

PARA POLİTİKALARININ FİNANSALLAŞMAYA ETKİSİ: TÜRKİYE
ÖRNEĞİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ

ADEM NUMAN KAYA

ULUSLARARASI İLİŞKİLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ARALIK 2021

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.

Prof. Dr. Serdar SAYAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Müdürü

Bu çalışmayı okuduğumu ve çalışmanın kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İlişkiler Ana Bilim Dalı'nda bir Yüksek Lisans tezi olabilecek yeterlilikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Pınar İPEK

(TOBB ETÜ, Siyaset Bilimi ve Uluslararası İlişkiler)

Tez Jürisi Üyeleri


Doç. Dr. Burak Bilgehan ÖZPEK

(TOBB ETÜ, Siyaset Bilimi ve Uluslararası İlişkiler)

Dr. Öğr. Üyesi Seçkin KÖSTEM

(Bilkent Üniversitesi, Uluslararası İlişkiler)

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Adem Numan KAYA

ÖZ

PARA POLİTİKALARININ FİNANSALLAŞMAYA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

KAYA, Adem Numan

Yüksek Lisans, Uluslararası İlişkiler

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Pınar İPEK

Para politikaları ve faiz oranları 2000’li yıllardan sonra gelişmiş ekonomilerde yaşanan finans krizlerinin etkilerini azaltmak için önemli bir araç olarak kullanıldı. Gelişmiş ekonomilerde kullanılan bu araçlar, gelişmekte olan ülkelerin finansallaşmasında önem kazandı. Bu çalışmanın araştırma sorusu, küresel ekonomide 2000’ler sonrası yaşanan parasal genişlemenin (ve özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası politikaların) gelişmekte olan ülkelerde finansallaşmayı nasıl etkilediğidir. Bu kapsamda tez, gelişmekte olan ülkeler arasında “Kırılğan Beşli” olarak adlandırılan ülkelerin (Brezilya, Güney Afrika, Hindistan, Endonezya, Türkiye) 2000-2019 yılları arası finansallaşma sürecine odaklanmıştır. Finansallaşmayı ölçen göstergelere göre Kırılğan Beşli ülkeleri arasında benzer devamlılık veya farklılıkları sorgulamak üzere Türkiye vaka çalışması olarak seçilmiştir. Araştırmanın bulgularına göre Türkiye, Kırılğan Beşli ülkeleri arasında finansallaşma sürecinde ayrılmıştır. Tezin argümanı, Türkiye’nin 2008 sonrası finansallaşma sürecinde Kırılğan Beşli ülkeleri arasında ayrışmasını ülke içi kurumsal yapıdaki değişimin daha iyi açıkladığıdır. Tez aynı zamanda ülke içinde tercih edilen büyüme politikası doğrultusunda finansallaşma sürecinde uygulanan politikaların sonuçlarını tartışmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansallaşma, Parasal Genişleme, Kırılğan Beşli, Türkiye

ABSTRACT

THE EFFECT OF MONETARY POLICIES ON FINANCIALIZATION: THE CASE OF TURKEY

KAYA, Adem Numan

Master of Arts, International Relations

Supervisor: Assoc. Prof. Pınar İPEK

Monetary policy and interest rates have been used as an essential tool to reduce the effects of financial crises in developed economies since the 2000s. These policy instruments used in developed economies have been also important for the financialization process of developing countries. This thesis' research question is how monetary expansion since the 2000s (and particularly the monetary policy after the 2008 Financial Crisis) have been affecting developing countries' financialization? Accordingly, the focus has been on the so-called "Fragile Five" countries' (Brazil, South Africa, India, Indonesia and Turkey) financialization process between 2000 and 2019. Thus, Turkey is selected as a case to explain the continuities and differences among the Fragile Five countries' financialization, which was measured according to the common indicators in the literature. According to the findings of the study, Turkey's financialization indicators diverged considerably among other Fragile Five countries. The argument asserts that Turkey's divergence in financialization after 2008 among Fragile Five countries can be explained better by the changes in institutional structure at domestic level. The thesis also discusses policy implications during Turkey's financialization process according to its economic growth policy.

Key Words: Financialization, Monetary Expansion, Fragile Five, Turkey

TEŞEKKÜR SAYFASI

Tez süreci boyunca ne zaman zorlansam beni tekrar ayağa kaldıran tez danışmanım Pınar İpek'e teşekkür ederim. Kendisi olmasaydı bu çalışmayı tamamlamak çok daha zor olacaktı. TOBB Üniversitesi'nde yüksek lisans yapmak hem Türkiye'nin hem de pandemiyle birlikte dünyanın şartlarını göz önünde bulundurduğumda benim için zorlu ancak aynı zamanda çok keyifli bir süreç oldu. Bu sürecin başında beni cesaretlendiren Burak Bilgehan Özpek'e teşekkür ederim. Fikrine ve yardımına ne zaman ihtiyaç duysam bana yardım ettiği için ona minnettarım. Okuldaki tüm hocalarıma, sosyal bilimlerde nasıl akıl yürütmem gerektiği konusunda yol gösterdikleri ve kendi bakış açılarını bana yansıttıkları için sonsuz teşekkür ederim. Son olarak bana akademiye sevdiren ve lisans eğitimimi tamamen değiştiren Murat Birdal ve Gökhan Karabulut'a teşekkür ederim.

TOBB Üniversitesi bana harika arkadaşlıklar kazandırdı. Hem ders dönemi boyunca hem de tez döneminde bana destek olan, ufkumu genişleten Dilruba Taş'a, Cemre Aysel'e ve Orçun Demir'e teşekkür ederim. Dilruba, Cemre, Orçun ve tüm diğer arkadaşlarım bu süreci benim için çok daha eğlenceli ve kolay kıldılar. Tüm yüksek lisans boyunca kendisini ne zaman rahatsız etsem sorularımı ve sorunlarımı özenle cevaplayan Senem Üçbudak'a teşekkür ederim.

Ailem bu süreçteki en büyük destekçim oldu. Anneme, Belka ve Esmaya bu çalışma boyunca beni destekledikleri ve cesaretlendirdikleri için çok teşekkür ederim. Harika bir aileye sahibim. Aynı zamanda tüm süreç boyunca yeterli zamanı ayıramadığım tüm arkadaşlarıma beni destekledikleri için çok teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

İNTİHAL SAYFASI.....	iii
ÖZ	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR SAYFASI	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
BÖLÜM I.....	1
GİRİŞ	1
BÖLÜM II.....	5
KURAMSAL ÇERÇEVE	5
2.1. Finansallaşma Kavramı Üzerine Literatürde Tartışmalar	5
2.1.a. Neoklasik Okul Çalışmalarında Finansallaşma Tanımı ve Argümanı.....	5
2.1.b. Neo-Keynesyen Okul Çalışmalarında Finansallaşma Tanımı ve Argümanı	7
2.1.c. Eleştirel Çalışmalarda Finansallaşma Tanımı ve Sorunsalı.....	10
2.1.d. Tezde Kullanılan Finansallaşma Tanımı ve Finansallaşma Sürecinde Farklı Dönemlerin Sorgulanması.....	14
2.2. Uluslararası Politik Ekonomide Finansallaşma Süreci	15
2.2.a. Kalkınmakta Olan Ülkelerde Devletin Müdahaleciliği ve Finansallaşma Süreci	15
2.2.b. Kalkınmakta Olan Ülkelerde Parasalcı Ekol, Neo-Keynesyen Ekol ve Finansallaşma Süreci	17
2.2.c. Bretton Woods Düzeninde Değişim ve Yapısal Düzeyde Finansallaşma Süreci	19
2.3. Finansallaşma Sürecinde Yerel Kapitalizmde Devlet-Özel Sektör İlişkisi.....	26
2.4. Tezin Kuramsal Yaklaşımı ve Hipotezi	32
BÖLÜM III	35
TÜRKİYE’DE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ	35
3.1. Tarihsel Süreçte Türkiye’de Finansallaşma ve Geçmişteki Ekonomik Krizler	35
3.1.a. 1923-1929 Cumhuriyetin Kuruluşundan Büyük Buhran’a.....	36
3.1.b. Büyük Buhran’dan 1946’ya, Yükselen Korumacılık	38

3.1.c. 1946-1960 Savaş Sonrası Entegrasyon	40
3.1.d. 1960-1980 İthal İkameci Büyüme Politikası	43
3.2. 24 Ocak 1980 Kararları'ndan 2001 Krizine: Ekonomik Krizler ve Türkiye'de Finansallaşmanın Evrilmesi	46
3.3. 2000'lerde Küresel Ekonomide Parasal Genişleme, 2008 Finans Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler için Önemi	53
3.4 Türkiye'nin Finansallaşma Sürecinde Kırılgan Beşli'den Ayrışması	57
3.5. 2001 Krizi Sonrası Türkiye'nin Finansallaşma Süreci: Kurumsal Düzenlemelerde Devamlılık ve Değişim	71
3.5.a. 2001-2008 Döneminde Finansallaşmanın Ülke İçi Belirleyicileri	73
3.5.b. 2009-2019 Döneminde Finansallaşmanın Ülke İçi Belirleyicileri	82
BÖLÜM IV	89
SONUÇ	89
KAYNAKÇA	99

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerden Uluslararası Bankaların Alacakları.....	19
Tablo 2.2. Küresel Sermaye Akımları (%GSYH'ye oranı).....	22
Tablo 2.3. FED Parasal Taban	23
Tablo 2.4. Gelişmekte Olan Ülkelerin Birleşik Cari Fazlaları	24
Tablo 2.5. Toplam Borç, Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkeler	26
Tablo 3.1. Türkiye Ekonomisi'ndeki Makro Ekonomik Göstergeler.....	50
Tablo 3.2. FED Faiz Oranları (1990-2020)	53
Tablo 3.3. Cari İşlemler Açığının GYSH'ye Oranı	58
Tablo 3.4. Doğrudan Yabancı Yatırım Net Akımlarının GSYH'ye Oranı.....	60
Tablo 3.5. Portföy Yatırımları (Hisse Senedi) Yıllara Göre Net Giriş	61
Tablo 3.6. Portföy Yatırımları (Hisse Senedi) Net Akım Yıllara Göre Ortalama ...	62
Tablo 3.7. Portföy Yatırımları (Tahvil-Borçlanma) Yıllara Göre Net Giriş	63
Tablo 3.8. Portföy Yatırımları (Tahvil-Borçlanma) Ülkelere Göre Ortalama	64
Tablo 3.9. Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYH'ye Oranı	65
Tablo 3.10. Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYH'ye Oranı, Yıllara Göre	66
Tablo 3.11. Yurt Dışı Borç Stoku	67
Tablo 3.12. Hanehalkı Tüketim Harcamalarının Yıllık Büyümesi.....	67
Tablo 3.13. Dış Ticaret Dengesi Türkiye ve Reel Efektif Döviz Kuru	74
Tablo 3.14. Türk lirasının dolar Karşısındaki Değeri	78
Tablo 3.15. Toplam Kredilerin Sahipliğe Göre Dağılımı.....	79
Tablo 4.1. Hanehalkı Kredi Borcu,	96
Tablo 4.2. Seçili Sektörlerin Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme Hızı.....	97

KISALTMALAR LİSTESİ

FED	: Federal Reserve
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
IMF	: Uluslararası Para Fonu
WB	: Dünya Bankası
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
IBRD	: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
MÜSİAD	: Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği

BÖLÜM I

GİRİŞ

Finansallaşma, 1980 sonrası dünyada küresel ekonomideki gelişmeleri açıklayıcı kavramlardan bir tanesi olmuştur. Özellikle globalleşme ile sermayenin dolaşımının önündeki engellerin kalkması ülkelerin finansallaşma süreçlerinde kolaylaştırıcı bir role sahiptir. Literatürde finansallaşma kavramının üzerine tartışmalar devam etse de Epstein'in yaptığı "finansal güdü, finansal piyasa ve finansal aktörlerin yerel ve uluslararası ekonomideki artan rolü" en çok kabul gören tanımdır (Epstein 2005, 3). Ayrıca, 2000'li yıllarda finansallaşma süreci farklı bir düzeye geldi. Özellikle internetin gündelik hayatın içine girmesi sermayenin dolaşım hızını, daha önce görülmemiş şekilde artırdı. Bu beraberinde varlık balonları oluşması sonucunu doğurdu. 2000'li yıllarda ilk olarak dot.com krizi olarak adlandırılan ABD merkezli finansal kriz patlak verdi. Krizden çıkış için izlenecek yol olarak ise bu çalışmanın temelini oluşturan parasal genişleme başlatıldı. Parasal genişleme ile faiz oranlarının düşürülmesi, finansallaşmanın sonuçlarından sermaye hareketlerinin miktarında artışa neden oldu. Küresel finans aktörleri daha önce görece yüksek risklerinden ötürü yatırım yapmayı elverişli bulmadıkları gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımı ve borçlanma yoluyla yatırım yaptılar. Kısaca, küresel finans yapısındaki bu dönüşüm bu tezin çıkış noktasını oluşturmaktadır.

Bu tez çalışmasında Epstein'in tanımında öne çıkardığı finansal aktörlerin yerel ve uluslararası ekonomide artan rolü temelinde, parasal genişlemenin finansallaşmayı nasıl şekillendirdiği sorgulanmaktadır. Çalışmanın cevaplama çalıştığı araştırma sorusu şudur:

“Küresel ekonomide 2000’ler sonrası yaşanan parasal genişlemenin (ve özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası politikaların) gelişmekte olan ülkelerdeki finansallaşma süreçlerini nasıl etkilemiştir?”

Bu araştırma sorusu kapsamında gelişmekte olan ülkeler arasında finansal piyasalarda Kırılgan Beşli olarak adlandırılan ülkeler (Brezilya, Güney Afrika, Hindistan, Endonezya) arasında yer alan Türkiye vaka çalışması olarak incelenmiştir. Bu ülkelerin “Kırılgan Beşli” olarak tanımlanmasının nedeni, ABD’nin para politikasına karşı potansiyel kırılganlıklarından kaynaklanmaktadır (Bhattarai, Chatterjee, and Park 2018, 2). Kırılgan Beşli kavramı, bahsedilen ülkelerin büyümelerini finanse etmek için dış kaynakları kullandığında bağımlı hale geldiğini ve gelişmiş ülkelerin para politikalarından sert bir biçimde etkilendiklerini ortaya koymak için kullanılmaktadır. Bu nedenle parasal genişlemenin finansallaşma sürecini nasıl şekillendirdiğini açıklayabilmek için literatürde tartışılan finansallaşmanın belirli bir dönemdeki farklılaşmasını açıklayan farklı kuramlar özetlenmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni finansallaşmadır. Finansallaşmanın nasıl ölçüldüğü ikinci bölümde açıklanmaktadır. Bağımsız değişkenleri, yine ikinci bölümde ele alınan kuramlara göre finansallaşmanın sonuçları açısından benzer veya farklı eğilimleri açıklayan yapısal etken ve yerel kurumsal düzenlemelerdir. Bir başka deyişle eğer gelişmekte olan ülkelerin finansallaşma süreçlerinde benzer devamlılık ve/veya farklılıklar yaşıyorsa bunu yapısal faktörleri mi kurumsal düzenlemeler mi açıklamaktadır? Böylece, Kırılgan Beşli olarak adlandırılan ülkeler arasında yer alan Türkiye vaka çalışması olarak seçilmiş ve Türkiye’nin finansallaşma sürecinde benzer ve farklı yönlerini açıklamak için üç hipotez ortaya konmuştur. Araştırmanın sonuçları doğrultusunda tezin argümanı, Türkiye’nin 2008 sonrası finansallaşma sürecinde

Kırılgan Beşli ülkeleri arasında ayrışmasını ülke içi kurumsal yapıdaki değişimin daha iyi açıkladığıdır.

Bu giriş bölümünü oluşturan birinci bölüm sonrası *İkinci Bölümde* finansallaşmanın tanımı, literatürde finansallaşmaya neo-klasik, neo-keynesyen ve eleştirel literatürün yaklaşımı, uluslararası politik ekonomide finansallaşmanın süreçleri, finansallaşma sürecinde yerel kapitalizmin tarzının (varieties of capitalism) etkisi, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkelerin finansallaşma sürecindeki farkları, finansallaşmanın hangi değişkenler tarafından ölçüleceği ve tezin kuramsal yaklaşımı tanımlanacaktır.

Üçüncü Bölümde Türkiye'deki finansallaşma süreçleri dönemlere ayrılarak incelenecek, finansallaşmada devlet-özel sektör ilişkisinin önemi tartışılacaktır. Ardından finansallaşma sürecinde kriz sonrası dönemlerde kırılğan beşli olarak adlandırılan (Türkiye, Brezilya, Endonezya, Hindistan ve Güney Afrika) ülkelerde finansallaşmanın sonuçları bakımından sermaye hareketleri betimsel istatistiklerle gösterilecek ve Türkiye'nin benzer veya ayrışan eğilimleri belirlenecektir. Buna göre 2001 krizi sonrası finansallaşma sürecinde parasal genişlemenin Kırılgan Beşli ülkeleri arasında Türkiye'de finansallaşmanın sonuçları açısından nasıl ayrıştığı açıklanacaktır. İkinci bölüm sonunda belirlenen üç farklı hipotezden hangisinin parasal genişlemenin finansallaşma sürecini şekillendirdiği değerlendirilecektir.

Sonuç bölümü Dördüncü Bölümde vaka olarak seçilen Türkiye'nin finansallaşma sürecindeki devamlılık ve değişimler tarihsel süreçte diğer dönemlere göre özetlenecek ve 2001 sonrası dönemde finansallaşmayı şekillendiren kurumsal dönüşümlerin önemi, ikinci bölümde özetlenen literatürdeki alternatif hipotezlere göre tartışılacaktır.



BÖLÜM II

KURAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Finansallaşma Kavramı Üzerine Literatürde Tartışmalar

2.1.a. Neoklasik Okul Çalışmalarında Finansallaşma Tanımı ve Argümanı

Literatürde finansallaşma konusu yeni olmamakla beraber, kavramsal tanımı ve kavramın kullanıldığı içerim (context) üzerinde tam bir anlaşma yoktur ve bu yönde akademik tartışmalar devam etmektedir (Mader, Mertens, and van der Zwan 2020). 1980'li yıllarda finansallaşma kavramını ilk ortaya atan veren yazar olarak Gerard De Bernis öne çıkmaktadır (De Bernis 1988, 59). 1988 yılındaki çalışmasında finansallaşma kavramını doğrudan tanımlamasa da modern anlamda kullanılan finansallaşma olgusu ilk defa bu çalışmada literatüre girmiştir. Finansallaşmanın kapsamı ve işlevi tartışmaları sürmektedir. Neoliberal kuramsal çerçeve finansallaşmayı finansal serbestleşme (liberalizasyon) olarak tanımlamaktadır. Williamson ve Mahar (1998, 2) finansal serbestleşmeyi altı maddede tanımlamışlardır:

- Kredi kontrollerinin kaldırılması
- Faiz oranlarının deregülasyonu
- Bankacılık ve finansal hizmetler sektörüne serbest giriş
- Banka ve finansal kurum özerkliği
- Özel sahipli bankalar
- Uluslararası sermaye hareketliliğinin serbestleşmesi

Neoliberal kuramsal çerçevenin kullandığı finansallaşma kavramı, neoliberal büyüme politikalarıyla doğrudan ilişkilidir. Neoliberal büyüme patikasının en temel özellikleri şunlardır (Casey 2011, 6):

- Piyasaların serbestleşmesi, malların, hizmetlerin ve sermayenin dolaşımı önündeki engellerin kaldırılması.
- Devletin ekonomik aktivitedeki işlevlerinin azaltılması
- Sermaye ve emek piyasalarının deregülasyonu

Dolayısıyla neoliberal büyüme patikasının temel özelliklerine göre finansallaşma sürecinde büyüme ve refahı artırmak için “kendi kendini düzenleyen piyasalar” hipotezinin en optimal şekilde gerçekleştirilmeli ve bu doğrultuda finansal piyasaların serbestleşmesiyle kaynakların etkin dağıtılması amaçlanmaktadır. Ayrıca, devletin ekonomik yönetimden çekilmesi yoluyla toplumun piyasaya uyumlu hale gelmesi sağlanmalıdır. Doğrudan finansallaşma tanımından söz edilemese de piyasaların etkinliği finansal piyasalarda da kaynakların en verimli şekilde kullanılmasına neden olacaktır. Bir başka deyişle gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere olan yatırımlar, piyasaların verimliliğine bağlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikimi yetersizliği, ticaret açığı ve yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle doğrudan yabancı yatırım ve finansal yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Washington Konsensüsü ile daha da popülerleşen neoliberal ekonomik politikaların amacı ticaret serbestisi, özelleştirme ve makro ekonomik stabilite gibi faktörleri kullanarak büyümeyi sağlamaktır. Sağlanması istenen önkoşullar ise finansallaşmayı hızlandırmıştır. Kısaca, sermayenin dolaşımının serbestleşmesi, piyasalar önündeki bariyerlerin kaldırılması, devletlerin ve bireylerin piyasalara entegre olması, liberal serbestleşme sürecinin finansallaşma ayağını oluşturmaktadır.

Neoliberal kuramsal çerçeve, yapısalcı kuramsal çerçevenin aksine finansallaşma sürecindeki bağımlılık ilişkisine odaklanmamaktadır. Kaynakların verimli kullanılması sonucunda meydana gelen ekonomik gelişmenin gelişmekte olan ülkelerin de refahını artıracacağı iddia edilmektedir. Piyasaların etkinliği hipotezi, bilginin tam işlenmesi varsayımına dayanır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan yeni bilgi, tüm aktörler tarafından eş zamanlı şekilde öğrenilir ve aynı şekilde yorumlanır (Malkiel 2003, 59). Dolayısıyla piyasada ve özelde finansal piyasalarda oluşacak gelişmeler, tüm aktörler tarafından tam bilgi varsayımı altında ve kar maksimizasyonu güdüsüyle karşılanır (Ball 2009, 9–10). Bu durum finansallaşma sürecinde tüm sorumluluğu aktörlere yüklemektedir. Bu nedenle, finansallaşma kavramına neoliberal perspektiften bakıldığında aktörler finansallaşma süreçlerinden sorumludurlar.

2.1.b. Neo-Keynesyen Okul Çalışmalarında Finansallaşma Tanımı ve Argümanı

Neoliberal kuramsal çerçeve, finansallaşmanın bir fırsat ve ekonomik büyüme için olumlu etki yaratacağı iddia ederken literatür bu duruma eleştiriler getirilmiştir. Özellikle neo-keynesyen kuramsal çerçeve tarafından etkin piyasalar hipotezinin finansal krizleri ve piyasa başarısızlıklarını açıklamada yetersiz kaldığı öne sürülmüştür (Lavoie 2012). Sadece piyasanın etkinliğine değil, finansallaşma sürecindeki aktörlerin rasyonel davranırken ortaya çıkan irrasyonel sonuçlara da odaklanması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Thomas Palley finansallaşmayı, finansal piyasaların, kurumların ve ekonomik elitlerin politika ve ekonomi üzerinde etki kazandığı bir süreç olarak tanımlamaktadır (Palley 2007, 2). Hyman Minsky, yapısalcılara benzer şekilde, finansal istikrarsızlığın kapitalizme içkin olduğunu ve kapitalist sistemde her zaman olacağını, ancak finansal istikrarsızlıklar arasında fark olduğunu ortaya koymuştur. Bu farkın finansal sistemin karakteristiğinden

kaynaklandığını belirtmiştir (Minsky 1982, 36). Burada sistemin karakteristiğini belirleyen şey olarak da kurumsal yapıdan bahsetmiştir.

Finansallaşmanın hızlandığı dönem öncesi 1980'e kadar olan kapitalizmi yönetimsel kapitalizm (managerial capitalism) olarak adlandırmaktadır. Bu kapitalizm türünde finansal yapı, düşük borçluluk nedeniyle spekülative ataklara karşı korunaklıydı. Şirketler büyümeleri için kaynakları, borçlanmak yerine kendi öz sermayelerinden yaratmaktaydı. Dolayısıyla finans piyasalarının daha stabil veya uluslararası finans akımlarına kapalı olması nedeniyle krizlerle daha az karşılaşılıyordu. Tüm bunlar gelişmiş ülkelerde gelir dağılımının daha normale yaklaşmasına yol açmıştı (Zalewski and Whalen 2010, 761). 1980'li yıllarda başlayan deregülasyon politikalarıyla birlikte ortaya çıkan finansallaşma, yönetimsel kapitalizmden para odaklı kapitalizme (managed-money capitalism) doğru bir dönüşüm yaratmıştır.

Neo-keynesyenlere göre finansallaşmanın boyutlarında belirleyici olan unsurların en önemlisi, kurumlardır. Neoliberal büyüme teorisindeki "herkese uyan tek çözüm" yaklaşımını eleştiren neo-keynesyenler, ekonomik gelişim sürecinde ülkelerin farklı politikalara odaklanmaları gerektiğini ortaya koymuşlardır. Neo-keynesyen kurumsal literatür devlet müdahalesinin faydasından çok kurumsal yapının piyasadaki aktörlere nasıl teşvik mekanizmaları sağladığı ile ilgilenmektedir. Özellikle düzenleyici kurumların (regulatory committees) finansallaşma sürecinde krizlerin boyutunu belirleyici bir unsur olduğunu öne sürmüşlerdir. Devletin politika yapım süreçlerine düzenleyici kurumlar aracılığıyla katılmasının öngörülebilirliği artıracak ve finansallaşmanın yarattığı riskleri azaltacağını ileri sürmüşlerdir. Stiglitz'e göre finansal piyasalardaki regülasyonlar dört amaca hizmet etmektedir: Güvenliği ve finansal sağlamlığı korumak, rekabeti teşvik etmek, tüketicileri korumak ve dezavantajlı grupların sermayeye erişimini sağlamak (Stiglitz 2005, 27). Kısaca,

neo-keynesyen literatür devletlerin ekonomideki müdahaleciliğinin boyutlarından ziyade bu müdahaleleri hangi kurumlar aracılığıyla yaptığını incelemektedir. Bir başka deyişle finansallaşmanın boyutları kurulan kurumsal yapı ile ilgilidir. Kurumsal yapının ana unsurları da düzenleyici ve denetleyici kurumlardır.

Neo-keynesyen çalışmalarda kurumsal yapının finansallaşmayı nasıl şekillendirdiği yanında finansallaşmanın etkilerine de bakılmıştır (örneğin hane halının borçluluğunu arttırması). Lavoie (2012, 215), finansallaşmanın etkilerini ekonomik aktörlerin davranışlarında, hükümetlerin ve merkez bankalarının politikalarında, sermaye birikiminde ve gelir dağılımında görebildiğimiz gibi şirketlerin ve hanehalkların davranışlarında da görebileceğimizi iddia etmektedir. Bu çalışmaya göre yeni kurulan finansal rejimin taşıyıcısı, hanehalkı talebi odaklıdır. Hanehalkları görece düşük ücretler gibi nedenlerden ötürü borçlanmak zorunda kalırlar ve bankalar bu borçluluğu finanse ederler. Bankaların kredi genişlemesini arttırmak için yarattığı yeni araçlardan biri de varlığa dayalı menkul kıymetleştirmedir (securitization). Bu sayede, likit olmayan varlıklar üzerinden bankalar borç verme imkanlarını arttırmışlardır, şirketler borç almalarını genişletmişlerdir. Lavoie çalışmasına özellikle 1980 sonrası politikalarla ortaya çıkan piyasanın yarattığı kuralsız finansallaşmayı menkul kıymetleştirme kavramını üzerinden eleştirmektedir (Lavoie, 232). Bunun yanında finansallaşma, gelir dağılımını da olumsuz etkilemektedir. Zalewski ve Whalen 2010 yılındaki çalışmasında, ülkelerin tercih ettiği finansallaşma hızlarına göre gelir dağılımındaki bozulmaları incelediler. Finansallaşmanın daha hızlı yaşandığı ülkelerde gelir dağılımındaki bozulmanın daha yüksek olduğu sonucunda ulaşmışlardır (Zalewski and Whalen 2010, 765).

Özetle, neo-keynesyen perspektif, finansallaşmanın yarattığı kurumsal dönüşümleri ve negatif etkilerini azaltmayı amaçlamaktadır. Bundan dolayı yaratılan

kurumların öneminde dikkat çekmektedirler. Finansallaşmanın genel-geçer bir olgu olmadığını, ülkelerin kurumsal yapılarına göre finansallaşmanın boyutlarının da değişeceğini ortaya koymaktadırlar.

2.1.c. Eleştirel Çalışmalarda Finansallaşma Tanımı ve Sorunsalı

Finansallaşma kavramı konusunda literatürde en çok kabul edilen tanımlama, 2005 yılında Epstein tarafından yapılmıştır. Epstein'in (2005, 3) çalışmasında finansallaşma, "finansal güdü, finansal piyasa ve finansal aktörlerin yerel ve uluslararası ekonomideki artan rolü" olarak tanımlanmıştır. Yine 2005 yılında Krippner finansallaşmayı "karların üretim ve ticaret üzerinden değil finansal kanallar aracılığıyla ortaya çıktığı bir birikim modeli" olarak tanımlamıştır (Krippner 2005, 174). Benzer şekilde Ben Fine (2020, 28), kar etme sürecinde finansallaşma kavramının yükselmesinin sebebini ekonominin üretim tarafında düşen kar oranlarına bağlamaktadır. Fine göre, düşen karlılıkla birlikte özellikle gelişmiş ekonomiler 1990'lı yıllardan itibaren karlılıklarını üretimi ağırlıklandırarak değil finansı ağırlıklandırarak artırmaktadır. Bu da finansallaşma kavramının 1990'lı yıllarda yükselen bir olgu olarak karşımıza çıkmasına neden olmuştur.

Finansallaşma kavramının ilk ortaya çıktığı 1980'li yıllarla, genel kabul gören tanımlamanın yapıldığı 2000'li yıllar arasında kavramsal benzerlik ve farklılıklar gözlemlenmektedir. Kavram ortaya çıktığından beri ekonomik aktivitenin iki taraflı bir süreç olduğu, bir tarafının üretim diğer tarafının finans olduğunun literatürde altı çizilmektedir. Kapitalizmde finansallaşma, ekonomik çıktuların üretimden çok finansal alana kaymasına neden olmaktadır (Sawyer 2013, 14). Bununla birlikte finansallaşma kavramı ortaya çıktığı ilk zamanlarda daha çok gelişmiş ülkeleri açıklamak için kullanılmaktaydı. Gelişmekte olan ülkelerin finansallaşmasındaki hızlanma özellikle

2000'lerden sonra finansal piyasalara entegrasyonla birlikte gözlemlenen bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Stockhammer ve Kohler çalışmasında finansallaşma olgusunun ülkelerdeki yerel kapitalizm türleriyle ilgisi olduğunu iddia etmektedir (Stockhammer ve Kohler 2020, 149). Çalışmaya göre talep odaklı büyümeye dayanan ekonomilerde, ihracat odaklı büyümeye nazaran, finansallaşma daha erken dönemlerde ve daha hızlı bir şekilde ortaya çıkmıştır. Buna karşı ihracat odaklı ekonomilerde finansallaşmanın boyutları daha sınırlandırılmıştır. Benzer şekilde Boyer özellikle 1990'larla birlikte finans odaklı büyümenin sadece gelişmiş ülkelere gerçekleştiği bir büyüme modeli ortaya koyuyor (Boyer 2010, 142). Buna karşılık son dönem tanımlamalarına bakıldığında finansallaşma sadece gelişmiş ülkelere değil, gelişmekte olan ülkelere dair bir kavram olarak da kullanılmaktadır (Karwowski 2020, 3). Globalleşme ve finansallaşmanın birbirinden ayıramayacak olgular olduğuna değinen Zwan, bu iki kavramı bir paranın iki yüzü olarak tanımlamaktadır (van der Zwan 2014, 104).

Bu çalışmaların perspektifinden bakıldığında yapısalcı çerçevede yaşanan finansallaşma dalgasını, sadece finansal araçların ekonomideki etkinliği olarak değil kapitalizmin yeni bir türü olarak yorumlamaktadır. Neoliberalizm, globalleşme ve finansallaşma birbirinden ayıramaz kavramlardır ve 1980 sonrası yaşanan bu dönem kapitalizmin yeni bir evresidir (Foster 2007). Finansal kapitalizm olarak adlandırılan yeni kapitalizm türü, merkez ülkeler ile çevre ülkeler arasındaki üretim ilişkisini korumak için ortaya çıkmıştır. Dominant pozisyonda olan merkez ülkeler, finansal kapitalizmin yardımıyla gelişmekte olan ülkelerdeki hammadde ve ucuz işgücünü kendi ülkelerine transfer etmektedirler. Merkez ülkeler bunu yaparken para birimlerinin gücünden faydalanırlar (Bonizzi, Kaltenbrunner, and Powell 2020, 178). Merkez ülkeler güçlü para birimi sayesinde çevre ülkelerdeki kaynaklara ucuz erişim

sağlarken ucuz iş gücü gibi sebeplerle global üretimin bir kısmını da bu ülkelere kaydırırlar. Bunun sonucunda artı değer realizasyonu için çevre ülkelere de ihracat odaklı büyüme patikasına mecbur bırakılırlar. Çevre ülkelerde üretilen mallar finansal kapitalizm yoluyla merkez ülkelere transfer edilir.

Neoliberal teoriye gelen bir diğer başka eleştiri de globalleşme ve “herkese uyan tek çözüm” yaklaşımınadır. Neo-Gramsciyeen perspektiften gelen bu eleştiri, finansallaşma ve globalleşme süreçlerinin neoliberal dönüşüm için rıza üretme amacıyla dayatılan kavramlar olduğunu altını çizer. Finansallaşmayla birlikte kapitalizmin form değiştirmesine, güven, kredibilite gibi kavramların eşlik etmesinin dış aktörler tarafından uygulanan bir zorlayıcı güç olduğunu iddia eder. Neoliberal kuramsal çerçevenin önerdiği finansallaşma, globalleşme benzeri politikalar, her ülkenin ekonomik kalkınmasını sağlamaktan ziyade egemen sınıf içerisindeki kazanımları koruma amaçlıdır. Bu kazanımları korurken hem rıza üretmek hem de güç kullanma açısından egemen sınıf, yerel aktörleri de kullanmaktadır. Sevgi Şahin çalışmasında, Türkiye'nin 1980'lerden 2010'lara kadar küresel piyasalara entegrasyonu sürecinde yerel sermaye sınıfının rıza üretmek kapsamında merkez bankası bağımsızlığı ve fiyat istikrarı kavramları özelinde nasıl rol aldığını incelemektedir. Bir başka deyişle çalışma, çıkarları yapıya bağlı olan sosyal güçler açısından merkez bankası bağımsızlığının nasıl ve hangi argümanlarla desteklendiğini incelemektedir. Böylece, yapı ile aktör arasındaki karşılıklı iletişimin nasıl ilerlediğini göstermektedir (Şahin 2012, 107–12). Neo-Gramsciyeen perspektif, uygulanan politikaları sosyal güçlerin güç ilişkilerindeki değişiklikler (örneğin, rızanın yeniden üretilmesi) ve sermaye sahiplerinin çıkarları için uluslararası piyasalara entegrasyon açısından değerlendirmektedir.

Özetle, neoliberal, neo-keynesyen ve eleştirel kuramların tartışmaları finansallaşma üzerine üç noktaya odaklanmaktadır:

- Finansallaşmanın tanımı, kapsamı ve sınırlarının neler olduğu,
- Finansallaşma sürecinde gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki ilişkinin nasıl şekillendiği,
- Finansallaşma sürecinde araç olarak kullanılan kurumsal yapıların finansallaşmayı nasıl şekillendirdiği veya nasıl şekillendirmesi gerektiği.

Epstein'in ve Krippner'in 2005 yılında yaptığı tanımlamalar literatürde en çok kabul gören tanımlamalar olmasına karşı, yapısalcılar finansallaşmanın kapitalizmin yeni bir aşaması olduğunu iddia etmektedir. Bu yüzden finansallaşma yerine finansal kapitalizm tanımını kullanmaktadır. Bununla birlikte finansallaşma sürecinde gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında neoliberal kuram piyasaların en verimli sonucu vereceğini iddia ederken, yapısalcı kuramsal çerçeve, gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasında merkez-çevre ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Yapısalcı yaklaşım, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından finansallaşmanın borç yükleri oluşturarak eşitsiz bir gelişme yarattığına dikkat çekmektedir. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkeler üzerinde bağımlılık ve tahakküm ilişkisi kurduğuna dikkat çekmektedir. Son olarak, finansallaşma sürecindeki kurumsal yapıların şekillenmesi ile ilgili neoliberal kuram devlet müdahalelerinin dışlama etkisi oluşturacağını iddia eder. Buna karşı neo-keynesyen okul, asimetrik bilgi ve piyasa başarısızlıkları gibi problemlerden ötürü piyasaların etkin olmadığını, düzenleyici kurumlar ile oluşan piyasa başarısızlıklarını ve finansallaşmanın yaratacağı sorunları minimize etmeyi amaçlar. Finansallaşmanın boyutlarının ülkeler arasındaki değişimlerini ülkelerin kurumsal yapısına bağlar.

Bu tartışmaya Malcolm Sawyer (2013, 7) önemli iki ayrımla katkı sundu. 2013 yılındaki makalesinde finansallaşmanın şu iki soru göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi gerektiğini ortaya attı: “(i) Belirli bir dönemde ya da mekandaki finansallaşmanın unsurlarının özellikleri nelerdir? (ii) Ekonomik ve sosyal açıdan birbiriyle farklılık gösteren bu finansallaşma dönemlerini ayırmak, analitik açıdan bir fayda sağlar mı?” Sawyer’e göre 1980 sonrası finansallaşma, kapitalizmin farklı bir formu olarak ortaya çıktı. Ayrıca tartışmaya en önemli katkısı, finansallaşmanın statik bir kavram olmadığı, zamana ve bağlama göre farklılık gösterdiğini ortaya koyması oldu.

2.1.d. Tezde Kullanılan Finansallaşma Tanımı ve Finansallaşma Sürecinde Farklı Dönemlerin Sorgulanması

Bu tezde yukarıda açıklanan literatürdeki tartışmalar kapsamında, Epstein’in (2005, 3) çalışmasında finansallaşmanın kavramsal tanımında “finansal güdü, finansal piyasa ve finansal aktörlerin yerel ve uluslararası ekonomideki artan rolü” vurgulaması temel alınmıştır. Nitekim, özellikle 2000’lerden sonra yaşanan parasal genişleme ile finansallaşmanın arttığını söyleyebiliriz. Epstein’in çalışmasının yayınlandığı yıl olan 2005’te ABD’de Merkez Bankasının (Federal Reserve, FED) para tabanı 700 milyar dolar iken ardından yaşanan 2008 finans kriziyle birlikte parasal taban 4 trilyon dolara yükselmiştir.¹ Kısaca, tezimde Epstein’in tanımında öne çıkardığı finansal aktörlerin yerel ve uluslararası ekonomide artan rolü temelinde, Malcolm Sawyer’in sorguladığı finansallaşmanın belirli bir dönemdeki farklılaşması doğrultusunda finansallaşma dönemleri ve bu dönemlerde Türkiye örneğini inleyeceğim. Küresel ekonomide 2008’de yaşanan ekonomik kriz ve ardından gelen parasal genişlemeci politikaların

¹ <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>

Türkiye'nin finansallaşma sürecinde nasıl devamlılık ve değişimler yarattığı, hangi düzenleyici kurumların finansallaşma sürecinde politika yapıcı rol aldığı incelenecektir. Sawyer'ın sorguladığı “*Ekonomik ve sosyal açıdan birbiriyle farklılık gösteren bu finansallaşma dönemlerini ayırmak, analitik açıdan bir fayda sağlar mı?*” soru Türkiye'nin finansallaşma sürecindeki devamlılık ve değişimleri incelemem için önemlidir. Bu nedenle bu tezde 2001-2008 ve 2008-2019 olarak iki farklı dönem ele alacağım.

Bir sonraki bölüm (2.2) uluslararası politik ekonomi literatüründe tezimde ele aldığım dönemleri ve öncesindeki farklılıklar ve devamlılıkları ortaya koyabilmek için kalkınmakta olan ülkeler açısından belirli dönemlerde ağırlık kazanan kuramlar ve politikalar açısından tanımlayacaktır. Üçüncü kısım (2.3) ise devlet-piyasa ilişkisinin, finansallaşma sürecinde yerel düzeyde yani Türkiye örneğinde nasıl olduğunu anlayabilmek için, farklı dönemlerde Türkiye'deki devlet-özel sektör ilişkisindeki devam ve değişimleri yapılan çalışmalardan özetleyecektir. İkinci ve üçüncü kısımları tamamlayan dördüncü kısımda bu tezde incelediğim dönemler öncesi Türkiye'deki finansallaşma süreci ve krizleri, ilgili çalışmalardaki nedenleri tanımlanacaktır.

2.2. Uluslararası Politik Ekonomide Finansallaşma Süreci

2.2.a. Kalkınmakta Olan Ülkelerde Devletin Müdahaleciliği ve Finansallaşma Süreci

Devlet müdahaleciliğini belirli şartlarda savunan müdahaleci liberalizm ve kalkınmacı devlet kuramlarının tarihçesinin önemi, kalkınmakta olan ülkelere devletlerin müdahalecilik seviyelerine göre bu ülkelerin finansallaşma süreçlerine entegrasyonunu takip edebilmemizi sağlamasıdır. Buna göre devlet müdahalesini içeren birinci yaklaşımda John Maynard Keynes'in 1929 Büyük Buhranla birlikte ortaya attığı fikirler, müdahaleci liberalizm olarak adlandırılmaktadır. Keynes'e göre

piyasa hem başarılarıyla hem de başarısızlıklarıyla vardır. Kriz zamanlarında piyasalar ve piyasa oyuncuları en iyi reaksiyonu gösteremeyebilirler. Bu nedenle arz ya da talep şokları yaşandığında devletin piyasaya müdahalesi, daha yıkıcı sonuçları ortadan kaldıracaktır. 1929 Büyük Buhran'dan sonra yaşanan devletin müdahaleci politikaları müdahaleci liberalizme en temel örneği teşkil etmektedir (Dillman ve Balaam 2018).

Devletin ekonomiye müdahalesi konusunda bir diğer yaklaşım, kalkınmacı yaklaşım olarak adlandırılan ve spesifik sektörler odaklanılması gerektiğini savunan yaklaşımdır. Ha-Joon Chang'ın öncülüğünü yaptığı bu yaklaşım, aşağıda açıklanan parasalcı ekolü eleştirmiştir. Chang'a göre kalkınmış devletler tarihsel süreçte belirli sektörlerde göreceli olarak korumacı politikalar izleyerek uluslararası rekabete karşı yerel firmaları korumuşlardır. Dolayısıyla günümüzde kalkınmakta olan ülkelere sunulan önerilerin yanlış yoldan ibaret olduğunu iddia etmektedir. Chang'a göre devletlerin kalkınmada oynayacakları rol, stratejik sektörleri belirleyip bu sektörlerdeki firmalar uluslararası rekabete girene kadar, korumacı politikalar uygulamaktır (Chang 2008). Bebek endüstri (Infant Industry) argümanı olarak da bilinen kalkınmacı ekole göre öncü sektörler sayesinde katma değer yaratılır ve devletlerin kalkınması sağlanır.

Bu bağlamda, Türkiye'nin serbest piyasa ekonomisine geçiş süreciyle beraber küresel ekonomideki finansallaşma sürecine entegrasyonunda devletin müdahaleciliğinin devam etmesi açıklanabilir. Özellikle 1980'lerde başlayan Türkiye'nin ekonomik liberalizme geçiş süreci, kurumsal yapının güçlendirilmesine bağlı bir finansallaşmadan kaçınarak devlet müdahaleciliğinin şeklini değiştirdi ve en önemlisi serbestleşme (liberalizasyon) sürecinde devletin rolünü azaltmadı (Öniş 2004). Serbestleşme sürecinden önce devlet müdahaleleri, rekabeti doğrudan etkilerken, yaşanan süreçlerden sonra dolaylı olarak etkilemeye devam etti. Bu

müdahaleler kimi zaman özelleştirmeler yoluyla, kimi zaman ihaleler yoluyla, kimi zaman da faiz ve kur politikalarıyla sürdürüldü. Kısaca, Türkiye dahil kalkınmakta olan ülkelerde devletin müdahaleciliği, kitlesel finansallaşmanın² hızlanması öncesinde 90'lı yılların ortasında ardı ardına gözlemlenen ekonomik krizlerin temel nedeni olarak gösterildi. Bir başka deyişle, kalkınmakta olan ülkelerin ekonomik krizleri, bu ülkelerin finansallaşma sürecine eklenmesiyle ilişkili yapısal etkenler göz ardı edilerek, yukarıda (2.2.a) açıklanan neo-keynesyen argümanlara benzer devlet düzeyinde gerekli kurumsal altyapının sağlanmaması ile açıklandı.

2.2.b. Kalkınmakta Olan Ülkelerde Parasalcı Ekol, Neo-Keynesyen Ekol ve Finansallaşma Süreci

1990'lı yıllarda kalkınmakta olan ülkelerde gözlemlenen ekonomik krizler ve IMF politikalarının başarısızlığı, devletin ekonomideki müdahaleciliği temelinde uluslararası politik ekonomi çalışmalarında tartışıldı (Stiglitz 2002, 19–20). 1990'ların finansal krizlerini anlamlandırmak, arkasında yatan nedenleri anlamak ve krizleri azaltarak en verimli büyümeyi sağlamak için politik ekonomi literatüründeki farklı ekoller farklı yanıtlar getirdiler.

Ekonomik büyüme için Milton Friedman'ın öncülüğünü yaptığı parasalcı ekol, ekonomide devletin müdahalesinin sadece para arzı tarafında olması gerektiğini ve bunun da kurala bağlı olması gerektiğini savunmuştur (Friedman 1971, 336). Ekonomik büyümenin ancak serbest piyasa yapısı içinde gerçekleşeceğine inanan bu

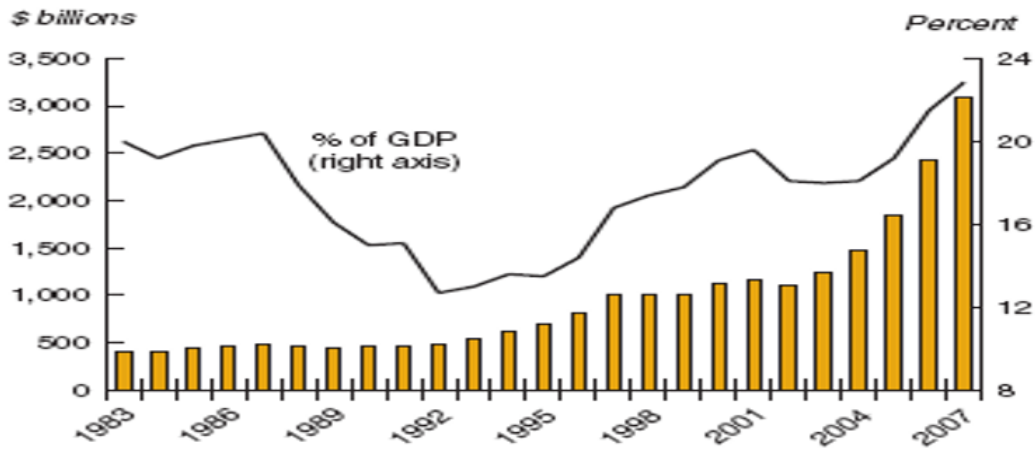
² Mass-based financialization, kitlesel finansallaşma kavramı, hanhalklarının özellikle ev kredileri yoluyla finansal piyasalara entegre olmasına denir. Bkz. Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., & Weissenbacher, R. (2010). Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition & Change*, 14(3–4), 225–247. <https://doi.org/10.1179/102452910x12837703615337>

ekol, devletin para arzına suni şekilde müdahale etmemesini savunmaktadır. Parasal müdahaleler ancak öngörülebilir olduğunda ekonomiye belirli bir süre etki edebilir. Bu ekole göre para arzının artışı, ekonomideki reel büyümeye eşit olmalıdır. Bu bağlamda parasal ekolün tezleri, finansallaşma sürecinde devletlerin öncül bir rol oynamaması, finansallaşmanın piyasa mekanizmasıyla gerçekleşmesi ve parasal genişlemenin kurallarının belirli olması gerektiğini savunmuştur.

Bir diğer ekol neo-keynesyen iktisatçılar, piyasa dengesizliklerinin ortaya çıkmasını açıklamak için asimetrik enformasyon ve ahlaki seçim mekanizmasını öne sürdüler. Teoriyi ortaya atan Akerlof'a göre piyasalar her zaman optimum çözümü sunmuyordu çünkü piyasada oyuncular arasında bilgi asimetrisi vardır (Akerlof 1970). Bu bilgi asimetrisi sonucunda gerçekleşen işlemlerde (transaction) ters seçim (reserve selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) ortaya çıkmaktaydı (Mishkin 1996, 2-3). Akerlof, ters seçim ile liberallerin öne sürdüğü gibi piyasadaki fiyat mekanizmaları sonucunda en optimum ürünün satılacağı varsayımına karşı çıkmaktaydı. Bu tezin finansallaşma sürecini anlamamızdaki önemi, finans piyasalarında yaşanan krizlerin bilgi asimetrisi sonucunda ortaya çıktığını ve piyasa başarısızlıklarının sonucunu göstermesidir.

Bu çerçevede Türkiye örneğinde 1990'larda gözlemlenen finansal krizler, 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde devletin müdahaleciliğindeki devamlılığa paralel devam eden finansallaşma sürecini anlamak ve yapısal düzeyde küresel ekonomide devam eden finansallaşma süreci ve özellikle parasal genişlemeyle ilişkilendirmek için önemlidir. Nitekim tablo 2.1'de 1990'lardan itibaren kalkınmakta olan ülkelerde sermaye serbestleşmesiyle beraber uluslararası

bankaların gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarındaki rolünün artması arasındaki korelasyonu görebiliyoruz.³



Tablo 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerden Uluslararası Bankaların Alacakları, Kaynak: Bank for International Settlements; World Bank

Bir başka deyişle 1990'lı yıllarda çoğunlukla serbest piyasa ekonomisine geçiş yapan gelişmekte olan ülkelere gözlemlenen krizlerde ve özellikle 1997 Asya Finans kriziyle çarpıcı bir biçimde ortaya çıktığı üzere bu ülkelerin küresel ekonomide finansallaşmaya entegrasyonu/eklenmesi hız kazanmıştır. Dolayısıyla, bu tarihsel süreci anlamak, Sawyer'ın (2013) vurguladığı belirli bir dönemde finansallaşmanın unsurlarının özelliklerinin anlaşılması için önemlidir. Bu nedenle, 3.bölümde ele alınacağı üzere, Türkiye'nin 1990'lı yıllardaki krizlerini tanımlamak, ülkenin yapısal düzeyde finansallaşma sürecine eklenmesi sürecinde bir başka dönem olan 2008 krizi sonrası finansallaşmayı incelemek için de önemlidir.

2.2.c. Bretton Woods Düzeninde Değişim ve Yapısal Düzeyde Finansallaşma Süreci

Finansallaşmanın tarihsel sürecinde küresel ekonominin finansal yapısında süreklilik arz eden krizler ve sonrası global finans düzeninde gözlemlenen politika değişimleri, kalkınmakta olan ülkeler için önemlidir. Çünkü, bu politika değişimleri,

³ WorldBank, Bank for International Settlements, 2010

finansallaşma sürecinde belli bir dönemde gözlemlenen (örneğin 2008 krizi sonrası) küresel düzeyde parasal genişlemeyle ilişkilendirilebilir. Küresel finans düzeni, para ve finans alanında kurallar, normlar ve prosedürler olarak tanımlanmaktadır.

Global finans düzenindeki değişimler, literatürde üç ana dönemde saptanmıştır. Birinci dönem, 1929 Büyük Buhran'dan sonra başlayan devletin müdahaleci yapısı, 1944-1971 arası hüküm süren Bretton Woods sisteminde devam etmiştir. Ardından gelen ekonomik liberalleşmeci politikalar, 1980'lerden itibaren Washington Konsensüs olarak bilinen ikinci dönemde yaygınlaşmıştır. Son olarak 2008 Finansal Krizi ile birlikte global finans düzeninde piyasa mekanizmalarının başarısızlığına karşı Post-Washington Konsensüsü olarak da adlandırılan düzenleyici tedbirlerin (regulatory committees- düzenleyici kurumlar) önem kazandığı üçüncü dönemdir (Öniş ve Şenses 2005).

Bütün bu politika değişimlerinde finansal yapının (küresel finans düzeninin) odak noktası değişmektedir. Birinci dönem Bretton Woods düzeninde merkez OECD ülkelerinin yapısı olarak alınırken ikinci dönem Washington Konsensüsü'nde odak noktası genişleyerek küresel ölçeğe gelmiştir.⁴ Global finans düzenindeki değişimler, büyük çoğunlukla gelişmiş ülkelerdeki karar alıcıların tercihlerine göre şekillenmektedir. Ancak bu kararlar dünyadaki her ekonomiyi etkilemektedir. Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund, IMF) ve Dünya Bankası (World Bank, WB) gibi kurumlar aracılığıyla şekillendirilen bu politikaların sonuçları özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından olumlu ya da olumsuz şekilde

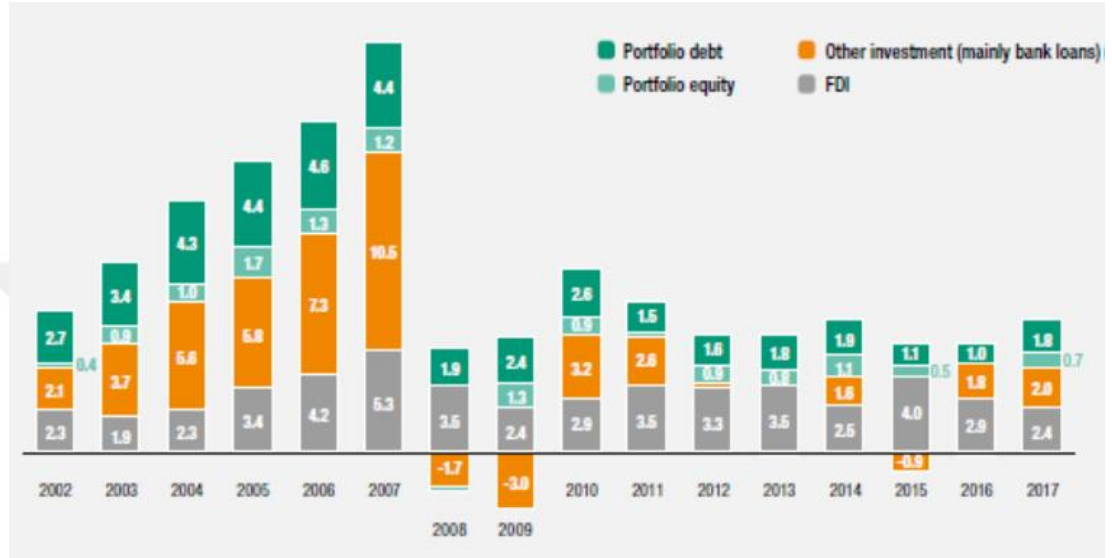
⁴ Uluslararası para sisteminde ABD doları öncülüğünde sabit kur rejiminin sürdürülmesi sürecindeki kurallar bütününe verilen addır. Sistemin devamlılığı için IMF (International Monetary Foundation) ve IBRD (International Bank for Reconstruction and Development) gibi kurumların da kurulmasına neden olmuştur. 1944-1971 arası uygulanmıştır. Daha fazlası için bkz. O'Brien, R., & Williams, M. (2013). *Global Political Economy: Evolution and Dynamics*. Ss.149-151. In *Macmillan* (Fourth edi).

hissedilmektedir. Özellikle 1980'lerde başlayan ve 1990'larda hızlanan liberalleşme eğilimi ve buna eşlik eden finansal piyasalardaki genişleme, birçok gelişmekte olan ülke açısından sorunlar ortaya çıkartmıştır (Bedirhanoğlu 2019, 376).

Bretton Woods düzeninde değişim ve takip eden finansallaşma sürecinde dünya ekonomisinin net toplamda büyüdüğü, ancak bu büyümenin eşitsiz bir şekilde ortaya çıktığı gözlemlenmektedir (UNCTAD 2019). Bununla birlikte küresel finans düzeninde parasalcı ekolün öngörülere doğrultusunda yapılan regülasyonların getirdiği sonuçlara gerek bilgi yetersizliği gerek yanlış politikalar yüzünden hazır olmayan ülkeler, 90'lı yıllarda üçüncü nesil finansal krizlerle karşı karşıya kalmışlardır (Eichengreen 2003).⁵ Aşağıda Türkiye örneğinde açıkladığım bu krizler, küresel finans düzeninde değişimlere paralel kalkınmakta olan ülkelerin finansallaşma sürecine eklenmesi açısından dönüm noktasıdır olarak gözlemleyebiliriz. Susan Strange'e göre bu sermaye hareketlerine karşı çıkmak birçok açıdan olanaksızdır. Ülkeler hem uluslararası ticaret anlamında hem de doğrudan yatırım ve finans anlamında sermaye hareketlerine karşı çıkarsa ağır yaptırımlarla karşı karşıya kalmaktadırlar. Dolayısıyla ülkelerin ticaret, yatırım ve finans alanlarında liberalleştirici politikaları benimsemek zorunda kaldıkları vurgulanmaktadır (Leander 2018). Bir başka deyişle, finansallaşmanın küresel ekonominin yapısal bir dayatması olduğu, kalkınmakta olan ülkelerin üretim yetersizlikleri nedeniyle sermaye girişine ihtiyaç duymaları ile etken değil edilgen aktör (agency az olması) oldukları söylenebilir. Bu tezin odağı bu yapısal zorunluluğa rağmen yerel kapitalizmde Türkiye örneğinde devam ve değişiklikleri anlamaktır.

⁵ Birinci nesil finansal krizler, bütçe açıklarının artmasının sonucunda kamunun finanse edememesinden kaynaklanmaktadır. İkinci nesil finansal krizler, sabit kur rejimi altında para birimine yapılan spekülasyon ataklarının sonucunda ortaya çıkan krizlerdir. Üçüncü nesil finansal krizler ise bankacılık sektöründe başlayan ahlaki tehlike (moral hazard) sonucu finansal balonların oluşması ve bunun sonucunda ortaya çıkan krizlere verilen addır.

Türkiye’de 1980’ler boyunca imalat sanayiinin verimlilik artışı, 1990’lı yıllarda yavaşlayınca, finansal piyasaların sağladığı göreceli yüksek karlılık oranları, piyasa aktörleri için daha da cazip hale geldi (Cizre-Sakallıoğlu and Yeldan 2000). Bunun sonucunda özellikle dünyada 2001’deki dot.com krizi ve ardından yaşanan 2008’deki küresel finans krizi, dünyada ve Türkiye’nin finansallaşma sürecinde

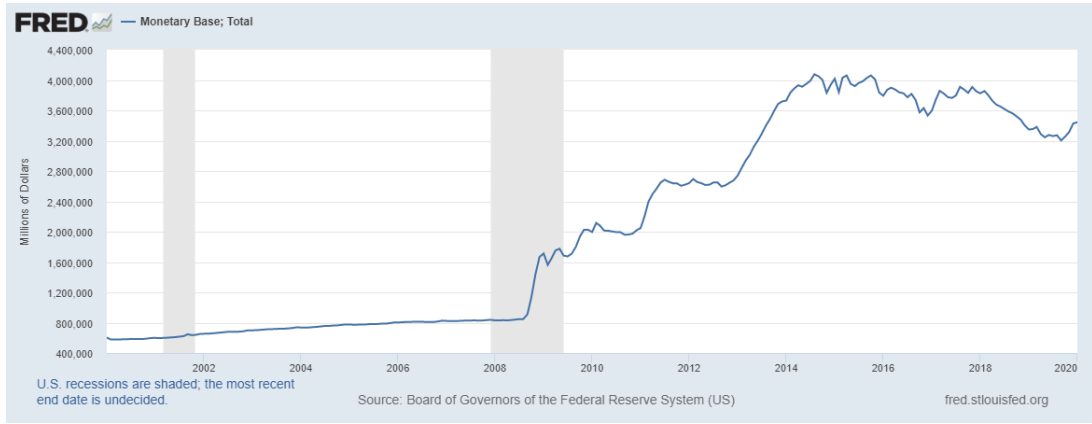


Tablo 2.2. Küresel Sermaye Akımları (%GSYH’ye oranı), Kaynak: UNCTAD

önemli dönüm noktalarıdır. Tablo 2.2’de görüldüğü gibi 2007 krizi öncesi artan küresel sermaye akımları, 2008 finans krizi sonrası önemli bir daralma içine girmiştir.

Öte yandan 2008’de yaşanan finansal krizin ardından FED çeşitli kararlar açıklayarak kurtarma paketleri hazırlamıştır. Krizin Avrupa’ya sıçraması sonucunda Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank, ECB) da parasal genişleme politikaları açıklamıştır. Bu süreçte yaşanan krizin etkileri artan ekonomik daralma, gelir eşitsizliği, işsizlik gibi sorunlarla özellikle Yunanistan, Portekiz gibi ülkelerde hissedilmiştir. ABD’de başlayan finansal kriz küreselleşmiştir. Böylece, batamayacak kadar büyük firmaların kurtarılması için hazırlanan bu parasal genişleme (quantitative easing) programları sayesinde finansallaşmanın boyutları değişmiştir. Nitekim, tablo 2.3’te görüldüğü gibi yaşanan parasal genişlemeyle birlikte FED’in bütçesi, kriz başı

2008’de yaklaşık 800 milyar dolardan 2014 ve 2016 yıllarında 4 trilyon dolara yükselmiştir (Team 2015).⁶



Tablo 2.3. FED Parasal Taban, Kaynak: FED

Bu çerçevede finansallaşmanın artmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin krizlere karşı önlemleri de azalmıştır. Neoliberal finans ve bankacılık politikaları öncesi ülke içinde oluşan finansal krizlere karşı hükümetler yerel para biriminin değerini düşürerek pozitif ticari denge sağlamaya çalışırlardı. Bu sayede ihracatı arttırarak kriz sonrası dönemde normalleşme amaçlanırdı (Becker et al. 2010). Buna karşı finansallaşmanın artması ve krizlerin küreselleşmesiyle birlikte yerel politika yapıcılarının ellerindeki araç seti de kısıtlanmış oldu. Gelişmekte olan ülkelerde tasarruf oranlarının düşüklüğü, devletin ekonomik piyasadaki asıl aktör olması, optimal olmayan kaynak kullanımı gibi sebeplerden ötürü finansallaşma süreci mecburi olmaktadır. Küresel finasta “imkânsız üçlü”⁷ olarak bilinen sermaye hareketlerinin

⁶ Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Monetary Base; Total [BOGMBASE], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis;
<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>

⁷ İmkansız üçleme, sermaye hareketleri serbestken aynı anda istikrarlı döviz kuru ve etkin bir para politikasıyla enflasyon hedeflemesinin olamayacağını bize gösterir. İstikrarlı döviz kuru için ya etkin para politikasından ya da tam sermaye hareketliliğinden vazgeçmek gerekir. İsmi de buradan almaktadır. Daha fazlası için bkz. Kaltenbrunner, Annina, and Juan Pablo Painceira. 2017. “The Impossible Trinity: Inflation Targeting, Exchange Rate Management and Open Capital Accounts in Emerging Economies.” *Development and Change* 48 (3): 452–80. <https://doi.org/10.1111/dech.12304>.

serbest olduğu yapıda döviz kuru ve etkin para politikasında istikrar sağlamanın güçlüğü, özellikle 2008 sonrası yaşanan parasal genişleme döneminde gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarında dalgalanmaları anlamamıza yardımcıdır (Kaltenbrunner and Paineira 2017).

Örneğin, daha öncesinde başarılı görülüp yükselen piyasalar (emerging markets) olarak adlandırılan ülkelerden bazıları (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye), “imkânsız üçlü” argümanının öngördüğü gibi kırılgan beşli (fragile five) olarak adlandırıldı. Kırılgan Beşli ülkelerinde finansallaşma sürecinde 2008 krizi sonrası gözlemlenen parasal genişlemenin en belirgin etkisi, doların değeri baskılanırken yerel para birimlerinin suni olarak yükselmesi oldu. Bunun sonucunda



Tablo 2.4. Gelişmekte Olan Ülkelerin Birleşik Cari Fazlaları, Kaynak: WorldBank

gelişmekte olan ülkelerin ihracat pazarları daralıp ithalat imkanları artarken, ticaret dengelerinde bozulma arttı (Bkz. Tablo 2.4). Ayrıca, 2013'ten sonra FED'in parasal genişleme programını yavaşlatacağı haberleri bu piyasalardaki kırılganlığı arttırdı.

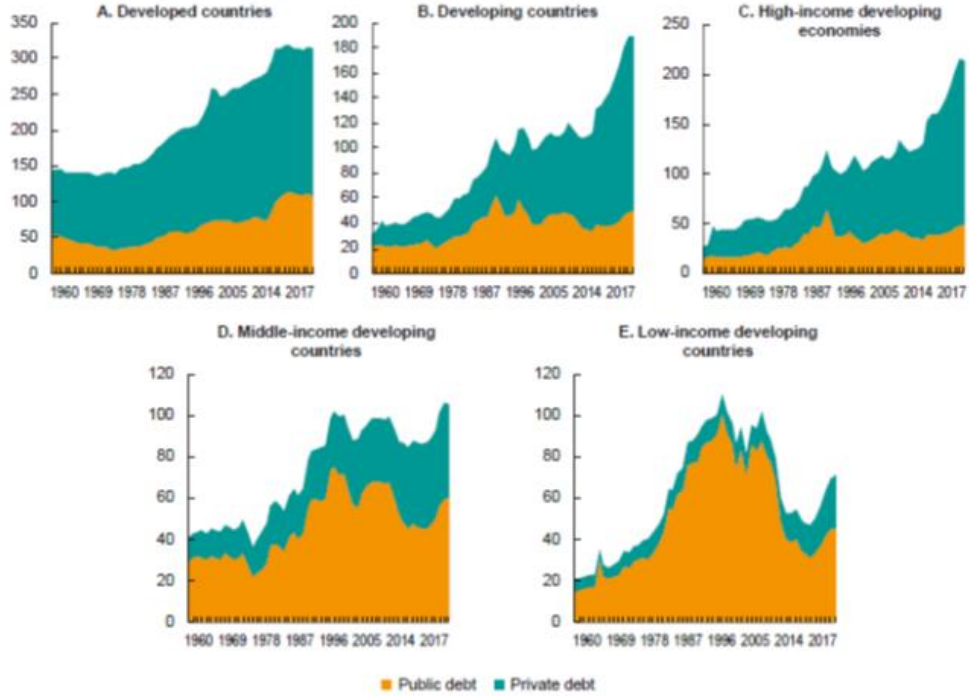
Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerin bazıları 2008 krizi sonrası parasal genişleme döneminde yabancı para cinsinden borçlanmıştır. Uzun vadeli kredilere dayanan bu yöntemde doların yerel para birimlerine karşı değer kazanmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin borçları da yükselmektedir. Fakat, bu durum küresel

ekonomide artan finansallaşma sürecinde hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerin borç oranlarındaki artışın parçasıdır. Nitekim, tablo 2.5'te de görüleceği üzere gelişmekte olan ülkeler, tarihte hiç görülmediği kadar borçlanma ile karşı karşıya kalmışlardır.

Kısaca, küresel finans düzeninde 2008 krizi sonrası gözlemlenen temel değişim, finansallaşma sürecinin parasal genişleme ile hızlanması ve daha sonra parasal genişlemenin özellikle ABD FED ve ECB'nin değişen politikaları ile yavaşlamasıdır (pandemi öncesi 2019 yılına kadar). Bu değişim, tezimin araştırma sorusu doğrultusunda Türkiye örneğinde finansallaşma süreci ve parasal genişlemeci politikalar arasındaki ilişkiyi açıklamam açısından önemlidir. Parasal genişlemenin 2019 yılına kadar olan süreçte yavaşlamasının temel sonuçları, bu genişlemenin finansallaşmayı nasıl şekillendirdiğini gözlemleyebilmem için önemlidir. Örneğin, kronik ticaret açığı nedeniyle sermaye akımlarına bağımlı gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon ve borç oranının artmıştır.⁸

⁸ Bu durumu Kaltenbrunner ve Paineira çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası para hiyerarşisinin alt sıralarında olmasına bağlıyor. (Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2018). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 23(3), 290–313. <https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1349089>) Bunun yanında bir diğer sebepten dolayı gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı stabil olmayan ekonomik dönemler sonucunda hanehalklarının parasının değerini korumak istemesidir.

Bu bağlamda, Türkiye'nin finansallaşma sürecini inceleyen Elif Karaçimen'e göre finansallaşmanın tarihsel yapıtaşlarından biri tüketici kredilerindeki artıştır. Çalışmaya göre esnek çalışma, part-time çalışma gibi iş güvenliğini azaltan



Tablo 2.5. Toplam Borç, Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkeler (GSYH'ye Oranla, 1960-2017), Kaynak: UNCTAD

yeniliklerle birlikte hane halkları borçlanmaya mecbur bırakılmaktadır (Karaçimen 2014). Dolayısıyla Karaçimen, yaşanan finansallaşma sürecinin birden çok alanda incelenmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Ayrıca, Karaçimen'in vurguladığı ve yukarıda tablo 2.5'te de gördüğümüz gibi gelişmekte olan ülkelerde borçluluğun kamu sektöründen özel sektöre ve hanehalklarına devredilmesi, tezimin araştırma sorusunda parasal genişlemenin finansallaşmayı nasıl şekillendirdiğini göstermesi açısından önemlidir.

2.3. Finansallaşma Sürecinde Yerel Kapitalizmde Devlet-Özel Sektör İlişkisi

Finansallaşma sürecinde parasal genişleme ile devletin müdahaleciliğinde devamlılık ve değişimi anlamak için yerel kapitalizm tarzları (local varieties of

capitalism) önemlidir. Finansallaşma sürecinde parasal ekole dayanan neoliberal politikaların öngörüsü, devlet müdahaleciliğinin azalması ve piyasa aktörlerinin serbest piyasa mekanizmalarına göre hareket etmesidir. Halbuki, bu tezin ana sorunsalını oluşturan Türkiye’de finansallaşma sürecinin parasal genişleme ile şekillenmesi ve kırılğanlığının artmasını anlamak için piyasanın kurumsal yapısı, yerel kapitalizmde devlet-özel sektör ilişkisi kapsamında düşünülebilir. Nitekim, tablo 2.5’te gördüğümüz gibi gelişmekte olan ülkelerde borçluluk, kamu sektöründen özel sektöre ve hanehalklarına geçmiştir. Bir başka deyişle parasal genişleme, aslında yapısal olarak kalkınmakta olan ülkelerin küresel ekonomide finansallaşma sürecine eklenmesi ile şekillenirken, yerel kapitalizm kurumlarına göre bu ülkelerde sosyal güçler arasında rızanın yeniden tanımlanmasında farklı siyasetler, siyasi değerler Türkiye örneğiyle sorgulanabilir. Nitekim, yukarıda belirtildiği gibi kırılğan beşli olarak belirtilen ülkeler arasında yer alan Türkiye’nin finansallaşma sürecinde benzer ve farklı yönleri araştırma sorum çerçevesinde ele alınacaktır.

Ekonomik müdahaleciliğın boyutları devletin ekonomideki rolünü belirlerken, piyasaların kurumsal yapısı, devlet de dahil olmak üzere piyasadaki aktörlerin birbiriyle olan ilişkisini tanımlar. Devlet ekonominin içinde hem bir kurum (institution) aynı zamanda bir aktör olarak var olmaktadır. Kurumsal yapılar temelinde çevre ülkelerde devletlerin finansallaşma sürecinde maruz kaldığı aynı yapısal etkiye rağmen, sürecin farklı dönemlerinde gözlemlenen devlet-özel sektör ilişkisinde devam ve değışim araştırma sorumda parasal genişlemenin finansallaşma sürecini nasıl şekillendirdiğini anlamak için önemlidir. Bir başka deyişle yerel kapitalizmin tarzları, belirli bir ülkedeki ekonomik aktörlerin kurumsal yapı içerisinde nasıl etkileşime girdiğı ve yapının aktörlere nasıl avantajlar ya da dezavantajlar sağladığı ile alakalıdır (Roberts and Kwon 2017).

Hall ve Soskice'ye göre dünyada iki tip kapitalizm türünden bahsedebiliriz: Liberal Piyasa Ekonomileri (LME) ve Eşgüdümlü Piyasa Ekonomileri (CME). Liberal Piyasa Ekonomileri, devlet-piyasa ilişkileri açısından daha az regülasyona tabi olan ekonomilerdir. Bu tarz piyasa ekonomilerinin en önemli örnekleri: ABD, Birleşik Krallık, Kanada ve İrlanda'dır. Öte yandan koordine edilmiş piyasa ekonomileri, endüstriyel ilişkiler, çalışanlarla ilişkiler veya kurumsal yönetim konularında daha fazla düzenlemeye tabidir. Bu iki kapitalizm türü (LME ve CME) arasındaki temel ayrım, devletin ekonomik alandaki işlevi ve ekonomik aktörler ve kurumlar arasındaki sosyal etkileşimlerin biçimidir. Karma Piyasa Ekonomileri (MME) terimi, gelişmekte olan ekonomilerin ekonomik liberalleşmeleri sırasında kurumsal yapılarındaki farklılıkları incelemek için kapitalizm çeşitlerinin bir parçası olarak da kavramsallaştırılmıştır.

Karşılaştırmalı kapitalizm literatüründe piyasa mekanizmaları arasındaki en temel fark, firmalar arası ilişkinin rekabeti sağlayan bir kurumsal yapıda mı yoksa devletin farklı siyasi amaçlarla değişik düzeylerde ve araçlarla müdahalede bulunduğu bir kurumsal yapıda mı gerçekleştiğidir. Örneğin, liberal piyasa ekonomilerinde firmalar arasındaki ilişki rekabetçi bir şekilde, formal kontratlar aracılığıyla fiyatlar ve market sinyalleri üstünden belirlenir. Buna karşı eşgüdümlü piyasa ekonomilerinin kurumsal yapısı, firmalar arasında stratejik bir etkileşim oluşması ve bu etkileşim sonucunda taahhütler ve yardımlaşmaların ortaya çıkması şeklinde dizayn edilmiş, evrilmiştir (Hall and Gingerich 2004).

Buna göre, yukarıda açıklanan yerel kapitalizmin türleri, ülkelerin farklı büyüme patikalarını açıklamaktadır. Örneğin, Almanya, Hollanda ve Belçika gibi Koordine Edilmiş Piyasa Ekonomisi (CME) olarak tanımlanan ülkeler, üreticiler ve yatırımcılar arasındaki üst düzey koordinasyon nedeniyle yüksek teknoloji ve

ihracata dayalı büyüme modelini tercih etmektedir (Hall 2018). Öte yandan, bu tür bir üretim sıkı bir para politikası gerektirir. Üreticiler ve işçiler, ücretlerin enflasyon tarafından eritilmediğine ve maliyetlerin düşürülmediğinden emin olmak için güçlü bir para politikası isterler. Bu durum kimi zaman ihracatın önünde engeller oluşturmaktadır. Sıkı para politikası para birimin değerini korur ve görece diğer para birimlerine karşı değerini kaybetmesini engeller. Bu da zaman içerisinde diğer ülkelerin ihracat pazarlarını genişletici bir etki yaratabilir.

Liberal Piyasa Ekonomileri (LME) olarak sınıflandırılan ülkelerde büyüme talebe bağlıdır. Büyümenin itici gücü iç tüketimdir. Ayrıca, özellikle ücret pazarlık sürecinde devletin rolü daha da aza indirgenmiştir. Bunun yanında liberal piyasa ekonomilerinin büyümesi daha çok iç talep odaklı olduğundan, belirli sektörlerde ihracat tercih edilmektedir. Talep birçok sektörde yerel üretimden karşılanmaktadır. İç talebi sadece yerel pazarlardan değil aynı zamanda uluslararası pazarlardan da karşılamak söz konusu olabilir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde ise ekonomi politikası, yüksek seviyeli koordinasyonun desteklenmesinden ötürü üretim daha çok ihracat odaklıdır. Bu ülkeler genelde cari fazla verirler.

Son olarak Melez Piyasa Ekonomilerinde büyümenin çeşitleri, liberal ve eşgüdümlü piyasa ekonomilerinin karışık bir versiyonu şeklindedir. Kimi sektörlerde eşgüdümlü piyasa ekonomileri gibi firmalar arası bağlantı yüksek seviyede olsa da büyümenin motorlarından en önemlisini, liberal piyasa ekonomilerinde olduğu gibi iç talep oluşturmaktadır (Hall 2018).

Literatürdeki bu çalışmaların yanında Jackson ve Degg (2007), Melez Piyasa Ekonomileri olarak adlandırılan ve hem Liberal Piyasa Ekonomilerinin hem de Eşgüdümlü Piyasa Ekonomilerinin belirli özelliklerini taşıyan üçüncü bir olgunun olduğunu iddia etmektedir. Bu çalışmaya göre ülkelerin kurumsal yapılarındaki

farklılıklar sabit değillerdir. Dolayısıyla literatürde kapitalizm türleri statik olarak sınıflandırılmışken, karşılaştırılmalı kapitalizm literatüründe kapitalizmin yerelde dinamik etkileşimi veya yerel kapitalizmde değişim süreçleri de tartışılmaktadır (Deeg and Jackson 2007).

Karşılaştırmalı kapitalizmin önemi finansallaşma konusunda da öne çıkmaktadır. Liberal market ekonomileri ve eşgüdümlü market ekonomileri finansallaşma süreçlerine dair farklı yollar ve farklı hızlar göstermektedir. Liberal piyasa ekonomileri finansallaşma sürecinde öncü bir rol üstlenirken eşgüdümlü piyasa ekonomileri bu süreçlerde daha yavaş ancak daha finansal güvenlik odaklı ilerlemektedir. Eşgüdümlü piyasa ekonomilerinde finansallaşmanın önündeki en büyük engel kurumsal kapasitesinde değişimde göreceli yavaşlıktır. Dolayısıyla, devletin ekonomik aktivitedeki rolü ve yerel kapitalizm tarzları (local modalities of capitalism), ülkeler açısından belirli büyüme patikaları dayatmaktadır. Bu büyüme patikalarına göre liberal piyasa ekonomileri parasalcı ekolün politika önerileriyle beraber daha iç talep yanlısı bir büyüme modeli hedeflerken, kalkınmacı ve eşgüdümlü piyasa ekonomileri daha ihracat odaklı bir büyüme patikası tercih etmektedir.

1980'lerden sonra finansallaşma dalgası genişlerken, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik liberalleşmeye katılımları, IMF öncülüğündeki yapısal uyum programları ile hızlanmıştır (O'Brien and Williams 2013). Yapısal Uyum Programları (Structural Adjustment Programs) IMF'nin 1980'li yıllarda başlattığı, ekonomik olarak darboğaz yaşayan ülkelere belirli koşullu yardımları ifade etmektedir. Ülkeler yaşanan ekonomik darboğazı aşmak için IMF'nin kredisini kullanabilirler; ancak bu belirli koşullar dahilindedir. Bu koşullar genelde piyasa serbestleşmesini (liberalizasyon) içermektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik performansta gözlenen farklılıklar, yapısal uyum sürecinde yaşanan benzer serbestleşme süreçlerine

rağmen farklılaşmayı anlamak için kapitalizm çeşitlerinin önemini vurgulamaktadır. Bu aynı zamanda ulusal modeller içinde hetorenjite olarak adlandırılmıştır (Deeg and Jackson 2007). Benzer ülkelerdeki kurumsal değişimler birbirinden farklı sonuç vermektedir, bunun sebebi ülke içinde kurumların benzer şekilde hareket etmemesidir. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi Degg and Jackson'un makalesine göre kurumsal yapı anlamında karşılaştırmalı kapitalizm literatüründe temel yaklaşım LME ve CME ayırımına uymayan modeller de son yıllarda ortaya çıkmıştır.

Degg and Jackson'un çalışmasının bu tezin araştırma sorusu için önemi, M. Sawyer'ın finansallaşma kavramını tartışırken finansallaşmayı statik bir olgu olarak değil, tarihsel süreçte içerime (context) özel şartlarda ele alınması gerektiğine yaptığı vurgu gibi kapitalizmin türlerinin statik olmadığını, dinamik bir yapıya sahip olduğunu ve kurumsal yapıyla birlikte evrildiğini iddia etmeleridir. Temelde Hall ve Soskice'nin çalışmasındaki kurumların statik yapısını eleştirerek, kapitalizm türlerinde kurumların aktörlerle karşılıklı bir ilişki içinde olduğunu aynı zamanda ekonomik kurumların zaman içinde kendilerini değiştirdiklerini belirtmişlerdir. Böylece, devlet-özel sektör ilişkisinde dinamik etkileşimin önemine dair Degg and Jackson'un yaptığı bu tartışma, finansallaşma sürecinde Türkiye örneğinde kurumsal yapının nasıl evrildiğini tanımlamak için tezimin araştırma sorusu kapsamında yol gösterici olacaktır.

Örneğin, Fernandes ve Aalbers araştırmalarında finansallaşma ve kapitalizm tarzları arasında nasıl bir karşılıklı ilişki içinde olduğunu incelemişlerdir. Çalışmaya göre ilişki çift yönlüdür ve finansallaşma üç şekilde ortaya çıkmaktadır: (i) bir servet birikimi rejimi olarak finansallaşma, (ii) hisse senedinin değerinin yükselişi olarak finansallaşma ve (iii) günlük hayatta finansallaşma (Fernandez and Aalbers 2016).

Özetle, yukarıda ele aldığım (i) finansallaşma üzerine kavramsal tartışma, (ii) uluslararası politik ekonomide finansallaşma sürecinde farklı kuramsal yaklaşımlar ve

ilgili politikalar (müdahaleci liberalizm, kalkınmacı devletçilik, parasalcı ekol ve Yeni Keynesçilik), (iii) finansallaşma sürecinde yerel kapitalizmde devlet-özel sektör ilişkisi, gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomideki finansallaşma sürecine eklenmesi sürecinde araştırma sorumda Türkiye örneğinde bağımsız değişken olarak sorguladığım parasal genişlemenin nasıl geliştiğini ve finansallaşmayı şekillendirdiğini açıklamam için temel bir çerçeve sunmuştur. Çalışmanın araştırma sonuçları, 2008-2019 dönemi (Kovid-19 pandemisine kadar olan dönem) finansallaşmanın hızlanmasıyla birlikte yükselen piyasalar olarak adlandırılan ama daha sonra kırılğan beşli olarak tanımlanan ülkelerde parasal genişlemenin bu süreci nasıl şekillendirdiğini Türkiye örneğinde gösterecektir.

2.4. Tezin Kuramsal Yaklaşımı ve Hipotezi

Araştırma sorumu açıklamak için yukarıda özetlediğim çerçeve doğrultusunda neo-keynesyen kuramın argümanına göre küresel ekonomide 2008’de yaşanan ekonomik kriz ve ardından gelen parasal genişlemeci politikaların Türkiye’nin finansallaşma sürecinde nasıl devamlılık ve değişimler yarattığı, hangi düzenleyici kurumların finansallaşma sürecinde politika yapıcı rol aldığını inceleyeceğim. (s.9)

Küresel finans düzeninde 2008 krizi sonrası gözlemlenen temel değişim, finansallaşma sürecinin parasal genişleme ile hızlanması ve daha sonra parasal genişlemenin özellikle ABD FED ve ECB’nin değişen politikaları ile yavaşlamasıdır (pandemi öncesi 2019 yılına kadar). Bu kapsamda 2001-2008 ve 2008-2019 arası iki dönemde parasal genişlemedeki değişimi, öncelikle temel sonuçlarını literatürde vurgulanan etkiler açısından istatistiksel verilerle tanımlayacağım. Örneğin, kronik ticaret açığı nedeniyle Türkiye’nin sermaye akımlarına bağımlı olması nedeniyle iki dönemde FDI, portföy yatırımda değişimle beraber borç ve dolarizasyonu (s.18-19)

karşılaştıracam; ayrıca borçluluğun kamu sektöründen özel sektöre ve hanehalklarına devredilmesini (s.20) göstereceğim. Bir başka deyişle Ewa Karwowski'nin çerçevesini belirlediği finansallaşmanın uluslararası ve yerel boyutları ve indikatörleri (göstergeleri) kullanacağım. Uluslararası finansallaşmanın seviyesini ölçmek için dış yükümlülük stoku (Doğrudan yabancı yatırım, sermaye yatırımları, borçlanma ve diğer finansal yatırımlar) ve yerel finansallaşma düzeyini ölçmek için hanehalkı borcu, finans dışı şirketlerin borcu, finansal sektörün GSYH'ye oranını kullanacağım (Karwowski 2020). Parasal genişlemenin ölçülmesi için FED ve AMB'nin bilanço büyüklükleri indikatör olarak alınacaktır.

Bu çerçevede finansallaşmada devam ve değişimleri, Türkiye özelinde diğer kırılğan ülkelere göre kıyasladıktan sonra, bağımlı değişken finansallaşmada 2001-2008 ve 2008-2019 arası süreçte küresel düzeyde parasal genişlemenin nasıl şekillendirdiğini açıklamak için yerel kapitalizm kurumlarına göre bu ülkelerde kurumlar üzerindeki değişimle sorgulayacağım.

Kısaca, kurumsal yapılar temelinde çevre ülkelerde devletlerin finansallaşma sürecinde maruz kaldığı aynı yapısal etkiye rağmen, sürecin farklı dönemlerinde yerelde gözlemlenen finansallaşma kapsamında devam ve değişimi parasal genişlemeyle nasıl şekillendiğini anlamak için ilgili kurumsal değişimle devlet-özel sektör ilişkilerini de göz önüne alarak (s.20). 3 farklı argümanı test edeceğim.

Hipotez 1: Finansallaşma ve finansallaşmanın ekonomide yarattığı etkiler, beş kırılğan ülkede benzer ölçütlere sahipse, finansallaşma süreci, hegomonik bir yapı olarak küresel finans sermayesi aracılığıyla şekillenmektedir.

Hipotez 2: Finansallaşma ve finansallaşmanın ekonomide yarattığı etkiler, beş kırılğan ülkede farklı ölçütlere sahipse takip ediyorsa, finansallaşma süreci, yerel

kapitalizmin kurumları kapsamında kapitalist üretim ilişkilerinin sosyal formu içinde şekillenmektedir.

Hipotez 3: Finansallaşma süreci ve finansallaşmanın yarattığı ekonomik etkiler, beş kırsal ülkede farklı ölçütlere sahipse, finansallaşma sürecini, finansal piyasaları düzenleyen ve denetleyen kurumların istikrarı ve kapasitesine göre şekillenmektedir.

Tezimin bir sonraki bölümünde araştırma sorum kapsamındaki 2001-2008 ve 2008-2019 dönemlerine bakmadan önce Türkiye'nin finansallaşma sürecini tarihsel içerimde (context) tanımlamak için Türkiye'de finansallaşma ve geçmişteki ekonomik krizleri literatürdeki çalışmalara göre özetleyeceğim. Üçüncü bölümde tarihsel içerim ve araştırma sonuçlarımı gösterecek diğer kısımlar böylece, Sawyer'ın (2013) vurguladığı gibi finansallaşmayı kapitalizmin farklı bir formu olarak Türkiye örneğinde zamana ve yerele göre farklılık gösterip göstermediğini sorgulamama yardımcı olacaktır.

BÖLÜM III

TÜRKİYE'DE FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

2008 Finans Krizi sonrası dönemde küresel düzeyde parasal genişlemenin Türkiye’de finansallaşmayı nasıl şekillendirdiğini açıklamadan önce Türkiye’de tarihsel süreçte finansallaşma ve geçmişteki ekonomik krizleri bu bölümde inceleyeceğim. Bu tarihsel çerçeve, Türkiye’ye özgün yerel kapitalizmin kurumlarını etkileyen devlet-özel sektör ilişkisinde devamlılık ve değişikliği 2008-2019 sonrası dönemde izleyebilmem için tamamlayıcıdır.

3.1. Tarihsel Süreçte Türkiye’de Finansallaşma ve Geçmişteki Ekonomik Krizler

Türkiye’de finansallaşma olgusu gündelik hayata yeni dahil olsa da bunun arkasında Türkiye’nin kapitalist gelişimi sürecinde devlet-özel sektör ilişkilerinin tarihsel içeriği önemlidir. Cumhuriyetin kuruluşundan itibaren Türkiye’de sermaye birikimi yaratmak için çeşitli zamanlarda adımlar atılmıştır. Bu çabanın ilk yıllarından itibaren sermaye birikim süreçlerinde devletin müdahalesi belirleyici bir unsurdur (Buğra and Savaşkan 2015). Türkiye için ekonomik gelişim, toplumsal koşullardan ve kurumlardan bağımsız bir şekilde piyasa kuralları çerçevesinde ilerlemedi. Aksine birçok zaman toplumsal koşullara bağlı ve kurumsal ilişkilerin bir parçası olarak şekillendi, şekillendirildi. Bu devlet müdahaleciliği kimi zaman formal ilişkiler (ihracat teşvikleri, kamu sübvansiyonları, özelleştirmeler), kimi zaman da enformel ilişkiler (hemşeri dernekleri, isme özel ihaleler) üzerinden gerçekleşti. Bu durumu Ayşe Buğra şöyle değerlendiriyor:

Türk iş insanları otobiyografilerinde iş başarısı, her şeyden önce, iş insanlarının devletle olan ilişkisine belirleniyor. Bu ilişki de en iyi bir “aşk ve nefret” ilişkisi olabilecek nitelikte. Türk iş insanları devleti karşılaştıkları güçlüklerin en önemli kaynağı olarak görüyorlar. Ama aynı zamanda da yalnız servetlerini değil, toplumsal konumlarını da devlete borçlu olduklarının farkındadırlar. Dolayısıyla, ülkede devlet müdahalesini dışlayan bir kapitalist gelişmenin ne olabilirliği ne de istenilirliği konusunda hiçbir hayale kapılmazlar. Vurguladıkları, müdahaleciliğin azalmasından doğacak yararlar değil, devletle iş dünyası arasında daha güçlü bir dayanışmanın gerekliliğidir (Buğra 2013, 16).

Bu bölümde, Türkiye’de iş insanları ve devlet arasındaki ilişkileri, bu ilişkilerin Türkiye’nin ekonomik büyüme patikasında nasıl bir bağımlılık oluşturduğunu ve nasıl devamlılık ve değişimler izlediğini değerlendireceğim. Değerlendirme sürecinde Ayşe Buğra’nın çizdiği “özel çıkarın politik süreç tarafından belirlenmesi” argümanı, Türkiye’de özel sektör-devlet ilişkilerini açıklamada yardımcı olacaktır (2013, 32). Ayşe Buğra’nın (2015, 2017) çalışmalarına göre aşağıdaki dönemler Türkiye’nin yerel kapitalist gelişimindeki dinamikleri anlamak ve araştırma sorum kapsamındaki dönemlerde finansallaşmayla ilişkisini düşünmek için önemlidir.

3.1.a. 1923-1929 Cumhuriyetin Kuruluşundan Büyük Buhran’a

Cumhuriyet’in kurulduğu yıllarda Türkiye, beklendiği gibi Osmanlı Devleti ile benzer sıkıntılar yaşamaktaydı. Yerli sermaye sınıfının olmaması ve sermaye birikiminin çok düşük seviyelerde olması, Türkiye’nin ulus-devlet olma inşası çabaları ile okunabilir. Dolayısıyla Cumhuriyet ve yönetici elit, ülkenin kuruluşu beraberinde

devlet destekli yerli sermaye sınıfının yaratılmasını amaçlamıştır. Bu amaçla 1924 yılında kurulan İş Bankası, Türkiye’de devlet ve yerli sermaye sınıfının yaratılmasına kilit bir rol oynamıştır (Boratav 2005, 41; Buğra and Savaşkan 2015, 48).

Cumhuriyetin ilk yıllarında yerli sermaye sınıfının yaratılma çabalarının yanında yabancı sermaye tamamen karşısında durulan bir olgu değildi. Yerli sermayedarın önü açılmak istense de savaş koşulları, Osmanlı borçları ve devlet kapasitesinin gelişmekte oluşu gibi nedenlerden ötürü yabancı sermaye önemli bir düzeyde bu dönemde gelişmedi. Ancak yabancı sermayeye karşı olmama durumu, yerel üreticileri de içeriyordu. Sermayenin yabancı yatırımcıdan olması durumunda bile firmaların kuruluşunda bir yerli ortaklığa ihtiyaç duyuluyordu. Aynı zamanda özellikle nüfusunun bir bölümünü savaşlarda kaybetmesinden dolayı Türkiye’nin ülke içi nüfus hareketliliğinin artırması, verimlilik açısından önemliydi. Bu nedenle yeni ekonominin inşası sürecinin temel taşlarından birini demiryolu inşası oluşturuyordu (Pamuk 2014, 179). Bu sayede ülke içindeki kaynak dağıtımını ve nüfus hareketliliğinin artırılması amaçlanmıştır.

Cumhuriyet’in kuruluşunda devlet ekonomide hem karar verici aktör ve aynı zamanda devlet-piyasa dinamiklerinde temel belirleyici olmuştur. Kamu ve özel sektör birbirinden net olarak ayrılmamakta, iki sektörde de aynı anda görevler üstlenilebilmekteydi. 1929’a kadar özel sektör odaklı bir büyüme amaçlansa da oluşacak özel sektörün devlet destekli olması, yetersiz sermaye gibi nedenlerden ötürü mecburiyettendir. Öte yandan yerli üreticiyi koruyucu önlemler alınsa da Cumhuriyetin ilk yıllarında katı bir korumacılıktan söz edilemez. Buğra, korumacı politikaların uygulanamamasının en önemli sebebi olarak, Lozan Anlaşması’nda gümrük oranlarının 1929 yılına kadar değiştirilmesini kısıtlayıcı maddeler olmasını belirtmektedir. (Buğra 2013, 143). Bu dönemi Şevket Pamuk “Özel sektör lehine, özel

sektörü güçlendirmek amacıyla sınırlı devlet müdahaleciliği” olarak nitelendirmektedir (2014, 182).

3.1.b. Büyük Buhran’dan 1946’ya, Yükselen Korumacılık

1929 Büyük Buhran ile dünyada artan korumacı politikaların etkisinde Türkiye, benzer bir büyüme patikasına girmiştir. Gelişmiş ülkelerin korumacı politikalarından Türkiye gibi gelişmekte olan ve ekonomisi çoğunlukla tarıma dayanan ülkeler olumsuz etkilendi. İçe kapanmanın etkisiyle gerçekleşen tarım ürünü fiyatlarındaki keskin düşüş, ihracat gelirlerini düşürdü. Dolayısıyla Büyük Buhran’ın yarattığı uluslararası sermaye hareketlerindeki yavaşlama ile yeni ve yerli sanayi inşa etmek mümkün gözüküyordu. Türkiye’de devletçiliğe geçişin etkilerini Merkez Bankası’nın kurulması ve kambiyo rejimine karar vermesi, Türk lirasını Koruma Kanunu’nun çıkarılması, ithalat kotaları gibi 1930’dan sonra kurulan kanunlarda gözlemleyebiliriz (Boratav 2005, 68). Ancak bu dönemde ortaya konan devletçiliğin tamamen kural bazlı ve belirli sektörlerle odaklanan bir korumacılık olduğundan söz edemeyiz. Tekel olunan madencilik ve ağır sanayi alanlarının yanında özel sektörün de bulunduğu gıda işleme ve tekstil gibi alanlarda da Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) kurulduğunu gözlemliyoruz (Buğra ve Savaşkan, 62).

1930’larda başlayan korumacılık modelinin esasında devletin gerekli gördüğü sektöre öncelik verdiği bir modele işaret etmektedir. Ancak bu dönemde Asya ülkelerindekine (Kore ve Tayvan) benzer bir kalkınma stratejisi belirlenip bu stratejiye bağlı kalındığından ya da SSCB’deki gibi bir sanayi devriminden bahsetmek pek mümkün değildir. Bankacılık açısından incelendiğinde, erken cumhuriyette kurulan İş Bankası ve Ziraat Bankası’nın ekonomik aktivite içindeki payı düşüktür. Sektörel atılımlar sağlamak için özel tanımlı bankalar da kurulmuştur. Etibank (1935),

Sümerbank (1933) ve Halkbank (1933), değerli maden, tekstil veya küçük ve orta ölçekli işletmeleri desteklemek için kuruldu. Pamuk 1930'lu yıllar boyunca devletin denk bütçe politikasını öne çıkartarak tüm dünyanın genişlemeci politikalar izlediği süreçte Türkiye'nin daha dengeli bir politika izlediğinin altını çizmektedir (Pamuk, 189-192). Aynı zamanda Türkiye'nin kalkınma planları ile tanışması da bu süreçte gerçekleşmiştir. Bu noktada hayati bir ayırmadan bahsetmek gerekir, 1930'dan İkinci Dünya Savaşı'nın bitimine kadar olan süreçte Türkiye, korumacı politikalar izlese de imalat sanayinin itici gücü küçük işletmelerden kaynaklanmaydı. Devlet-piyasa ilişkileri açısından üretimin büyük bölümünü küçük işletmeler üstlense de gerek örgütlü bir piyasa yapısının olmaması, gerek siyasi ortamın etkileriyle kuralları belirleyen aktörün devlet olduğu gözlemlenmektedir. İthal ikameciliğin özel sektör tarafından yürütülmesi ve çıkar gruplarının örgütlenerek devlet üzerindeki etkisi 1960 sonrası dönemde gözlemlenen bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır.

1940'lı yıllara gelindiğinde İkinci Dünya Savaşı'nın da etkisiyle uygulanan denk bütçe politikaları terk edildi. Savaşın etkisiyle, üretimde rol alan birçok insan silah altına alındı, tarımsal üretim miktarlarında belirgin düşüşler gözlemlendi. Tarımsal üretimde ve mamul fiyatlarından yaşanan dalgalanmalar, dönemin siyasi otoritesinin kırsal kesimde oy kaybetmesine neden olmuştur. Makro ekonomik değişkenler açısından bakıldığında, 1930'larda zirve yapan kişi başına düşen gelirden İkinci Dünya Savaşı yıllarında %30'a yakın azalma yaşandığını görmekteyiz (Pamuk 2014, 214). Pamuk'a benzer şekilde Boratav, bu süreçte yaşanan reel ücretlerdeki düşüşün %55 seviyelerinde olduğunu iddia etmektedir (2005, 90).

Türkiye'de devlet-piyasa ilişkileri bu dönemde de 1923-1929 arasına benzer şekilde, devlet önderliğinde, devam etti. Buna karşılık iki dönem arasındaki en büyük fark, yönetici elitin özel teşebbüse ve yabancı sermayeye olan bakış açısıdır. 1923-

1929 dönemine kıyasla özel sektör ve yabancı sermaye, ekonomik gelişme içinde rolü belirli aktörler olmaktan uzaklaşmışlardır. Bu aktörlerin yerini devletin sınırları belirli olmayan Kamu İktisadi Teşebbüsü aldı. Devlet, özel sektörü tamamen dışlamamakla birlikte ekonomi içinde hem aktör olarak hem de kurumsal yapının belirleyicisi (kanun yapıcı) olarak müdahaleciliğini arttırdı. Özellikle Büyük Buhran sonrası devletin üstlendiği, altyapı yatırımlarının yapılması, tarımsal üretimden elde edilen gelirin kentli nüfusa sübvansiyonlar yoluyla transferi gibi, politikalarla birleşince savaş yıllarında Türkiye’de devlet müdahaleciliğinin arttığını gözlemleyebiliriz. Devlet müdahaleciliği özel sektör tarafında bir sorun oluşturmuyordu. Bu dönemde özel sektörün müdahalecilik açısından eleştirdiği konu, devletin planlı bir müdahalecilik uygulamadığı ve özel sektörün imtiyazlı kesiminin çıkarlarının gözetilmediğidir (Buğra, 149-150). Müdahaleciliğin sınırlarının belirlendiği ve özel sektörün rolünün çizildiği bir devletçilik, özel sektör tarafından kabul edilebilir bir gelişmeydi. Yukarıda özetlenen koşullar altındaki özerk bir piyasa oluşumundan bahsetmek mümkün değildir. Devlet, dışsal siyasi ve ekonomik gelişmeler sonucunda politika gereği ekonomideki ağırlığını artırmış, kendisinden bağımsız piyasa oluşumuna izin vermemiştir. Ancak bu durum, dönemin uluslararası koşullarında Türkiye’ye özgü bir durum değildi.

3.1.c. 1946-1960 Savaş Sonrası Entegrasyon

İkinci Dünya Savaşı sonrası döneme Türkiye’nin politik ekonomisi ve özel sektör-devlet ilişkisinde belirleyici etkenlerden biri, içinde bulunulan iki kutuplu dünya düzeni olmuştur. Bu tarihe kadar finansallaşma kavramını pek kullanmadım. Bunun sebebi, Türkiye’de bu döneme kadar finansallaşmanın ne neoliberal kurumsal perspektiften ne de yapısal perspektiften argümanlara uyan gelişmelerin

gözlemlenmemesidir. Ulus-devlet inşası sürecinde özel sektör-devlet arasında bir piyasa oluşumu ve ekonomideki müdahaleciliğin boyutlarının tartışıldığı 1923-1946 döneminden sonra 1946-1960 arası dönemde, Türkiye’de finansallaşmanın gözlemlenebilmesi, boyutları çok az da olsa, mümkündür.

Finansallaşma olgusunun bu dönemde yeni bir kavram olarak ortaya çıkmasının nedeni, 1946 sonrası Türkiye’nin korumacılık bariyerlerinin düşürülmesiyle ortaya çıkan dış yatırım, ithalat ve korumacı döneme göre “liberal” politikalar izlenmesidir. Bu “erken liberal” dönemi devletin müdahaleciliğinin sabit kaldığı, ancak özel sektöre de alan açıldığı bir dönem olarak okumak mümkündür. Buğra, hem 1950’li yılları hem de 1980’li yılları, devletin müdahaleciliği ve özel sektör arasındaki gerilimden dolayı “Türk Liberalizminin Paradoksu” olarak adlandırmaktadır (Buğra, 180).

Özel sektör-devlet ilişkileri açısından devletin karar verici rolünün sabit kaldığı ancak özel sektörün devlete karşı güç kazandığını gözlemleyebiliriz. Güç kazanmanın en önemli göstergesi olarak, siyasal iktidarın çıkartmak istediği yasalara kimi zaman özel sektör aktörlerinin karşı durmasını gözlemlemekteyiz. Ne var ki bu güç kazanma tamamen özerk bir piyasa yapısı oluşturmadı. Yaratılmak istenen Türk sermayedar sınıfının, banka kredileri, özel teşvikler ve ikili ilişkiler yoluyla kendi imtiyazını genişletmesine ve/veya korumasına neden oldu. Finansallaşmanın başlangıcının bu dönemde görüldüğünü söylemek, özellikle imtiyazlı banka kredileri, spekülasyon gibi güdülerin ekonomik hayata girmesinden dolayı mümkündür.

Bu dönemde Türk siyasal hayatında önemli bir gelişme daha yaşandı. Cumhuriyet’in kurucu partisi olan Cumhuriyet Halk Partisi, 1950 seçimlerinde iktidarı Demokrat Parti’ye kaybetti. Bu seçimin kaybedilmesinin nedenlerinden bir tanesini savaş ekonomisinin getirdiği düşük büyüme ve tarım kesiminin yaşadığı ekonomik

darboğaz olarak görmek mümkündür. Demokrat Parti'nin iktidara gelişi, yukarıda bahsedilen görece liberal politikaların da bir belirleyicisi oldu (Boratav, 100). Demokrat Parti, Cumhuriyet Halk Partisi'nden farklı olarak kalkınma stratejisinde karayollarını ve tarımsal verimliliği ön plana çıkarttı. Tarımda ortaya çıkan makineleşme ve karayollarının gelişmesiyle artan tarımsal ürünlerin büyüyen iç pazara ulaşımının desteklenmesi, siyasi seçimlerde kendisini destekleyen köylü sınıfının gelirinde artışa neden oldu. Ancak bu verimlilik ve gelir artışı, köyden kente göçün ilk tetikleyicisi oldu (Pamuk, 231). Kentli nüfus artarken köyde yaşayan nüfus azaldı. Bu kentli nüfusun artışı gerçeği, özellikle 1980 sonrası finansallaşma sürecinde Türkiye ekonomisinin temel dinamiklerinden birini oluşturacaktır.

Son olarak Demokrat Parti ve 1946-1960 döneminin en önemli unsurlarından biri, uluslararası kuruluşlara üyelik ve dış yardımlardır. 1947'de Uluslararası Para Fonu'na (IMF) ve daha sonra Dünya Bankası'na (WB) dönüşecek olan IBRD'ye üye olmakla başlayan süreç, 1960'ta Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü'ne (OECD) üyelikle devam etmiştir. Uluslararası kurumlarla artan iş birliği, İkinci Dünya Savaşı sonrası sürecinde hem Türkiye'nin bulunduğu pozisyonun netleşmesi hem de ekonomi politikalarında uygulanan değişimleri göstermesi açısından önemlidir. Uluslararası sermaye ile girilen ilişkilerin ülke içindeki tezahürü, üretilmek istenen yerli sanayi sınıfın örgütlülüğünü arttırmak olmuştur. Bu amaçla Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) 1950 yılında kurulmuştur. Thomas Marios bu durumu kapitalist dönüşümü geliştirirken yerli sermaye sınıfının sesini politika yapım süreçlerine dahil etmek olarak yorumlamaktadır (Marois 2012, 54). Uluslararası kuruluşlarla girilen bu ilişkiler neticesinde Türkiye, hem oluşan dış açıklarını finanse etmek, hem de modernizasyon gibi teknolojik ilerlemeler için dış yardımlara açık bir ülke haline gelmiştir.

3.1.d. 1960-1980 İthal İkameci Büyüme Politikası

Osmanlı'da köklerini gördüğümüz ve Cumhuriyet'in ilk dönemlerinde devam eden devlet-piyasa ilişkileri, Demokrat Parti döneminde şekil değiştirmiştir. Bu şekil değiştirme, özellikle küçük şehirlerde ilişkilerin kişiler arasında değil kişiler ve siyasi kurumlar üzerinden devam etmesini sağlamıştı. Kişiler üzerinden yaratılan çıkar grupları değil, partiye sadakat üzerinden kazanılan ağırlık, önem kazanmıştı. Metin Heper partiler üzerinden gelişen sadakat ilişkisinin ekonomideki ağırlığını, “tekçi kamu yararı” kavramı ile açıklamaktadır.⁹ Devletin kurumsallaşması ile birlikte siyasi iktidarın değişimi gerçekleşse de ulaşılmaması gereken tek bir kamu yararı olduğundan, parti üzerinden ekonomik ilişkilerin şekillenmesi aynı zamanda kamu yararınadır. Dolayısıyla devlet çıkarı, parti çıkarı ve toplumun çıkarı birbirine eşit kavramlar haline gelmişti. Bunun sonucunda siyasi elitler ile çıkar gruplarının arasındaki ilişkiyi “ataerkil ilişki” olarak tanımlanmaktadır (Heper 2014, 20).

1960 darbesi, Türkiye’de hem siyasi açıdan hem ekonomik açıdan bir kırılma oluşturmuştu. 1960’ların başında askeri yönetim, Devlet Planlama Teşkilatı’nı (DPT) kurdu. DPT ilk kuruluşunda, askerlerin siyasi bir meşruiyet arayışının olmamasının etkisiyle, Demokrat Parti dönemindeki “popülist” politikalardan uzak bir kalkınma patikası tercih etmiştir.¹⁰ DPT’nin uzun vadeli sanayileşmeye odaklanan piyasa üstü yol gösterici rolü, askeri otoritenin siyasetten çekilmesiyle birlikte evrilmiştir. Bu dönemde KİT’ler ve özel sektör arasında bir iş bölümünden söz etmek mümkündür. KİT’ler daha çok altyapı yatırımı ve sermaye birikiminin yoğun olduğu petrol, demir-

⁹ Monist conception of public interest

¹⁰ Şevket Pamuk, Demokrat Parti’nin ikinci dönemini bu şekilde adlandırmaktadır. Daha fazlası için bkz. Pamuk, Şevket. 2014. *Türkiye’nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*. İstanbul: İş Bankası Yayınları. Ss. 231-235

çelik gibi sektörlere ağırlık vermişken özel sektör daha az sermaye gerektiren beyaz eşya, tekstil gibi sektörlere ağırlık vermektedir.

Bir önceki bölümde bahsedilen göç olgusu, bu dönemde Türkiye’de gelişen sanayinin emek girdisi açısından beslenmesine neden olmuştur. Kırdan kente gerçekleşen ve hızlanan göç, sanayideki işçi ihtiyacını karşılamaktadır. Bunların yanında 1960’lardan 1980’lere uzanan süreçte siyasal hayatın istikrarlı olduğu söylenemez. Bu dönem içinde iki muhtıra gerçekleşmiş ve on yedi farklı hükümet ülkeyi yönetmiştir.

Bu dönemde gerçekleşen siyasi istikrarsızlıklar, devlet-piyasa ilişkilerinde özel sektörün devlete karşı güç kazandığını düşündürülebilir. Ancak uygulanan kalkınma politikası (ithal ikamecilik) gereği karar verici aktörün devlet olduğunu unutmamak gerekir. Özel sektörün devletten bu dönemde talep ettiği şey, makro ekonomik ve siyasi istikrardır. Önceki dönemlerden farklı olarak bu dönemde imtiyazlı grupların oluşturduğu özel sektör, devlete ile arasındaki bağımlılık ilişkisini azaltmaya çalışmaktadır (TOBB 1962, 49).¹¹ Nitekim, 1971 yılında Türkiye Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği’nin (TÜSİAD) kurulması, özel sektörün örgütlülüğünün arttığının bir göstergesidir. TOBB’dan farklı olarak TÜSİAD, devletin organizasyonunda ya da kurulumunda yer aldığı bir örgüt değildir. Burada özerkleşmeye başlayan özel sektörün yapısından da bahsetmek gereklidir. TÜSİAD’ın yapısında aynı holdinge ait farklı firmalar temsil edilebilmektedir ve TÜSİAD üyelerinin yaklaşık %30’u altı büyük holding tarafından oluşmaktadır (Cokgezen 2000, 531). Aynı zamanda bu şirketlerin büyük çoğunluğu İstanbul, Ankara ve İzmir’de bulunmaktadır. Cumhuriyet’in ilk yıllarında arzulanan yerli sanayi sınıfı tahayyülü, başarıya ulaşmıştır. Ancak bu, Türkiye’nin bölgelerine eşit olarak dağılmaktan çok, tarihsel

¹¹ Türkiye Ticaret Odaları. 1962. Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği

olarak büyük şehir özelliği bulunan İstanbul ve İzmir'e bunun yanında başkent olan Ankara'ya yoğunlaşmıştır. Gelecek bölümde sermayenin şehirlere yoğunlaşmasının ve Anadolu'nun çıkarttığı yeni sanayicileri incelerken bu bilgiler göz önünde bulundurulmalıdır.

Özetle, bir önceki dönemde temelleri atılan ancak tamamen uygulanması 1960-1980 arası olacak, ithal ikamecilik (Import substitution industrialization) Türkiye'nin 1980'li yıllara kadar ekonomi politikasını domine etmiştir (Atiyas and Bakis 2015, 12). Yüksek korumacılık ve hayli yüklü vergiler içeren bu kalkınma modeli, Türkiye'de hem ulus devlet olma çabaları hem de yerli sermayenin yetersizliği göz önünde bulundurulduğunda birtakım imtiyazlar ortaya çıkartmıştır (Barkey 1990). Bu ekonomik kalkınma modelinde, devletin kural koyucu olarak içeride sermaye birikimi, araştırma ve geliştirme faaliyetlerine önem vermesi ve yerel endüstriyi uluslararası piyasalar ile rekabet edebilecek seviyeye gelene kadar koruması gereklidir. Şunu belirtmek gerekir ki bahsedilen dönemlerde korumacılık dünyada heterodoks görüş olarak kabul görmüyordu. Birçok gelişmekte olan ülke, yerli üreticilerini desteklemek için kimi zaman ithal ikameci kimi zaman korumacı politikaları takip ediyordu.

1970'ler hem dünya hem de Türkiye ekonomi açısından durgun ve belli yıllarda negatif büyümenin olduğu bir dönemdi. Dünya açısından bakıldığında petrol krizleri, bunun sonucunda ABD'de ortaya çıkan enflasyon ve ardından gelen Volcker şoku, gelişmekte olan ülkeleri etkiledi. "70 Sent'e muhtacız" sözü, Türkiye'nin 1970'lerdeki döviz rezervlerindeki sorunlar ve dış borç ödeme zorluklarını vurgulamak için kullanılmıştır (Kılınç Savrul, Özel, and Kılıç 2013). Sabit kur sistemini sürdürmek için ihtiyaç duyulan rezervler, özellikle 1971'de Bretton Woods sisteminin çöküşü, petrol krizleri gibi dış etkenlerle erimiştir. Kısaca, Türkiye

1970'lerdeki petrol şokları, Volcker şoku, dış ticaret açığı ve artan nüfusun etkisiyle ithal ikame edici büyüme politikalarını terk etmeye mecbur kalmıştır.

Bu olayların sonucunda, Türkiye ekonomisinin dönüm noktalarından kabul edilen 24 Ocak 1980 kararları sonucunda Türkiye ithal ikameciliği terk etmiştir. Bu dönüm noktası, dünya ekonomilerinde neoliberal politikaların yükselişiyle eş zamanlı bir süreçtir. Bir başka deyişle "Asya Kaplanları" olarak adlandırılan sayılı Asya ülkesi hariç, Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelerle beraber küresel ekonomi politiğinde baskın politikalara eklenerek ekonomik büyüme patikasını şekillendirmiştir. Özellikle bu dönemde ülkeler arası ekonomik gelişmenin belirleyicisi, uygulanan kalkınmacı politikaların ne kadar sürdürülebilir, kurumsal yapı doğrultusunda yerel ekonomi dinamiklerine ne kadar uygun ve şoklardan ne kadar az etkilendiğine bağlıdır. 24 Ocak kararlarıyla ithal ikameciliğin terkedilmesi, devlet-iş dünyası açısından aradaki bağların koparılması değil bir form değişikliğidir. 1980'li yıllarda yaşanan ekonomik reformlarla birlikte devlet-özel sektör ilişkisi bir kere daha form değiştirdi. Devlet-piyasa ilişkilerinin 1980'lerde dönüşmeye başlamasıyla iş insanları bir araya gelerek hem devlete karşı pazarlık güçlerini arttırmak istediler, hem de yaşanan kurumsal değişimin içinde piyasa ekonomisinin ön plana çıktığı bir ekonomik düzenin parçası oldular.

3.2. 24 Ocak 1980 Kararları'ndan 2001 Krizine: Ekonomik Krizler ve Türkiye'de Finansallaşmanın Evrilmesi

24 Ocak 1980'de Süleyman Demirel ve Turgut Özal'ın önderliğinde hazırlanan ekonomik istikrar programı yürürlüğe girdi. Bu program Türk lirasının devalüasyonu, ithalatın serbestleşmesi, fiyat kontrollerinin terkedilmesi ve faiz oranlarının serbestleşmesi gibi birtakım politikaları içermektedir (Boratav 2005, 146-149). Ancak

özellikle Ağustos 1989'da sermaye hesabının serbestleşmesi sonrası Türkiye, küresel finansallaşma sürecine eklenmesiyle birçok sorunla karşılaştı. Türkiye'nin bu erken finansallaşma sürecindeki sorunların temeli, uluslararası sermaye hareketlerinin yerel ekonomide bankaların hızla borçlanması ve Hazine ve Merkez Bankasının çıkar çatışmasını engelleyecek gerekli kurumsal düzenlemeler için hukuki altyapının tamamlanmamış olmasıdır (Akyüz and Boratav 2003, 1551).

Türkiye'de yaşanan bu değişim, aynı zamanda büyüme stratejisini de etkilemiştir. İthal ikameci dönemde üretimin büyük çoğunluğu iç pazarın tüketimi için yapılırken 1980 yılından sonra değişen piyasa yapısı ile birlikte ihracat odaklı büyüme modeline geçiş amaçlanmıştır. Bu geçişi de toplam üretimi artırarak, ama aynı zamanda iç piyasada ücretlerin enflasyon yoluyla baskılanarak, gelir dağılımının emek lehine bozulmasıyla sonuçlanmıştır (Boratav, 160). Arzulanan bu politikanın başarılı olup olmadığı aşağıda tartışılacaktır.

24 Ocak kararları ile başlayan ve 1989'da sermaye hesabının da serbestleşmesiyle devam eden liberalleşme eğilimi, Türkiye'nin finansallaşma sürecinde bir dönüm noktası olmuştur. Ekonomide üretim yerine finansallaşma yoluyla elde edilen gelirlerin artışını belirgin olarak bu dönemde gözlemlemekteyiz. Devletin makro ekonomik görünümdeki rolü, 1980 sonrası azalmamıştır. Sabit sermaye yatırımları ve altyapı yatırımlarına yüzdesel açıdan bakıldığında 1980-1988 arası dönem, 1960-1980 arası dönem benzer özellikler göstermektedir (Buğra, 208). Önceki dönemle bu dönem arasındaki temel fark, ekonomideki serbestleşmeyle birlikte kredi ve iç/dış finansman bulma imkanlarındaki artışı. Dolayısıyla devlet ekonomideki hacmini korurken, artan harcamalarını borçlanarak devam ettirdi.

Artan borçlanmanın önceki döneme kıyasla (1960-1980) iki temel etkisini gözlemlemekteyiz: i) Uluslararası piyasalara entegrasyonla birlikte finansallaşma

ekonomideki kırılganlığı artırdı; ii) Gerekli düzenlemeleri tamamlamadan hukuki yapısı zayıf bir piyasa ekonomisine geçiş ve bunun getirdiği öngörülemezlikler, finansal kesimin spekülasyonlarıyla (bankacılık sektöründeki faiz rekabeti, dış ticarete hayali ihracat) ekonomik aktivitenin kaynağının üretimden finansa kaymasına yol açtı.

1994'te yaşanan ekonomik krizin en temel sebeplerinden bir tanesi, hızla gelişen finansallaşma ortamına devletin kurumsal olarak hazırlanmamış olmasıydı. Yüksek borçluluk ve kamu açıklarını finanse etmek isteyen kamu, aynı zamanda sabit kur politikası uyguluyordu. Kamu açıklarını dış borçla karşılamak için yüksek faiz oranları ile karşılamaktaydı. Bu durum yabancı sermayeye cömert kar marjları sunuyordu (Şahin 2012, 111). Kamunun yüksek borçluluğunu finanse ederken bir yandan da sabit kur politikası izlemesi imkânsız hale gelmişti. Yerel bankaların yarattığı kredilerin büyük bir bölümünü kamu kullanıyordu. Bunu engellemek için dönemin hükümeti iç kaynaklardan borçlanmayı yasakladı. Borçlanabileceği tek araç olarak Merkez Bankası'nın kalması, yerli paraya karşı bir spekülatif atak başlattı ve Türkiye 1994 krizi ile karşı karşıya kaldı (Özatay 2000). Ardından yaşanan süreçte stand-by anlaşması imzalanırsa da Türkiye'de finansallaşmanın etkilerini hafifletmedi ve süreç 2001 krizi ile sonuçlandı.

Türkiye'de devlet- özel sektör ilişkisinde yerel kapitalizmin finansallaşma sürecine yapısal etkisi doğrultusunda vurgulanması gereken noktalardan bir tanesi yaşanan serbestleşme (liberalizasyon) sürecinin piyasa aktörlerinin baskılarıyla değil siyasi elitlerin çabalarıyla ortaya çıkmasıdır (Marois 2012). Yaşanan serbestleşme (liberalizasyon) sürecinde hükümetteki siyasi partiler, yeterli kurumsal düzenlemenin olmaması nedeniyle baskı altında tutabildikleri ekonomideki kamu kurumları aracılığıyla (özellikle Hazine ve Merkez Bankası'nın ayrıştırılmamış ve çatışan para-

maliye politikası) daha fazla borçlanarak, daha fazla kamu yardımı yaparak etki alanlarını genişletmek istemişlerdir. Burada Buğra'nın vurguladığı belirsizlik yaratan devlet kavramının öneminin altını çizmek gereklidir. Ekonomik elitlerin serbestleşme (liberalizasyon) isteği, bankacılık sektörünün hızlı büyümesine yol açtı. Ancak bu büyüme, özerkleşmeyi beraberinde getirmedi. Böylece, yukarıda bahsedilen devlet-iş dünyası özelinde bahsedilen form değişikliği, Türkiye'de devletin ekonomiye müdahalesinin özellikle kamu bankaları üzerinden devamını içermektedir. Bir başka deyişle "Türk liberalizminin paradoksu" devam etmektedir.

Yeldan 1980 sonrası Türkiye'nin liberal ekonomik politikalara geçiş sürecini birden çok parçaya bölerek açıklamaktadır: (i)1983-1987 ihracat odaklı büyüme, (ii) 1989-1993 kurumsal düzenlenmesi eksik finansal serbestleşme (liberalizasyon), (iii) 1994-1997 kısa dönemli yabancı sermaye odaklı büyüme olarak adlandırmaktadır. Yeldan'ın makalesinde açıkladığı IMF önderliğindeki yapısal uyum programlarının ekonomiyi dış şoklara açık hale getirmesi savına göre, Türkiye küresel finansallaşma sürecine diğer kalkınmakta olan ülkelerde de gözlemlenen krizlerle yüzleşerek eklemlenmiştir. Ama, Türkiye'nin yerel kapitalizmin yapısal kurumları doğrultusunda Hazine, kamu bankaları aracılığıyla para politikası ve Merkez Bankası üzerinde ağırlığını devam ettirmiştir (Yeldan 2006, 198-211).

Fakat, finansallaşma sürecinde devletin varlığı, bütçe açıklarına kısıtlama getiren IMF politikaları ve uluslararası finans kuruluşlarının kontrol ettiği kredi dağıtma mekanizmaları karşısında zorluklarla karşılaşmaktaydı. Bütçe açıklarının kamu bankaları tarafından finanse edilmesi, özel sektörde dışlanma etkisi oluşturuyor, ancak daha da önemlisi politik istikrarsızlıkların ekonomiye etkisinin boyutlarını arttırıyordu. Devletin özellikle uluslararası sermaye ve uluslararası bankacılık kaynaklarına erişimi, yavaş yavaş özel sektöre kaysa da hanehalkları açısından kitlesel

bir borçlanmadan söz etmek mümkün değildir. 2001 krizi öncesi finansallaşma dönemlerinde tüketici kredilerinin kullanım oranları çok düşüktür. Fakat, bankacılık sektörü açısından hızla serbestleşmenin getirdiği kuralsızlıkla ve 1994-1997 döneminde kısa dönemli yabancı sermaye girişinin artmasıyla son derece kırılgan bir bankacılık sektöründen bahsetmek mümkündür. Ayrıca, 1990'lı yıllarda yaşanan kronik yüksek enflasyon, bir nevi dolaylı vergilendirme aracı haline getirildi ve gelir dağılımı adaletsizliği arttı (Pamuk 2014, 272).

Tablo 3.1'de görüldüğü gibi kamu harcama dengesinin GSYH'ye oranı 1990'da-%8'den 2000'de-%19'ye, net kamu borcunun GSYH'ye oranı (1990) %28'den (2000) %59'ya, toplam dış borcun GSYH'ye oranı (1990) %32,6'dan (2000) %56,1'e yükselmiştir. Yine yabancı para birimlerinin toplam mevduat içerisindeki oranı %25'ten %43,5'e çıkmıştır. Bu durum mevduat sahiplerinin yerli para

Table 1. Turkey: macroeconomic indicators, 1990–2000

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP growth rate	9.3	0.9	6.0	8.0	-5.5	7.2	7.0	7.5	3.1	-4.7	7.4
CPI (per cent change)	60.3	66.0	70.1	66.1	106.3	93.7	82.3	85.7	84.6	64.9	54.9
Interest rates ^a	51.9	109.6	97.8	90.3	150.6	136.3	143.6	119.2	115.7	96.6	37.0
Exchange rate ^b	22.9	60.0	64.6	59.8	171.6	53.6	77.7	86.5	71.8	60.9	49.0
Public sector balance ^c	-7.6	-11.3	-12.4	-13.1	-10.2	-6.4	-13.2	-13.1	-15.9	-24.5	-19.3
Of which primary balance	-3.6	-6.2	-7.0	-5.6	-0.2	2.7	-1.2	-2.1	0.5	-2.0	2.8
Net debt of the public sector ^c	28.8	35.2	35.7	35.1	44.7	41.3	46.5	42.9	44.5	61.7	59.0
Of which net domestic debt				9.4	14.0	12.3	20.7	20.8	24.5	41.4	39.1
Current account deficit ^c	-1.7	0.1	-0.6	-3.6	2.2	-1.5	-1.3	-1.3	1.1	-0.9	-4.9
Gross external debt ^c	32.6	33.0	34.8	36.9	50.1	42.4	45.3	47.0	51.2	55.6	57.1
Foreign deposits											
Billions of dollars	7.4	10.2	12.4	13.7	15.6	20.5	24.4	26.8	30.6	34.1	37.7
Per cent of total deposits	24.9	31.9	34.9	38.0	47.4	47.6	44.5	42.1	42.1	41.7	43.5

Source: IMF (2000a, 2001c); OECD (2001); Central Bank of Turkey (various issues), *Quarterly Bulletin*; and Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, 2001, Undersecretary of Treasury.

^a During 1990–91: overnight interest rates, annual simple basis. During 1992–97: Treasury bills, three-month or close to maturity realized at Treasury auctions, compounded and weighted by net sales. From 1998 onward: Treasury bills, up to three months traded in the secondary market, compounded and weighted by the volumes.

^b Percentage change in the lira/\$ exchange rate.

^c Percentage of GDP.

Tablo 3.1. Türkiye Ekonomisi'ndeki Makro Ekonomik Göstergeler (1990-2000), Kaynak: Aktüz, Boratav 2003, 1551

biriminden uzaklaştığını ve yükselen dolarizasyonu göstermektedir. Dolayısıyla, bu dönemde Türkiye'nin kamu borcu dolayısıyla ortaya çıkan sermaye ihtiyacı, finansal

piyasalardaki kırılganlığı arttırmıştı. Özellikle uygulanan yüksek nominal faiz-sabit kur politikası da uluslararası yatırımcılara arbitraj imkânı sunmaktaydı. Nominal faizler yüksek olmasına rağmen reel faizler, enflasyonun etkisiyle, negatifti. Bu durum yurtiçi talebi arttırdı ve cari açığın artmasına neden oldu. Özetle, Türkiye 1990'lı yıllar boyunca kamu ve özel sektör borçlarının çevrimi üzerine finansallaşmaya devam etti.

Türkiye'nin tarihsel içerimde tanımlanan devlet-özel sektör ilişkileri, finansallaşma sürecinde 2001'e kadar olan dönemlerle birlikte düşünüldüğünde yerel kapitalizmin formuna paralel bir değişimle beraber dikkate alınmalıdır. Nitekim, Akyüz ve Boratav'ın (2003, 1561) vurguladığı gibi gelişmekte olan ülkelerde krizlerin tek bir nedenle ortaya çıkmadığını, yerel kapitalizmin dinamikleri içerisinde küresel düzeyde yapısal finansa eklenmenin önemli olduğunu söyleyebiliriz. Türkiye'yi 2001 finansal krizine getiren süreçteki ana nedenler, kurumsal altyapısı hazırlanmamış finansallaşmayla birleşen kamu açıklarının borçlanmayla çevrimi, koalisyon hükümetlerini oluşturan partiler arasındaki siyasi uyumsuzluklarıyla derinleşen politik kriz, ardından yaşanan sermaye kaçıışı ve bankacılık kriziydi. Kısaca, Türkiye'de 1980'den 2000'li yıllara kadar, güncel literatürün de finansallaşma olarak tanımladığı, finansallaşma sürecinde devletin ekonomideki aktivitesi önceki dönemlere kıyasla form değişikliğine gitti. Devlet, özelleştirmeler, kamu bankaları ve borçlanma aracılığıyla ekonomide hala etkin bir aktör olarak varlığını sürdürdü (Boratav 2005, 154-155).

1980-2001 arası dönemde sosyal alanda da hızlı bir değişim yaşandı. Askeri yönetimin devri ve siyasi yasakların kaldırılmasından sonra Türkiye'de hem sivil toplumda hem de ekonomik alanda dernekleşmeler ve örgütlenmeler arttı. Bu yaşanan dönüşümün birden fazla açıklayıcı nedeni vardır. Köyden kente göçün artışıyla birlikte şehirlerde artan nüfus, darbenin ardından emeğin örgütlülüğünün dağıtılmasıyla ortaya

çıkan yeni dernekler, neoliberal politikaların uygulanmasının getirdiği etkiler bunlardan bazılarıdır.

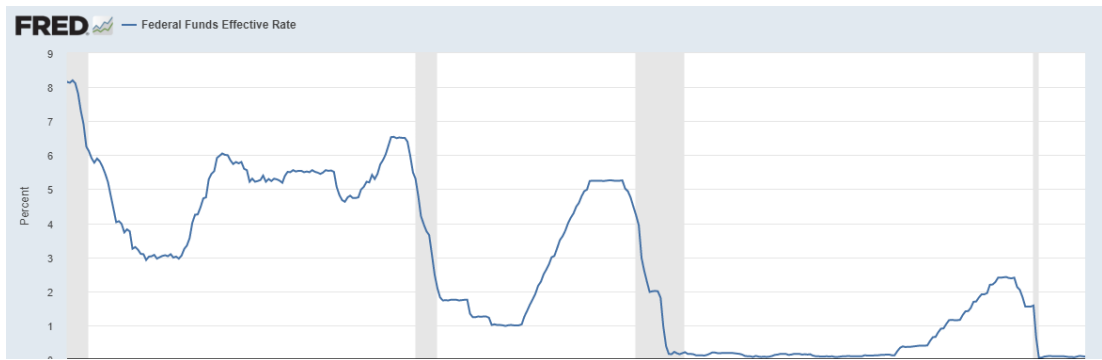
Piyasa-devlet ilişkileri ve ekonomik açıdan bakıldığında bu yeni sivil toplum düzeninin dikkat çeken aktörlerinden biri MÜSİAD'dır. 1990 yılında kurulan muhafazakâr yanlarıyla öne çıkan MÜSİAD'ın o dönemin iş dünyası örgütlerinde dominant aktör olan TÜSİAD'tan belirgin farkları vardır. Bu farkların ilki Çokgezen'in tanımladığı jenerasyon farkıdır (Çokgezen 2000, 536). MÜSİAD, Türkiye'de 1980 sonrası kurulan KOBİ'leri (küçük ve orta ölçekli işletmeler) temsil etmekteydi. Bunun yanında TÜSİAD'a benzer şekilde bir büyük şirket dominasyonu yoktu. Aynı zamanda üye firmaların şehirlerine bakıldığında TÜSİAD'ın aksine, İstanbul ağırlıklı olsa da MÜSİAD'ın Anadolu sermayesini de içine aldığı gözükmektedir. Piyasa aktörleri arasında daha önce görülmemiş bu rekabet, 1980 sonrası uygulanan neoliberal politikalar sonucu piyasanın devlete karşı güç kazanması olarak da görülmektedir (Buğra ve Savaşkan, 2015, 171). Aynı dönemde hem TÜSİAD'ın hem de MÜSİAD'ın 1990'larda hükümetleri açıkça eleştirmesini benzer bir eğilim olarak okuyabiliriz. Ortaya çıkan yeni aktörler arasındaki rekabetin altında politik nedenler de yatmaktadır. Muhafazakâr Anadolu sermayesinin politik alanda artan temsil kabiliyetinin ekonomik alana sirayet etmesi olarak da okunabilir. Bu dönemde ortaya çıkan ekonomik örgütlenmelerdeki kimlik etkisi, 2001 sonrası dönemde finansallaşma sürecinde kurumsal değişimde yerel kapitalizmin dinamiklerini anlamamızda önemlidir.

Özetle, devamlılık ve değişimler açısından bakacak olursak, 1930-1980 arası süren kapalı ekonomi döneminde de 1980-2001 arası neoliberalleşme eğiliminin hızlandığı dönemde de ekonomide belirsizlik yaratan unsur olarak devlet ön plana çıkmaktadır. Bunun nedeni siyasal sistem içerisinde kurumların oturmamış olması,

bundan dolayı siyasi meşruiyet arayışı içinde olan siyasal elitlerin kimi zaman kısa vadeli siyasi çıkarlar için ekonomik kalkınma politikalarını göz ardı edebilmeleridir. Özellikle dışa kapalı ekonomi modelinde yerel sermaye sınıfının servetinde asıl belirleyici devlet olduğu için, devletin istikrarsızlık yaratan rolüne piyasa tarafından örgütlü bir karşı çıkma gerçekleşmemiştir. Devletin ekonomideki yapısal sorunları çözme amaçlı girişimleri sorunları daha da derinleştirmiştir (Cizre-Sakallioğlu and Yeldan 2000, 506). Buna karşı 1980 sonrası neoliberalleşme sürecinde devletin belirsizlik yaratan rolü, kimi zaman finansallaşmanın hızlandırılması, kimi zaman kamu borçlarının finansmanı gibi konularda güvensizlikler yaratarak devam etmiştir. Bu süreçlerin sonunda oluşan krizlerle birlikte Türkiye, tarihinin en büyük ekonomik krizi olan 2001 krizi ile karşı karşıya kalmıştır.

3.3. 2000'lerde Küresel Ekonomide Parasal Genişleme, 2008 Finans Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler için Önemi

Küresel finansal düzen içerisinde dünyada parasal genişlemenin hız kazanması özellikle 1980'ler sonrasında gözlemlenen bir olgudur. Özellikle ABD'de 2000'li



Tablo 3.2. FED Faiz Oranları (1990-2020) Kaynak: FRED

yılların başında yaşanan dot.com krizi ve 2001 yılında yaşanan 11 Eylül saldırıları ile FED'in ekonomik aktivitenin artması için faiz oranlarının düşürülmesi yoluyla müdahalede bulunmuştur. 2000 yılının Aralık ayında %6 olan efektif piyasa faizi,

2001 yılını Aralık ayında %1,81'e düşürülmüştür.¹² İlerleyen süreçte FED faiz oranlarını daha da düşürerek 2003 yılının ocak ayında faiz oranını %1 olarak belirlemiştir. Bu süreçte yaşanan kredi genişlemesi, ABD içinde emlak fiyatlarında artışı tetiklerken, hanehalkı borçluluğu hızla yükseldi. ABD'de 1999 yılında %68 seviyelerinde gerçekleşen hanehalkı borcunun GSYH'ye oranı, 2008 yılına doğru giderken %85 seviyelerine kadar tırmandı.¹³

Düşük faiz oranları ile ev kredilerine olan talep, konut fiyatlarını artırdı. Konutun değerinin kredi faizinden hızlı artması, insanların evlerin kredilerini ödemeseler bile yıllık getiride kazançlı duruma gelmesini sağladı. Bu sayede toplumda finansal piyasalara hızlı bir akın gerçekleşti. Bununla birlikte bankalar bu kredi ödemelerini nakit akışı olarak yeni bir gelir kaynağı haline çevirdi. Menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan bu işlem, kredilerin belirli bir pay karşılığı ikincil piyasalarda satılmasını içermekteydi (Birdal 2009, 7). Bu sayede bankalar kredilerin ikincil piyasalarda tekrar işlem görmesini sağlamış oluyorlardı. Finansal sistemin bu iç içe geçen yapısı, dünya ekonomisinde daha önce görülmemiş derecede karmaşık bir hal almıştı.

Bu süreçte hem işi hem geliri olmayan kişilere (No income no job, NINJA) konut satın alması için verilen krediler, Türkiye ekonomisinde pek rastlanmayan şekilde, değişken faizliydi. Kredi notlarının düşük olması sebebiyle özellikle dar gelirli kesimde daha yaygın olan değişken faizli krediler, kredi faizlerinin yukarı doğru hareketi ile büyük bir maliyet oluşturmaya başladılar. Değişken faizler artarken hem işi hem geliri olmayan kişilere verilen krediler, konut fiyatlarının yükselmesinde kritik

¹² Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Federal Funds Effective Rate [FEDFUNDS], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>, October 12, 2021.

¹³ https://www.imf.org/external/datamapper/HH_LS@GDD/USA?year=2019

bir rol oynadı. Bu yüksek riskli kredi sahiplerinin kredilerini geri ödememesi, finansal sistemde büyük bir krize sebep oldu. Konut fiyatlarındaki artışın durmasına paralel bankaların sattığı menkul kıymetleştirilmiş varlıklar, kredi faizlerinin artması sonucunda geri ödenmedi, değersizleşti (Birdal 2018, 93). Kısaca, bu karmaşıklaşan finansal sistemde verilen kredilerde geri ödemelerin gerçekleşmemesi, 2008 krizine giden yolu hızlandırdı.

Küresel finansal piyasalarda yatırım araçlarının çeşitlenmesi ve risklerin toplumun geneline yayılması, riski azaltma amacı taşısa da aslında krizlerin toplumsallaşmasına sebep olmaktaydı. 2008 Finansal Krizi'ne giden süreçte krizin toplumsallaşmasında finansal piyasalardaki aktörler kadar bu piyasaların düzenlenmesinde görev yapan karar alıcılar da önemli rol oynadılar (Birdal 2009, 21). Bir başka deyişle bu süreçte kredileri geri ödeyememe riski yüksek düşük gelirli gruplara değişken faizle verilen konut kredileri ve karmaşıklaşan finansal piyasalardaki bilgi asimetrisi, küresel finansal piyasalardaki ahlaki tehlike sorununu bir başka finans krizi ile tekrar gösterdi.

2008 Finansal Krizi, ABD'de konut fiyatlarıyla başladıysa da tüm ekonomiyi etkiledi. Bunun ardından FED, krizin etkilerini hafifletmek için 2008 yılının Aralık ayında ilk varlık alım programını açıkladı.¹⁴ Varlık alım programları ile krize giren sektörlerdeki batamayacak kadar büyük firmaların kurtarılması amaçlandı. Bunun için hem faiz oranlarının düşürülmesi hem de varlık alımlarının hızlandırılması

¹⁴ FOMC. 2008. "Meeting of the Federal Open Market Committee on December." <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081216meeting.pdf>.

kararlaştırıldı. Bu tür para politikalarının enflasyon yaratması beklense de doların uluslararası ticaretteki fonksiyonu sayesinde bu gerçekleşmedi.¹⁵

Yukarıda açıkladığım ABD’de başlayan 2008 Finans Krizi, küresel finansal piyasaları olarak adlandırdığımız birçok ülkenin finansal piyasalarında farklı finansal yatırım araçlarının alınıp satılması yoluyla gerçekleşen sermaye hareketleri sonucu (rneğin, gelişmekte olan ülkelerdeki tahvil ve hisse senetlerine olan yatırımlar ve finansal akımlar) gelişmekte olan ülkeleri de etkiledi. Kısaca, gelişmekte olan ülkeler özellikle 2000’li yılların başından beri FED’in uyguladığı düşük faiz politikalarından etkilendi. Düşük faiz ortamında artan kredilere paralel bollaşan likidite, sermaye hareketlerini (doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve borçlanma) gelişmekte olan ülkelerde artırdı. Nitekim, ikinci bölümde tablo 2.5’te gördüğümüz gibi gelişmekte olan ülkelerdeki özel sektör borçluluğu 2000’li yıllardan sonra arttı. Bu artışta finansal piyasaların derinleşmesi, borç veren kreditörlere ulaşım kadar uluslararası piyasalarda düşük faizin norm olması da etkilidir. Benzer şekilde tablo 3.7’de de görüleceği gibi parasal genişleme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının miktarı hızlı bir şekilde arttı. Bu artış cari açığın finansmanında kullanıldı. Sermaye akımlarının hızlı bir şekilde artması, gelişmekte olan ülkeleri uluslararası finans sermayesine karşı daha bağımlı hale getirdi. Gelecek bölümde sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler arasında izlediği devamlılık ve değişimleri inceleyeceğim.

¹⁵ Bu durumu aynı zamanda ikinci bölümde değindiğim Kaltenbrunner ve Paineira’nın çalışmasında, doların parasal hiyerarşideki rolü ile de açıklayabiliriz. (Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2018). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 23(3), 290–313. <https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1349089>)

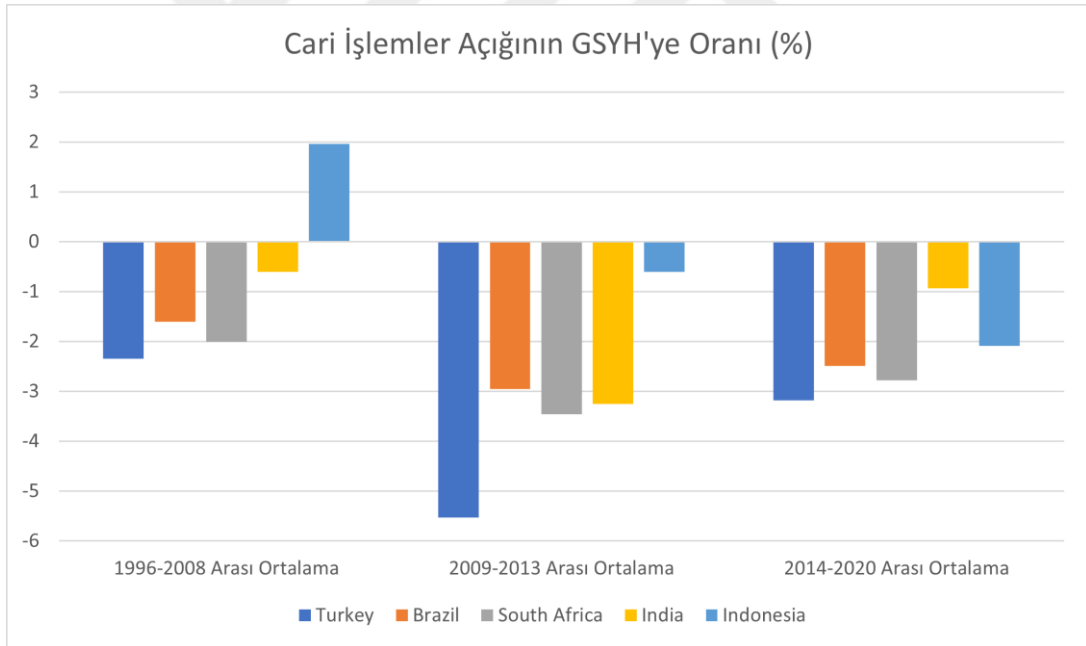
3.4. Türkiye'nin Finansallaşma Sürecinde Kırılgan Beşli'den Ayrışması

Gelişmekte olan ülkeler arasında “kırılgan beşli” olarak adlandırılan ülkeler, Türkiye’de son dönemde gözlemlenen finansallaşmayı küresel finansal piyasalarındaki parasal genişleme çerçevesinde anlamamız için önemlidir. Bu ülkelerin “kırılgan beşli” olarak tanımlanmasının nedeni, ABD’nin para politikasına karşı potansiyel kırılganlıklarından kaynaklanmaktadır (Bhattaria, Chatterjee ve Park, 2018, 2). Kırılgan beşli kavramı, ilk olarak Morgan Stanley’de çalışan bir ekonomist tarafından ortaya atıldı. Kavram bahsedilen ülkelerin büyümelerini finanse etmek için dış kaynakları kullandığında bağımlı hale geldiğini ve gelişmiş ülkelerin para politikalarından sert bir biçimde etkilendiklerini ortaya koymak için kullanıldı.¹⁶

2009 yılında yaşanan parasal genişlemenin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini Bhattaria, Chatterjee ve Park kapsamlı bir çalışma ile incelediler. Kırılgan beşli olarak adlandırılan ülkeler ile diğer gelişmekte olan ülkeler arasında kriz sonrası etkiler açısından anlamlı bulgular tespit edildi. Çalışma, özellikle yerel para biriminin dolar karşısındaki değeri, uzun dönemli faiz oranları, bono indeksi (EMBI Index) ve sermaye akımları açısından kırılgan beşli olarak adlandırılan ülkelerin diğer gelişmekte ülkelere kıyasla daha çok etkilendiğini ortaya koydu (Bhattaria, Chatterjee ve Park, 2018, 19). Cho ve Rhee, 2013 yılındaki çalışmada küresel finansal krizden sonra yaşanan parasal genişlemenin Asya ekonomilerindeki etkilerini incelediler. Bu çalışmada yaşanan parasal genişlemenin özellikle döviz ihtiyacı bulunan ekonomilerde sermaye ve portföy yatırımlarını artırdıklarını ortaya koydular. Bununla birlikte finansal genişlemenin konut piyasasında varlık fiyatlarını artırıcı etkisini de gözlemlədiler (Cho and Rhee 2013, 16).

¹⁶ <https://www.nytimes.com/2014/01/29/business/international/fragile-five-is-the-latest-club-of-emerging-nations-in-turmoil.html>

Gelişmekte olan ülkelerin kendi içindeki farklılaşmayı, Kırılgan Beşli olarak adlandırılan ülkelerin parasal genişleme karşısındaki farklılaşmasını temel alarak bu ülkelerin daha derin bir incelemesini gerektirmektedir. Bu nedenle kırılgan beşli olarak adlandırılan ülkelerin finansallaşma sürecindeki cari işlemler dengesinden yola çıkarak, sermaye hareketlerindeki (doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve borç –özel sektör borcu ve toplam dış borç) eğilimi gözlemledim. Gözlemlediğim dönemi, Kırılgan Beşli ülkeleri arasında Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı kriz sonrası sermaye hareketleri açısından benzerlik ve ayrışmasını gösterebilmek için ABD'de FED'in faizleri düşürdüğü 2003 sonrası dönem de dahil 2008 küresel finans krizi ve sonrası açısından 1996-2008 ve 2008-2020 dönemleri olarak eşit on ikişer yıl olarak ayırdım.



Tablo 3.3. Cari İşlemler Açığının GSYH'ye Oranı, Kaynak: International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook and data files, and World Bank and OECD GDP estimates

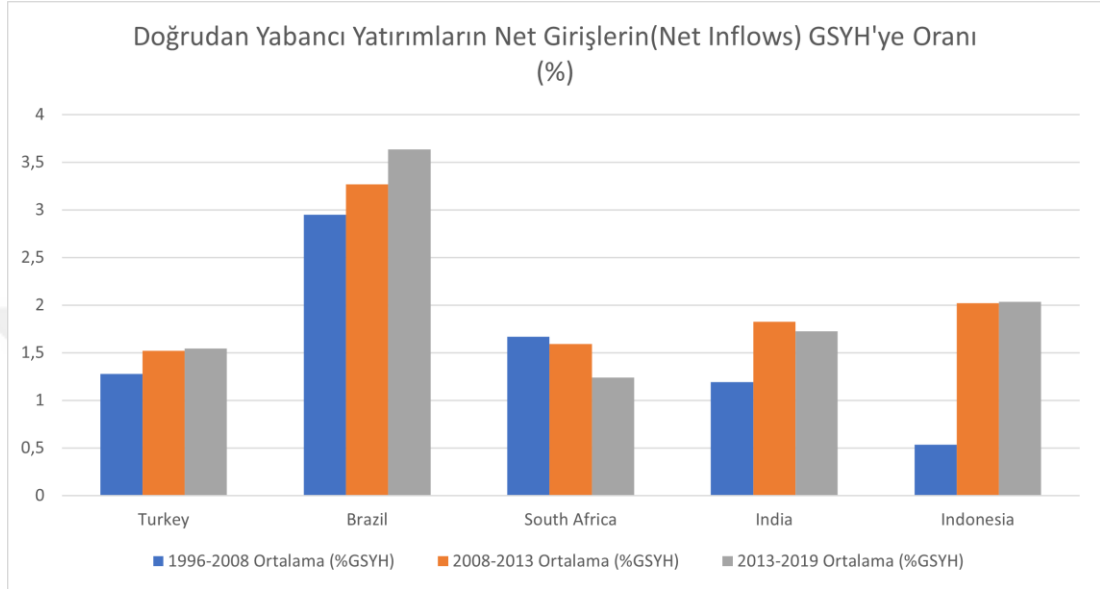
1996-2008 arası dönemde Endonezya'nın diğer ülkelerin aksine net bir şekilde pozitif ayrıştığını gözlemlemekteyiz. Kırılgan Beşlideki ülkelerin özellikle 2008-2013 arası süreçte finansal genişlemenin etkisiyle birlikte cari açıklarının GSYH'ye oranında net bir artış gözlemlemekteyiz. 2014-2019 arası dönemdeyse FED'in parasal

sıkılaşma kararıyla birlikte, bu ülkelerin cari açıklarında bir azalma gözlemlemekteyiz. Bu azalmanın en sert yaşandığı ülke Türkiye olmakla birlikte, Endonezya diğer ülkelerden farklı olarak cari açığın GSYH'ye oranında artış yaşamaktadır.

Kırılgan beşli ülkeleri, bahsedilen dönemlerde süreklilik gösteren cari açıklarını (1996-2008 arası Endonezya hariç) finanse etmek zorunda kalmışlardır. Bu finansman ihtiyacının büyüklüğü tablo 3.3'te gösterildiği gibi kırılgan beşli arasında da farklılaşmaktadır. Bu durum ülkelerin büyüme patikalarında tercih ettikleri yol ile açıklanabilir. İkinci bölümde bahsedilen talep odaklı büyüme ve ihracat odaklı büyüme modelleri, cari açık büyüklüğünü açıklayıcı özellik taşımaktadır. Özellikle Endonezya'da, GSYH içindeki ihracat payı yıllar içerisinde sürekli olarak bir düşüş eğilimi izlemektedir. İhracatın GSYH içindeki payı 2000 yılında %40 iken bu oran 2020 yılında %17'ye gerilemiştir. Türkiye bahsedilen üç dönem içerisinde de kırılgan beşli içerisinde en yüksek cari açık oranına sahip ülkedir. Bu cari açığın finansmanı konusunda Türkiye'nin diğer kırılgan beşli ülkelere nazaran büyümenin finansmanında dış kaynak ihtiyacının daha çok olduğunu göstermektedir. 2001-2013 yılları arasında ihracatın GSYH'ye oranı küçük miktarlarda değişirken cari açığın artması, Türkiye'nin büyümesinde ithalatın da etkisini göstermektedir.¹⁷

¹⁷ <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?locations=ID>

Dolayısıyla, cari açığın dengelenmesinde önemli sermaye hareketlerine (doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve borç –özel sektör borcu ve toplam dış borç) ayrı ayrı bakmamız önemlidir. Doğrudan yabancı yatırımın yıllar içerisindeki seyri Kırılğan Beşli ülkeleri arasında farklılaşma göstermektedir.

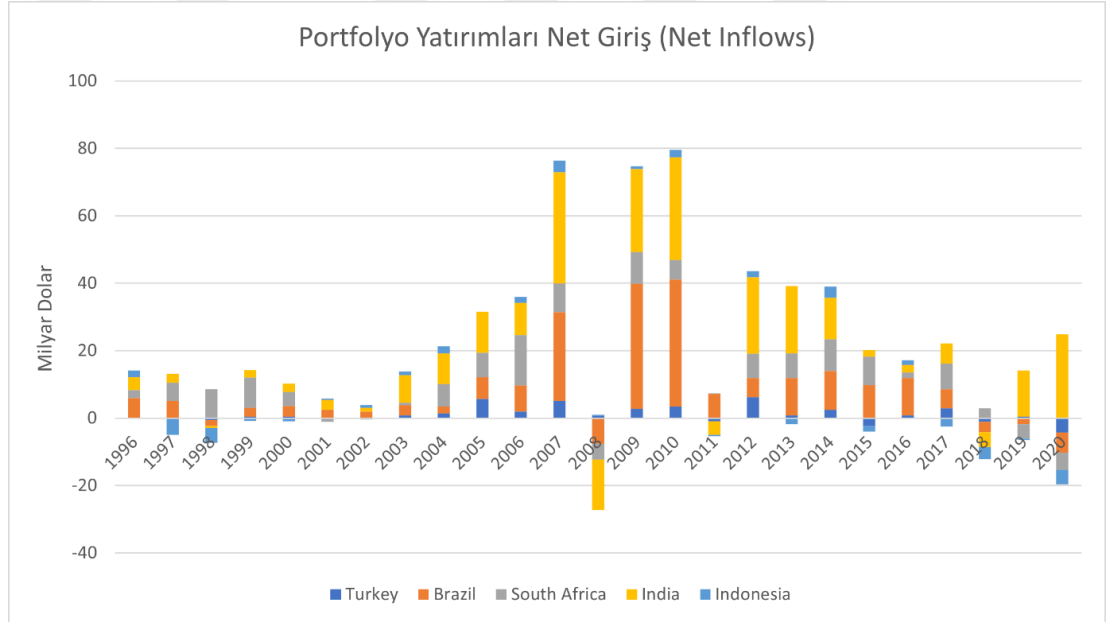


Tablo 3.4. Doğrudan Yabancı Yatırım Net Akımlarının GSYH'ye Oranı, Kaynak: International Monetary Fund, International Financial Statistics and Balance of Payments databases, World Bank, International Debt Statistics, and World Bank and OECD GDP estimates.

Tablo 3.4'te doğrudan yabancı yatırım net akımlarının GSYH'ye oranı gösterilmektedir. Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım net akımları incelenen dönemler arasında önemli bir artış göstermezken, Hindistan ve Endonezya'da hızlı bir artış gözlemlenmektedir. Güney Afrika'da bu durum tersi bir seyir izlemektedir. Dolayısıyla kırılğan beşli olarak adlandırılan ülkeler içerisinde finansal genişlemeye

ve sonrasında gerçekleşen daralma sürecine verilen ekonomik reaksiyonlar aynı devamlılık sürecini takip etmemektedir.

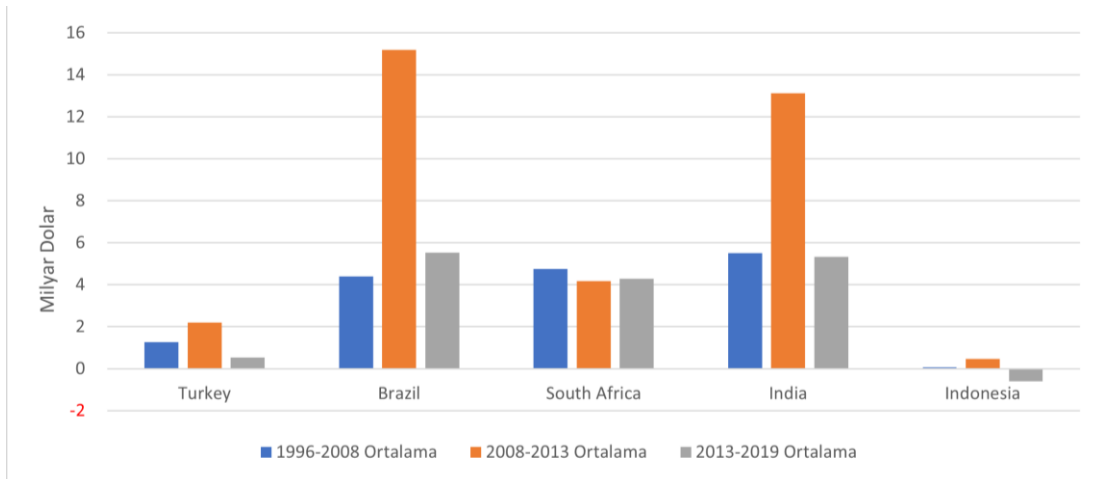
Kırılgan Beşlideki portföy yatırımlarını dönemler arası izlemek, özellikle ikinci bölümde bahsedilen küresel sermaye sahiplerinin finansallaşma aracılığıyla karlılığını yükseltmede gelişmekte olan ülkeleri tercih etmesi açısından önemlidir. Finansallaşmanın nedenlerinden biri, finansal aktörlerin gelişmiş ülkelerde düşük karlılığı, gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları aracılığıyla kompanse etmesidir. Dolayısıyla Kırılgan Beşli ülkelerinde portföy yatırımlarının seyrine bakmamız önemlidir.



Tablo 3.5. Portföy Yatırımları (Hisse Senedi) Yıllara Göre Net Giriş, Kaynak: International Monetary Fund, Balance of Payments database, and World Bank, International Debt Statistics.

Tablo 3.5'te görüldüğü gibi faiz oranlarının düşmeye başladığı 2000'li yılların başından itibaren kırılgan beşliye olan portföy yatırımları (hisse senedi) hız kazanmıştır. Özellikle 2000-2008 döneminde ülkelere giden portföy yatırımlar neredeyse üçe katlanmıştır. Buna karşı küresel finansal krizin olduğu 2008 ve krizin Avrupa'ya sıçradığı 2011 yıllarında finansal sermayenin hızlıca hareket ettiğini gözlemleyebiliriz. Doğrudan yabancı yatırımlardan farklı olarak portföy yatırımları

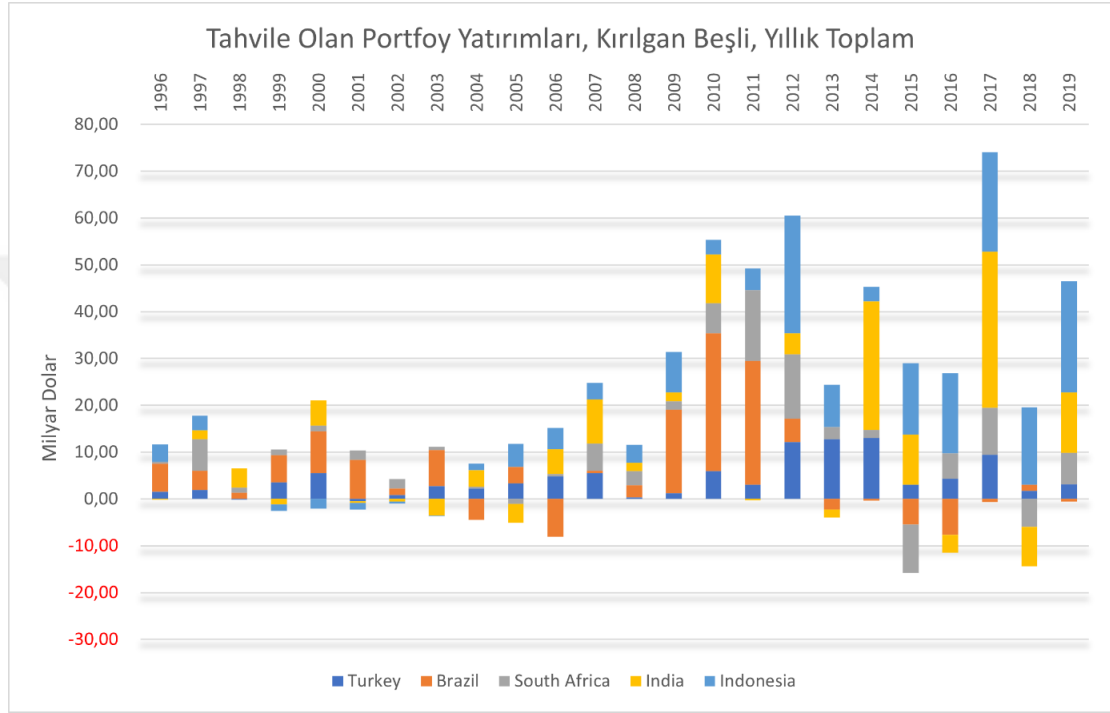
çok daha sert hareketler gerçekleştirmektedir. Bunun sebebi kullanılan araçların likit olması ve ülkelerde portföy yatırımlarına karşı kurumsal önlemlerin bulunmamasıdır. Sermayenin dolaşımı önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki kırılganlığı artırmıştır. Bunun yanında parasal sıkılaşmaya gidileceğinin açıklandığı 2013 yılının ardından portföy yatırımları düzenli olarak düşüş seyri içeresindedir. Tablo 3.6’da bu ülkelere yıllar içerisinde yapılan ortalama portföy yatırımlarının miktarı gösterilmektedir. Özellikle Brezilya ve Hindistan’da finansal kriz sonrası parasal genişlemenin yaşandığı 2008-2013 döneminde portföy yatırımları dört kata yakın artmıştır. Fakat, 2009-2013 yılları arasında Brezilya’nın ortalama büyüme performansı %4’lerden %-0,20’lere gerilemiştir. Yaşanan ekonomik daralmada ülke içi krizlerin etkisi belirleyici rol oynasa da finansal kırılganlığın artması ekonomik performansın kötüleşmesinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Türkiye’nin kırılgan beşli ülkeler içerisinde en düşük ikinci ülke olması, cari açığın finansmanı konusunda portföy yatırımlarının etkisi açısından diğer ülkelerden ayrıştığını göstermektedir.



Tablo 3.6. Portföy Yatırımları (Hisse Senedi) Net Akım Yıllara Göre Ortalama, Kaynak: International Monetary Fund, Balance of Payments database, and World Bank, International Debt Statistics.

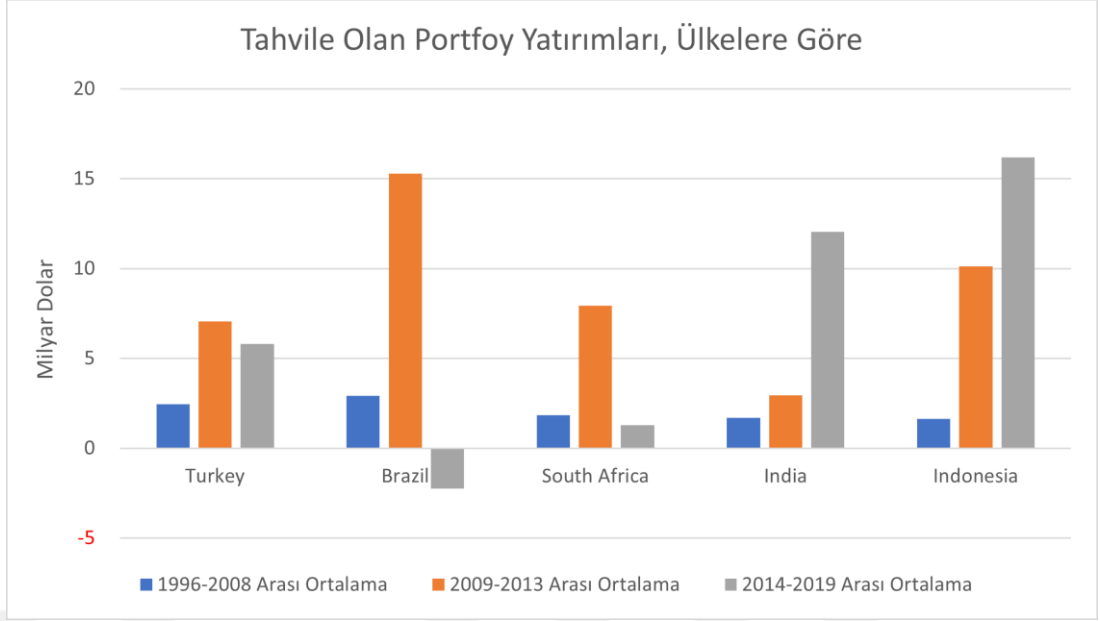
Kırılgan Beşli ülkelerinde finansallaşma sürecinde sermaye hareketlerinde benzerlik ve ayrışmayı incelemek için bakmamız gereken bir başka değişken

borçlanma oranlarıdır. Parasal genişleme sürecinde gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal akımların büyük bir bölümü borçlanma araçlarıyla gerçekleşmiştir. Bunu gözlemlemek için portföy yatırımları içerisinde borçlanma aracı olan tahvil (borçlanma) yatırımlarını inceleyeceğim. Tablo 3.7 hem özel sektör hem de devlet tahvillerinin dahil olduğu portföy yatırımlarını göstermektedir.



Tablo 3.7. Portföy Yatırımları (Tahvil-Borçlanma) Yıllara Göre Net Giriş, Kaynak: World Bank, International Debt Statistics.

Tabloda görüldüğü gibi borçlanma araçlarının gelişmekte olan ülkelere akışı 2008 krizine doğru hisse senedi araçlarına benzer seyir izlemektedir. Faiz oranları 1996-2013 arasındaki dönemde bu yatırımları açıklamak için belirleyici faktördür. Göreceli olarak yerel para biriminin değerinin sabit olduğu gelişmekte olan ülkelerde verilen yüksek faiz oranları, uluslararası yatırımcılar için gelişmiş ülkelerdekinden daha caziptir. Gelişmekte olan ülkelerdeki görece yüksek faiz oranları, finansal aktörlerin karlılığını yükseltmesi açısından bir araç oluşturmuştur. Parasal genişlemenin etkisiyle doların yerel para birimlerine karşı istikrarlı izlediği seyir, tablo 3.3'te gösterilen cari



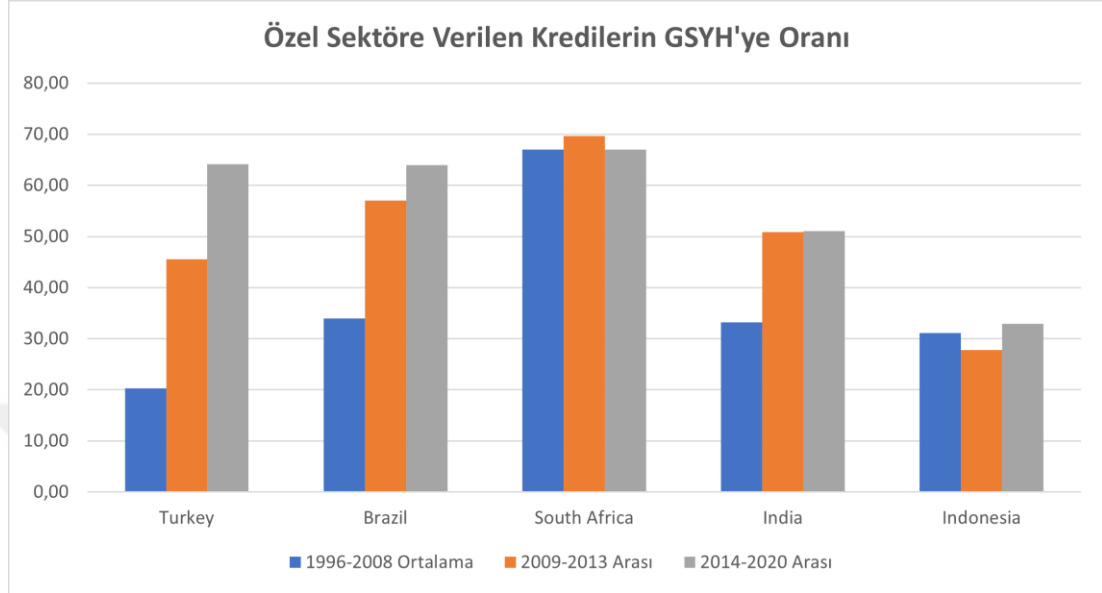
Tablo 3.8. Portföy Yatırımları (Tahvil-Borçlanma) Ülkelere Göre Ortalama, Kaynak: World Bank, International Debt Statistics.

işlemler açığının borçlanma yoluyla finansmanını ve kırılğan beşli olarak adlandırılan ülkelerin büyümelerini finanse etmelerine olanak tanımaktadır.

Tablo 3.8’de görüleceği üzere ülkelerin kendi ortalamalarına bakıldığında finansal genişlemenin ilk aşamasında (1996-2008) ve ikinci aşamasında (2009-2013) ülkelerin benzer bir seyir izlediği görülmektedir. Kırılğan beşli olarak adlandırılan bütün ülkelerde borçlanma aracı olarak tahvillere (özel ve devlet) yapılan olan portföy yatırımları iki dönem arasında keskin bir artış göstermektedir. Ancak ardından gelen sıkılaştırmanın ilan edildiği dönemde (2013-2019) tahvillere yapılan portföy yatırımları Brezilya ve Güney Afrika’da keskin bir düşüş gösterirken, Türkiye’de düşüş göreceli daha yumuşak olmuştur. Öte yandan tahvile borçlanma Hindistan ve Endonezya’da artmaya devam etmişlerdir. Benzer eğilimi tablo 3.9’da özel sektöre verilen kredilerin GSYH’ye oranlarındaki artıştan da gözlemlemek mümkündür.

Bu borçlanmanın hangi sektörlerde kullanıldığı, yatırımın geri dönüşlerinin nasıl olduğu daha detaylı araştırma gerekmektedir. Fakat, Türkiye diğer kırılğan beşli ülkelerinden belirgin bir şekilde farklılaşmaktadır. Yukarıdaki tablo 3.8 hem özel

sektör hem de devlet tahvillerini içermektedir. Ancak Türkiye’de özel sektörün tahvil çıkartması çok sık karşılaşılan bir durum değildir. Dolayısıyla portföy yatırımları ile satın alınan tahviller çoğunlukla devlet tahvillerini oluşturmaktadır.

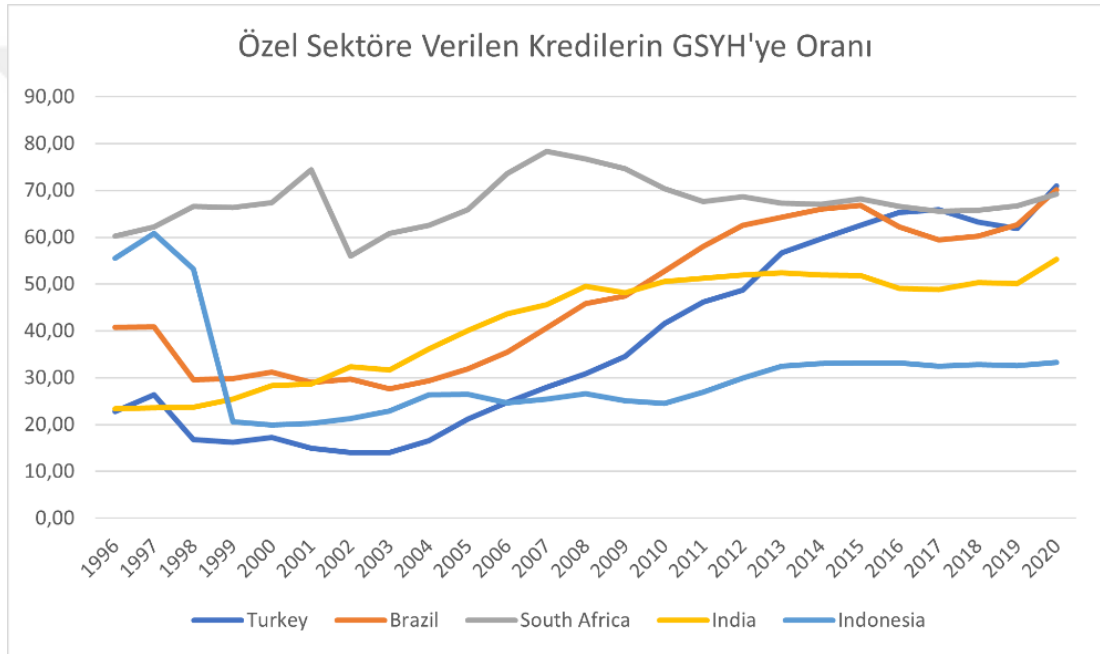


Tablo 3.9. Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYH’ye Oranı, Kaynak: International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files, and World Bank and OECD GDP estimates.

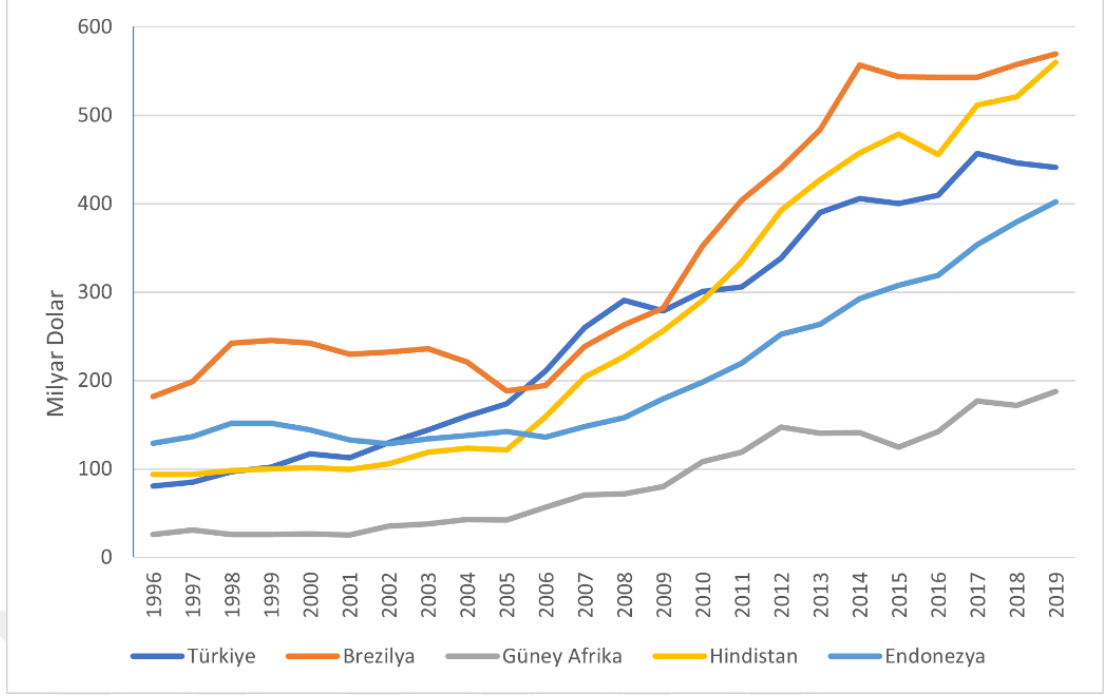
Borçlanma durumunun bir başka göstergesi olan özel sektöre verilen kredileri GSYH’ye oranına baktığımızda tablo 3.9’da görüleceği gibi Türkiye ve Brezilya’daki artışı dikkat çekmektedir. Türkiye’de miktar olarak portföy yatırımlarında tahville borçlanma bazı dönemlerde diğer Kırılğan Beşli ülkelerinden az veya yüksek gözlenirken (tablo 3.8), özel sektöre verilen kredilerin GSYH oranı, diğer ülkelere göre daha çok artmıştır. Özellikle 2014-2020 döneminde Türkiye’de özel sektör borçlanmasının GSYH oranı en yüksek gözlemlenmiştir (tablo 3.9). Özel sektör kredilerinin GSYH oranı Türkiye’de %20 seviyelerinden %65 seviyelerine, Brezilya’da %30 seviyelerinden %65 seviyelerine çıkmıştır. Güney Afrika, Endonezya ve Hindistan’da ise parasal genişlemenin ve parasal sıkılaşmanın yaşandığı dönemlerde Türkiye ve Brezilya’ya göre sert bir artış ya da azalma göstermemiştir.

Tablo 3.10 ve 3.11, yukarıdaki tablolara benzer şekilde borçluluk ile ilgili verileri göstermektedir. Küresel finansal piyasalarda parasal genişlemenin etkisiyle

Kırılgan Beşli içerisinde Türkiye ve Brezilya’da özel sektörün borçlanma eğilimi diğer ülkelere göre daha hızlı bir şekilde artmıştır. Tablo 3.11’de borç stoku (borç miktarlarının yıllar boyu kümülatif olarak toplamı) açısından değerlendirildiğinde ülkelerde finansallaşmayla birlikte gelen artış benzer bir eğilim izlemektedir. Tablo 3.11’de borç stokundaki bu artışta 3.10’dan farklı olarak, özel sektör dışı kesimdeki borçlanmanın etkisini gözlemleyebiliriz. Bununla birlikte tüm Kırılgan Beşli ülkelerinde dış borç stok olarak artsa bile Türkiye ve Brezilya dışındaki ülkelerde artışın GSYH’ye oranı artmamıştır (tablo 3.9).

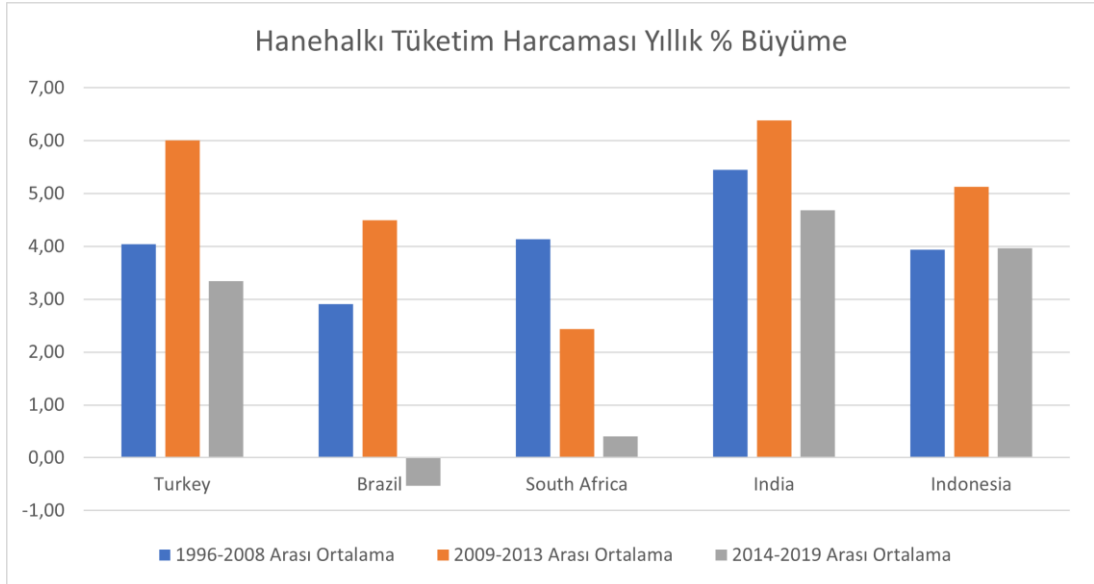


Tablo 3.10. Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYH’ye Oranı, Yıllara Göre, Kaynak: International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files, and World Bank and OECD GDP estimates.



Tablo 3.11. Yurt Dışı Borç Stoku, Kaynak: World Bank International Debt Statics

Son olarak, hanehalkı tüketimlerini, yukarıda açıkladığım sermaye hareketlerindeki (doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları, tahvil yatırımları ve borçlanma) eğilimlere göre gözlemlemek finansallaşma dönemleri içerisinde finansallaşmanın sonuçları açısından önemlidir.



Tablo 3.12. Hanehalkı Tüketim Harcamalarının Yıllık Büyümesi, Kaynak: World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.

Tablo 3.12’te hanehalkı tüketim harcamalarının yıllık ortalama büyümesi gösterilmektedir. Tabloya göre 1996-2008 ve 2009-2013 yılları arasında hanehalkı talepleri açısından Türkiye, Brezilya, Hindistan ve Endonezya’da bir artış gözükmemektedir. Güney Afrika’da ise hanehalkı talebinin yıllık büyümesi gözlemlenen üç dönem içerisinde de düşüş göstermektedir. Tüketim harcamalarının etkisi olarak Türkiye’de hanehalkı borçlanmasını göz önünde bulundurduğumuzda, hanehalkı borcunun GSYH’ye oranı 2002 yılında %1 seviyelerindeyken 2013 yılında %14 seviyelerine gelmiştir. Ardından belli bir düşüş gözlenirse de 2019 yılında %11 seviyelerinde gerçekleşmiştir (Güngen 2021, 113).

Özet olarak, yukarıda açıkladığım gibi finansal genişleme sonrası finansal genişlemenin yavaşlaması (2014-2020), bu ülkelerde farklı düzeylerde sermaye hareketleri sergilemiştir. Türkiye, diğer Kırılgan Beşli ülkeleri içerisinde tüm sermaye hareketleri açısından göreceli ayrılmıştır. Yukarıdaki tablolarda gösterilen verilerin yanında literatürde ilgili çalışmalar da bunu desteklemektedir. Bouraoui 2015 yılında yaptığı çalışmada, finansal genişlemenin yavaşlamasını Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Tunus ve Hindistan üzerinden incelemiştir. Finansal genişlemedeki yavaşlama, çalışmada gözlemlenen ülkeleri doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları üzerinden farklı düzeylerde etkilemektedir (Bouraoui 2015, 1571). Benzer şekilde Barroso, Kohlscheen ve Lima’nın çalışması da parasal genişlemedeki yavaşlamanın gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerinin farklı olduğunu ortaya koymaktadır (Barroso, Kohlscheen, and Lima 2014, 108).

Yukarıdaki değişkenler incelendiğinde ülkelerin finansal genişlemeye olan tepkileri benzerlikler içerdiği gibi ülkeler arasındaki farkları gözlemlemek de mümkündür. Cari açık, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarındaki (hisse senedi) araçlarında benzer eğilimler gözükse de özellikle tahvil araçları, borçlanma,

özel sektör kredi genişlemesi ve hanehalkı tüketim artışı gibi konularda ülkeler arasında farklılıklar mevcuttur. Fakat, özellikle Türkiye dikkate alındığında farklılığın çoğu sermaye hareketlerinde göreceli olarak miktar olarak az olması ama dönemler arasında artış olarak en çok olması veya GSYH'ye oranında en çok artış olması gibi ayrıştığını söyleyebiliriz. Nitekim Türkiye, 1994-2019 arası cari açığın GSYH'ye oranında her dönem en yüksek açığı veren, dönemler (1994-2008, 2008-2013 ve 2013-2019) arasında doğrudan yabancı yatırımın GSYH'ye oranında en az değişim yaşayan ve özel sektörün kredilerindeki artışı en hızlı yaşayan ülke olarak diğer kırılğan beşli ülkelerinden net bir şekilde ayrılmaktadır. Portföy yatırımları açısından hem tahvil hem de hisse senedini gözlemleyecek olursak, Türkiye bu dönemlerde diğer kırılğan beşli ülkeler içerisinde net bir ayrışma göstermemektedir. Ancak yukarıda belirttiğim gibi Endonezya'nın ardından Türkiye, hisse senedine olan portföy yatırımlarında 2013 sonrası dönemde miktar olarak sert bir düşüş yaşamış ve kırılğan beşli ülkeler içerisinde en düşük yatırıma sahip ikinci ülke olmuştur. Bu durum, yabancı yatırımcıların Türkiye'yi hisse senedi anlamında yatırım yapılabilir bulmadıklarını göstermektedir.

Son olarak, Türkiye'nin finansallaşma sürecinde diğer ülkelerden ayrışmasının en temelinde karar alıcıların yarattığı kurumsal değişim etkilidir. Bu kurumsal değişimi gözlemlemek için V-Dem endeksinin ölçümlerini kullandım. İlk olarak neopatrimonyalizmi endeksine (Neopatrimonial Rule Index) bakıldığında Türkiye'nin ülke skorunun 2001 yılında 0.29'dan 2008 yılında 0.32'ye yükseldiği gözükmektedir. Ancak 2009 yılından sonra gerçekleşen süreçte 0.32'den 0.86'ya yükselmiştir.¹⁸ Bu süreçte (2001-2019) neopatrimonyalizm endeksi Endonezya'da 0.42'den 0.46'ya,

¹⁸ Neopatrimonyalizm endeksi, kişisel iktidar biçimlerinin ülke kurumlarındaki etkisini göstermektedir. 0 ile 1 arasında ölçülmektedir. 1'e yaklaştıkça siyasal iktidarın kurumsal üzerindeki etkisinin arttığını göstermektedir.

Brezilya'da 0.25'ten 0.34'e, Hindistan'da 0.23'ten 0.31'e, Güney Afrika'da 0.23'ten 0.24'e yükselmiştir. Kurumsal değişimdeki bir diğer gösterge olan patronaj ilişkilerine (clientelism index) baktığımızda da Türkiye'de benzer bir değişim gözlemlenmektedir. Diğer kırılma beşli ülkelerden net bir şekilde olumsuz anlamda ayrılmıştır. Türkiye'de 2000 yılında 0.42 olan patronaj ilişkileri endeksi 2008 yılında 0.56'ya yükselmiştir. Bu oran 2019 yılına gelindiğinde ise 0.70'e ulaşmıştır. Aynı dönemde (2001-2019) Brezilya'da patronaj ilişkileri endeksi 0.44'ten 0.37'ye, Hindistan'da 0.51'den 0.53'e, Endonezya'da 0.50'den 0.59'a, Güney Afrika'da 0.34'ten 0.41'e gelmiştir.¹⁹ Ekonomideki devlet sahipliğine (state ownership of economy) baktığımızda bu endekste de Türkiye, diğer kırılma beşli ülkelerde oldukça farklı bir şekilde konumlanmaktadır. 2001 yılında Türkiye'de devletin ekonomideki sahipliği 2.96 seviyesindeyken 2008 yılında 3.15'e yükselmiş ardından 2019 yılında 2.40'a gerilemiştir.²⁰

Özetle, küresel düzeyde parasal genişlemenin finansallaşma sürecindeki farklılıklarını benzer yapısal etkilere rağmen ülke düzeyinde nasıl ayrıştığını açıklamak önemlidir. Yapısal etki hipotezinin açıklama kapasitesini kabul etmekle birlikte ülkelerin piyasa yapısını ve ülke içindeki kurumları incelemek gereklidir. Ülkelerin birbirinden farklı patikalar izlemesi, ülke içi kurumların ve finansallaşma sürecinde uygulanan politikaların önemini ortaya koymaktadır. Gelecek bölümde Türkiye'de 2008 Finansal Krizi sonrası finansallaşma sürecinde ekonomideki yerel aktörlerin ve kurumların etkileri tartışılacaktır.

¹⁹ Patronaj İlişkileri Endeksi ekonomideki kaynakların koşullu dağıtıma ne kadar hassas olduğunu göstermektedir. 0 ile 1 arasında ölçülmektedir. 1'e yaklaştıkça ekonomideki kaynakların dağıtımında iktidarın kararlarının ön plana çıktığını göstermektedir.

²⁰ Endeks 0 ile 4 arasında ölçülmektedir. 0 ekonominin tamamen devlet kontrolünde olduğunu ve tüm sahipliğin devlete ait olduğunu, 4 ise devletin ekonomide çok küçük bir sermayeye sahip olduğunu göstermektedir.

3.5. 2001 Krizi Sonrası Türkiye'nin Finansallaşma Süreci: Kurumsal

Düzenlemelerde Devamlılık ve Değişim

2001 Krizi, Türkiye'nin cumhuriyet tarihinde yaşadığı en büyük ekonomik kriz olarak adlandırılmaktadır. Bu krizin ardından hızlı bir reform ihtiyacı ortaya çıktı. Krizin açtığı hasarları onarmak ve yeniden toparlanma için dönemin 57. hükümeti Dünya Bankası'nda uzman Kemal Derviş'i 2001 yılında göreve getirdi. Dünya Bankası bürokratinin göreve getirilmesi, Türkiye ekonomisinin yeni bir döneme geçtiğine dair hem iç hem de dış piyasaya verilen bir sinyal görevi görmüştü.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı birkaç alt başlıktan oluşuyordu: Kamuda kaynak tahsisinin şeffaf bir şekilde sağlanması, ekonominin yeniden yapılandırılması, piyasa aktörlerine güven. Rapora bakıldığında Türkiye'nin 1980'li yıllarda başlayan liberal piyasa ekonomisine geçişinin hala devam ettiğini ve dolayısıyla devletin piyasa içerisindeki rolünün azalması beklenmekteydi. Reform paketi bu doğrultuda hazırlanmıştı. Türkiye ekonomisinin yeniden şekillendirilmesi için 15 kanun çıkartıldı. Finansallaşma açısından önemli değişiklikler şunlardı: (i) Dalgalı kur rejimine geçilerek kur ve rezervler üzerindeki baskı azaltıldı, (ii) Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilen bankaların yeniden yapılandırılması ve bankacılık sisteminin yeniden düzenlenmesi yapıldı; (iii) kamu harcamalarının finansmanı konusunda bütçe disiplini sağlanması amaçlandı.

AKP iktidara gelmeden önce yeniden yapılandırma sürecinin getirdiği siyasi maliyetler, 2001 krizi sonrası 2002 genel seçimine kadar devam eden koalisyon hükümetinde yer alan siyasi partilerin sorumluluğunda gerçekleşti. AKP hükümeti, reform programına devam etti. 2002 genel seçimleri sonunda AKP'nin tek başına iktidar olması, piyasa aktörleri açısından koalisyonlar hükümetlerinde yaşanan siyasi uyuşmazlıkların olmayacağına dair bir güven olarak görüldü. Aynı dönemde AB

Kopenhag Kriterlerini sağlama hedefiyle canlandırılan ilişkiler, ekonomik anlamda da güven sağladı (Öniş and Bakir 2007). Bu sayede Türkiye, tarihinde yaşadığı en büyük kriz olan 2001 krizinin ekonomik tahribatını hızlı bir şekilde tedavi etmeye başladı.

Yeni dönemde devletin büyük çoğunlukla kural koyucu rol üstlenmesi bekleniyordu. Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı'nda sunulan çerçeve, kamu bankalarının azaltılması, kur müdahalesinin ortadan kalkması, kamu ihale kanununun yeniden düzenlenmesi, merkezi yönetim açığının düşürülmesi gibi uygulamalarla devletin ekonomideki aktivitesinin azaltılmasına yönelikti. Planda ortaya konan genel çerçeve ekonomik süreklilik sağlamak için kurumsal çerçeveyi düzenleyici kurumların rolünü artırarak (BDDK, SPK gibi), devletin istikrarsızlık yaratan ve rant dağıtıcı rolünü azaltmayı hedefliyordu. Özellikle bankacılık sektöründe getirilen regülasyonlar, kaynak dağıtım mekanizmalarının siyasi etkilerden uzaklaştırılmasını amaçladı. Kamu bankalarındaki görev zararını azaltmak, özel bankalarda sermaye yeterliliğini yükseltmek amacıyla uygulamaya konan kanunlar, Türkiye'nin 2001 krizi sonrası döneminde bankacılık sektöründeki direnci artırmayı amaçlamaktadır. Benzer şekilde kamu ihale yasası, doğalgaz yasası, şeker yasası gibi kanunlarla birlikte Türkiye'de devletin ekonomideki rolünün azaltılıp yerine kuralları belirli bir piyasa ekonomisine geçiş planlandı (Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı 2001, 20-30).²¹

2002 yılında %8 büyüme açıkladı ve 1990'ların ortalarından beri yüksek seyreden enflasyon oranı hızla düşüşe geçti. 2004 yılına gelindiğinde Türkiye'de enflasyon oranı %8'lere kadar gerilemişti. Aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımlar, özellikle özelleştirme ile hızlı bir şekilde arttı. 2005'te Türkiye'ye gelen doğrudan

²¹ TCMB. 2001. "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı."
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b/program.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oF>.

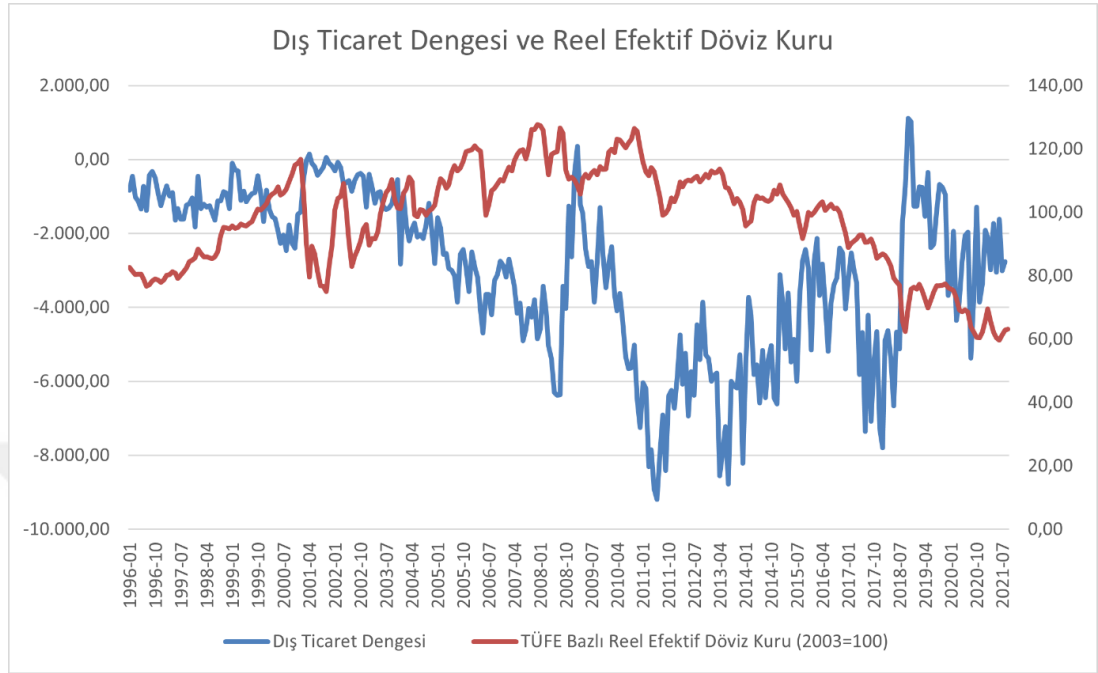
yabancı yatırım miktarı 20 milyar doları aşmıştı. Bu miktar, Türkiye'nin finansal reformları yaptığı 1980 yılından 2000 yılına kadar yapılan toplam yabancı yatırım miktarından daha yüksekti (Öniş and Bayram 2008). Ayrıca, üçüncü bölümün başında bahsedilen FED'in dot.com krizi ve 11 Eylül ile birlikte faiz oranlarında kademeli olarak düşüşe gitmesine paralel Türkiye'de kurumsal reformların gerçekleştirilmesi, küresel likiditenin bollaşma sürecinde Türkiye ekonomisinde sert parasal hareketleri engellemiştir.

Gelecek bölümde 2001-2008 ve 2008-2019 dönemlerini incelerken, Türkiye ekonomisindeki kırılmaların oluşmasında 2001 Krizi ve sonrasında alınan kararların etkisi büyüktür. Kasım 2002 seçimlerinden sonra iktidara gelen AKP'nin büyük oranda programa bağlı kalması, 2001-2008 döneminde Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı'nın önemini koruduğunu göstermektedir. Plan 2001 krizinden çıkılmasında önemli bir rol oynamasına ek olarak Türkiye ekonomisinin yapısal dönüşümünde finansallaşmanın hızlanmasını sağlamıştır. Aynı zamanda küresel ekonomide parasal genişleme ile birlikte açılan fırsat penceresinin hangi kurumsal kısıtlar içerisinde ilerleyeceğini belirlemiştir. Dolayısıyla Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı 2001 Krizinden sonra kısa süreli uygulanan bir program yerine, 2001-2008 arası dönemi açıklayıcı bir kaynak olarak çalışmada kullanılmıştır.

3.5.a. 2001-2008 Döneminde Finansallaşmanın Ülke İçi Belirleyicileri

Türkiye ekonomisindeki finansallaşma, finansal varlıkların ekonomide ağırlık kazanması, 2001 sonrası dönemde karşımıza çıkan ilk olgu olarak göze çarpmaktadır. Küresel ekonomide yaşanan parasal genişleme ile Türkiye'de yaşanan gelişmeler, finansallaşmanın boyutunu hızlandırdı. Özellikle Avrupa Birliği yanlısı tek parti hükümetinin iktidara gelmesi (AKP, 2001) ve IMF programına sadık kalınacağıının

belirtileri küresel likidite bolluğu ile birleşince 2008 krizine kadar olan dönemde Türkiye'nin ekonomik performansı, diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte olumlu bir



Tablo 3.13. Dış Ticaret Dengesi Türkiye ve Reel Efektif Döviz Kuru

seyir izledi. Buradaki belirleyici noktalardan biri doğrudan yabancı yatırım ve borçlanma imkanlarının artmasıyla birlikte Türkiye'de yaşanan suni refah artışıdır. Özellikle Türk lirasının dolar karşısında değer kazanmasıyla birlikte Türkiye'nin dış ticaret açığı artmaya başlamıştır. Tablo 3.13'te Türkiye'nin dış ticaret açığını ve reel efektif döviz kurunu birlikte gözlemleyebiliriz. Özellikle küresel finansal krize kadar parasal genişlemenin etkisiyle reel efektif döviz kurunda bir yükselme, ticaret dengesinde bir bozulma gözükmemektedir. Bu bozulmada Türkiye'nin net enerji ithalatçısı olmasının da etkisi vardır. Fakat, büyüyen cari açığın finansmanı için Türkiye'nin ağırlıklı borçlanma yolunu tercih ettiği yukarıdaki bölümlerde açıkladığım sermaye hareketleri arasında tahvile portföy yatırımları, özel sektör dış borcunun GSYH'ye oranı ve toplam dış borç stokunda gözlemlenen miktarlara dayanarak söylenebilir.

Türkiye'nin finansallaşmanın sonuçları açısından Kırılgan beşli ülkeleri arasında ayrışmasını şekillendiren mekanizmaları anlamamız için bu dönemde izlenen özelleştirme, para politikası ve küresel sermayenin ilgisi açısından makroekonomik iyileşmeyi incelemekte fayda vardır. Kurumsal kısıtlama kapsamında gözlemlenen bu mekanizmaların yanında son kısımda devlet ve iş insanları ilişkisini Türkiye'de tarihsel süreçte finansallaşma doğrultusunda değerlendireceğim.

2001-2008 döneminde Kemal Derviş reformları olarak bilinen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının uygulanmasına devam edildi. Tablo 3.17 Türkiye'deki yabancı yatırımları stokunun toplamını göstermektedir. Örneğin, 2001 yılında 18 milyar dolar olan yabancı yatırım stoku 2007 yılında 151 milyar dolar seviyelerine yükselmiştir. 2000'li yılların başından 2008 finansal krizine kadar yabancı yatırım stokunun artmasında özelleştirmenin etkisi unutulmamalıdır. Kriz sonrası oluşan özelleştirme yanlısı politikalarla birlikte özelleştirmelerin, değerinin altında ya da üzerinde olduğu uzunca bir süre tartışıldı. Bedirhanoğlu ve Angın 2013 yılındaki çalışmasında bu özelleştirmeleri blok özelleştirmeler şeklinde tanımlamıştır (Bedirhanoğlu and Angın 2013, 76). Çalışma, siyasal iktidar değişiminin ilk döneminde yaşanan bu özelleştirme hareketini, siyasi rüşt ispat çabası olarak adlandırmaktadır. Merkez bankası verilerine göre AKP'nin 2002-2008 arası döneminde özelleştirme gelirleri toplamda 30 milyar doların üzerine çıkmıştır.

Özelleştirme ayrıca kamu borçlarının azaltılması için de önemliydi. Kamu kesiminin borç yükü herkes tarafından kabul edilen bir sorundu. Bölüm 3.3'te bahsettiğim devletin ekonomik aktivitedeki rant dağıtıcı ve düzensizlik yaratıcı etkisi 2001 krizi sonrasında özel sektör tarafından daha da belirgin bir şekilde arzulanmayan müdahale haline gelmişti. AKP hem seçim öncesi süreçte hem de iktidara geldikten

sonra özel sektöre karşı bu tavrını devam ettirecekti. Öyle ki 2002 seçim beyannamesinde bu durum şöyle ifade edildi:

“Milletimizin teşebbüs gücü, ekonomik gelişmenin en önemli kaynağıdır. Devletin ekonomideki temel rolü, piyasalarda serbest rekabet koşullarını sağlamak ve teşebbüs gücünün önündeki engelleri kaldırmaktır.”

Türkiye’de bu dönemde finansallaşmanın sonuçları açısından sermaye hareketlerindeki artışı şekillendiren faktörlerden bir tanesi 2001 Krizi sonrası Türk lirasının değer kaybı karşısında ihracatta yaşanan artıştır. Rodrik’e göre yaşanan 2001 Krizi sonrasında yerel paranın hızla değer kaybetmesi, yaşanan gelir kaybı nedeniyle ithalatta daralma ve yerel para biriminin değer kaybetmesi sonucu ihracat kapasitesinin artması krizden çıkış için kolaylaştırıcı rol oynamıştır (Rodrik 2012, 52). Krizden çıkış sürecinde makro değişkenleri incelediğimizde, 2001 krizi ile birlikte ihracat ve ithalat miktarlarının birbiri ile eşitlendiği gözükmektedir. Bu da cari açık üzerinde olumlu etki yapmıştır ve Türkiye’nin krizden çıkışında kolaylaştırıcı bir rol oynamıştır.

Ayrıca, reel ücretlerin seviyesinin ekonomik büyümeye göre düşük kalması sermayenin üretimde verimliliği arttırması ve böylece verimlilikte artışın krizden çıkışta yardımcı olmasında dikkate alınmalıdır.²² Bir başka deyişle reel ücretlerin artmamasına rağmen verimlilikte yaşanan artış, Türkiye’yi yatırımcıları açısından karlılığı yüksek bir ülke haline getirmektedir. Dolayısıyla, makroekonomideki bu gelişmeler, küresel finans piyasalarındaki düşük faiz ve bol likidite ile birleşince, bu

²² Zekeriya Yıldırım 2015 tarihli çalışmasında Türkiye’deki toplam faktör verimliliğinin arttığını ancak bunun reel ücretlere yansımadığını ortaya koymaktadır. Yıldırım, Zekeriya. 2015. “Relationships among Labour Productivity, Real Wages and Inflation in Turkey.” *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja* 28 (1): 85–103. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2015.1022401>.

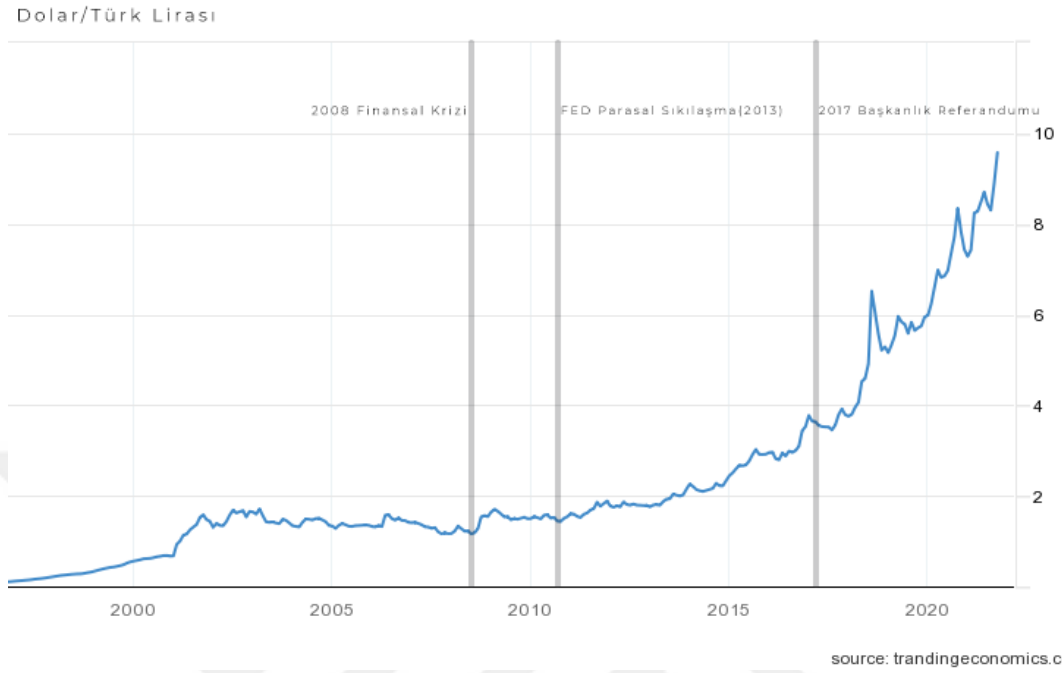
dönemde (2001-2008) Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlarda ve borçlanma imkanlarında artışı açıklayabiliriz.

Bu süreçte makroekonomik iyileşmenin uluslararası sermayenin Türkiye’ye bakış açısına etkisini kredi derecelendirme kuruluşlarının puanlamalarında gözlemleyebiliriz. S&P’nin ülke puanlamalarına göre 2001 krizinden sonra Türkiye 2013 yılına kadar sürekli olarak olumlu yönde gelişme kaydetmiştir. Benzer bir eğilimi Moodys ve Fitch gibi diğer kredi derecelendirme kuruluşlarında da gözlemlemek mümkündür. Bu dönemde ayrıca AB ile olan ilişkilerde yaşanan tam üyelik müzakerelerinin başlaması da hem sermaye akımları açısından hem de kredibilite açısından uluslararası finansal sermayeye güven teşkil etmiştir.

Bu dönemde para politikasına baktığımızda 2001 krizi sonrası merkez bankasının özerkliği artırılmış, düşen enflasyon ile birlikte para politikasında siyasi iradenin etkileri azalmıştır.²³ Fiyatlardaki artışın yavaşlaması ve küresel finansal piyasalarda parasal genişlemenin etkisiyle birlikte TCMB faiz oranlarında indirime gitmiş, 2008’e gelirken ortalama faiz %20’lerin altına inmiştir. Ayrıca, izlenen para politikası sonucu Türk lirasının istikrarlı değerinin devam etmesinden ötürü, Türkiye’de sermaye hareketlerinin artması için bir fırsat penceresi açılmıştır. Tablo 3.18’de Türk lirasının 2001 Krizi sonrası döviz karşısındaki değerinde düşüşle birlikte

²³ Enflasyon önceki dönemlere kıyasla kontrol altına alınmış ve 2008 yılına gelindiğinde %8 seviyelerine gerilemiştir.

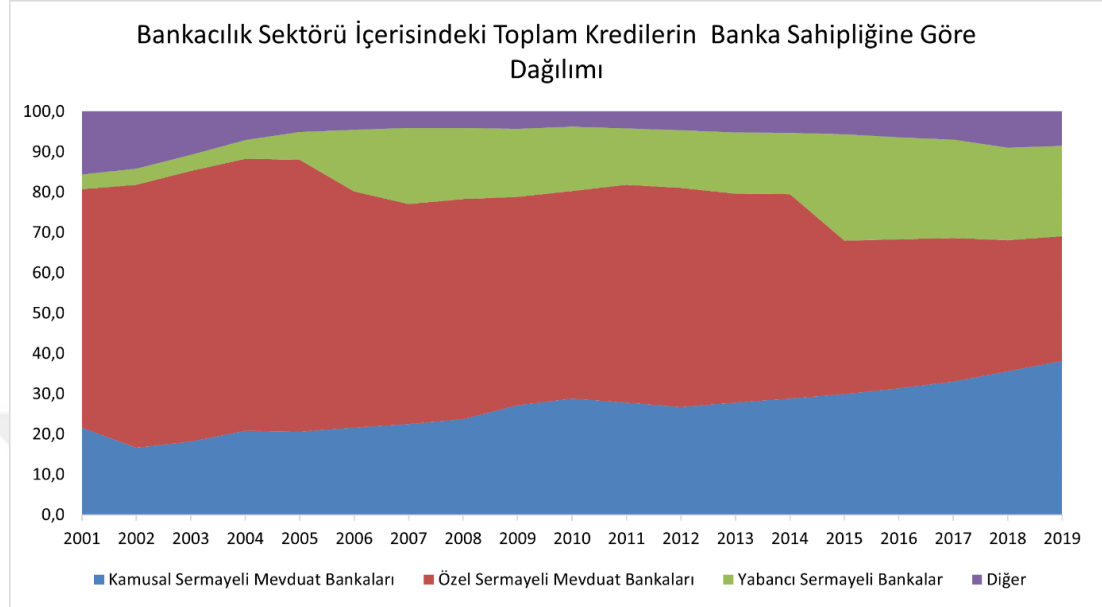
2008 yılına kadar istikrarlı olduğu ama daha sonraki dönemlerde değer kaybının artarak hızlandığı gösterilmektedir.



Tablo 3.14. Türk lirasının dolar Karşısındaki Değeri, Kaynak: Tradingeconomics

Türkiye’de makroekonomik istikrarında önemli konulardan biri, önceki bölümlerde değindiğim gibi Türkiye’de devletin kamu iktisadi teşekküllerinin yanında devlet bankaları aracılığıyla ekonomiye müdahale etmesidir. Bu dönemde kamu bankalarının bankacılık piyasasında payı devam etmekle birlikte, finansallaşmanın sonuçları açısından yeni bir gelişme, yabancı bankaların paylarının artmasıdır. Tablo 3.15’te 2001-2009 arası dönemde Türkiye’deki bankaların toplam kredilerin banka sahipliğine göre dağılımı gözükmektedir. Tabloya göre kamu sermayeli bankaların 2001’de sektör içerisindeki payı %32’den 2010 yılında %31’e, özel sermayeli bankaların payı %56’dan %51’e gerilemiştir. Yabancı sermayeli bankaların payı ise bu dönemde %3’ten %14’e çıkmıştır. Bu durum finansallaşma sürecinde yabancı bankaların süreçlere dahil olmasını, literatürde belirtildiği gibi destekleyen bir gözlemdir. Yabancı sermayeli bankaların toplam kredi ve alacaklar içindeki oranı 2001 yılında %4 seviyelerindeyken 2010 yılına gelindiğinde %16 seviyesine çıkmıştır.

Yabancı bankaların payının artmasında finansallaşma sürecine eşlik eden s AB üyelik görüşmeleri, Türkiye'nin kredi genişlemesine gitmesi ve döviz kurlarındaki istikrar önemli olmuştur.



Tablo 3.15. Toplam Kredilerin Sahipliğe Göre Dağılımı, Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği

Türkiye’de bu dönemde finansallaşma sürecinin sonuçları açısından önemli bir yeni gelişim hanehalkı borçlanmasının artması ve inşaat sektöründe kurumsal düzenlemelerle kamu bankaları aracılığıyla devletin müdahaleciliğinin devam etmesinin sağlanmasıdır. Borçlanma talebinin büyük bir bölümünü konut ve taşıt kredileri oluşturmaktadır. Öte yandan konut talebine eşlik eden bu iç borçlanmanın karşılanmasında kamu bankalarının Türkiye ekonomisinde devletin müdahalesi anlamında rolü devam etmektedir. 2002 yılında kamu bankalarının toplam kredilerdeki sektör payı %17 iken 2008 yılında bu oran %23’e, 2019 yılında ise %38’e yükselmiştir. Nitekim, devletin etkinliğinin devam etmesine bir araç olan konut sektöründe yapılan düzenlemeler, kamu bankalarının rolüyle birlikte dikkate alınmalıdır. 2003 yılında Toplu Konut Kanunu’na yapılan eklemeler konut sektörünün gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. Kanun 1984 yılında çıkmasına rağmen 2003 yılında gerçekleştirilen değişimle birlikte ferdi konut mimarisinin gelişimi, gecekonduların dönüşümü

gibi konularda TOKİ yetkilendirilmiştir. Bunun yanında sadece bireysel konular değil, turizm altyapıları, okul, karakol, ibadethane ve birçok alan TOKİ'nin kaynakları tarafından finans edilebilecektir. Bu durum inşaat sektörünün sadece özel yatırımlar tarafından değil devlet tarafından kamu bankalarından sağlanan kredilerle geliştirilen bir sektör olduğunu bize göstermektedir. Nitekim yapılan ilgili bir çalışmada inşaat sektörünün taşıyıcı aktörünün özel sektör değil, devlet olduğu belirtilmiştir (Demiralp, Demiralp, and Gümüş 2016, 87). İnşaat yanında taşımacılık, sanayi ve hatta sağlık sektörlerinde yapılan altyapı yatırımları kapsamında hanehalkı borçlanma, özel sektör borçlanma ve AKP hükümetinin altyapı projelerinin belirlenmesindeki rolü, finansallaşmanın sonuçlarında borçlanma açısından önemlidir. Bu durum, 1990'lı yıllarda gözlemlenen devlet ve iş insanları arasındaki ilişkinin AKP döneminde yeni yükselen sermaye gruplarına yayılmış bir formu olarak okunabilir.

Özetle 2001-2008 döneminde makroekonomideki tüm bu gelişmelerin sonucunda literatürde tanımlanan finansallaşma olgusu, Türkiye'de hız kazanmıştır. Nitekim, finansal aktörlerin ekonomi içindeki payı artmış ve hanehalkı borçlanma oranları yükselmiştir. Bu dönemde devletin rolü, finansallaşmanın sonuçları açısından Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı doğrultusunda kurumsal olarak sınırlı kalmıştır. Bunun istisnası, yukarıda açıkladığımız inşaat ve diğer sektörlerdeki altyapı yatırımlarında devletin belirleyici rolünün devam etmesidir. Diğer yandan finansallaşma sürecinde bu dönemde merkez bankası para politikasının, düzenleyici kurumlar ve küresel finansal aktörlerin gelişmekte olan ülkelerdeki göreceli karlılık doğrultusunda portföy yatırımlarının ve borçlanmada özel sektöre verdikleri kredilerin belirleyici olduğu söylenebilir.

Türkiye'de 2001-2008 döneminde finansallaşmanın nasıl şekillendiğini anlamamız için kurumsal kısıtlar yanında (Güçlü Ekonomiye Geçiş Planının

uygulamaya devam edilmesi) devlet ve iş insanları ilişkisini Türkiye’de tarihsel süreçte finansallaşma doğrultusunda değerlendirmemiz gerekir. Daha önceki dönemlerde devletin ekonomiye müdahaleleri yoluyla iş dünyasını şekillendirici rolünde bu dönemde daha temkinli olduğu söylenebilir. Kamu ihale kanununda yaşanan değişiklikler ve özelleştirmelerde yapılan usulsüzlük iddialarına rağmen bu dönemde partizan kamu kaynakları dağıtımının söz konusu olduğuna dair güçlü bir kanıt gözükmemektedir. Bununla birlikte özellikle kamu ihale kanunundaki değişiklikler ve muafiyetler inşaat sektörü ve altyapı yatırımı gerektiren diğer sektörlerde bilgi asimetrisi sorununu artırmıştır. İlerleyen dönemlerde ayrıcalıklı sınıf olarak tanımlanacak inşaat sektöründeki büyük firmalar, bu dönemde Kamu İhale Kanunu’ndaki gerçekleşen değişikliklerden faydalanacaktır. Bunun yanında Türkiye’nin finansallaşma süreçlerinde daha önce nadir olarak görülen ancak gelecekte sıkça kullanılacak bir mekanizmanın ilk örneği bu dönemde gerçekleşmiştir. Bu yeni mekanizma siyasi iktidara politik olarak uzakta duran sermaye sahiplerinin vergiler yoluyla cezalandırılması. Bunun ilk örneğini Petrol Ofisi’ne 2006 yılında kesilen ceza ile görmekteyiz. Bu durumun önemi, Türkiye’deki iş dünyasında devletin belirleyici rolünü temsil etmesidir. Finansallaşma perspektifinden yansımaları, kamu ve özel bankaları ucuz kredi vermeye, zorlamak olarak gözlemleyebiliriz. Gelecek bölümde, 2008 finansal krizi ve sonrasında finansallaşma sürecinde siyasi karar vericilerin yaptığı kurumsal değişimler ve devletin müdahaceliğinin artmasıyla, Türkiye’nin Kırılgan Beşli ülkeleri arasında ayrışmasının nasıl şekillendiğini inceleyeceğim.

3.5.b. 2009-2019 Döneminde Finansallaşmanın Ülke İçi Belirleyicileri

Türkiye'nin finansallaşma sürecinde 2008 finansal krizi sonrası dönem, Kırılgan Beşli ülkeleri arasında ayrışmasında birçok açıdan belirleyici olmuştur. Tablo 3.13'te gösterilen dış ticaret dengesinde ve reel efektif döviz kurundaki bozulma açısından bakacak olursak kriz ertesinde 2008-2010 yıllarında Türkiye'nin reel efektif döviz kuru parasal genişlemenin de etkisiyle değer kazanmaya başlamış, ama 2013 sonrası değer kaybı hızlanarak devam etmiştir. Yerel para biriminin değer kaybedip ihracat odaklı krizden çıkış modeli yerine, Türkiye 2009-2019 döneminde iç tüketimini borçlanma yoluyla artırarak krizden çıkış yolunu tercih etmiştir. Ülkedeki ekonomik elitlerin ve siyasilerin krizi atlama için birlikte yaptığı kampanyalarda da iç talep odaklı tüketim stratejisini gözlemlemek mümkündür. TOBB'un başlattığı, Başbakan Yardımcısı Ali Babacan'ın desteklediği 2009 yılında başlatılan "Alın verin ekonomiye can verin" kampanyası buna örnek teşkil etmektedir.²⁴ Türkiye hiçbir zaman ihracat odaklı bir büyüme modelini tam anlamıyla uygulayamasa da krizlerden çıkışta ihracatta yaşanan artış, krizin etkilerini azaltmada büyük bir etken olmuştur. Bu durumun tersine döndüğü kriz, 2008 finansal krizidir. Bu kriz sonrasında krizden çıkış için iç talebin büyümesi stratejisi izlenmiştir.

Ancak bu strateji Türkiye'deki kronik tasarruf açığı ile birlikte düşününce, büyümenin finansmanı için üç seçenek gözükmektedir: Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve borçlanma. Bu seçenekler içerisinde Türkiye'nin doğrudan yabancı yatırımlarında tablo 3.6'da gözüktüğü gibi büyük bir sıçrama olmamıştır. Bununla birlikte portföy yatırımlarındaki oynaklık (volatilité) artmakta ve hisse senedi yerine daha çok borçlanma aracı tahvil ağırlıklı portföy yatırım girişi sağlanmıştır

²⁴ <https://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/alın-verin-ekonomiye-can-verin-kriz-sakinlessin-yuzler-gulsun-12355087>

(tablo 3.6 ve 3.8). Türkiye'nin net enerji ithalatçı olmasına karşı, Türk lirasının görece yüksek değeri yükselen enerji fiyatlarının Türkiye ekonomisindeki olumsuz etkisini sınırlandırmıştır. Ancak 2013 yılından sonra hem Türkiye'de yaşanan siyasi gelişmeler hem de dünyada parasal sıkılaşma politikaları hem Türk lirasındaki oynaklığı hem de Türkiye ekonomisindeki kırılganlığı artırmıştır. Kısaca, Türkiye'nin bu süreçte büyümesini finanse ettiği ana kaynak borçlanmadır. Kırılgan Beşli ülkeleri arasında Türkiye'nin 2008 sonrasında sürekli ve hızla artan borçlanması bu açıdan açıklanmalıdır (tablo 3.10 ve 3.11)

Tablo 3.15'te kamu bankalarının 2008 Finansal Krizi sonrası toplam krediler içerisindeki payının arttığı gözlenmektedir. Türkiye'de devlet kamu bankaları aracılığıyla ekonomide rant dağıtıcı rolünü yeniden üstlenmeye başlamıştır. Bunu kimi zaman maliyetinden ucuz krediler yoluyla, kimi zaman belirli şirketlere verilen kamu kredileri yoluyla, kimi zaman da kamu bankaları kaynaklarıyla doğrudan döviz müdahaleleri yoluyla gerçekleştirmiştir. Özellikle 2017 sonrası dönemde Merkez Bankası'nın döviz rezervleri konusunu ileride inceleyeceğim.

2008 Finansal Krizi sonrası dönemde finansallaşmanın sonuçları arasında Türkiye'yi ayrıştıran borçlanmadaki artış eğilimine paralel, kurumsal yapıdaki ilk değişikliklerden biri, 2010 Anayasa değişikliği olmuştur. Anayasa değişikliği doğrudan ekonomi kurumları üzerinde olmasa bile yargıdaki değişiklik yaparak izleyen siyasi süreçte uygulanacak hukuki düzenlemeler için siyasi iktidarın hareket alanını genişletmiştir. Örneğin, Kamu İhale Kanunu'ndaki değişiklikler ile ihalelerde yaygın olmayan usuller tercih edilmeye başlanmıştır. Ayşe Buğra bu durumu 2015 yılında ifade ettiğinde değişiklik sayısını 100'den fazla olarak tanımlamıştır (Buğra 2015, 126). Çiğdem Toker ise 2021 yılında 191 kez değiştiğinin altını çizmektedir.²⁵

²⁵ <https://www.birgun.net/haber/kamu-ihale-kanunu-192-kez-degistiriliyor-343171>

Bu değişiklikler, AKP çoğunluk hükümetinin kararlarıyla ve bazen kanun hükmünde kararnameler yoluyla 2001 Krizi sonrası yapısal ekonomik reformlarla sağlanan kurumsal denetimi zayıflatmıştır. Türkiye’de kurumsal değişimi Freedom House, Varieties of Democracy gibi endekslere baktığımızda gözlemleyebilmekteyiz. Mahkemelerin bağımsızlığı, hukukun üstünlüğü gibi endekslerde 2013 yılından sonra sert bir düşüş gözlemlenmektedir.²⁶ Bu endekslerin birçoğunun belirleyici faktörleri içerisinde düzenleyici ve denetleyici kurumların bağımsızlığı da yer almaktadır. Fakat, örneğin merkez bankasının hükümetin siyasi müdahalesine karşı bağımsızlığını koruması 2011 yılından itibaren zayıflatılmıştır. 2011 yılında çıkartılan 637 numaralı KHK ile “Finansal İstikrar Komitesi” kurulmuştur. Bu komitenin görevlerinde sistemik riskleri belirlemek, koordinasyon sağlamak gibi hususlar yer alsada kurulun başkanlığını hazine bakanı yapmaktadır. Kurulun temel amaçlarından bir diğeri de isminden de anlaşılacağı gibi fiyat istikrarı için önlemler almaktır. Bu görev normalde TCMB'nin görevidir. Hukuken başkanlığını Hazine Bakanının yaptığı bir kurula bu görevi yüklemek, TCMB’nin bağımsızlığını azaltıcı bir fonksiyon taşımaktadır.

Düzenleyici ve denetleyici kurumların üzerindeki baskının ve gelecekte yaşanacak değişimin habercisine bir başka örnek, dönemin Başbakanı Recep Tayyip Erdoğan’ın merkez bankasına 2014 yılında ilk karşı çıkışıdır. Çünkü TCMB, 2014 yılında 2013 sonrası parasal sıkılaşma ile birlikte hem enflasyonu düşürmek hem de Türk lirasındaki değer kaybını önlemek amacıyla faiz oranlarını %4 seviyelerinden %10’a yükseltmişti. Başbakan Erdoğan yüksek faizi vatani satmak şeklinde nitelendirdi.²⁷

Dolayısıyla kurumsal değişimle şekillenen para politikasındaki değişikliklerin, Türkiye’nin Kırılgan Beşli içinde ayrışmasında açıklayıcı olduğunu söyleyebiliriz. Bu

²⁶ Varieties of Democracy Project (VDEM), <https://www.v-dem.net/en/analysis/VariableGraph/>

²⁷ https://www.bbc.com/turkce/haberler/2015/02/150227_erdogan_yuksek_faiz

dönemde yaşanan kurumsal değişim, para politikalarında tutarsızlığı yarattı. Örneğin, 2013 sonrası dönemde Türk lirasının değer kaybetmesine karşı iç talebi artırmak tercih edildi ve negatif reel faizler bu uygulamada bir araç olarak kullanıldı. Nitekim, düşük faiz ortamında hanehalklarının borçlanması hızla yükseldi. Kamu bankalarının kredi piyasalarındaki sektör hacmi yükselirken Türkiye’de borçluluk arttı. Türkiye’nin FED’in sıkılaştırma politikaları sonucunda iç talep odaklı büyümesini devam ettirme çabaları reel ekonomiye yansımada. Örneğin, Türkiye’nin kişi başına düşen milli gelirinde 2013 yılından beri sürekli olarak düşüş gözlemlendi.

Bu çerçevede Türkiye’nin 2009-2019 döneminde iç politikası, finansallaştırmanın sonuçlarının şekillenmesini anlamamız için önemlidir. 2013 yılında AKP-Cemaat çekişmesinin ardından 2016 yılında yaşanan darbe girişimi sonrası 2017 yılında referandumla başkanlık sistemine geçilmesi, Türkiye açısından bir kırılmayı temsil etmektedir. Yaşanan bu kurumsal değişim ile geniş yetkiler tanınan Cumhurbaşkanının Danıştay ve Anayasa Mahkemesi gibi kurumlar üzerinde atama yetkileri artırılmıştır. Aynı zamanda Hakimler Savcılar Kurulu’nun üye seçiminde Cumhurbaşkanının yetkileri artırılmıştır.²⁸ Hukuki alanda dönüşümde yaşanan bu gelişmeler, ekonomideki kurumsallaşmayı da etkilemiştir.

Örneğin, kurumsal yapıdaki zayıflıkların, yapılan değişikliklerin finansallaşmayı ve kırılabilirliği nasıl etkilediği konusunu gözlemlemek için kullanılan ve kredi temettü takası (CDS) olarak adlandırılan değişkene bakabiliriz. Bu gösterge, küresel finansal piyasalarda ülkelerin kredilerini geri ödememe riskinin primi olarak kabul edilmektedir. Türkiye’nin CDS primleri 2014 yılında 180 baz puan seviyelerinden 2018 ve 2019 yıllarında 500 baz puanın üstüne çıkmıştır (Mazak and Özkul 2020, 248). CDS primindeki bu artış, Türkiye’nin uluslararası piyasalardaki

²⁸ Madde 159, http://anayasadegisikligi.barobirlik.org.tr/Anayasa_Degisikligi.aspx

kırılganlığını temsil etmektedir. Nitekim, 2015-2019 arası süreçte Kırılgan Beşli ülkelerinden Güney Afrika CDS'leri 370 baz puandan 170'e gerilemiştir. Hindistan'ın da CDS primleri bu süreçte 80 puan ile 230 puan arasında dalgalanmıştır. Benzer bir durum, parasal sıkılaştırmanın 2013 yılında başlamasına rağmen 2017 yılında Cumhurbaşkanlığı sistemine geçiş sonrası süreçte kurumsal değişikliklerle Türk lirasının dolar karşısında değerinin daha büyük bir hızla düşmesinde görülmektedir (Tablo 3.14). 2013 yılı sonrasında Türk lirası, her yıl Arjantin pezosu ile gelişmekte olan ülkelerde en çok değer kaybeden para birimi olmuştur.

Türkiye'de finansallaştırmanın sonuçlarının farklı seyretmesine bir başka örnek, 2013-2019 arası dönemde iç talebe dayalı büyümenin yarattığı maliyetin kurumsal bağımsızlığın bozulması kapsamında siyasi müdahale ile karşılanmasıdır. Örneğin, dövizin değer artışını 2019 yılında baskılamak için TCMB'nin döviz rezervleri kamu bankaları aracılığıyla satılmıştır. 2019 Mart Yerel Seçimlerine giden süreçte iç talepte daralma yaşamamak için yerel para biriminin değerini korumak ve bunu yaparken faizleri yükseltmemek için TCMB ve kamu bankalarına müdahale yapıldı. Geçmişte TCMB'nin yaptığı döviz satım işlemleri, doğrudan açık piyasa işlemleriyle ihale yoluyla gerçekleştirilirdi. Ancak 2019 yılında yapılan bu satışlar için herhangi bir açık ihale işlemi gözükmemektedir.²⁹ 2017'de yaşanan sistem değişikliğinden sonra bağımsız bir kurum olarak merkez bankasının özerkliğinden bahsetmek mümkün değildir. Nitekim, Merkez Bankası bu döviz satım işlemlerini öncelikle kamu bankalarına aktarmaktadır. Kamu bankaları da ele geçen döviz miktarını piyasa işlemleri yoluyla satmaktadır. Ardından TCMB satılan dövizleri yerine geri koymak için swap (değiş-tokuş) kanalıyla kendi rezervlerine eklemektedir. Kerim Rota bu durumu "evi satıp kiraya çıkmak" olarak adlandırmaktadır (Rota 2019). Bunun sebebi

²⁹<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/piyasa+verileri/tl+karasiligi+doviz+alim+satim+ihaleleri>

satılan döviz rezervi, merkez bankasının kendi sahipliğindeyken swap işlemi piyasadan borçlanmadır.

Özetle, 2008-2019 arası dönemde Türkiye’de devletin rolü, 2001-2008 arası döneminden farklı olarak belirsizlik yaratan şekilde olumsuz yönde değişmiştir. Bu değişim, 2013 yılına kadar FED’in parasal genişleme politikalarının etkisiyle finansallaşmanın hızlanmasına yol açmış, finansallaşmanın hızlanması da iç talep odaklı büyüme modelini desteklemiştir. Bu dönemde hanehalkı, konut ve taşıt kredileri talebin taşıyıcı unsurları olmuşlardır. Buna karşı 2013 sonrası dönemde Türkiye’de hem siyasi hem de ekonomik anlamda bir dönüşüm gerçekleşmiştir. 2017 senesinde yaşanan sistem değişikliği ile Güçlü Ekonomiye Geçiş Planı’nda ortaya konan düzenleyici ve denetleyici kurumların ekonomideki önemi kaybolmuştur. Bu süreçte devlet ve iş insanları arasındaki ilişkideki belirleyici faktör, siyasal iktidar ile kurulan iyi ilişkilere evrilmiştir. Geçmiş dönemlerden farklı olarak bu dönemde kamu borçlanması azalırken özel sektör ve hanehalkı borçlanması artmıştır. Sonuç olarak, 2008 Finans Krizi ve 2013 yılında FED’in parasal sıkılaşmaya gitmesi Kırılgan Beşli ülkelerinin hepsinin maruz kaldığı gelişmelerken, Türkiye’nin finansallaşma sürecinde ayrışmasını açıklayan temel argümanım, ülke içindeki kurumsal yapıdır. Bir başka deyişle yukarıdaki incelemem çalışmamda üçüncü hipotez olan kurumsalcı hipotezi desteklemektedir. Her ne kadar küresel finansal sermaye kırılgan beşli olarak adlandırılan ülkelerde benzer sermaye hareketleriyle gözlemlense de ülke içindeki düzenleyici ve denetleyici kurumlar, daha genel anlamıyla kurumsal yapı, bu ülkelerin finansallaşması sürecinde belirgin bir rol oynamaktadır.



BÖLÜM IV

SONUÇ

Bu tezin araştırma sorusu olan “Küresel ekonomide 2000’ler sonrası yaşanan parasal genişlemenin (ve özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası politikaların) gelişmekte olan ülkelerdeki finansallaşma süreçlerini nasıl etkilemiştir?” açıklayabilmek için tezin ikinci bölümünde literatürdeki tartışmalara göre belirlediğim üç hipotez arasından iki ana hipotez araştırma sonuçlarına göre öne çıkmaktadır. Bu hipotezlerden birinin dayandığı yapısalcı literatür, finansallaşmanın boyutunun ve kapsamının hegomonik aktör olan küresel finans sermayesi aracılığıyla şekillendirildiğini iddia etmektedir. Diğer hipotezin dayandığı neo-keynesyen literatür ise finansallaşmanın boyutunun ve kapsamının belirlenmesinde ülke içindeki kurumların yapısının belirleyici olduğunu öne sürmektedir. Araştırma sonuçlarına göre bu tezin argümanı, Kırılgan Beşli ülkeleri arasında Türkiye’nin 2001 Krizi sonrası dönemlerde finansallaşmanın sonuçlarına göre ayrışmasını, kurumsal yapılardaki değişimin daha iyi açıklamasıdır. Bir başka deyişle neo-keynesyen savın Türkiye’deki finansallaşmayı daha açıklayıcı olduğunu savunmaktayım. Bu savın neden daha açıklayıcı olduğuna dair Türkiye’nin farklı dönemlerde finansallaşma sürecinde kurumsal yapılarda devletin rolü ve bu doğrultuda devamlılık ve değişimi tartışmak önemlidir. Türkiye’nin finansallaşma sürecinde devletin kurumsal yapıdaki rolünde değişim belirleyicidir. Bu tezindeki neo-keynesyen hipotezi desteklemektedir.

Türkiye’de gözlemlenen devletin rolündeki devamlılık, müdahecilikte kullanılan araçlardaki değişime rağmen finansallaşma sürecinde önemlidir. Nitekim, üçüncü bölümde tarihsel süreçte Türkiye’de finansallaşma ve geçmişteki ekonomik krizler tanımlanırken 1946-1960 savaş sonrası dünya ekonomisine entegrasyon döneminde özel sektör-devlet ilişkileri açısından devletin karar verici rolünün bir

önceki dönemlere (1923-1929 ve 1929-1946) göre devlet müdahaleciliği ile devam ettiğini belirtmişim. Bu dönemde Türk sermayedar sınıfının imtiyazı, devlet kontrolünde banka kredileri, özel teşvikler ve ikili ilişkiler yoluyla genişletilmiştir. Dolayısıyla finansallaşmanın başlangıcının 1946-1960 dönemi olduğunu, özellikle imtiyazlı banka kredileri, spekülasyon gibi güdülerin ekonomik hayata girmesinden finansallaşmanın ortaya çıktığını vurgulamışım.

Türkiye’de devlet- özel sektör ilişkisinde devamlılığın, finansallaşma sürecinde kurumsal yapıdaki önemini anlamamızda bir başka örnek, Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararları sonrası başlayan serbestleşme (liberalizasyon) sürecinin piyasa aktörlerinin baskılarıyla değil, siyasi elitlerin çabalarıyla ortaya çıkmasıdır. Burada Buğra’nın (2017) vurguladığı belirsizlik yaratan devlet kavramının önemini altını çizmek gereklidir. 1980-2001 yıllarını kapsayan dönemde ekonomik elitlerin serbestleşme (liberalizasyon) isteği, bankacılık sektörünün hızlı büyümesine yol açtı. Türkiye küresel finansallaşma sürecine diğer kalkınmakta olan ülkelerde de gözlemlenen krizlerle yüzleşerek eklenmiştir. Ama, serbestleşmeye rağmen, Türkiye’nin yerel kapitalizmin kurumları doğrultusunda 2001 Krizine kadar olan dönemde Hazine, kamu bankaları aracılığıyla para politikası ve Merkez Bankası üzerinde ağırlığını devam ettirmiştir. Böylece, devlet-iş dünyası özelinde bahsedilen form değişikliği, Türkiye’de devletin ekonomiye müdahalesinin özellikle kamu bankaları üzerinden devamını içermektedir.

Öte yandan ekonomide özellikle uluslararası sermaye ve uluslararası bankacılık kaynaklarına erişimi, yavaş yavaş özel sektöre kaysa da hanehalkları açısından kitlesel bir borçlanmadan 2001 krizi öncesi finansallaşma dönemlerinde söz etmek mümkün değildir. Tablo 4.1, Türkiye’de hanehalkı borçlarındaki artışı göstermektedir. 2001 krizinin atlatılmasının ardından hanehalkı borçları, Türkiye’de

tarihte görülmemiş derecede keskin bir yükseliş sergilemiştir. Dolayısıyla 2001 krizi sonrası tüketici kredilerinin artmasıyla gözlemlenen hanehalkı borçluluğu, Türkiye'nin finansallaşma sürecinde önemli bir değişikliktir. Benzer şekilde 1980-2001 yılları arası dönemde Türkiye'nin kamu borcu dolayısıyla ortaya çıkan sermaye ihtiyacı, finansal piyasalardaki kırılganlığı arttırırken, 2001 krizi sonrası finansallaşma sürecinde özel sektörün dış borcundaki artış, Türkiye'nin finansallaşma sürecinde bir başka önemli değişikliktir. Özellikle 2014-2019 döneminde Türkiye'de özel sektör borçlanmasının GSYH oranı diğer Kırılgan Beşli ülkeleri arasında en yüksek gözlemlenmiştir (tablo 3.9). Tablo 3.9'da görüleceği gibi özel sektör kredilerinin GSYH oranı Türkiye'de 1996'da %20 seviyelerinden 2020'de %65 seviyelerine çıkmıştır.

Üçüncü bölümde açıkladığım gibi 2000'lerde başlayan ve 2008 Krizi sonrası hızlanan genişlemeci politikalar, Türkiye'de finansallaşmanın boyutunu değiştirmiştir. Özel sektörün ve yurt içindeki yerleşiklerin yabancı para birimleriyle borçlanmasının kanuni altyapısı oluşturulmuştur (2009/15082 Bakanlar Kurulu Kararı).³⁰ Böylece Türkiye'nin kur hareketlerine karşı kırılganlığı artmıştır. Nitekim, 2013 yılı sonrasında ABD'de FED'in parasal sıkılaştırma politikalarına karşı Türkiye'nin kırılganlığı, ülkedeki kurumsal değişimin yarattığı istikrarsızlıkla bir arada düşünüldüğünde Kırılgan Beşli ülkeleri arasında Türkiye'nin ayrışmasını açıklamada önemlidir. Parasal genişleme ve finansallaşma arasındaki ilişkide Türkiye'nin ayrışmasını anlamamız için özel sektörde borçlanma, kur kırılganlığı ve kurumsal değişim arasındaki etkileşime önemli bir örnek verebiliriz.

Türkiye'de iç talebe dayalı büyüme ve siyasi iktidar ile çıkar grupları arasındaki ilişki açısından inşaat sektöründeki hızla büyüme dikkat çekicidir. Tablo

³⁰ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/06/20090616-1.htm>

4.2’de sektörlerin bir önceki döneme göre yıllık yüzde büyümesi gösterilmektedir. Tabloya göre 2003 ile 2013 arası inşaatın yıllık büyüme hızı sanayi ve hizmetler sektörünün üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak, 2013 yılından sonra inşaat sektörü ve diğer sektörlerin büyüme hızları birbirine yaklaşmış, 2017’den sonra ise inşaat sektörü diğer sektörlerin aksine küçülmeye gitmiştir. İnşaat sektöründe öne çıkan siyasi iktidarla yakın ilişki kuran firmalar, kamu kaynaklarının kullanımı, mega proje ihaleleri gibi alanlarda sadece Türkiye’de değil dünyada en çok altyapı ihalesi alan şirketler arasında girdiler.³¹ Bir başka deyişle Türkiye’de özel sektör-devlet ilişkisinde devletin farklı araçlarla müdahaleciliği devamlılık göstermektedir. Devletin ekonomide istikrarsızlık yaratan rolü veya “Türk liberalizminin paradoksu” kendini yeniden üreterek devam etmiştir.

Bu çerçevede Türkiye’de finansallaşmanın boyutunun ve kapsamının değişmesini anlamamızda kurumsal değişiklikler temelinde büyüme politikasındaki tutarsızlıkları özetlemek faydalı olacaktır.

- İç talep odaklı büyüme modeli tercih edilirken, dış gelişmelerin yarattığı enflasyonist baskılar göz ardı edildi.
- Düşük faizle yüksek büyüme politikaları, enflasyonist baskı oluşturdu.
- Parasal sıkılaşma ile gelen döviz kuru artışı hem iç talebi düşürdü hem de üretim maliyetlerini artırdı.
- Tüm bu durumları kontrol edici ve önlem alıcı olan kurumsal mekanizmalar işlerliğini kaybetti.

Finansallaşmanın boyutu ve kapsamına dair açıklamalarda uluslararası finans sermayesinin etkisi göz ardı edilemez. Epstein (2005), Krippner (2005), Zwan (2014) Kohler (2020) gibi yazarlar finansallaşmanın eleştirel perspektiften yorumlanmasına

³¹ <https://www.evrensel.net/haber/422022/dunyada-en-cok-kamu-ihalesi-alan-10-sirketten-5i-turkiyede>

büyük katkı sundu. Ancak, bu çalışmanın bulguları göstermektedir ki Türkiye'nin 2013 sonrası dönemde Kırılgan Beşli olarak adlandırılan ülkeler içerisinde negatif olarak ayrışmasının en temel nedeni, ülke içerisindeki kurumsal dönüşümdür. 2001-2008 arası dönemde Türkiye'nin büyüme politikasında Derviş Reformlarına devam edildi. Bu reformların asli unsurlarının başında kural bazlı piyasa ekonomisi gelmekteydi. O dönemde yeni kurulan ya da kurumsal kapasitesi ve özerkliği artırılan (Merkez Bankası, SPK, BDDK) gibi özerk kurumlar aracılığıyla piyasa-devlet ilişkileri düzenlenmekteydi. 2008 yılına doğru küresel finansal piyasalardaki genişleme artarak devam etse de 2008 finansal krizinden sonra görülmemiş ölçüde hızlanacaktı (Tablo 2.3 ve tablo 3.2). Parasal genişlemedeki hızlanma gelişmekte olan ülkeler için daha önce benzeri görülmemiş bir fırsat penceresi araladı. Global sermaye akımları azalmasına rağmen FED'in faiz oranlarını indirmesi, gelişmekte olan ülkeler için borçlanma imkanlarında artış sağladı. Tablo 3.11'de yurt dışı borç stokunda yaşanan hızlı artış bu durumu göstermektedir. Aynı şekilde tablo 2.5'te yine gelişmekte olan ülkelerin kümülatif borç birikimlerinin GSYH'ye oranı gösterilmektedir. 2000'li yıllardan sonra daha önce görülmemiş bir artış gözlemlenmektedir. Büyümesini finanse etmek için sermaye yetersizliği çeken Türkiye (ve gelişmekte olan ülkeler), ucuz finansman imkanları sayesinde kaynak yaratabileceklerdi. Tam bu noktada yani 2008 sonrası ABD Merkez Bankası'nın (Federal Reserve) uyguladığı düşük faiz ortamında Türkiye, artan sermaye imkanlarını kurumsal değişimlerin yarattığı istikrasızlıkla karşıladı. Özellikle yukarıda bahsettiğim döviz tipi ile borçlanma, denetleyici ve düzenleyici kurumların özerkliğindeki erozyon, Merkez Bankası gibi kurumların kanuni sınırlarının dışına çıkıp farklı amaçlarla politikalar izlemesi gibi nedenlerle birlikte Türkiye'de artan sermayeye ulaşım imkanları, finansallaşmayı artırdı. Fakat, 2013 yılında ABD Merkez

Bankasının sıkılaşma politikaları ile gelen faiz artışı sinyali ve parasal daralma, Türkiye’de finansallaşma sürecine eşlik eden kurumsal değişimler doğrultusunda Kırılgan beşli ülkeleri arasında ayrışmasını hızlandırdı. Bu kapsamda 2001 öncesi dönem ile 2001 sonrası dönemi değerlendirdiğimizde finansallaşma açısından en belirgin fark, 2001 öncesinde devlet finansallaşmanın başat aktörüydü. Ancak 2001 sonrasında finansallaşmanın belirleyici aktörlüğü hanehalkları ve özel sektöre geçmiştir. Devlet, ekonomik aktörlerle kamu bankaları ve kamu ihaleleri aracılığıyla siyasi ilişki kurmaya devam ederken bir yandan da ekonomik büyümeyi artırmak için finansallaşmanın artışıını istemiştir.

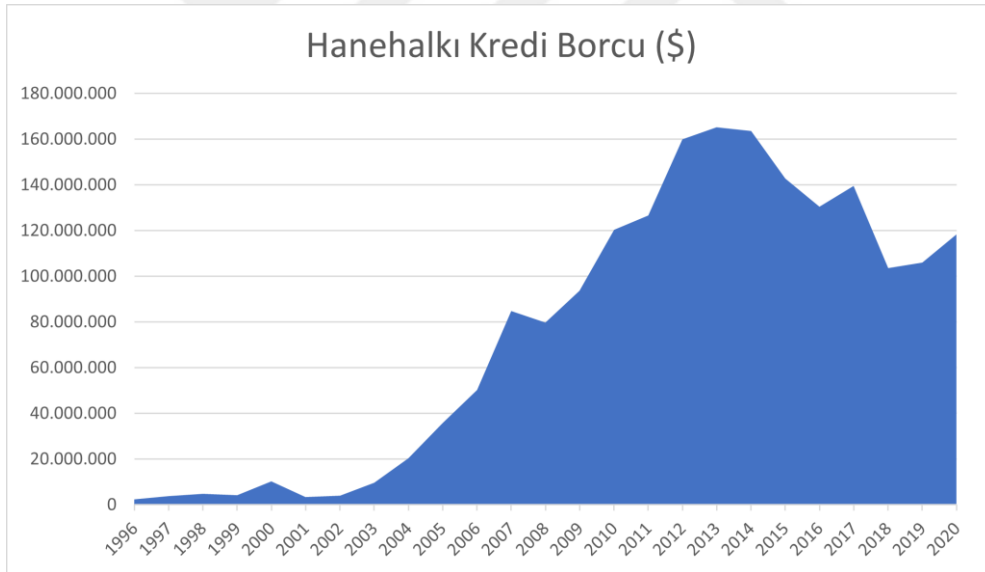
Özetle, bu çalışmanın cevaplamayı amaç edindiği “Küresel ekonomide 2000’ler sonrası yaşanan parasal genişlemenin (ve özellikle 2008 Finansal Krizi sonrası politikaların) gelişmekte olan ülkelerdeki finansallaşma süreçlerini nasıl etkilemiştir?” sorusuna cevap olarak ortaya çıkan iki hipotezden neo-keynesyenlerin ortaya koyduğu ülke içindeki kurumların finansallaşmanın boyutu ve kapsamında belirleyiciliği argümanı, Türkiye’nin finansallaşma sürecini daha iyi açıklamaktadır. Türkiye ve genel olarak gelişmekte olan ülkelerde finansal genişleme ile siyasi aktörlerin kısa vadeli ekonomik faydası yüksek politikaları tercih etme eğiliminin arttığını söyleyebiliriz. 2008 sonrası yaşanan parasal genişlemedeki artış, gelişmekte olan ülkelerde siyasi aktörlerin finansallaşma sürecinde kırılganlığı artırıcı politikalar izlemesine rağmen, bunun olumsuz sonuçlarıyla yüzleşmelerinde erteleyici bir rol oynamıştır. Türkiye örneğinde ülke içindeki kurumların özerkliğini kaybetmeye başladığı 2008 sonrası dönemde hanehalkı borçlanmasındaki artış, olumsuz sonuçların ertelenmesinin bir göstergesidir. Ayrıca Türkiye’de devletin kamu bankaları aracılığıyla ekonomiye müdahalesi, 2008 sonrası gözlemlenen bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Neo-keynesyen argümanı destekleyen bir başka gelişme de

Türkiye’deki dolarizasyonda yaşanan artıştır. Kurumlardaki değişim ile 2013 sonrası dönemde Türk lirasının istikrarsızlaşması ve değer kaybı, dolarizasyon eğilimini yani tasarruf sahiplerinin birikimlerinin değerini korumak için dövize olan talep artışını göstermiştir.

Bu tezin bulguları ve argümanına göre daha çok araştırılması gereken önemli bir soru, siyasal iktidarın finansallaşma sürecinde neden bu politikaları tercih ettiğidir. Tezimde bu soruya odaklanılmamıştır. Fakat, bir sonraki araştırmamda ele almak üzere bazı temel nedenler gösterilebilir. Türkiye’de 2008 sonrası finansallaşma sürecinde siyasal iktidarın Türkiye tarihinde nadir görülen bir siyasal desteğe sahip olması dikkate alınmalıdır. Finansallaşmada yaşanan artışa paralel kişi başına düşen gelirden artış algısı, vatandaşların kısa vadeli algıları ve bu doğrultuda tercihleri ile uzun vadeli olumsuz sonuçların algıda ve tercihlerdeki farkı anlamada önemli olabilir. Bir başka deyişle zenginleşmenin borçlanma yoluyla sağlanması ve bunun uzun dönem yaratabileceği sorunlara rağmen, AKP’ye verilen siyasal destek sorgulanmalıdır. Siyasal kurumlardaki erozyonla siyasal sistemdeki öngörülemezlik artarken, siyasal sistemin konsolidasyonun güçlenmesiyle kısa vadeli politikaların tercih edilmesi düşünülmelidir. Bu temel nedenlerle beraber küresel piyasalardaki likidite bolluğunun yapısal anlamda Türkiye’nin finansallaşma sürecinde bir fırsat penceresi yaratması iktidarın politika tercihlerini dolaylı desteklemesi nedeniyle dikkate alınmalıdır.

Gelecek araştırma için bir başka soru olarak “Türkiye’nin gelişmekte olan ülkelerdeki finansallaşma dalgasına direnebilmesi mümkün müydü?” düşünülmelidir (Hardie 2011, 150). Fakat, gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomide 2000’ler sonrası finansallaşmadan farklı ölçülerde etkilendiği argümanı göz önüne alındığında finansallaşmanın tanımı ve ölçülebilirliği sorgulanmalıdır. Yapısalcı perspektiften değerlendirildiğinde finansallaşmanın gelişmekte olan ülkeleri olumsuz anlamda

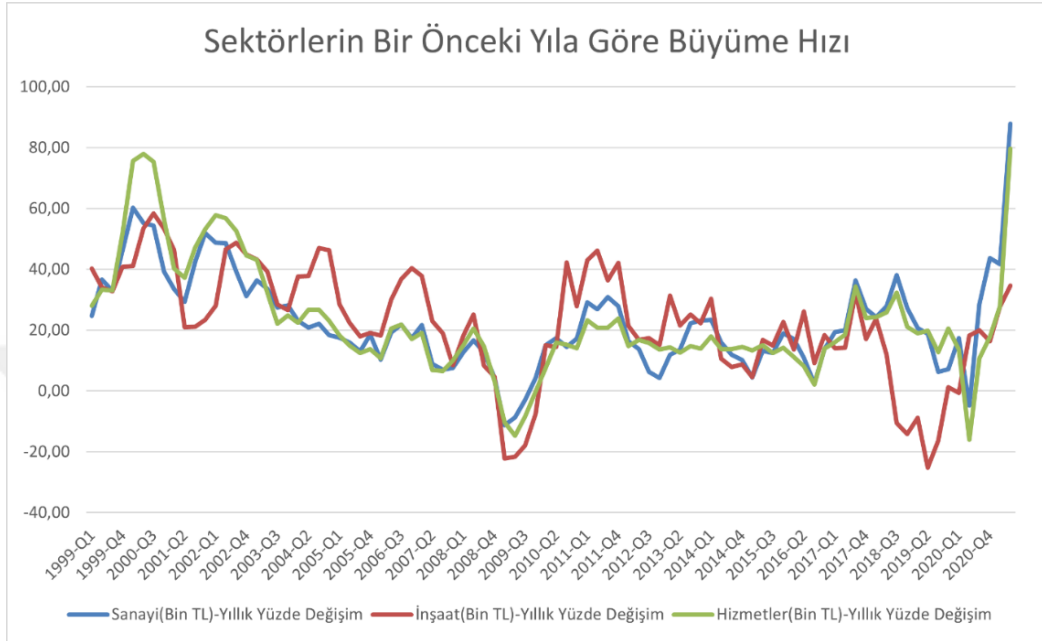
etkilediği yönünde bir ortak görüş vardır. Ancak bu tezin argümanı, gelişmekte olan ülkelerde finansallaşmanın olumsuz etkilerini açıklamada, küresel finans yapısı ve küresel finansal aktörlerin davranışlarından ziyade, ülke içindeki ekonomik kurumlar çerçevesinde karar alıcıların izlediği politikaların daha çok belirleyici olduğudur. Bu argümana göre Türkiye'nin finansallaşma sürecinde hızlı borç artışı, özellikle 2008 sonrası değişen yapısal şartların olumsuz etkilerini dengelemeye çalışacak politikalar aracılığıyla engellenebilirdi. Küresel likidite bolluğu ile artan finansal kaynaklar, ekonomide verimliliği artırıcı yatırımlara, cari açığı kapatıcı üretim politikalarına yöneltilerek Türkiye'nin kronik dış ticaret açığı sorununa çare olabilirdi. Fakat üçüncü bölümde de belirttiğim politikalar nedeniyle kurumsal yapıdaki erozyon finansallaşmayı etkiledi ve Türkiye ekonomisindeki finansallaşmayı artırdı.



Tablo 4.1. Hanehalkı Kredi Borcu, Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm?m=6%7C380%7C669>

Araştırma sonuçlarım doğrultusunda gelecek çalışma için başka konu, 2020'de başlayan Kovid-19 pandemisi ile Türkiye'nin talep odaklı büyüme modelini sürdürememesi sonrası gözlemlenen finansallaşma süreci ve siyasi tercihlerdir. Örneğin, iç talep odaklı büyüme modelinden vazgeçme ve rekabetçi kur ile ihracat odaklı büyüme modeli iddiasının, küresel finansal piyasalarda faiz artışı sürecinde

finansallaşmanın sonuçları açısından Türkiye’de nasıl bir kurumsal devamlılık ve/veya değişim getireceği incelenebilir.³²



Tablo 4.2. Seçili Sektörlerin Önceki Yılı Aynı Çeyreğine Göre Büyüme Hızı, Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistem

³² Burada talep odaklı büyüme modeli ile ihracat odaklı büyüme modeli sadece iki formdan oluşan (binary) bir şekilde kullanılmamıştır. Bu iki model arasında hibrit modeller olmak üzere birçok form bulunmaktadır.



KAYNAKÇA

- Akerlof, George A. 1970. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500.
- Akyüz, Yılmaz, and Korkut Boratav. 2003. "The Making of the Turkish Financial Crisis." *World Development* 31 (9): 1549–66. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(03\)00108-6](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(03)00108-6).
- Atiyas, İzak, and Ozan Bakis. 2015. "Structural Change and Industrial Policy in Turkey." *Emerging Markets Finance and Trade* 51 (6): 1209–29. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1080523>.
- Ball, Ray. 2009. "The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?" *Journal of Applied Corporate Finance* 21 (4): 8–16. <https://doi.org/10.1111/J.1745-6622.2009.00246.X>.
- Barroso, Barata, Emanuel Kohlscheen, and Eduardo Lima. 2014. "What Have Central Banks from EMEs Learnt About the International Transmission of Monetary Policy in Recent Years?" *Bank for International Settlements, BIS*.
- Barkey, Henri. *The State and the Industrialization Crisis in Turkey*. Routledge, 1990.
- Becker, Joachim, Johannes Jäger, Bernhard Leubolt, and Rudy Weissenbacher. 2010. "Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective." *Competition & Change* 14 (3–4): 225–47. <https://doi.org/10.1179/102452910x12837703615337>.
- Bedirhanoğlu, Pınar. 2019. "Finansallaşma , Yeni Sınıfsal Çelişkiler ve Devletin Dönüşümü." *Çalışma ve Toplum*, no. 1: 371–88.
- Bedirhanoğlu, Pınar, and Melih Angın. 2013. "AKP Döneminde Türkiye ' de Büyük Ölçekli Özelleştirmeler ve Devletin Dönüşümü." *Praksis* 30–31: 75–95.
- Bernis, Gerard De. 1988. "Propositions for an Analysis of the Crisis." *International Journal of Political Economy* 18 (2): 44–67.

<https://doi.org/10.1080/08911916.1988.11643747>.

Bhattacharai, Saroj, Arpita Chatterjee, and Woong Yong Park. 2018. "Effects of US Quantitative Easing on Emerging Market Economies." *Asian Development Bank Institute*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3140100>.

Birdal, Murat. 2009. "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Dinamikleri." In *Anadolu International Conference in Economics*.

Birdal, Murat. *Bir Krizin Anotomisi*. İstanbul: Kor Yayınları, 2018.

Bonizzi, Bruno, Annina Kaltenbrunner, and Jeff Powell. 2020. "Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies." *The Routledge International Handbook of Financialization*, 177–87. <https://doi.org/10.4324/9781315142876-15>.

Boratav, Korkut. 2005. *Türkiye İktisat Tarihi, 1908-2007*. 9th ed. İmge Kitabevi.

Bouraoui, Taoufik. 2015. "The Effect of Reducing Quantitative Easing on Emerging Markets." *Applied Economics* 47 (15): 1562–73. <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.1000524>.

Boyer, Robert. 2010. "Economy and Society Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis." <https://doi.org/10.1080/030851400360587>.

Buğra, Ayşe. 2013. *Devlet ve İşadamları*. 8.Baskı. İletişim Yayınları.

Buğra, Ayşe, and Osman Savaşkan. 2015. *Türkiye 'de Yeni Kapitalizm: Siyaset, Din ve İş Dünyası*.

Casey, Terrence. 2011. "' Financialization ' and the Future of the Neoliberal Growth Model." In *Political Studies Association Annual Conference*, 1–28.

Chang, Ha-Joon. *Bad samaritans: the myth of free trade and the secret history of capitalism*. NY: Bloomsbury Press., 2008.

Cho, Dongchul, and Changyong Rhee. 2013. "Effects of Quantitative Easing on Asia: Capital Flows and Financial Markets." *ADB Economics Working Paper Series* 350 (350): 1–28. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2282304>.

Cizre-Sakallioglu, Umit, and Erinc Yeldan. 2000. "Politics, Society and Financial Liberalization: Turkey in the 1990s." *Development and Change* 31 (2): 481–508. <https://doi.org/10.1111/1467-7660.00163>.

Cokgezen, Murat. 2000. "New Fragmentations and New Cooperations in the Turkish Bourgeoisie." *Environment and Planning C: Government and Policy* 18 (5): 525–44. <https://doi.org/10.1068/c9850>.

Deeg, Richard, and Gregory Jackson. 2007. "Towards a More Dynamic Theory of Capitalist Variety." *Socio-Economic Review* 5 (1): 149–79. <https://doi.org/10.1093/ser/mwl021>.

Demiralp, Seda, Selva Demiralp, and Inci Gümüş. 2016. "The State of Property Development in Turkey: Facts and Comparisons." *New Perspectives on Turkey* 55 (55): 85–106. <https://doi.org/10.1017/npt.2016.3>.

Dillman, Benford, ve David Balaam. *Introduction to International Political Economy*. Routledge, 2018.

Eichengreen, Barry. 2003. "Three Generations of Crises, Three Generations of Crisis Models." *Journal of International Money and Finance* 22 (7): 1089–94. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.003>.

Epstein, Gerald. 2005. *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar Publishing.

Fernandez, Rodrigo, and Manuel B Aalbers. 2016. "Financialization and Housing: Between Globalization and Varieties of Capitalism." *Competition & Change* 20 (2): 71–88. <https://doi.org/10.1177/1024529415623916>.

Friedman, Milton. 1971. "A Monetary Theory of Nominal Income." *Journal of Political Economy* 79 (2): 323–37. <https://doi.org/10.1086/259746>.

Hall, Peter A. 2018. "Varieties of Capitalism in Light of the Euro Crisis." *Journal of European Public Policy* 25 (1): 7–30. <https://doi.org/10.1080/13501763.2017.1310278>.

Hall, Peter A, and Daniel W Gingerich. 2004. "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy."

Heper, Metin. 2014. "Group Politics in Post-1980 Turkey Lingering Monism." In *Strong State and Economic Interest Groups*, 2:163–76. Berlin, Boston: DE GRUYTER. <https://doi.org/10.1515/9783110859966.163>.

Iain Hardie. 2011. How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. *Review of International Political Economy*. 141-167. DOI: [10.1080/09692290903507276](https://doi.org/10.1080/09692290903507276)

Kaltenbrunner, Annina, and Juan Pablo Painceira. 2017. "The Impossible Trinity: Inflation Targeting, Exchange Rate Management and Open Capital Accounts in Emerging Economies." *Development and Change* 48 (3): 452–80. <https://doi.org/10.1111/dech.12304>.

Karacimen, Elif. 2014. "Financialization in Turkey: The Case of Consumer Debt." *Journal of Balkan and Near Eastern Studies* 16 (2): 161–80. <https://doi.org/10.1080/19448953.2014.910393>.

Karwowski, Ewa. 2020. "Economic Development and Variegated Financialization in Emerging Economies." In *The Routledge International Handbook of Financialization*, 162–76. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315142876-14>.

Kılınç Savrul, Burcu, Hasan Alp Özel, and Cüneyt Kılıç. 2013. "Osmanlı'nın Son Döneminden Günümüze Türkiye'de Dış Ticaretin Gelişimi." *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi - Journal of Entrepreneurship and Development*, 55–78.

Krippner, G. R. 2005. "The Financialization of the American Economy." *Socio-Economic Review* 3 (2): 173–208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>.

Lavoie, Marc. 2012. "Financialization, Neo-Liberalism, and Securitization." *Journal of Post Keynesian Economics* 35 (2): 215–33. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477350203>.

Leander, Anna. 2018. *Strange Power*. Edited by Thomas Lawton, James Rosenau, and Amy Verdun. *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315187556>.

Mader, Philip, Daniel Mertens, and Natascha van der Zwan, eds. 2020. *The*

Routledge International Handbook of Financialization. The Routledge International Handbook of Financialization. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315142876>.

Malkiel, Burton G. 2003. "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics." *Journal of Economic Perspectives* 17 (1): 59–82.
<https://doi.org/10.1257/089533003321164958>.

Marois, Thomas. 2012. "States, Banks and Crisis: Emerging Finance Capitalism in Mexico and Turkey." *States, Banks and Crisis: Emerging Finance Capitalism in Mexico and Turkey*, 1–263. <https://doi.org/10.4337/9780857938589>.

MAZAK, Mehmet, and Gökhan ÖZKUL. 2020. "Kredi Temerrüt Takasları (CDS) ve Tahviller Arasındaki İlişki: Türkiye Devlet Tahvilleri Üzerine Bir İnceleme." *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 8 (İktisadi ve İdari Bilimler): 243–56. <https://doi.org/10.18506/anemon.803195>.

Mishkin, Frederic. 1996. "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective." *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*. Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w5600>.

Minsky, Hyman P. 1982. "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy." *Hyman P. Minsky* 282: 13–47.

O'Brien, Robert, and Marc Williams. 2013. *Global Political Economy: Evolution and Dynamics*. Macmillan. Fourth edi.

Öniş, Ziya. 2004. "Turgut Özal and His Economic Legacy: Turkish Neo-Liberalism in Critical Perspective." *Middle Eastern Studies* 40 (4): 113–34.
<https://doi.org/10.1080/00263200410001700338>.

Öniş, Ziya, and Caner Bakir. 2007. "Turkey's Political Economy in the Age of Financial Globalization: The Significance of the EU Anchor." *South European Society and Politics* 12 (2): 147–64. <https://doi.org/10.1080/13608740701306086>.

Öniş, Ziya, and İsmail Emre Bayram. 2008. "Temporary Star or Emerging Tiger? Turkey's Recent Economic Performance in a Global Setting."

Öniş, Ziya, and Fikret Şenses. 2005. "Rethinking the Emerging Post-Washington

Consensus.” *Development and Change* 36 (2): 263–90.

<https://doi.org/10.1111/j.0012-155X.2005.00411.x>.

Öniş, Ziya. *State and Market: The Political Economy of Turkey in Comperative Perspective*. İstanbul: Boğaziçi University Press, 1998.

Özatay, Fatih. 2000. “The 1994 Currency Crisis in Turkey.” *The Journal of Policy Reform* 3 (4): 327–52. <https://doi.org/10.1080/13841280008523409>.

Palley, Thomas. 2007. “Financialization: What It Is and Why It Matters.” *The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies*. Vol. 525.

Pamuk, Şevket. 2014. *Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*. İş Bankası Yayınları.

Roberts, Anthony, and Roy Kwon. 2017. “Finance, Inequality and the Varieties of Capitalism in Post-Industrial Democracies.” *Socio-Economic Review* 15 (3): 511–38. <https://doi.org/10.1093/ser/mwx021>.

Rodrik, Dani. 2012. “The Turkish Economy after the Global Financial Crisis.” *Ekonomi-Tek* 1 (1): 41–61.

Rota, Kerim. *ParaAnaliz*. 2 Kasım 2019.

<https://www.paraanaliz.com/2019/yazarlar/kerim-rota-yazdi-con-ahmetin-devri-daim-makinesi-doviz-piyasasinda-g-1431/> (erişildi: 2021).

Şahin, Sevgi B. 2012. “Central Bank Independence in Turkey: A Neo-Gramscian Analysis.” *Cooperation and Conflict* 47 (1): 106–23.

<https://doi.org/10.1177/0010836711433127>.

Sawyer, Malcolm. 2013. “What Is Financialization?” *International Journal of Political Economy* 425–18. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420401>.

Stiglitz, Joseph E. 2002. *Globalization and Its Discontents. Regulation*. Vol. 3.

Stiglitz, Joseph E. 2005. “More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus.” In *Wider Perspectives on Global Development*, 16–48. London: Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/9780230501850_2.

Stockhammer, Engelbers, ve Karsten Kohler. «Financialization and Demand Regimes in Advanced Economies.» *The Routledge International Handbook of*

Financialization içinde, düzenleyen: Philip Mader, Daniel Mertens ve Natascha van der Zwan, 149-162. Routledge, 2020.

Team, Trefis. *Quantitative Easing In Focus: The U.S. Experience*. 2015.
<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/16/quantitative-easing-in-focus-the-u-s-experience/?sh=34ab269a528d> (erişildi: 2020).

UNCTAD. 2019. *Trade and Development Report 2019: Financing A Global Green New Deal*. United Nations Conference on Trade and Development.

Williamson, John, and Molly Mahar. 1998. *A Survey of Financial Liberalization*. Princeton University Press.

Yeldan, Erinc. 2006. "Neoliberal Global Remedies: From Speculative-Led Growth to IMF-Led Crisis in Turkey." *Review of Radical Political Economics* 38 (2): 193–213.
<https://doi.org/10.1177/0486613405285423>.

Zalewski, David A, and Charles J Whalen. 2010. "Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis." *Journal of Economic Issues* 44 (3): 757–77. <https://doi.org/10.2753/JEI0021-3624440309>.

Zwan, Natascha van der. 2014. "Making Sense of Financialization." *Socio-Economic Review* 12 (1): 99–129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>.