriating our Future*, Verso, s. 31).
10. Kaynak: Cédric Durand, 2017. *Fictitious Capital: How Finance is Appropriating our Future*, Verso, s. 33).
11. Bu konuda kapsamlı bir tartışma için bkz. James Crotty. 2009. "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics*, 33(4): 563-80.
12. Bkz. Artemis Capital Management, 2017. *Volatility and the Alchemy of Risk*, <http://www.artemismcm.com>
13. Bkz. IMF, *Financial Stability Report*, Ekim 2017.
14. Bkz. <https://www.ft.com/content/d6c03e12-bb32-11e7-9bfb-4a9c83ffa852>
15. Bkz. Akyüz, Y. 2015. Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies, South Center Research Papers 2015/60.