

Keyifli Okumalar Dileriz

Binlerce kategoride milyonlarca PDF e-kitap, ders kitapları, dergiler ve romanlara platformumuz üzerinden ücretsiz ulaşabilirsiniz.

RESMİ WEB SİTEMİZ

<https://rantey.org>

Yedek ve Duyuru Kanallarımız

Sitemize erişim engeli gelmesi veya adres değişikliği durumunda aşağıdaki kanallardan güncel giriş adresine erişebilirsiniz:

- Telegram: <https://t.me/birkitapbir>
- WhatsApp Kanalımız : <https://whatsapp.com/channel/0029VbDHv8uE50Us4lvMoc0Y>

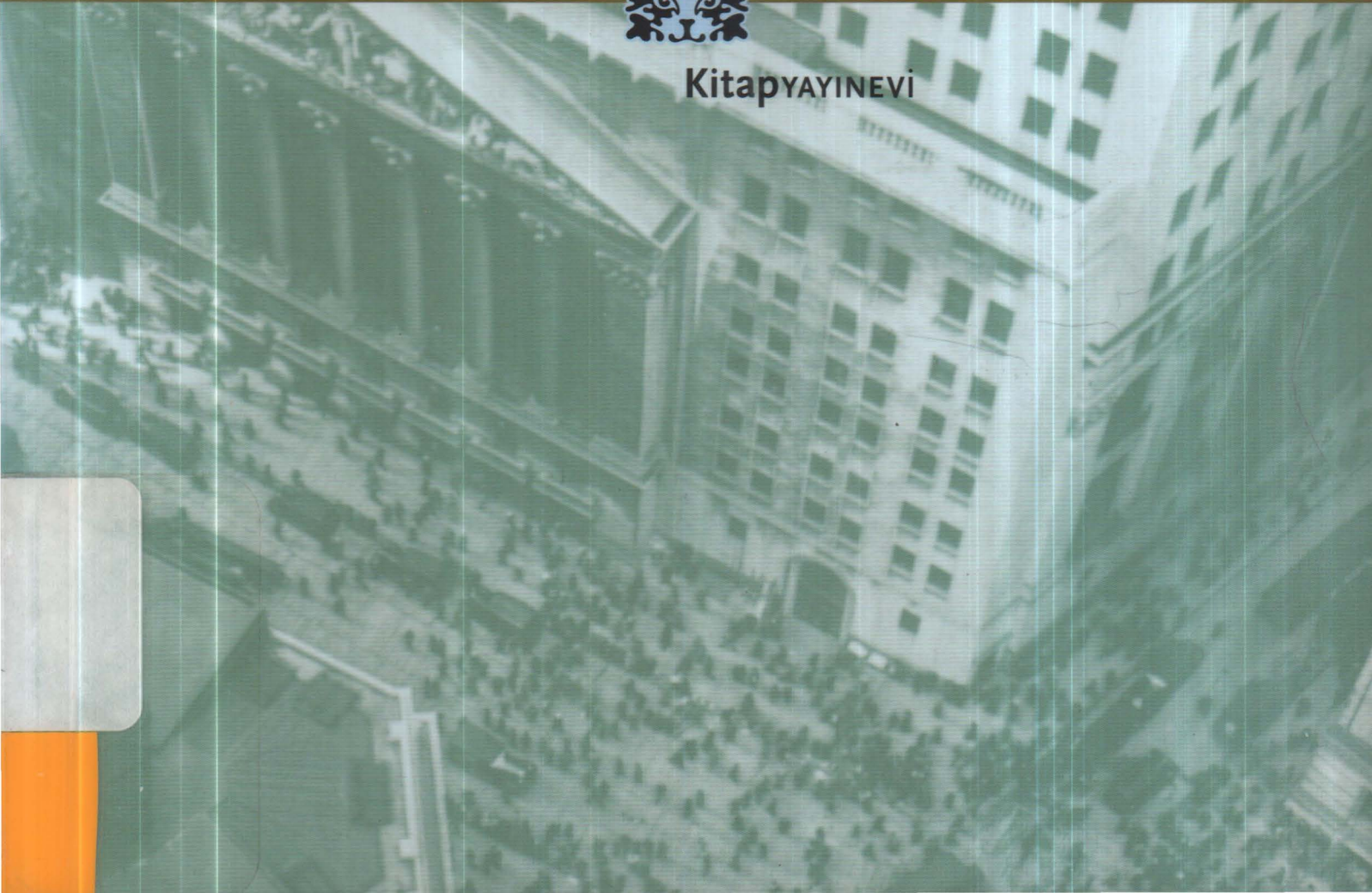
Larry Allen

Keseden Bankaya Tezgâhtan Borsaya

Küresel Finans Sisteminin Öyküsü



KitapYAYINEVİ



KİTAP YAYINEVİ – 19
TARİH VE COĞRAFYA DİZİSİ – 7

KESEDEN BANKAYA, TEZGAHTAN BORSAYA
KÜRESEL FİNANS SİSTEMİNİN ÖYKÜSÜ / LARRY ALLEN

ÖZGÜN ADI
THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM 1750-2000
FIRST PUBLISHED BY REAKTION BOOKS, LONDON, UK, 2001

© 2003, LARRY ALLEN
© 2003, KİTAP YAYINEVİ LTD.

ÇEVİREN
MAHMUT TEKÇE

DÜZELTİ
NURETTİN PİRİM

KİTAP TASARIMI
YETKİN BAŞARIR, BEK

TASARIM DANIŞMANLIĞI
BEK

KAPAK FOTOĞRAFI
BÜYÜK EKONOMİK BUHRANIN PATLADIĞI
29 EKİM 1929 GÜNÜ WALL STREET BORSASI'NIN ÖNÜ

GRAFİK UYGULAMA VE BASKI
MAS MATBAACILIK A.Ş.
KÂÇIT HANE BİNASI
HAMİDİYE MAHALLESİ, SOĞUKSU CADDESİ NO. 3
34408 KAÇITHANE-İSTANBUL
SERTİFİKA NO: 12055
T: 0212 294 10 00 F: 212 294 90 80
E: INFO@MASMAT.COM.TR

1. BASIM
MART 2003, İSTANBUL
2. BASIM
MART 2009, İSTANBUL
ISBN 975-8704-21- 4

YAYIN YÖNETMENİ
ÇAĞATAY ANADOL

KİTAP YAYINEVİ LTD.
KÂÇIT HANE BİNASI
HAMİDİYE MAHALLESİ, SOĞUKSU CADDESİ NO. 3/1-A
34408 KAÇITHANE İSTANBUL
Sertifika no: 1107-34-009175
T: 212 294 65 55 F: 212 294 65 56
E: kitap@kitapyayinevi.com
W: www.kitapyayinevi.com

Keseden Bankaya Tezgâhtan Borsaya

Küresel Finans Sisteminin Öyküsü

LARRY ALLEN

ÇEVİREN
MAHMUT TEKÇE



KitapYAYINEVİ

TERRY İÇİN

İÇİNDEKİLER

Önsöz 7

Giriş 9

I. ANONİM ŞİRKETLERİN DOĞUŞU 16

II. FİNANS PİYASALARININ OLUŞUMU 41

III. ALTIN VE GÜMÜŞ: PARA STANDARTLARININ ARİSTOKRATLARI 74

IV. KÂÇIT PARANIN ZAFERİ 90

V. SERBEST BANKACILIKTAN MERKEZ BANKACILIĞINA GEÇİŞ 101

VI. DÜNYA PARA BİRİMLERİNİN DOĞUŞU 127

VII. ESNEK DÖVİZ KURLARINA GİDEN YOL 143

VIII. ULUSLARARASI BANKACILIĞIN GELİŞİMİ 156

IX. DIŞ YATIRIMIN YOLLARI 173

X. SERBEST TİCARET MÜCADELESİ 183

XI. KAPİTALİZMİN İNİŞ ÇIKIŞLARI 208

XII. FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ÇAĞI BAŞLIYOR 222

XIII. KÜRESEL FİNANS SİSTEMİNİN GÖLGESİNDE 231

NOTLAR 236

KAYNAKÇA 240

DİZİN 246

ÖNSÖZ

Bu kitap, bugünkü küreselleşmiş finans sisteminin oluşumunda önemli bir rol oynayan finansal gelişimi tüm yönleriyle ele almayı amaçlamaktadır. Aynı zamanda 1750'den bu yana dünyadaki finansal gelişimin izlerini süren ve gerektiğinde iktisat tarihinin bulanık sularına dalarak günümüz küresel sistemini oluşturan tohumları arayan bir tarih kitabıdır.

Tarihçiler, iktisadi olayların tarihsel açıdan siyasi olaylarla neredeyse aynı derecede önem taşıdığını, avlanmadan toprağı işlemeye (Tarım Devrimi), ev tipi sanayiden fabrika sistemine (Sanayi Devrimi) geçişin en az Fransız İhtilali ya da Amerikan Devrimi kadar önemli olduğunu düşünmektedirler. Nitekim, büyük siyasi olayların altında yatan nedenler çoğu zaman iktisadi etkenlerdir.

Gelecek hakkında bilgi edinmek, finans piyasaları için özel bir değer taşır. Geleceğe ilişkin beklentiler ve geleceğin sırtına ermek arzusu o denli güçlüdür ki kimi zaman piyasa katılımcılarının geçmişin önemini azımsamasına neden olur; zira katılımcıların tarih bilgisine verdiği değer, deri değiştiren bir yılanın ardında bıraktığı ölü deriye verdiğiinden fazla değildir. Belli belirsiz bir geleceğin baskısını daima omuzlarında hisseden finans piyasası oyuncuları arkalarına bakamayacak kadar meşguldürler, rasyonel düşünceye fazlasıyla odaklanmış zihinleri eksik bilgiyle beslenen korkuların ve ümitlerin çatıştığı bir savaş alanını andırır. Bitmez tükenmez dalgalanmaların deneyimli piyasa katılımcıları üzerinde yarattığı güçlü etki, finans piyasalarını anlamak için daha geniş bir bakış açısına ihtiyaç olduğunu ortaya koymaktadır. Bu, mevcut finans piyasaları üzerine yapılan sayısız istatistik ve zaman serisi çalışmalarından değil, kapsamlı bir tarih çalışmasından elde edilecek deneyim ve bilginin oluşturduğu bir bakış açısidir. Bu tür kapsamlı bir tarih çalışması, dayanıklılığı ve yarattığı etki bakımından toplumsal ve siyasi kurumları geride bırakan, küresel finans sistemine yenilik ve değişim aşılayan bir organik büyüme gücünün varlığını gün ışığına çıkaracaktır.

Çok da uzak olmayan bir geçmişte, küresel finans sisteminin evrimleşmesi sonucu hükümetler zaman içinde kutsal bir anlam kazanan ve

finansal güvenilirlik timsali sayılan altın standardını bir kenara bırakmak ve eskiden kamu maliyesinin güvenilmezliğinin bir göstergesi olarak kabul edilen, dönüştürülemeyen kâğıt standardına yönelmek zorunda kaldılar. Yakın bir geçmişte ise en az altın standardından vazgeçmek kadar zor bir karar alarak ticaret engellerini de kaldırdılar ve siyasi rakipler arasında ticaret blokları oluşturdular. Küresel finans sisteminin mevcut sorunları devlet müdahalesinin varlığı ya da yokluğu, sabit ya da esnek döviz kurları, ticari kısıtlamalar ya da serbest ticaret, rekabet ya da işbirliği ve kapitalizm ya da sosyalizm arasında, her ne kadar zor da olsa, bir seçim yapmayı zorunlu kılıyor. Küresel finans sisteminin evrimleşmesi hızlandıkça hükümetlerin bu hıza ayak uydurmak için buna benzer pek çok güçlkle karşılaşmaları ve bu güçlükleri aşmak için eskiye oranla çok daha çabuk karar vermek zorunda kalmaları olasıdır. Küresel finans sisteminin tarihine ilişkin bilgi edinmek bize bu sarsıcı uyum sağlama süreçlerinin yeni olmadığını anımsatacaktır.

Bu kitap için yapılan araştırmalar, Beaumont, Teksas'taki Lamar Üniversitesi kampüsünde bulunan Mary and John Gray Kütüphanesi'nde yürütülmüştür. Bana yardımcı olan kütüphane görevlilerine ve sorularıyla bana bir konuya hakim olmanın ömür boyu sürececek bir süreç olduğunu anımsatan Lamar Üniversitesi'ndeki öğrencilerime teşekkür borçluyum.

LARRY ALLEN

GİRİŞ

Küresel finans sistemi tarihinin rengârenk camlardan oluşan bir kubbe olduğunu ve bu kubbe altında bulunanların değişik bakış açılarından değişik manzaralar gördüklerini varsayalım. Bu tarihi kubbeye farklı açılardan baktığımızda finans sisteminin toprağa dayalı servetten finansal servete, aile şirketlerinden anonim ortaklıklara, borçlu hapishanelerinden sınırlı yükümlülüğe, merkantilizmden *laissez faire*'e [bırakınız yapsınlar], serbest bankacılıktan merkez bankacılığına, altın standardından kâğıt standardına, hükümet inisiyatifinden özel inisiyatife, ulusal girişimlerden çokuluslu girişimlere ve tecrit edilmişlikten küreselleşmeye geçiş yaptığını görürüz. Küresel finans sistemi tüm unsurları birbirine bağlı bir yapı olduğundan, önümüzdeki ilk soru nereden başlamamız gerektiği, hangi bakış açılarının gözlemcilerle bu sisteme ilişkin en derin kavrayışı sunacağı, hangilerinin evrimleşmesi belli bir zaman aralığında izlenebilen ve küresel finans sistemi içerisindeki rolü sayesinde bu sistemin ve elemanları arasındaki ilişkinin gelişmesi için gerekli ortamı yaratan etkenler üzerinde odaklandığı sorusudur.

İlk olarak anonim şirketleri ve bir çığ gibi büyüyen bu iş örgütlerinin altında yatan gizli büyüme dürtüsünü ele alacağız. Çokuluslu şirketler anonim şirketler arasında yeni bir örgütlenme biçimi değildir; aksine anonim şirketlerin doğuş aşamasından beri var olan şirket türlerinden biridir. Bireylerin sessiz sedasız, diğer hissedarlardan izin almaksızın bir ortaklığın bir kısım mülkiyetini satın alabilmeleri ya da sahip oldukları kısmi mülkiyeti bir başkasına satabilmeleri, gözü pek şirketlerin çok daha büyük miktarlarda sermaye toplamalarına ve geniş coğrafi bölgelerde hissedar grupları oluşturmalarına olanak sağladı. Bu şirketler olası kaybı başlangıçtaki yatırım miktarıyla sınırlayarak hissedarları için söz konusu olan riskleri ve dolayısıyla da sermaye çekmek için gerekli olan kâr oranlarını azalttılar. Böylelikle sermaye fazlalığı olan uluslar için dünyanın uzak bölgelerine (en azından Batı Avrupa için uzak olan bölgelere), yani yerel koşullar hakkında yeterli bilgi sahibi olmadıkları için riskin yüksek olduğu yerlere açılımı sağlayan birer kanal işlevi gördüler.

Bunun ardından, büyüyen anonim iş örgütleri akılcıca bir adım atarak spekülasyonun taşkın gücünü küresel büyümenin hizmetine sundular. Bu şirketler başlangıçtan beri dış ticaretin nabzına göre hareket ettikleri için hissedarların kâra ve bireysel şirketlere hükmeden ekonomik koşullara ilişkin edinebildikleri bilgi son derece kısıtlı ve yanıltıcıydı. Böylesine bir güvensizlik ortamında bu hissedarların işi adeta ince bir kağıdın üzerinde durarak suyun yüzeyinde kalmaya çalışmak kadar güçlü; gündelik bölüm pörçük bilgiler doğrultusunda ya batıyorlar ya da çıkıyorlardı. Yirminci yüzyılın sonuna gelindiğinde ise dünyanın dört bir yanında, küresel bir sermaye rezervinden yayılan sermaye giriş ve çıkışlarına duyarlı, son derece canlı finansal piyasaların varlığı göze çarpıyor ve bir zamanlar ölüm döşeğinde olduğu varsayılan ülkeler yeniden güç kazanıyor.

Finans sistemi, finansal işlemleri kolaylaştıran bir yapıdır ve bu işlemlerin yapılabilmesi için kabul edilmiş bir para birimi, yani bir alış-veriş aracı, hesap birimi ya da mevcut zenginliğin depolanmasına yarayan ve ertelenen ödemelerin yapılması için standart sağlayan bir kavram gereklidir. Spekülasyon ateşine kapılmış bir halde dörtlü ile ilerleyen, hammadde ve yeni pazarlar bulmak umuduyla dünyayı kolağan eden şirketler küresel bir finans sisteminin oluşması için gereken itici gücü sağladılar ama bu sistemin özgürce işleyebilmesi için tüm dünyada geçerli bir parasal sistemin kurulması gerekiyordu. Ticaret, takas yoluyla hantalca da olsa yürütülebilir ve kredi anlaşmaları da yine bir takas sistemi içerisinde bireyler arası pazarlıklar sonucunda gerçekleşebilir, ancak, yapılan anlaşmaların kurallara uygun yürütülmesi, bunu sağlayacak bir siyasi gücün varlığına bağlıdır. Takas sistemindeki başlıca engel, ticaret fırsatlarının bulunması için gereken zamandır, zira herhangi bir ticari anlaşmanın yapılabilmesi için ilk şart, birbirlerinin isteklerini karşılayabilecek iki tarafın bir araya gelmesidir. Herkesçe kabul edilen bir para birimi hem mal ve hizmet alışverişi oranını hem de düzenli bir şekilde yürüyen borçlu-alacaklı ilişkisi sayısını artırır. Küresel bir parasal sistem sayesinde tütünün para yerine geçtiği Virginia sömürgesi ile kunduz kürkünün para yerine geçtiği Kanada arasında bile ticaret anlaşmaları yapılabilir hale geldi.

Zamanla dünyanın dört bir yanındaki birbirlerine yabancı ekonomiler, küresel ölçekte ticaret yapılmasına olanak tanıyan bir parasal sisteme doğru ürkek adımlarla ilerlemeye başladılar. Parayla oynayan İngiliz yatırımcılar, kalabalık Amerikan sömürgelerinde kâğıt paranın yasaklanması için Parlamento'ya başvurdular çünkü bu sömürgelerde yaşayan kişilere verdikleri borçların sömürge hükümetlerinin hızla değer kaybeden kâğıt paralarıyla geri ödenmesini istemiyorlardı. On dokuzuncu yüzyıl sonlarında gelişme çağında olan Rusya, yabancı yatırımcıları çekebilmek için altın standardını benimsedi. İngiltere ve Almanya'daki tedirgin yatırımcıların gözünde, Rusya ve Japonya gibi sermaye sıkıntısı çeken ülkelerdeki yatırımlarını güvenceye alabilecek tek şey sarsılmaz altın standardıydı; bu sayede bu ülkelerde elde ettikleri kâr İngiltere ve Almanya'ya geri aktarabilecekler ve bu ülkelerin para birimlerinin değer kaybetmesinden hiçbir zarar görmeksizin yatırımlarını nakde çevirerek kendi ülkelerinde değerlendirilebileceklerdi.

Ticaret hacmi çok daha geniş coğrafyalara yayılıp büyüdükçe altın standardı da madeni paralar arasında tartışmasız bir üstünlük kazandı; ağırlık birimi başına en yüksek değeri taşıyan para biçimi olduğu için nakliye yükünü de azaltıyordu. Altının egemen madeni para haline gelerek gümüşü saf dışı bırakması sonucu her iki madene de sahip olmayan ülkeler cesur bir adım atarak ağırlık birimi başına değeri daha yüksek olan ve dolaşıma girebilen bir para biçimi olarak kâğıt parayı kullanmaya başladılar. Bakır madenleri açısından zengin olan İsveç, bakıra dönüştürülebilen kâğıt paralar olan bakır banknotlarını piyasaya sürdü. On yedinci yüzyılda İsveç'in bakırdan yapılmış madeni paraları da dolaşımdaydı, ancak büyük miktarlarda para içeren ticaret anlaşmalarında bu paraların taşınması büyük sorun yaratıyordu. Yükte hafif olan bakır banknotları İsveç'in madeni paraların nakliyesinde yaşadığı sorunları hafiflettiyse de bu uygulama zamanla tüm kâğıt para sistemlerinde olduğu gibi herhangi bir madene dönüştürülemeyen kâğıt para sistemine geçilmesiyle sonuçlandı. 1776 yılında bakırdan ve kâğıttan vazgeçip gümüş standardını kabul edene dek İsveç büyük kur çılgınlıklarına ve siyasi kargaşalara sahne oldu. Bu kâğıt para dramları Eski ve Yeni Dünya'da defalarca yaşandıktan sonra merkez ban-

kaları parasal denetimsizliklere meydan vermeden, değerli bir madene dönüştürülmesini güvence altına almadan ve enflasyona ya da deflasyona yol açmadan kâğıt parayı idare etmeyi öğrendiler. Günümüzde egemen olan para birimlerinin, örneğin Amerikan dolarının yükselişi ve dış ticaret piyasalarının bu kurlara ayak uyduracak şekilde gelişmesi, aralarında derin kültürel, siyasal ve coğrafi farklılıklar olan ülkelerin birbirleriyle mal, hizmet ve sermaye alışverişinde bulunmasının önündeki en büyük engeli de ortadan kaldırdı. Nihayet yirminci yüzyılın ikinci yarısında aşırı yüklenmiş durumdaki dünya parasal sistemi, altın standardının son kalıntılarını da sırtından atarak dünya ekonomilerini ayaklarının üzerinde yeni yeni durmaya başlayan dönüştürülemeyen para sistemlerinin insafına terk etti. Artık para stoklarının idaresi, en üst sıralarda yer alan ve serbestçe dalgalanan döviz kurlarına tabi olan merkez bankalarının eline bırakılmıştı.

Uluslararası bankacılığın yükselişi Ortaçağ'da Avrupa'da kullanımdan kalkan altın paranın on üçüncü yüzyılda yeniden kullanıma girdiği İtalya'da başladı. Akdeniz ülkelerinin altın ve gümüşe dayalı parasal sistemi, ulusal sınırları aşan borçlu-alacaklı ilişkilerinin artması için gerekli olan korumayı borç verenlere sağlıyordu. Avrupa ile Uzakdoğu arasında ticaretin başlaması ve Yeni Dünya'daki değerli madenlerin çıkarılmasıyla birlikte Avrupa'ya adeta bir değerli maden akını başladı ve böylelikle uluslararası bankacılık ilk meyvelerini verdi. Gümüş ve bakır madenlerinden oluşan bir imparatorluğun sahibi konumundaki banker Fugger ailesi, Fransa ile İspanya arasındaki savaşları finanse edebilecek kadar büyük miktarlarda sermaye toplamanın türlü yöntemlerini buldu. Bunu Avrupa ve Amerika'daki baronlar sınıfına ait bankerlerin yükselişi izledi; Rothschild, Baring ve Morgan gibi tüccar prensler Sanayi Devrimi boyunca son derece büyük ve riskli ticari teşebbüsleri finanse etmek için aynı yöntemleri kullandılar. Rothschild ailesi İngiltere'nin Napoleon'a karşı verdiği kahramanca mücadeleye (1800-1815) ve Süveyş Kanalı Şirketi'nin hâkim hissesinin alınması (1866) gibi stratejik önemi büyük bir girişime maddi destek sağladı. Yeni Dünya'da ise Baring ailesinin yardımıyla Amerika Birleşik Devletleri, Louisiana'yı satın aldı (1803). Altın standardının egemen olduğu yıllarda (1875-1914) Rothschild, Baring ve Morgan gibi tüccar bankerler ağır ama emin adımlar-

la ilerleyerek olağanüstü bir finansal ve siyasi güç elde ettiler. Dünyanın dört bir yanında yapılan demiryollarını ve su kanallarını finanse ederken Avrupa'daki hükümetlere borç vererek karşılığında siyasi güç kazandılar; bir başka deyişle bu hükümetlere 'kılıç sallamak yerine para koklattılar'. Yirminci yüzyılda dünya altın piyasalarının başını çeken İsviçre, uluslararası bankacılığın merkezi haline geldi. Yirminci yüzyılın sonlarına doğru ise Japonya ve Avrupa'daki devasa bankacılık ortaklıkları dünyanın en büyük bankaları arasına girerek yeryüzünün en uzak sayılan noktalarında bile şubeler açtılar, çok çeşitli para birimlerinde hesap açıp borç verdiler. Dijital iletişimin yaygınlaşmasıyla birlikte kırsal kesimlerdeki küçük bankalar bile uluslararası bankacılık arenasında yer alma fırsatı buldular.

Finansal sermayenin izlediği ve geçtiği her yere para bırakan bu yol, eski bir tartışmanın yeniden alevlenmesine de neden oldu: Emperyalist hükümetler, finansal sermayenin dünyanın diğer bölgelerine doğru attığı bu acemi adımları mı takip ediyorlardı, yoksa sermaye, emperyalist hükümetler tarafından el yordamıyla bulunan bu yola mı yönlendiriliyordu? Yerel yönetimlerin yabancı sermayenin albenisine kapılıp dış mihraklı güçlerin karanlık emellerine alet olmasından çekinen yoksul ama onurlu hükümetler, yabancı sermayenin girişine karşı gururla direnç gösteriyorlardı. Amerika Birleşik Devletleri gibi dünya ekonomisine egemen durumda olan süper güçler, kendi ülkelerindeki şirketlerin yabancı ülkelerdeki yatırımlarını güvence altına almak adına yabancı ülkelerin siyasetine patavatsızca müdahale etmeye başladılar. Kapitalizm ve komünizm arasındaki bölgesel ölçekli çatışmalar ve sömürgecilik yolları, sermaye ihraç eden ülkelerdeki sermayenin belli bölgelere akmasını sağlayan kanalların açılmasına zemin hazırladı. Yirminci yüzyılın sonunda pek çok ülkenin sermaye girişi üzerindeki engelleri yavaş yavaş kaldırdığına ve yabancı yatırımların on dokuzuncu yüzyıl sonlarından beri görülmemiş bir tırmanışa geçtiğine tanık oluyoruz.

Uygun bir parasal sistem, uzak mesafeleri aşabilen iletişim ve nakliye sistemleri, ticareti finanse edebilen ve sermaye dolaşımına olanak sağlayan finans piyasaları ve kurumlar olduğu takdirde sınırsız küresel ticaretin önündeki tek engel, yerel üretime destekleyici avantajlar sağlamayı ve yerel ekonomileri küresel ekonominin olumsuz etkilerine karşı bağışık kıl-

mayı amaçlayan yasal kısıtlamalardır. Serbest ticaret fikri ilk olarak yüzölçümü açısından görece küçük olmasına karşın Avrupa kıtasındaki çok daha büyük ülkelerin karşısına esaslı bir rakip olarak dikilen Büyük Britanya'da ortaya çıktı. Sanayi Devriminin sarhoşluğuna kapılan İngiltere, ülke ihtiyacının çok üzerinde üretim yapıyor ve benzersiz nakliye olanakları sayesinde bu malları dünyanın dört bir yanına pazarlayabiliyordu. İngiliz iktisatçılar, serbest ticaret politikalarının hem ülke içinde hem de dünya çapında yaşam standartlarını yükseltme anlamında diğer politikalara üstünlüğüne dikkat çekiyorlardı. Öte yandan Almanya, Fransa, ABD ve diğerleri, kendi yerel üretimlerini yabancı malların ülkeye girişiyle doğacak rekabetten koruyan ticari kısıtlamalar getirilmesi taraftarıydılar. 1930'lu yıllara gelindiğinde Büyük Britanya da serbest ticaret saflarından ayrıldı ve Amerika Birleşik Devletleri'nin sonuçlarını pek düşünmeden yasalaştırdığı Smoot-Hawley Tarifesi'nin ardından dünyanın başlıca ticaret ortakları arasında başlayan kıran kırana ticaret savaşına girdi. İkinci Dünya Savaşı sonrasında ABD serbest ticaret yanlısı bir politika benimseyerek dünya çapında ticaret engellerinin kaldırılması için oldukça başarılı girişimlerde bulundu. Avrupa Birliği ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) gibi bölgesel ticaret bloklarının oluşturulması, bu bölgeler içerisinde serbest ticarete olanak tanıdı.

Son olarak 1970'lerin sonunda İngiltere'de ve ABD'de ortaya çıkarak kısa sürede küresel ekonomiyi etkisi altına alan, özelleştirmeyi, piyasalardan devlet müdahalesinin kaldırılmasını, ithalat ve ihracat özgürlüğünü ve ülkeler arası kısıtsız sermaye akışını savunan kapitalizm devrimiyle birlikte gelişmeye başlayan küresel finans sistemini inceleyeceğiz. Tam da esnek döviz kurlarının kabul edilişiyle birlikte yabancı yatırım ve ticarete spekülasyon unsuru eklendiği sırada, dış ticareti ve sermaye akışını engelleyen son yasal ve siyasi engellerin birer birer yıkıldığına tanık olduk. Bilgi ve iletişim sistemlerindeki yenilikler sayesinde yatırımcılar kelimenin tam anlamıyla dünyanın öbür ucundaki fırsatları bile değerlendirme olanağını buldular. Dünya piyasalarında esmeye başlayan bu yepyeni güven rüzgarını arkalarına alan dış ticaret, yabancı yatırım ve spekülasyon görülmemiş bir büyüme sürecine girdi. 1997-1998 yıllarında pek çok ülkede yaşanan eko-

nomik krizler küresel finans sistemini sarstığında kapitalizmin karanlık yüzü ortaya çıktı ve küresel finans sisteminin güvenilirliğine ilişkin eski korkular, yeni sorular gündeme geldi. Yirmi birinci yüzyıla girdiğimizde bu kriz döneminin sorumlusu hâlâ bulunabilmiş değil; bir başka deyişle otopsi raporu üzerindeki çalışmalar sürüyor.

ANONİM ŞİRKETLERİN DOĞUŞU

Küresel finans sisteminin nabzını tutmak ve deyim yerindeyse ateşini ölçmek için elimizdeki en uygun araçlar, coşkulu yükselişleri ve tedirgin edici düşüşleri matematiksel endekslerle hesaplanan ve dünyanın finans merkezleri olmalarıyla övünen New York, Hong Kong gibi büyük borsalardır. Bu borsalar günümüzdeki kalabalık ve canlı varlıklarını anonim şirketlerin yükselişine borçludurlar. Anonim şirketlerin yükselişi ise, keşifler döneminin ardından dünya ticaretinin Akdeniz'den Atlantik'e yönelerek büyümeye başlaması ile hemen hemen aynı zamana denk gelir.

Anonim şirketler, kanunlar karşısında gerçek kişilere tanınan ayrıcalıkların, örneğin kaynak sahibi olma, mal ve hizmetlerin üretimi ve pazarlanması gibi ayrıcalıkların pek çoğuna sahip olan yasal varlıklardır. Bu şirketler adına borç alınabilir, borç verilebilir ve şirket tıpkı bir insan gibi dava edilebilir ya da dava açabilir. Bir anonim şirket, tüm kurucuları öldükten sonra bile yasal bir varlık olarak hayatını sürdürebilir.

Bu özel hukuki konumu nedeniyle anonim şirketler, diğer iş örgütlerinin sahip olmadığı çok önemli bir avantaja sahiptirler. Sınırlı yükümlülük denen bu avantaj sayesinde şirket sahiplerinin (hissedarların) borç yükümlülüğü, yani maksimum kayıp riskleri sahip oldukları hisselerin değeriyle sınırlıdır. İş ortaklıklarında iflas halinde her bir ortağın eşit borç yükümlülüğü altında olmasına karşın anonim şirketlerin hissedarları ortağı oldukları şirketin borçları nedeniyle dava edilemezler.

Bunun da ötesinde anonim şirket hissedarları diğer hissedarların onayını almaksızın kendi hisselerini satabilirler ve satışa çıkan hisseleri alan kişinin de diğer hissedarlardan ya da ortaklardan izin alma zorunluluğu yoktur. Anonim şirketlerin doğuşuna dek iş ortaklıklarındaki en önemli unsur, ortaklar arası kişisel ilişkilerdi. Bir ortaklığın başlıca koşulu karşılıklı güven olduğu için bu tür ortaklıklar genellikle aile bireyleri arasında kuruluyordu. Anonim şirketlerin ortaya çıkışıyla birlikte kişiler arası ilişki-

ler önemini yitirdi ve sermaye dünyanın dört bir yanındaki iş alanlarına yayılmaya, bunu yaparken siyasi engelleri de aşmaya başladı.

Anonim şirketlerin ortaya çıkışının kökeninde pek çok farklı etken yatmasına karşın bu yönde atılan ilk tohumun çift düzen muhasebeye geçiş olması muhtemeldir. Bu metotta bütün ticari işlemler şu mantık çerçevesinde kaydedilir: ticari varlıklar toplamı, ticari yükümlülükler toplamı artı hissedarın payına eşittir. Mal satışı envanter varlığını azaltır ama nakit varlığını artırır, böylelikle kârlı bir ticari işlemin sonucunda hem şirket varlığı hem de hissedarın payı eşit miktarda artar. Borç ödemesi nakit varlığı azaltır ama yükümlülüğü de aynı oranda azaltır, böylelikle şirket varlığıyla yükümlülükler ve hissedar payı arasındaki eşitlik bozulmamış olur. *Summa Di Arithmetica, Geometria, Proportioni E Proportionalita* adlı bir aritmetik kitabına eklediği bölümle bu sistemi dünyaya tanıtan Pavia Üniversitesi Matematik Profesörü Luca Pacioli aynı zamanda Leonardo da Vinci'nin bir arkadaşıydı.

Çift düzen muhasebe sistemine geçişle birlikte iş örgütü, ortaklardan bağımsız soyut bir kavram niteliği kazanmıştır. İş örgütünün iniş çıkışlarla dolu yaşam çizelgesi, her bir ticari işlemin hissedarların payı üzerindeki etkilerini gösteren bir muhasebe denklemi biçiminde defterlere kaydedilir. Çift düzen muhasebenin şeffaf mantığı, bir hissedarın kişisel kararlarından bağımsız edindiği kârları şaşmaz bir kesinlikle ortaya koyar ve bu muhasebe defterlerine bakıldığında ortaklıklarda ne gibi değişimler olursa olsun iş örgütünün yaşamında pek bir değişiklik olmadığı görülür.

Bir yandan iş örgütleri soyut kavramlara dönüşürken, öte yandan da hükümetler, bu gelişmeden bağımsız olarak yeni bir uygulama başlattılar. Çok sayıda kent ve cemaat kanunlar karşısında mevcut ortaklıklardan bağımsız, süre kısıtlaması olmayan yasal varlıklar olarak kabul edildi. Bu anlamda manastırların ve kiliselerin anonim şirketlere tanınan imtiyazlara öncülük eden ilk kurumlar olduklarını söyleyebiliriz. Sınırlı yükümlülük kavramının doğuşuna yol açan bu uygulamayla sayesinde cemaatlerin yöneticisi konumundaki kişiler cemaatin borçlarından sorumlu tutulmuyordu. On beşinci yüzyılda İngiliz mahkemelerinin aldığı bir karara göre Liverpool kenti borçlu duruma düşer ya da iflas ederse, Liverpool Ortaklığının yöne-

tim kurulu üyelerinden birinin borçlu olacağı miktar, sınırlı yükümlülük ilkesiyle belirlenecekti.

Devredilebilir hisse senetlerinin temelleri büyük olasılıkla hükümet adına borç alan kurumlar olarak açılan ilk İtalyan kamu bankalarınınca atıldı. On ikinci yüzyılda Venedik Cumhuriyeti, vatandaşlarını kibarca hükümete borç vermeye zorluyordu. Hükümetin her bir vatandaşa borçlu olduğu miktar defterlere kaydediliyor, hükümet bu borçların faizini ödüyordu. Ana para, kaydi paranın teminatı niteliğindeydi ve kaydi para da borçların kaydedildiği defterlerdeki girişlerden ibaretti. İki kişi arasında kaydi para el değiştireceği zaman, kişilerin defterdeki kayıtları üzerinde değişiklik yapıyordu. On dördüncü yüzyılda Venedik’le savaşa girmek üzere olan Cenova kenti de vatandaşlarından para borç aldı. 1407’de ellerinde borç karşılığı verilen hükümet bonoları olan vatandaşlar bir araya gelerek Casa di San Georgio adıyla bir banka kurdular. Bu banka hem madeni para hesabı açıyor hem de bir alışveriş aracı olarak kullanılan kaydi para senetleri veriyordu. Ayrıca bankanın hisse senetleri alınabiliyor, bu senetler para yerine kullanılabilir ya da noter huzurunda bankadaki kayıtlarda yapılan değişikliklerle el değiştirebiliyordu.

Kolomb’un Yeni Dünya’yı keşfinin üzerinden henüz bir asır geçmemişti ki İngilizler, keşifler çağında Avrupa’nın önünde beliren ticari fırsatları değerlendirme hevesindeki iş örgütlerine sınırlı yükümlülük ve devredilebilir hisse senetleri gibi anonim şirketlere özgü imtiyazlar tanımaya başladılar. Buna karşın ilk sömürge imparatorlukları anonim şirketlerden yararlanmayı düşünmediler. 1497’de Vasco da Gama Ümit Burnu’nu geçtikten sonra Portekiz, kara yoluyla ticaret yapan Müslüman tüccarlar ve Venedik yerine Hint Adalarıyla okyanus aşırı ticaret yapmaya başladı. Böylelikle Doğu-Batı ticaretinin rotası Akdeniz’den Atlantik’e kaymış oluyordu. 1509’da Avrupa’yla Hindistan arasındaki ticaret Portekiz üzerinden gerçekleşiyordu, 1512’de Portekiz Baharat Adalarıyla ticareti tekeline aldı ve 1540’ta da Çin’den ve Japonya’dan gelen malların Avrupa’ya ithalatını doğrudan yapmaya başladı. Yeni Dünya’daki Brezilya, Portekiz ticaret küresinin içinde yer alıyordu. Portekiz krallığı hiçbir özel girişime Hint Adaları’yla ticaret yapma hakkını tanımazken, İngilizler İngiliz Doğu Hindistan Şirke-

ti'nin yanı sıra Hollandalılara (Doğu Hindistan Hollanda Şirketi) ve Fransızlara (Doğu Hindistan Fransız Şirketi) bu hakları tanıdılar. Portekiz sömürge imparatorluğunun işleyiş sistemi 'monarşi kapitalizmi' ya da 'kraliyet merkantilizmi' olarak tanımlanabilir. Portekiz krallığı Hint Adaları'yla ticareti başlattığında bütün ticaret kraliyete ait olan ve kaptanları krallıktan maaş alan gemilerle yürütülüyordu. Bu gemilerde taşınan malın büyük çoğunluğu Portekiz kralına aitti. Bu süreçte özel girişim sayılabilecek tek şey, gemilerin kargo bölümünde kaptana ayrılan küçük bir yerden ibaretti; kaptan kendi hesabına alıp sattığı malları burada depolayabiliyordu. Doğu Hindistan ticareti tam anlamıyla kraliyetin tekelindeydi; gemiler, içlerindeki mallar ve bütün risk Portekiz kralına aitti.

İmparatorluk kariyerine Portekiz'i örnek alarak başlayan İspanya, sömürüye açıkengin doğal kaynaklarla dolu Yeni Dünya'nın sunduğu fırsatlar karşısında bir hayli bocaladı. Kısa sürede hükümet girişiminin yetersiz kaldığı ortaya çıkınca özel girişimcilere de Yeni Dünya ile ticaret yapma hakkı tanındı ama denetim tümüyle İspanya krallığının elindeydi. Ancak on sekizinci yüzyılda İspanya, İngiliz Doğu Hindistan Şirketi'nin benzeri sayılabilecek anonim şirketlere Yeni Dünya ile ticaret yapma hakkını verdi.

On altıncı yüzyılın ikinci yarısında İngiltere'de adeta bir patlama yaşayan anonim şirketler, günümüz şirketlerinin tarihteki ilk örnekleriydiler. İngiliz anonim şirketlerinin ataları, Adam Smith'in regüle edilen şirket olarak tanımladığı şirketlerdi. Bunlar, kralın özel onayıyla dünyanın belirli yerlerinde ticaret yapma tekeli verilen tüccar loncalarıydı. Regüle edilen şirketin kendi gemileri vardı ve üyeler bu gemilerde kendilerine ait birer kargo alanına sahiptiler, ancak her üyenin esas sermayesi ayrıydı ve kâr ya da zarar yalnızca kendisine aitti.

1554'te İngiltere krallığı Rusya Şirketi'ne İngiliz sömürgelerinde ticaret yapma ayrıcalığını verdi. Rusya Şirketi, yabancı bir pazarda İngiliz ticaretini örgütlemeye ve tekelleştirmeye yönelik ilk anonim şirketlerden biriydi. İngiliz anonim şirketleri arasında en ünlüsü olan Doğu Hindistan Şirketi önce I. Elizabeth'ten Hindistan'la ticaret tekeline sahip bir regüle edilen şirket olarak izin aldı, 1612'de ise yeniden örgütlenerek bir anonim şirkete dönüştü. Bu tür ayrıcalıklı şirketlerin kurulabilmesi için hem krali-

yetin onayı hem de Parlamento'nun yasa çıkarması gerekiyordu. Bunları alabilmek için de geniş bir servetin yanı sıra siyasilerle yakın ilişkiler içinde olmak gerekiyordu. İmtiyazlarını koruyabilmeleri hükümetlerle kurdukları ilişkilere bağlı olan şirketler hükümetlere borç veriyorlar, karşılığında da okyanus aşırı operasyonların tehlikelerinden korunmak için onların yardımını alıyorlardı. Bu şirketlerin finansmanı devredilebilen hisselerle sağlanıyordu ve hissedarlar sınırlı yükümlülüğün getirdiği güvencenin tadını çıkarıyorlardı. İflas eden iş sahiplerini ağır hapis cezalarının beklediği bir dönemde bu, hiç de azımsanmayacak bir avantajdı.

Başlangıçta Doğu Hindistan Şirketi okyanus aşırı yapılan her sefer için ayrı bir anonim ortaklık kuruyordu. 1642 yılında ise günümüzün çokuluslu ortaklıklarına benzer bir örgütü finanse edebilecek kalıcı bir sermaye oluşturmaya başlamıştı. Şirket artık askeri güce de sahipti ve yabancı ülkelerde fabrikalar işletmeye, dünyanın dört bir yanında konuşlanmış yöneticileriyle uluslararası bir yönetim yapısı kurmaya başlamıştı. Belli bir eşik değerin üzerinde hisse sahibi olan hissedarlar Genel Kurul üyesiydiler. Genel Kurulda seçilerek göreve gelen bir başkan, bir başkan vekili ve 24 üyeden oluşan, son derece geniş yetki sahibi olan bir Yönetim Kurulu bulunuyordu. Şirket yönetimi tamamen bu seçilmiş görevlilerin elindeydi. Şirket Avrupa limanlarında Yeni Dünya'daki madenlerden çıkarılan gümüşü alıyor, Hindistan'da bu gümüşü pamuklu kumaşlarla değiş tokuş ediyor, Endonezya'dan bu kumaşlar karşılığında baharat alıyor, bu baharat ya doğrudan Avrupa'ya gönderiliyor ya da Çin ve Japonya'da ipek, şeker, kahve ya da çayla değiştiriliyordu. Başlangıçta şirketin hissedarlarına ödediği kâr payı yüzde 6'ydı. Daha sonraları şirketin en varlıklı dönemlerinde bu oran yüzde 10'lara kadar çıktı. On sekizinci yüzyılın sonlarında ise ayrıcalıklarını birer birer yitiren şirketin kârlılığı hızla azalmaya başladı. 1813 yılında ticaret tekeline de yitirdi ve nihayet 1873 yılında varlığı sona erdi.

İlk anonim şirketlerle kuruldukları ülkelerin hükümetleri arasındaki güçlü bağların en çarpıcı örneği, İngiliz Doğu Hindistan Şirketi'nden iki yıl sonra, yani 1602 yılında kurulan Doğu Hindistan Hollanda Şirketi'dir. Hollanda Cumhuriyeti'nin temsili hükümet kurumu olan ve şirkete ticaret hakkını tanıyan Genel Valilik aynı zamanda şirketin en büyük hissedarı-

dı. Genel Valilik üyeleri arasından seçilen on yedi kişi şirketin yönetim kurulunu oluşturuyordu. Yönetim kurulu üyeleri, Doğu Hindistan Şirketi'yle birleşen daha küçük çaplı şirketlerin ortakları ve yerel siyasi gruplar tarafından seçiliyordu. Sıradan hissedarların bu seçimde söz ya da oy hakkı yoktu. Şirket yönetimi, yönetim kurulunun belirlediği çerçeveler içinde hareket eden ve geniş yetki sahibi olan bir Genel Valinin elindeydi. Yönetim kadrolarındaki herkes Hollanda hükümetine bağlılık yemini ediyordu. Genel Vali, Cava ve çevre adalardan oluşan bağımsız bir imparatorluğu yönetiyordu ve savaş açma, barış yapma, kale dikme ve bölgesel valileri göreve atama ya da görevden alma yetkilerine sahipti. Şirket en parlak dönemlerinde Doğu Hindistan ticaretini tekeline almış durumdaydı ve hissedarlarına yüzde 22 kâr ödüyordu. Karanfil ve hindistancevizi fiyatlarının düşmesini önlemek için Ambon ve Banda adaları dışındaki tüm adalardaki karanfil bitkilerini ve hindistancevizi ağaçlarını imha ederek toplam üretimi Hollanda öncesi dönemdeki miktarın dörtte birine düşürdü. Doğu Hindistan Hollanda Şirketi sadece ticari bir güç değil, kendi donanması olan siyasi bir varlıktı. Ne var ki on sekizinci yüzyılın sonlarına doğru şirket yönetimindeki yolsuzluklar ayyuka çıkmış, şirket, borçları nedeniyle yok olma noktasına gelmişti. Nitekim 1799'da Hollanda hükümeti şirketin tüm borçlarını ve mal varlığını üstlenerek şirketi feshetti.

1621'de Doğu Hindistan Hollanda Şirketi'yle aynı temellere sahip olan Batı Hindistan Hollanda Şirketi kuruldu. Şirketin Yeni Dünya'da İspanya ve Portekiz'le rekabet etmesi amaçlandıysa da asla Doğu Hindistan Hollanda Şirketi'nin ulaştığı başarıya ulaşamadı ve 1791 yılında Hollanda hükümeti bu şirkete de el koydu.

Doğu Hindistan Fransız Şirketi ise 1664 yılında, XIV. Louis'nin meşhur maliye bakanı Jean Baptiste Colbert'in önerisi üzerine kuruldu. Bu şirket, dünyanın ilk ülke çapında hisse satan anonim şirketi olmasına karşın yeterli sermayeyi sağlayamadı. XIV. Louis'nin kanun seviyesine getirdiği şirket tüzüğüünün üçüncü maddesi şöyle diyor: 'Fransa ile savaşan bir ulusun üyesi dahi olsa kimsenin hisselerine kral tarafından el konulamaz.' Doğu Hindistan Fransız Şirketi'nin varlığı Fransa hükümetine bağlıydı ve 1789'da Fransız İhtilali sırasında yok oldu.

On yedinci yüzyılda anonim şirketlerin sayısında istikrarlı bir artış gözlemlendi. Piyasalar alım satım için devredilebilir hisse senetleri geliştirdi ve 1698 yılında Londra kendi menkul kıymetler borsasını oluşturdu. 1720’de Londra’yı etkisi altına alan ve Güney Denizi Şirketi’nden esinlenerek Güney Denizi Balonu adı verilen bir spekülasyon çılgınlığının ardından yaşanan çöküş, anonim şirketler için de zorlu bir dönemin başlangıcı oldu. Güney Denizi Şirketi, hisselerini hükümet senetleriyle takas etme yoluna gitmiş, bu yöntemin borç faizlerini düşüreceğine inanan hükümet de bu girişimi onaylamıştı. Tam anlamıyla bir borsaya hücum yaşanan bu yıllarda Parlamento’dan ya da Kraldan izin almaksızın kurulmuş çok sayıda anonim şirket ortaya çıktı. İspanya, Güney Denizi Şirketi’nin Yeni Dünya ile ticaretini baltalayınca kaçınılmaz son gerçekleşti ve büyük bir borsa çöküşü yaşandı.

Güney Denizi Balonu’ndan ders alan Parlamento, spekülasyonun taşkın gücünü frenlemeye yönelik bir dizi yasa çıkardı. Bu yasalar İngiltere’deki anonim şirketlerin on dokuzuncu yüzyıla dek sürecek bir duraklama dönemine girmesine yol açtı. 1720’de çıkarılan Sahtekârlık Yasası, şirket kurabilmek için Parlamento’dan özel yasa çıkarılmasını şart koyuyordu. Söz konusu özel yasanın çıkarılması da geçmişe oranla çok daha güçleştirilmişti. Bunu izleyen yüz yılı aşkın süre boyunca İngiltere’de anonim şirketler gerilerken Sanayi Devriminin sermaye ihtiyacını karşılamaktan yoksun ortaklıklar ve aile şirketleri güç kazandı. Sonunda 1825 yılında bu yasa yürürlükten kaldırıldı.

Yine 1720’de, Fransa’da yaşanan ve Mississippi Balonu adıyla anılan spekülasyon çılgınlığı İngiltere’dekinden de beter bir fiyaskoyla sonuçlandı. Bu seferki bir borsa çöküşünden ziyade bir parasal çöküntüydü. Yine de sonuçları aynıydı; Fransa da hisse senedi piyasaları üzerinde sıkı bir denetim getiren yasalar çıkardı.

Napoleoncu Ticaret Yasasıyla birlikte anonim şirketlerin gelişiminde önemli bir adım atılmış oldu. Bu yasaya göre artık kurulacak her bir şirket için hükümetin özel yasa çıkarmasına gerek kalmıyordu. Yasa çıkarma süreci, belli koşulları yerine getiren gruplar için genelleştirilmişti. Yine de bu yasa, anonim şirketlerin hızını kesen kısıtlayıcı ve denetleyici maddeler

ıçeriyordu. Napoleoncu Yasada anonim şirketler hissedarlarına sınırlı yükümlülük güvencesi sağlamak zorunda değildiler. Belçika, Hollanda, İsviçre, İtalya, İspanya, Prusya ve Hansa şehirleri Napoleoncu Yasadaki şirketler hukukunu benimsediler. 1820'lerde ve 1830'larda Fransa ve Belçika'daki kanal yapımı furyasında anonim şirketlerin sayısında da bir patlama yaşandı.

Amerikan Devriminin ardından ABD'deki eyalet meclisleri İngilizleri örnek alarak her bir şirket için özel yasa çıkarma uygulamasına geçtiler. Bu uygulama pek çok kesimin tepkisini çekti; anonim şirket kurma izni verilen grupların siyasilerle yakın ilişkileri sayesinde özel ayrıcalıklar kazandıkları, hatta bu izin için belli çevrelere rüşvet verdikleri iddiaları ortaya atıldı. 1837 yılında Connecticut bu süreci mekanik ve rutin bir uygulamaya dönüştüren bir yasa çıkararak Amerikan eyaletlerinde şirketler hukukunun liberalleşmesine öncülük etti. Artık anonim şirket kurmak isteyenlerin yapması gereken tek şey, bu işle ilgilenen bir resmi kuruma başvurmaktı. Böylelikle eyalet meclislerinde özel yasa çıkması için kulis yapmak ya da meclisin onayını beklemek tarihe karıştıyordu. Diğer eyalet meclislerinin de kısa sürede bu uygulamayı benimsemesi sonucunda ABD anonim şirketlerin gelişmesi için en uygun ortamı sağlayarak İngiltere, Fransa ve diğer Avrupa ülkelerini geride bıraktı. İngiltere bu alanda gerekli adımları ancak 1856'da atabildi. Fransa da 1867'de hissedarlarına sınırlı yükümlülük güvencesi veren anonim şirketlerin kurulması sürecini önemli ölçüde basitleştirdi. Almanya'da ise 1850 yılına dek anonim şirketlerin sayısı yok denecek kadar azdı.

Sahtekârlık Yasasının koyduğu sıkı kurallara karşın on sekizinci yüzyılın ikinci yarısında İngiltere'de yaşanan kanal yapımı furyası, yeni bir anonim şirket patlamasıyla sonuçlandı. 1758 ile 1803 yılları arasında Parlamento'dan kanal yapımı için izin isteyen şirketlerin sayısı 165'in üzerindeydi. Amerikan Bağımsızlık Savaşı'nın ardından İngiliz devlet tahvillerinin faiz oranları olağanüstü bir hızla düştüğünde anonim şirket çılgınlığı da had safhadaydı. 1791 ile 1794 yılları arasında Parlamento kanal yapımı ve denizcilikle ilgili 81 yasa çıkardı. Anonim şirketlerin hisseleri yüksek değer birimlerinde piyasaya sürülüyordu; bu hisseler genellikle 200 sterlin seviyesindeydi ve nadiren 50 sterlinin altına düşüyordu.

Anonim şirket olmanın sunduğu avantajlardan yararlanmak isteyen büyük çaplı iş örgütleri de kâğıt üzerinde ortaklık olarak görünmelerine karşın pratikte Parlamento'dan izin almaksızın gizli birer anonim şirket gibi işleyişlerini sürdürmeye başladılar. Bu şirketlerin hisseleri birbirlerini tanımayan ve şirket yönetiminde yer almayan çok sayıda ortak arasında dağılmış durumdaydı. Bu tür ortaklıklar esasen ortaklık yasasındaki bir maddeyi suiistimal etmekteydiler: Herhangi bir ortaklığa karşı dava açılacağı zaman her bir ortağın adının belirtilmesi gerekiyordu ve kim oldukları bilinmeyen ya da ulaşılamayan ortakların varlığı, bu tür bir girişimi olanaksız kılıyordu. Sessiz ortakların kimliğini gizlemek, yurtdışından ortaklar edinmek gibi yöntemler sayesinde tüm ortaklara anonim şirket ortaklarının sahip olduğu sınırlı yükümlülüğe benzer bir güvence sağlanmış oluyordu. Öte yandan mevcut ortakların hisselerini yeni ortaklara satması ya da bazı ortakların kendilerini hissedar değil de alacaklı olarak görmeleri yasal karışıklıkların gitgide artmasına yol açtı. Kanunlar bu tür anlaşmazlıkları çözmekte ve yatırımcıları dolandırıcılık girişimlerinden korumakta yetersiz kalıyordu.

İngiliz Parlamentosu 1825 yılında Sahtekârlık Yasasını yeniden yürürlüğe koydu, bunun nedenlerinden biri de Parlamento'nun onayını almaksızın anonim şirket gibi işleyen bu tür şirketlerin mantar gibi çoğalmasıydı. Yeni yasal düzenlemeye göre anonim şirket olabilmek için yine Parlamento'dan yasa çıkarmak gerekiyordu, ancak anonim şirketlerin işleyiş alanları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, imtiyaz almak kolaylaştırılmıştı. 1824'ten sonra Parlamento onayıyla kurulmuş anonim şirketlerin sayısı hızla artmaya başladı. 1834 ve 1837 yıllarında Parlamento anonim şirket oluşumunu özendirmek amacıyla yeni adımlar atarak bu şirketlerin Ticaret Odası tarafından dava açabilen ve dava edilebilen yasal kişilikler olarak tanınmalarına, ortaklarına sınırlı yükümlülük güvencesi sağlamalarına olanak verdi. Ne var ki Ticaret Odası bireysel şirketlere ayrı birer yasal varlık statüsü vermek konusunda son derece temkinli davranıyordu. Hâlâ resmi onay almaksızın anonim şirket olarak işleyen ve sahtekârlığa karışan çok sayıda ortaklık vardı. Sonunda 1844 yılında Parlamento şirketlere ayrı birer yasal varlık olarak tanınma hakkını verirken hissedarların sınırlı yükümlü-

lük güvencesini de kaldırdı. Anonim Ortaklıklar Tescil, Kuruluş ve Denetim Yasası kişilerin basit bir ruhsat sürecinden sonra anonim şirket kurmalarını olanaklı kılıyordu. Yapmaları gereken tek şey asgari ödenmiş sermayeye sahip olduklarını kanıtlamak ve tarifnamelerini sunmaktı. Bu yasayla birlikte şirketler altı ayda bir denetlenmiş bilançolarını Ticaret Odası'na vermek zorundaydılar.

1856 yılında İngiliz Parlamentosu sınırlı yükümlü anonim şirketlerin gelişiminin önündeki son engeli de kaldırdı. 1856'da çıkarılan Anonim Şirketler Yasasına göre standart kurallara uyan ve bir ortaklık taslağı hazırlayan yedi ya da daha fazla kişi, ortaklarına sınırlı yükümlülük güvencesi veren bir anonim şirket kurabiliyordu. Bu, limitet şirketlerin doğuşuna öncülük eden bir uygulamaydı. Böylelikle İngiliz Parlamentosu'nun anonim şirketlere karşı benimsediği çekimser tavır ortadan kalkmış oluyordu. Bunu izleyen on yıl içinde İngiltere anonim şirketlerin hızla çoğalmasına sahne oldu.

Anonim Şirketler Yasası, yatırımcıların Ticaret Odası'na başvurarak kuracakları şirketin adını, kuruluş amacını ve ortakların sınırlı ya da sınırsız yükümlü olacağını bildiren bir ortaklık taslağı sunmalarını gerektiriyordu. Yeni yasaya göre anonim şirketler kendi tüzüklerini oluşturabilirler ya da yasanın belirlediği standart bir tüzüğü benimseyebilirlerdi. Standart tüzükte yer alan maddelerden bazıları şunlardı: Hissedarlara yıllık hissedar toplantısında bilanço verilecek, sayıca ve değerce şirket hissedarlarının beşte birinin isteği halinde Ticaret Odası'nın görevlendireceği müfettişler şirketin muhasebe kayıtlarını inceleyebilecekti.

Anonim şirket yapısını benimseyen ilk büyük çaplı sınai şirketler, demiryolu şirketleriydi. 1884'te ilk kez duyurulan Dow Jones ortalamasındaki on bir hissenin dokuzu demiryolu şirketlerine aitti. Demiryolları hem şirketler hem de hissedarlar için anonim şirkete en uygun yatırımdı. Demiryolu endüstrisi, bir avuç yatırımcının ortaya koyabileceğinden çok daha fazla sermaye gerektiriyordu ve sınırlı yükümlülük güvencesi sayesinde olabildiğince çok yatırımcıdan sermaye çekmek mümkündü. Demiryolu yapımı açık havada, gizlisi saklısı olmaksızın yürütülen bir iş olduğundan yatırımcı dilediği gibi yapılan işi seyredebiliyor, malzeme kalitesini ve müş-

teri sayısını kendi gözleriyle görebiliyordu. Aynı zamanda hizmetteki ya da malzemedeki bozulmaları, iş kaybını ya da yeni rekabetleri örtbas etmek olanaksızdı. Genellikle hükümetler de demiryolu yatırımlarına destek sağlıyorlar, kimi zaman bu şirketlere tekel hakkı tanıyorlar, bu da demiryollarının yatırımcıların gözündeki güvenilirliğini artırıyor.

On dokuzuncu yüzyılda anonim şirketlerin sayısı arttıkça şirketlerle hükümetler arasındaki sıkı bağlar (bunun en çarpıcı örneği Doğu Hindistan Şirketi'yle İngiliz hükümeti arasındaki ilişkiydi) da çözülmeye başladı. İlk ticari anonim şirketler hükümetlerin birer uzantısı olarak kabul ediliyorlardı. Zaman içinde şirketlerin hızla çoğalmasının yanı sıra *laissez faire* fikirlerinin yaygın şekilde kabul edilmesi hükümetlerin bireysel şirketlere olan ilgisini ve müdahalesini azalttı.

On dokuzuncu yüzyılın ikinci yarısında anonim şirketlerin gelişiminde yeni bir güç rol oynamaya başladı. Dünya ekonomisi finans kapitalizmi evresine girmiş, ekonomik güç büyük yatırım bankalarının eline geçmişti. Hükümet tahvillerini satmak ve hükümet için borç toplamakta epey başarılı olan Rothschild gibi yatırım bankacıları anonim şirketlerin hisselerini satmaya başladılar. Bu bankalar yeni kurulmuş şirketlerin büyük miktarda hissesini satın alıyor, daha sonra şirket kâr açıklamaya başlayınca bu hisseleri halka satıyordu.

1852'de III. Napoleon'un yönetimindeki Fransız hükümeti tarafından kurulan ve Fransa'nın anonim şirket yapısındaki ilk bankası olan Société Générale de Crédit Mobilier, finans kapitalizmine doğru gidişin açık bir göstergesiydi. Bu bankanın kuruluş amacı, demiryolları ve ağır sanayi için gerekli olan uzun vadeli finansmanı sağlamaktı. Crédit Mobilier müşterilerine mevduat hesabı açıyor, hem bono hem de kendi hisselerini satarak sermaye topluyordu. Bankada hesabı bulunan şirketler büyük, hesapları kabarıktı. Banka kendi sermayesini anonim şirket hisselerine ve bonolara yatırıyor, bazen bunları yeniden halka satıyordu. Uzun vadeli finansman olanağını ve rekabet halindeki şirketlerin hisselerini elinde tutarak hatırı sayılır bir güç sahibi olan Crédit Mobilier bu gücü rakip şirketler arasında rekabet değil, işbirliği sağlamak için kullanıyordu. Banka aynı zamanda Fransa, İspanya, Avusturya, Kuzey İtalya, Rusya ve İsviçre'deki demiryolla-

rının finanse edilmesinde de önemli bir rol oynuyordu. Crédit Mobilier, Orta Avrupa'nın mevduat bankacılığıyla borsa yatırımcılığını birleştiren ve büyük çaplı iş girişimlerine finansman sağlayan ticari bankalarına örnek oluşturdu. Bankalarla sanayi arasındaki bu yakın ilişki finans kapitalizmi için gerekli olan temelleri attı ve finans kapitalizmi on dokuzuncu yüzyıl sonlarında özellikle Almanya'da yükselişe geçti.

ABD'de finans kapitalizmi dönemini başlatan bir kurum değil, bir kişiydi; bu kişi John Pierpont Morgan adlı bir tüccar bankerdi. Tüccar bankerler, hükümet onayıyla kurulan anonim şirket yapısındaki bankaların tâbi olduğu kurallara tabi değillerdi. Morgan gibi tüccar bankerler birkaç zengin işadamına mevduat hesabı açıyorlar, bir yandan da hem hükümet tahvillerinin ve anonim şirket hisselerinin satışı hem de uluslararası ticaretin işleyişi için gerekli olan fon transferini gerçekleştiriyorlardı. Morgan bir şirketten hisse ya da bono almadan önce ortaklarından birinin söz konusu şirketin yönetim kuruluna üye olmasını şart koşuyor, böylelikle müşterilerinin yatırımlarını güvence altına alıyordu. Bu uygulama sonucunda çok sayıda şirketin yönetim kurulunda söz sahibi olan Morgan ele geçirdiği bu olağanüstü güçlü müşterileri arasında rekabeti sınırlamak ve yatırımlarındaki riski azaltmak amacıyla kullandı. Birden fazla şirketin yönetim kurulunda görev yapan bir kişi, bu şirketler arasında işbirliğini ve dayanışmayı teşvik edebilecek ve rekabeti azaltabilecek güce sahiptir. Morgan bu gücü demiryolu ve imalat şirketlerini birleştirmek için de kullandı. Bu alandaki en büyük başarılarından biri, çok sayıda çelik şirketini ileride dünyanın en büyük anonim şirketi haline gelecek United States Steel Corporation çatısı altında birleştirmesidir.

1912'de 'para vakıflarını' inceleyen bir meclis komitesi, Morgan'ın bir ya da daha çok ortağını tam 32 anonim şirketin yönetim kuruluna soktuğunu ortaya çıkardı.' Kendisi de New York Central Railroad; New York, New Haven, and Hartford Railroad; Southern Railway Company; Philadelphia and Reading Railroad; International Mercantile Marine Company; Adams Express; International Harvester; General Electric ve Western Union'ın yönetim kurulu üyeleri ya da oy kullanan mütevelli heyet üyeleri arasında yer alıyordu. Bunun yanı sıra çok sayıda banka ya ona aitti ya da onun denetimindeydi. 1920 yılına gelindiğinde Morgan and Company değişik şirketle-

rin yönetim kurullarına 167 temsilci sokmuş, birbirine bağlı 2.450 yönetim kurulundan oluşan bir ağ kurmuş ve ABD'deki anonim şirketler varlığı toplamının dörtte birinin kontrolünü ele geçirmişti.² 1914 yılında çıkarılan Clayton Yasası'na göre aynı kişinin birbirleriyle rekabet halindeki iki şirketin yönetim kurullarında görev alması yasaktı ama bir şirket yöneticisinin rakip şirketin yönetim kurulunda görev yapması serbestti. ABD hükümeti için yapılan bir araştırma, 1968 yılına dek ülkedeki en büyük 500 şirketten 286 şirketin yönetim kurullarının bu şekilde birbirlerine bağlı olduklarını ve bunlardan 49'unun ticari banka olduğunu ortaya koymuştur.³

Finans kapitalizminin gücünü en fazla hissettirdiği ülke hiç şüphesiz Almanya'ydı. İngiltere ve İtalya'da uluslararası ticareti finanse etmek için başlayan bankacılık, Almanya'da büyük çaplı sınai girişimlerin finansman ihtiyacını karşılamak için gerekiyordu. Anonim şirket yapısını kabul etmekte geç kalan Almanya ancak 1870'li yıllarda atağa kalktı. Prusya 1843'te anonim şirketlerin kurulması için gerekli olan yasal düzenlemeleri yapmıştı, bu yasalara göre her bir şirket için hükümetten özel izin almak gerekiyordu. 1870 ile 1872 yılları arasında Almanya da bu yönde bir dizi yasa çıkardı, şirketler tek tek hükümetten izin almayacak, standart kriterleri yerine getiren her grup anonim şirket kurabilecekti.⁴ 1870 yılı haziran ayında Prusya'da yalnızca 410 anonim şirket varken 1874 yılı sonunda bu sayı 2.000'i aşmıştı. 1870 ile 1872 arasında Almanya'da sadece banka olarak 107 anonim şirket kuruldu. Bu bankaların çoğu 1873'teki ekonomik krizde iflas etti; Almanya'nın finans kapitalizmi uğruna *laissez faire*'i seve seve gözden çıkarmasının bir nedeni de batan bu bankalardı.

Günümüz bankacılık terimleriyle değerlendirecek olursak Alman bankalarının mevduat bankacılığıyla yatırım bankacılığını birleştirdiklerini söyleyebiliriz. Bu bankalar müşterilerinin hesaplara yatırdıkları parayı banka sermayesiyle birleştirerek anonim şirket hisselerine yatırıyorlardı. Bu, ABD'de 1930'larda yasaklanan bir uygulamadır. Alman bankalarında hesap açtıran bir müşteri bankanın seçtiği bütün hisselerle yatırım yapmayı kabul ediyor, bunun yanında çoğunlukla hissedar toplantılarında bulunma ve oy kullanma hakkını bankaya sağlayan bir vekâlet veriyordu. Böylelikle hisselerin ve kâr payının sahibi müşteriyken hissedarların oy hakkı banka-

nın elinde bulunuyordu. Bu bankalar yeni hisse senetlerini bloklar halinde alıp yatırımcılara satıyorlardı. Ayrıca büyük sınıai girişimlere uzun vadeli borç veriyorlar, çoğunlukla bu borçları yatırımcılara satabilecekleri hisse senedine ve tahvile dönüştürme hakkını saklı tutuyorlardı.

Büyük miktarlarda hissenin yanı sıra hissedar müşterilerinin oy haklarını da elinde tutan Alman bankaları, kısa ve uzun vadeli sermaye gereksinimlerini ancak bankalar aracılığıyla karşılayabilen sınıai girişimler üzerinde büyük güç sahibi oldular. Sermaye sağladıkları girişimlerin yönetim kurullarında oldukça kalabalık şekilde temsil ediliyorlar, bu sayede günümüzde içeriden bilgi denen gizli bilgilere de ulaşma olanağı buluyorlardı. 1873'teki ekonomik krizle birlikte aralarında bankaların da bulunduğu çok sayıda şirketin iflasının ardından Alman bankaları sahip oldukları bu gücü endüstri kartelleri yaratmak için kullandılar: bir grup firma aralarında anlaşarak bir endüstri kolunda tekelleşiyor, fiyatları tekel seviyesinde tutmak için üretim ve arz kısıtlanıyor, pazarlar firmaların tekelindeki değişik sektörlerle bölünüyor ve bu firmalar ulusal, hatta uluslararası tekel oluşturmak için ortak girişimlerde bulunuyorlardı. Sınıai krizin yaşandığı ve şirketlerin bankalara olan borçlarını ödeyemez hale geldiği bir dönemde, fiyatları düşüren kıyasıya rekabete karşı bulunan tek çare kartellerdi.

1879 yılında Alman hükümetinin serbest ticaret yaklaşımını tamamıyla terk ederek ithal mallara karşı bariz ticaret engelleri koyması sanayide kartelleşmeye hız kazandırdı. Aşılması neredeyse olanaksız bu tarife engelinin korumasındaki Alman kartelleri yerel fiyatları dünya pazarlarının çok daha üzerine çıkarmaya, bir başka deyişle kartellerin pazar gücünü sömürmeye başladılar. En büyük karteller kömür, demir ve çelik sanayilerini elinde bulunduranlardı. Kartellerin firmalar üzerindeki gücü sektörden sektöre değişiyordu. 'Produktion' kartelleri üretimi firmalar arasında bölüştürüyor, belli firmaları bölgesel pazarlarda tekel konumuna getiriyordu. Kartellerin en gelişmiş biçimi olan 'satış sendikaları', bir endüstri alanındaki bütün kartel üyesi firmaların satış işlemlerini tek elden gerçekleştiriyor ve kâr firmalar arasında bölüştürülmek üzere bir havuzda toplanıyordu. Bazı sendikalar bir malın hammadde aşamasından perakende satışına dek tüm üretimini kontrol ediyor, her aşamadaki fiyatları belirliyordu. Kar-

tellerin belirlediği fiyatlar, aralarında rekabet olmayan firmaların giderlerini karşılamaya yetecek oranda tutuluyor ama açıkça zarar eden firmalar kapatılarak kârlı işletmelere fırsat tanınıyordu. Alman hükümeti İkinci Dünya Savaşı'nın sonuna dek kartellere verdiği desteği sürdürdü.

1868'deki Meici Yapılanmasının ardından Japonya'da kendine özgü bir finans kapitalizmi gelişmeye başladı. Etkileri günümüz Japonya'sındaki anonim şirketler üzerinde hâlâ görülebilen bu dönemde holdinglere benzer devasa finansal birliktelikler ortaya çıktı. *Zaibatsu* adı verilen bu şirketler Japonya'nın gelişmiş kapitalist sektörünün sınai örgütlenmelerinde baskın rol oynadılar. *Zaibatsu*, 'para örgütü' anlamına gelir. Aile şirketleri olan bu holdingler çok çeşitli sanayi dallarında faaliyet gösteren şirketlerin tahvillerini ellerinde tutuyorlar, bu şirketler arasında işbirliği sağlıyorlardı. *Zaibatsu* lar hem aile ortaklıklarına üstün bir konum kazandırıyor hem de dönemin dev sanayi şirketleri üzerinde denetim sağlıyorlardı. Bunu yaparken bir yandan da finans kapitalizmiyle büyük benzerlikler taşıyan bir sınai örgütlenme oluşturdular. Her bir *zaibatsu*'nun sahip olduğu tali şirketlerin arasında mutlaka bütün girişimi finanse eden bir de banka vardı. Bir dizi tali şirketi kontrol eden, bu şirketlerin yöneticilerini ve yönetim kurulu üyelerini atayan *zaibatsu*'nun tepe noktasında bu holdingin tüm sermayesine sahip olan bir aile ortaklığı bulunuyordu.

Birinci Dünya Savaşı sırasında *zaibatsu* lar hızla büyüdü, 1930'lu yıllarda ise Japonya'daki hemen hemen her sektör şu dört *zaibatsu*'dan (Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo ya da Yasuda) birinin etkisi, hatta kontrolü altındaydı. Bunlar arasında en büyüğü olan Mitsui, şirket kurucusunun akrabaları olan on bir aileye aitti. Mitsui'nin bünyesinde altı başlıca firma bulunuyordu, bunlar Mitsui Bankası, Mitsui Bussan, Mitsui Madencilik, Mitsui Tröst, Toshin Depoculuk ve Mitsui Yaşam Sigorta'ydı. Bu firmaların her birinin kontrolünde de çok sayıda şirket vardı. Mitsui Bussan'a bağlı şirketler arasında un fabrikaları, suni ipek ve pamuk fabrikaları, mühendislik firmaları, elektrikli cihaz üreticileri, yoğunlaştırılmış süt üreticileri, deniz ve yangın sigortası şirketleri, petrol rafinerileri vardı. Her birinin kendine bağlı alt şirketleri olan bu şirketler dev bir piramit oluştuyorlardı.

1930'lu yıllarda Japonya'nın önde gelen altı bankasından dördü *zaibatsu*ların kontrolündeydi ve hisse senetlerinden ziyade sabit getirili banka hesaplarını tercih eden Japon halkı parasının yüzde 70'ini *zaibatsu* tröstlerine yatırmıştı. *Zaibatsu*, kredi olanağı tanıdığı küçük firmaları dilettiği gibi yönlendirebiliyor, *zaibatsu* ürünlerine ayrıcalık sağlıyordu. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra işgal güçleri Holding Şirketleri Tasfiye Komisyonunu kurarak *zaibatsu*ları tasfiye ettiler; böylelikle aile ortaklığı kurumu sona ermiş, dünyanın en büyük holding şirketleri dağılmış oluyordu.

Tekelciliği yasaklayan yasal düzenlemelere karşın, tekelci uygulamalar ve kartelleşme İkinci Dünya Savaşı sonrasında da Japonya'daki anonim şirketlerin en belirleyici özelliği olarak kaldı. *Zaibatsu*ların yerini ekonomik işbirliğini destekleyen rekabet karşıtı ticari birlikler alırken çoğunluğu bir bankayla ilişkili olan Japon şirketleri yine eskisi gibi finansman sağlamak için bankalara bağımlı kaldılar. 1990'larda yaşanan ekonomik kriz, bankaların kendi müşterileri olan belli şirketlerin iflasına meydan vermemek için benimsediği yöntemlerin ne kadar ciddi bir sorun oluşturduğunu ortaya koydu.

Almanya'da kartellerin, Japonya'da da *zaibatsu*ların oynadığı rolü ABD'de tröstler, birleşmeler ve holdingler üstlendi. 1879'da Standard Oil Company tröstleşerek ABD sanayisinde bir ilki gerçekleştirdi. Bu tröstün çatısı altındaki üye şirketlerin hissedarları, hissedarı oldukları şirketleri kontrol etme haklarını tüm üye şirketlerin kontrol sorumluluğunu üstlenen tek bir gruba devrettiler. Bu hissedarlara verilen tröst sertifikaları, her bir hissedara tröstün kazancından ona devrettiği hisselerin toplam değeri oranında bir pay almayı garanti ediyordu. Tröst sertifikası sahipleri tüm üye şirketlerin idaresini üstlenen bir idari heyet seçtiler. Tıpkı hisse senetleri gibi alınıp satılabilen bu tröst sertifikaları 1899'da neredeyse hisse senetlerinin yerini almaya başlamıştı. İdari heyet, üye şirketler arasında rekabeti engelleyerek işbirliğini teşvik ediyor, bu amaçla fiyat belirleyerek üretimi kısıtlıyor, Hatta kimi zaman bazı işletmeleri kapatıyordu. Sonunda ABD'de 1890'da çıkarılan Sherman Antitröst Yasası'nın öncülük ettiği bir dizi antitröst yasayla fiyat belirleme ve piyasa anlaşmaları yasaklandı.

Sherman Yasası doğrudan tröstleri engellemeye yönelik bir yasa olmasına karşın tröstlerle aynı amaca hizmet eden yeni bir merkezileşmiş kontrol mekanizmasının oluşmasının önüne geçemedi, zira bu yasa şirket birleşmelerini yasaklamıyordu. 1889 yılında New Jersey patentli şirketler diğer şirketlerin hisselerini satın alma, ellerinde bulundurma ve bu hisselerle kendi hisselerini takas etme hakkını elde ettiler. 1893 yılında New Jersey, anonim şirketler yasasında birtakım değişiklikler yaparak burada imtiyaz alan şirketlerin eyalet dışındaki şirketleri de satın almasına ve tüm mülkiyet haklarına sahip olmasına olanak tanıdı. 1892'de yirmi üye şirketten oluşan Standard Oil Company, idari heyetinde yapılan oylama sonucu dağıldı ve Standard Oil of New Jersey adı altında, Standard Oil Company üyesi olan yirmi şirketin hisselerini elinde bulunduran tek bir şirket olarak yeniden kuruldu.

Standard Oil Company'nin öncülük ettiği bu hareketle birlikte ABD tarihinde birleşme rüzgârları esmeye başladı. 1893'teki ekonomik bunalım, sanayi kuruluşlarını Sherman Yasasına takılmadan fiyat belirlemenin yegâne yolu olan birleşmeye itti. 1898-1902 yılları arasında ABD, 2.600'ün üzerinde birleşmeye sahne oldu ve 1 milyar dolar ve üstü sermayesi olan sanayi birleşmelerinin sayısı otuz kat artarak 1900 yılında 300'e ulaştı. On dokuzuncu yüzyıl sona ererken yaşanan bu birleşme fırtınasından en çok etkilenenler petrol, demir-çelik, bakır, şeker, kurşun ve tuz endüstrisiydi. 1900 yılında ABD'deki endüstriyel sermayenin yüzde 15'i ve üretimin yüzde 8'i, ülkedeki üretim kuruluşlarının yüzde 0,5'inin elindeydi.

Standard Oil of New Jersey gibi şirketlere holding denmesinin nedeni, pek çok şirketin ağırlıklı hissesini ellerinde bulundurmalarıdır. Holding şirketlere ana şirket de denir, hisseleri bir ana şirketin elinde bulunan şirketlere de tali şirket denir. Bir ana şirket, tali şirketin yüzde 100 hissesini alarak bu şirketin tamamına sahip olabilir. Tali şirketin yüzde 50 hissesinin de azına sahip olduğu halde bu şirketin kontrol hissesini de elinde bulundurabilir. Holdingler, başka şirketlerin kontrol hissesini satın almak için kendi hisselerini kullanırlar.

Tarihteki en ünlü holdinglerden biri, 1980'lerin ortalarına dek ABD'deki telekomünikasyon endüstrisini tekeline bulunduran American

Telephone and Telegraph (AT&T) idi. Uzun yıllar boyunca federal hükümet AT&T'nin fiyat belirlemede hükümet denetimine tabi olan bir tekel olarak varlığını sürdürmesine göz yumdu. Southwestern Bell gibi yerel telefon şirketleri ve bu telekomünikasyon devinin malzeme üretim kolu olan Western Electric, tamamıyla AT&T'nin mülkiyetindeydi. Bu tali şirketler uzun mesafe hizmetlerin, telekomünikasyon malzemeleri üretiminin ve yerel telefon hizmetlerinin pek çoğunu tekelleştirmişlerdi. 1984 yılında ABD Adalet Bakanlığı AT&T'ye karşı bir antitröst yasa çıkararak bu deviyel Bell şirketlerini bağımsız şirketlere dönüştürmeye zorladı.

ABD'de holdingler rekabeti kısıtlamadıkları sürece yasaldılar. Günümüz ABD'sindeki antitröst yasaları, bir holdingin kendisiyle rekabet içinde olmayan iki şirketin ağırlıklı hissesine sahip olmasına izin verir. Holdinglerin bu denli yaygın olmasının bir nedeni de budur. 1990'larda ABD banka hesaplarının yüzde 90'ından da fazlası Citicorp ya da Chase Bank gibi büyük holding bankaların elindeydi. Büyük bankalar holdingleşerek şube bankacılığını yasaklayan federal ve eyalet yasalarıyla zıt düşmeden tamamıyla sahip oldukları tali şirketler yaratma yoluna gittiler. Farklı eyaletlerde farklı denetimlere tabi olan kamu kuruluşları da her bir eyalette bağımsız tali şirketler oluşturdular. Böylelikle değişik denetimlere tabi olan işletmeleri birbirlerinden ayırmış oluyorlardı. Holdingleşen kamu kuruluşları bu yolla bir eyalette geçerli olan denetimin bir başka eyaletteki müşterileri, hizmeti ve kârı nasıl etkileyeceği sorununu da çözmüş oluyorlardı.

Holdingler rekabeti azaltmak gibi bir etki yaratmadıkları durumlar da bile pek çok başka soruna yol açabilirler. 1920'lerdeki borsa patlaması, yeni bir birleşme ve holdingleşme dalgasını da beraberinde getirdi. Pek çok sanayi dalında holdinglerden oluşan piramitler yükselirken olağanüstü bir güç, küçük bir grup yatırımcının eline geçmiş oluyordu. Oldukça karmaşık olan bu sistemin işleyişi şöyleydi: piramidin en altında bulunan ve 100 milyon dolarlık varlığı olan bir tali şirketin finansmanının yüzde 50'si borçlanmayla, yüzde 50'si de hisse senedi satışıyla sağlanıyordu. En alttaki şirketin tüm hisseleri, piramidin ilk katındaki bir holdinge aitti. Böylelikle söz konusu holding sadece 50 milyon dolarlık bir yatırım karşılığında 100 milyon dolarlık bir varlığın kontrolünü elinde tutuyordu. Bu holdingin de fi-

nansmanının yüzde 50'si borçlanmayla, yüzde 50'si de hisse senetleriyle sağlanıyordu. Bu sayede hissedarlar sadece 25 milyon dolar yatırarak 100 milyon dolarlık bir varlığı kontrol edebiliyorlardı. Bu holdingin 25 milyon dolarlık hissesine sahip olan ve finansmanının yüzde 50'si borçlanmayla, yüzde 50'si de hisse senetleriyle sağlanan ikinci bir holdingin hissedarları da 12,5 milyon dolarlık bir yatırım karşılığında 100 milyon dolarlık bir varlığın kontrolünü ellerinde tutuyorlardı zira geriye kalan 87,5 milyon doları sağlayan alacaklılar şirket yönetiminde söz sahibi değillerdi. Varlıkları büyük ölçüde borç finansmanına bağlı olan bu holding piramitleri 1930'lardaki deflasyondan ağır bir darbe aldılar zira hisse senedi kârlarının aksine, borç faizleri kâr ya da zarar oranından bağımsız olarak ödeniyordu. Bu piramit şirketlerin çöküşü 1930'larda tüm iş dünyasında hızlı bir düşüşle sonuçlandı ve ABD anonim şirket yapısının yumuşak karnı gözler önüne serildi.

1910-1920 yılları arasında ABD'de günümüz anonim şirket yapısının temellerini atan bir dizi yasal düzenleme yapıldı. 1914'te yürürlüğe konan Clayton Yasası, tekelleşmeyi engellemede yetersiz kalan Sherman Yasasındaki boşlukları kapatmaya yönelik maddeler de içeriyordu. Clayton Yasasına göre rekabeti azaltmakla sonuçlanabilecek durumlarda bir şirketin bir başka şirketin hisselerini satın alması yasaktı. Bu yasa esasen aynı sanayi dalında rekabet içinde olan şirketlerin birleşmesini, yani yatay birleşmeleri engellemeyi amaçlıyordu. Ne var ki Clayton Yasasında da boşluklar vardı: 1926 yılında ABD Yüksek Mahkemesi Clayton Yasasına göre bir şirketin aynı alanda faaliyet gösteren rakip bir şirketin hisselerini satın almayacağına, ancak varlıklarını satın alabileceğine karar verdi. Yine de Clayton Yasası yatay birleşmeleri engellemek konusunda bir hayli etkili oldu ve dikey birleşmeler (aynı malın üretiminin değişik aşamalarını gerçekleştiren şirketlerin birleşmesi) de çoğu mahkeme tarafından rekabet azaltıcı sonuçlar doğurabilecek girişimler olarak değerlendirildiğinden antitröst yasalara aykırı olarak kabul edildi.

1918 yılında Kongre, Webb-Pomerene Yasasını yürürlüğe koyarak Amerikan firmalarının ihracata yönelik işbirliği yapmalarına ve ihracat birlikleri kurmalarına izin verdi. Bu yasanın amacı, Almanya ve İngiltere gibi ülkelerde hükümetler yerli firmaları ihracata yönelik karteller oluşturmaya

teşvik ederken Amerikan firmalarının da antitröst yasalara takılmadan aynı yöntemleri kullanabilmesini sağlamak, dolayısıyla dünya piyasasında rekabeti teşvik etmekte. 1919 yılında yürürlüğe konan Edge Yasası federal hükümetten izin almış şirketlerin yabancı ülkelerde bankacılık ve yatırım bankacılığı yapmalarına olanak tanıdı.

Bu yasal değişiklikler anonim şirketlerin evriminde iki önemli adımın atılmasını sağladı. Artık anonim şirketler ABD piyasalarındaki rekabet kurallarını ihlal etmeksizin dilediklerince genişleme ve güç kazanma olanağı bulmuş oluyorlardı. Birinci Dünya Savaşı sırasında Amerikan şirketlerinin Avrupa şirketlerine sağladığı üstünlüğe Webb-Pomerene ve Edge yasalarının tanıdığı fırsatlar da eklenince ABD’de çokuluslu anonim şirketlerin gelişimi için son derece elverişli bir ortam oluştu. Bu çokuluslu şirketler, dünyanın dört bir yanındaki farklı hükümetlerin egemenlik alanlarında üretim ve pazarlama yapıyor, küresel eğilimlerin ve fırsatların ışığında yeni stratejiler geliştiriyorlardı.

Yirminci yüzyılın başlarında özellikle Latin Amerika’da merkezleri ABD’de bulunan çok sayıda çokuluslu şirket vardı. Örneğin United Fruit Company muz sanayisini tekeline almış, Orta Amerika’daki işgücünü acımasızca sömürüyordu. Orta Amerika ülkelerinin iç işlerine karışmasıyla ünlü bu şirket, nihayet 1954’te ABD hükümetinin de desteğini alarak faaliyetlerini baltalayan Guatemala hükümetini devirdi. Yine aynı dönemlerde Eastman Kodak, General Electric ve Standard Oil gibi şirketler de pazar ve kaynak arayışlarını ülke sınırları dışına yönelttiler. ABD’nin Birinci Dünya Savaşı’ndan son derece kârlı çıkan otomobil, kimya, petrol ve torna gibi sanayi dalları 1920’li yıllarda uluslararası yapılanmaya gittiler. 1930’larda Almanya’nın genişlemesi ve tüm dünyayı etkisi altına alan ekonomik kriz ABD’deki çokuluslu girişimlerin hızını kestiye de İkinci Dünya Savaşı’nı izleyen yıllarda çokuluslu şirketlerin sayısında istikrarlı bir artış gözlemlendi. 1960’lı yıllarda merkezleri ABD’de bulunan çokuluslu şirketlerin değeri, toplam dış yatırımların iki katından fazlaydı. 1974 yılında dünyanın en büyük 50 çokuluslu şirketinden 24’ü ABD merkezliydi.⁵ 1998 yılında Japonya merkezli çokuluslu şirketlerin hızlı artışına karşın dünyanın en büyük 50 çokuluslu şirketinin arasında 19’u hâlâ ABD merkezliydi.⁶ 1999 yılında

dünyanın en büyük beş çokuluslu şirketinin ikisi yine Amerikan şirketleri olan General Motors ve Ford Motor Company, ikisi Japon şirketleri olan Mitsui & Co. Ltd. ve Mitsubishi Corporation, biri de Avrupalı Dutch Royal/Shell Group'tu.

1970'lerin başında çokuluslu şirketlerin üretim miktarı, pek çok küçük ülkenin gayrisafi milli hasılasını aşıyordu. 1974 yılında dünyanın en büyük çokuluslu şirketi olan, toplam satışı 42,1 milyar doları bulan Exxon, Belçika, Danimarka ve hemen hemen tüm Latin Amerika ülkelerinin gayrisafi milli hasılasını geride bırakmıştı. Bu listede on üçüncü sırada olan International Business Machines, 13 milyar dolarlık satışıyla Avusturya'nın gayrisafi milli hasılasıyla boy ölçüşecek durumdaydı. Çokuluslu şirketler arasında baş sıraları çeken sanayi dalları otomobil, makine, kimya, petrol, ilaç, elektrikli aletler, elektronik ve ileri teknoloji ürünleriydi.

Uluslararası bankacılık, çokuluslu şirketlerden daha uzun bir geçmişe sahip olmasına karşın büyük bankaların uluslararası bankacılığa soyunmaları ancak çokuluslu şirketlerin ulusal sınırların dışında giriştikleri pazar ve kaynak arayışından sonra gerçekleşti. Bu bankalar uluslararası borç sağlamak için çoğunlukla yabancı ülkelerdeki bankalarla konsorsiyumlar oluşturma yoluna gittiler. 1997 yılında dünyanın en büyük on bankasından altısı Japonya, dördü ise Avrupa merkezliydi.

1914 yılında yürürlüğe giren Clayton Yasası rekabeti azaltabilecek yatay birleşmeleri yasaklıyordu. Ne var ki birbirlerinden farklı ya da uzaktan ilişkili alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesini, yani konglomera birleşmeleri yasaklamıyordu. 1950 yılında yürürlüğe konan ve Clayton Yasasındaki boşlukları kapatan Celler-Kefauver Yasasını izleyen yıllarda konglomeraların sayısı hızla arttı. Clayton Yasası rekabeti azaltmakla sonuçlanabilecek durumlarda bir şirketin bir başka şirketin hisselerini satın almasını yasaklıyor, ancak fiziki değerlerini satın almasını yasaklamıyordu. Antitröst yasaların birbiri ardına çıkarıldığı ve sıkı sıkıya uygulandığı böyle bir dönemde konglomeralar tamamıyla yasalı ve 1970'te gerçekleşen birleşmelerin %88'i konglomera kategorisine giriyordu. Konglomeraların yoğunlaştığı belli bir sanayi dalı yoktu; imalat, bankacılık, sigortacılık, perakendecilik ve hizmet sektörlerinde bu tür birleşmelere sık sık rastlanıyordu.

Konglomera türü birleşme yoluyla birdenbire dünyanın en büyük şirketleri arasında kendine yer edinen ilk şirket International Telephone and Telegraph (ITT) oldu. Esasen Karayipler bölgesinde telefon, telgraf, kablolu ve kablosuz iletişim hizmetleri veren ITT, İkinci Dünya Savaşından önce orta ölçekli bir şirketti. 1950'lerde girdiği genişleme sürecinde telekomünikasyon ve savunma sanayisi araçları üretimine başladı. 1960'lı yıllarda konglomeraların Adalet Bakanlığı'nın engeline takılma riski en az olan birleşmeler olduğu anlaşılmıştı. Aynı dönemde ITT baş dönürücü bir hızla çok çeşitli alanlarda faaliyet gösteren şirketlerle konglomeralar oluşturmaya başladı. Bunların arasında otomobil kiralama (Avis), otelcilik (Sheraton), tüketici finansmanı ve sigortacılık (Aetna Finance Co.), unlu mamuller (Continental Baking), yangın ve kaza sigortası (Hartford Fire Insurance) ve konut inşaatı (Levitt&Sons) sayılabilir. ITT yüzden fazla yerli ve yabancı şirketi adeta yutarak dünyanın en çok şirketli konglomerası haline geldiğinde kamu hizmetlerinden sağladığı gelir, şirketin toplam gelirinin sadece yüzde 4'üydü.

1960'ların sonunda konglomeraların kazandığı olağanüstü ekonomik ve siyasi güç, pek çok çevrede kaygı yaratmaya başladı. ITT, birleşme yoluyla bir şirketin ne kadar hızlı büyüyebileceğinin çarpıcı bir örneğiydi. 1969 yılında Adalet Bakanlığı mevcut antitröst yasaların konglomeralar üzerinde ne ölçüde etkili olduğunu görmek amacıyla antitröst yasaları ihlal ettiği gerekçesiyle ITT'ye karşı dava açtı.⁷ Adalet Bakanlığı, ITT'nin konglomera tipi birleşmeler yoluyla çok çeşitli alanlardaki imalat varlıkları üzerindeki kontrolünü artırma yoluna gittiğini düşünüyor ve ITT'nin tali şirketleri arasındaki karşılıklı işlerlik anlaşmaları nedeniyle rekabetin zarar görebileceği olasılığı üzerinde duruyordu. Dava ITT'nin şu üç şirketi devralmasına karşı açılmıştı: sulama ve elektrik santrali tesisatı imalatçısı olan Grinnel Corporation, yiyecek ve içecek satış makinesi imalatçısı olan Canteen Corporation ve Hartford Fire and Casualty. Dava Yüksek Mahkeme'ye intikal etmeden önce ITT ve Adalet Bakanlığı arasında anlaşma sağlandı ve ITT devraldığı pek çok şirketten vazgeçti.

Günümüzde ABD'de şirketler bir başka şirketi devralmadan önce Adalet Bakanlığı'na başvurarak onay alıyorlar. Bu onayı veren Bakanlık,

birleşmeyi engelleyecek bir dava açmamayı ya da söz konusu şirketi devraldığı şirketten vazgeçirecek herhangi bir girişimde bulunmamayı taahhüt ediyor. Adalet Bakanlığı konglomera birleşmelere nadiren karşı çıkıyor.

Amerika antitröst yasaları, çokuluslu ve konglomera şirketleri bir şirketin sınırsız büyümesi için en uygun model olarak kabul ediyor ve hızla artan uluslararası ticaret bu şirketlerin büyümesi için gerekli ortamı sağlıyordu. Çoğu Avrupa hükümeti İkinci Dünya Savaşı'nın sonuna dek tekeli birleşmelere ve hileli ortaklıklara göz yumdu. İngiliz Parlamentosu 1948 yılında Rekabeti Kısıtlayıcı Anlaşmalar Yasasını yürürlüğe koyarak ilk antitröst yasayı çıkardı. Bunu 1956 yılında çıkarılan ve bir öncekinden daha etkili olan Rekabeti Kısıtlayıcı Anlaşmalar Yasası izledi. 1946 yılında işgalci güçlerin Japon *zaibatsu*larını tasfiye etmesinin ardından yeni Japon hükümeti Tekel Karşıtı Yasayı yürürlüğe koydu, ancak bu yasa daha sonra yürürlükten kaldırıldı. Günümüzde Japonya'da tekel karşıtı yasalar mevcutsa da etkinliği ve ne derece uygulandığı tartışılır. 1957 yılında Almanya yerli kartelleri yasadışı ilan ettiyse de yerli şirketlerin yabancı pazarlarda karteller kurmasına izin verdi.

İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda devasa çokuluslu şirketlerin ve konglomeraların ellerinde tuttukları olağanüstü güç, gitgide daha fazla kesimde kaygı uyandırmaya başladı. Artan enflasyon ortamında fiyatları ilk yükseltenin bu devasa şirketler olması, büyüklüklerinin ne denli tehlikeli olabileceğinin açık bir kanıttı. Başkan Kennedy, çelik fiyatlarında artışa giden çelik şirketleriyle büyük fedakârlıklarda bulunan Amerika halkı arasındaki çarpıcı zıtlığa dikkat çekerek bu şirketleri açıkça kınadı. 1973 yılında antitröst yasaları ihlal etme yönündeki eğilimleri nedeniyle zaten Adalet Bakanlığı'nın öfkesini üzerine çekmiş olan ITT, Şili'nin demokratik yollardan seçilen başkanı Salvador Allende'nin iktidardan indirilmesinde önemli bir rol oynadı.⁸ ITT, ABD hükümeti ve CIA üzerindeki gücünü kullanarak Başkan Allende'nin öldürülmesiyle sonuçlanan askeri darbeye ve hafızalara binlerce Şili vatandaşını katletmesiyle kazınan askeri diktatörlüğün kurulmasına destek verdi. Kamuoyu, gevşek çevre koruma yasalarının ve düşük ücretli işçilerin bulunduğu sendikalardan yoksun ülkeleri avlayan çokuluslu şirketlerin karanlık yüzünü görmeye başlamıştı.

Bu devasa şirketlere karşı yöneltilen eleştirilerde sahip oldukları gücü acımasızca kullanmalarının yarattığı öfke de hiç şüphesiz rol oynuyordu, ancak pek çoğu birbirine benzer nedenlere dayalı tartışmaların hepsi de bu öfkeden doğmamıştı. Devasa şirketleri savunanlar büyük ölçekli üretimin küçük ölçekli üretime oranla çok daha verimli olduğunu ve bu şirketlerin araştırma ve geliştirmeye çok daha fazla yatırım yapabildiklerini söylüyorlardı. Öte yandan, bu şirketlerin gereğince idare edilemeyecek kadar genişlediklerini, piramidin en tepesindeki yenilikçi ve yaratıcı liderliğin tabana ulaşmadan dağılıp yok olduğunu, bu devasa şirketlerin dinazorlara benzediklerini ve tıpkı onlar gibi ortama uyum sağlayacak esneklikten yoksun olduklarını söyleyenler de vardı. General Motors eski yöneticilerinden biri, GM'yi bir deve benzetiyor, bu devin kuyruğunun bir ucunu tutup çevirdiğinizde kuyruğun diğer ucunun da dönmesinin aylar sürdüğünü söylüyordu.⁹

Devasa şirketleri etrafına verdiği hasardan habersiz uyuşuk devlere benzetmekten kaçınan bazı eleştirmenlerse bu şirketlerin yol açtığı diğer sosyal, ekonomik ve kültürel zararları vurguluyorlardı. Konglomeraların araştırma ve geliştirme için yeterli kaynakları vardı, ancak bu kaynakları kendi ürünleri için talep yaratmak, kamuoyunun isteklerini belirleyen reklam ve televizyon programlarını finanse etmek ve tüketicilerin zihinlerinde gerçekte hiç var olmayan ihtiyaçlar doğurmak için kullanıyorlardı. Kaynaklar elektrikli diş fırçaları, çizgili diş macunları ve elektronik bagaj kapaklı otomobillerin üretimine aktarılırken otoyol yapımına ya da işlahevlerine kimse yatırım yapmıyordu. Bu eleştirileri yöneltenler, devasa şirketlerin idaresinin hissedarları neredeyse tamamıyla etkisiz hale getiren ve kimi zaman hissedarların zararı pahasına da olsa kendi hedefleri doğrultusunda hareket eden bir yönetici ve teknik grubun elinde şekillendiği görüşündeydiler.

Yirminci yüzyılın son yirmi yılında durmaksızın büyüyen bu şirketlerin de altın çağlarını yaşadıklarını söyleyebiliriz. 1975'te ABD'de çalışan kesimin yüzde on dokuzu *Fortune* dergisinin duyurduğu en büyük 500 şirkette ve *Forbes* dergisinin duyurduğu en büyük 400 şirkette çalışıyordu. 1990'ların ortasında bu rakam yüzde dokuza düşmüştü. Artık girişimci li-

derliğin ön plana geçtiği yeni nesil küçük şirketler bir zamanların yenilmez devlerini, örneğin International Business Machines gibi şirketleri gölgede bırakmaya başlıyordu. Küçük şirketler, liderlikten ziyade pazarlamacılığa önem veren sayısız yöneticinin yükünü taşıyan devasa şirketlere oranla değişen teknolojiye çok daha çabuk ayak uyduruyorlardı.

Küçük şirketlere avantaj sağlayan bu teknolojik gelişmeler, dünyanın dört bir yanındaki çokuluslu şirketlerin ABD merkezli çokuluslularla aynı konuma gelmelerine de olanak sağladı. 1960 yılında tüm dünyadaki toplam yabancı yatırımın yüzde 47,1'ine sahip olan ABD merkezli çokuluslular birinci sıradayken, İngiliz çokuluslu şirketleri de yüzde 18,3'lük bir oranla ikinci sırayı alıyorlardı. 1985 yılında ise ABD çokuluslularının payı yüzde 35,1'e, İngiliz çokuluslularının payı ise yüzde 14,7'ye gerilemişti. Öte yandan 1960 yılında yabancı yatırımın yüzde 0,7'sine sahip olan Japon çokuluslularının payı 1985'te yüzde 11,7'ye yükselmiş, Alman çokuluslu şirketleri de aynı dönem içinde paylarını yüzde 1,2'den 8,4'e çıkarmışlardı.¹⁰ 1960-1985 yılları arasında İsviçre merkezli çokuluslu şirketler toplam yabancı yatırımdaki paylarını yüzde 3,4'ten yüzde 6,4'e, daha az gelişmiş ülkelerin çokuluslu şirketleri de paylarını yüzde 1'den yüzde 2,7'ye çıkarmışlardı. Bugün dünyanın en büyük 50 imalat şirketi arasında merkezleri Hollanda gibi daha küçük Avrupa ülkelerinde bulunan şirketler kendilerine yer bulmakta ve dünyanın yeni yeni sanayileşen bölgelerinde çokuluslu şirketler doğmaktadır.

FINANS PİYASALARININ OLUŞUMU

Küresel finans sistemi güçlerden, akımlardan ve gerilimlerden oluşan ağlarıyla dünyamızı bir uçtan bir uca sarmalamış durumda. Bu ağ şebekesinin başlıca birimi de el yordamıyla ilerleyen alıcıların ve satıcıların istekleri arasındaki uyumu sağlayan, arz ve talebin gizli güçleri arasındaki hassas dengeyi ustaca koruyan bir iktisadi kavşak, yani piyasa. Örneğin buğday alım satımı yapılan bir mal piyasasında alıcılar ve satıcılar buğdayın peşin para karşılığında derhal teslim mi edileceğini, yoksa altı ay ya da bir yıl gibi bir süre sonunda mı alınacağını belirleyen anlaşmalar yaparlar. Ellerindeki finansal varlıkları, örneğin para, bono ya da hisse senetlerini bir an önce elden çıkarmak ya da bunları almak için sabırsızlanan bireyler ve şirketler için de benzeri bir durum söz konusudur. Aileler mevcut gelirlerinden artırdıklarıyla alabildikleri kadar çok finansal varlığa sahip olmak, böylelikle kendilerini maddi anlamda güvenceye almak ya da emeklilik yıllarında rahat etmek için çabalarlar. Şirketler büyük çaplı girişimleri için gerekli olan üretim komplekslerini, antepoları inşa etmek, uçak ve gemi filolarını oluşturmak için finansmana ihtiyaç duyarlar. Bu tür girişimleri finanse etmek için mevcut kârlarından ya da birkaç ailenin finansal kaynaklarından çok daha fazla sermaye gereklidir. İşte, finans piyasaları hisse senetleri ve bonolar gibi finansal araçlar sayesinde borç almak isteyen bu kişi ve kurumları ve tasarruf sahiplerini bir araya getirme işlevini üstlenir.

Anonim şirketlerin yükselişi, çok fazla sayıda ödenmemiş pay senedini ya da daha önceden ihraç edilmiş senetleri de beraberinde getirdi. Doğal olarak bu senetleri ellerinde tutanlar bunları nakde çevirmek ya da başka senetlerle değiştirmek istediler. Finans piyasalarının en yakından takip edilen kolu olan hisse senedi piyasalarında bu senetlerin alım satımı yapılır. Bu piyasadaki senetlerin değeri gelecekte sağlamaları beklenen kârla, yani son derece değişken olan ve özellikle de hisse senedi alım satımı yapan kişilerin zihinlerinde baskın çıkan psikolojik faktörlerden fazlasıyla etkilenen subjektif bir ölçütle belirlenir. Çağdaş hisse senedi piyasalarında senetlerin

değeri her geçen dakikada farklılık gösterir ve bu durum spekülâtif alım satıma ve kâr sağlamaya olanak tanır; çağdaş iktisadi sistemlerde sermayeye hareketlilik kazandıran en önemli etkenlerden biri de bu cazip ortamdır.

Çağdaş finans piyasalarının kökenlerine ulaşmak için Avrupa iktisat tarihinin tozlu sayfalarını karıştırmamız gerekir. 1141 yılında VII. Louis, Paris'teki Pont du Change'da *changeur*'leri kurmuştu. Burada senetler el değiştiriyor, yabancı ülkelerin para birimlerinde işlemlerle, belirlenen bir tarih ve yerde belirlenen para biriminde ödeme anlaşmaları yapılıyor, yani bir anlamda kredi veriliyordu. 1557'de Venedik büyükelçisi ülkesine gönderdiği raporda Pont du Change'dan söz etmiş, burayı işadamlarının sabahları ve öğleden sonraları bir araya geldiği bir yer olarak tanımlamıştı. 1572'de Fransa kralı kişilerin menkul kıymetler alım satımı yaparken kraliyetin onayını almalarını şart koştu, o dönemde menkul kıymetler denince akla borç senetleri ve hükümetin borcunu temsil eden çok çeşitli araçlar geliyordu. On sekizinci yüzyılda ise Fransa'da ilk hisse senetleri alınıp satılmaya başladı.

On altıncı yüzyılda Fransa'nın finans merkezi Lyon'du. Bunun başlıca nedeni kendi topraklarındaki finans merkezlerinin sağladığı avantajlardan faydalanan diğer kralları gören Fransa krallarının, bir finans piyasasında ayrıcalıklı haklara sahip olmanın önemini keşfetmiş olmalarıydı. On altıncı yüzyılda savaş giderleri, vergi sistemlerinin karşılayabileceği miktarın fazlasıyla üstüne çıkmıştı ve hükümetler madeni paranın değerini düşürmek yerine kredi piyasalarına yönelmeye başladılar. 1570'li yıllarda İspanya krallığının iflası Lyon'a ağır bir darbe indirdi ve bunu izleyen yüzyıl boyunca Paris, yeni finans merkezi olarak Lyon'un yerini aldı.

Finans piyasalarına ve mal ve hisse senedi alım satım piyasalarına 'borsa' denmesinin nedeni, on üçüncü yüzyılda Brugge kentinde yaşamış Van der Buerse ailesinin adından kaynaklanır. On üçüncü yüzyılda Brugge'deki tüccarlar bu ailenin evi önünde toplanır, ticari anlaşmaları ve alım satım işlemlerini burada yaparlardı. On dördüncü ve on beşinci yüzyıllarda Brugge, Akdeniz ülkeleriyle Kuzey Avrupa ülkeleri arasında ticareti yapılan malların aktarma limanı görevini gören bir finans merkeziydi ve uluslararası ticaretin kavşak noktası olarak görülüyordu.

On beşinci yüzyılın sonunda Anvers, Avrupa'nın başlıca ticaret merkezi olarak Brugge'ün yerini aldı. Anvers hem deniz yoluyla ticarete daha uygundu hem de yabancı tüccarlara dair yasaları hayli sıkı olan Brugge'den daha serbest bir ortam sunuyordu. 1531 yılında Anvers yeni borsa binasının inşasını tamamladı ve bu bina daha sonraları Amsterdam ve İngiltere borsaları için de örnek teşkil etti. Dünyanın ilk uluslararası ya da dünya borsası olan Anvers borsasının duvarında 'ulusu ya da lisanı ne olursa olsun tüm tüccarların kullanımına açık olduğu' yazılıydı. Anvers borsasında mal ve senet alım satımı yapılıyor, hükümetler Anvers ve Lyon borsaları aracılığıyla borç alıyorlardı. On yedinci yüzyılda ise, devredilebilir hisse senetleriyle spekülasyon başlamadan önce Anvers, Avrupa'nın başlıca finans merkezi olma konumunu yitirmişti.

Anvers'teki başlıca spekülasyon konusu, en son gelen savaş ya da barış söylentilerine göre fiyatlarında büyük oynamalar olan Doğu Hindistan baharatlarıydı. Tüccarlar karabiberin fiyatını piyasanın nabzını tutan bir ölçüt olarak kabul ediyorlar, spekülâtörler saatten saate piyasada yaşanan dalgalanmalara bakıyorlardı. Spekülâtif piyasaların kendine has psikolojisi, Anvers borsasında açıkça kendini gösteriyordu. Umut ve korku arasında gidip gelen spekülâtörler, geleceğe dair en ufak bir ipucu olabileceğini düşündükleri her tür bilgiye sıkı sıkıya tutunuyorlardı. Hatta Christopher Kurz adlı bir piyasa uzmanı karabiber, zencefil, safran ve borç senetlerinin fiyatlarını iki hafta öncesinden tahmin etmesini sağlayan bir astrolojik sistem oluşturmuştu.¹ Bu sisteme dayanarak hazırladığı ticari raporlar, dönemin önde gelen spekülâtörleri ve tüccarları tarafından ilgiyle takip ediliyor, hayli de ciddiye alınıyordu.

Hollanda hükümeti spekülasyonun taşkın gücünü frenlemek amacıyla birtakım kurallar getirerek 1541 yılında Anvers borsasının en gözde ticaret araçlarından biri olan 'bahis' uygulamasını yasakladı. Uygulama şöyleydi: Birinci spekülâtör, belli bir döviz kurunun gelecekte belirlenen bir tarihte, örneğin bir sonraki Anvers ticaret fuarında yüzde 2 oranında prim yapacağına ya da düşeceğine dair bahse giriyordu. İkinci spekülâtör ise kurdaki artış ya da düşüşün yüzde 3 olacağına dair bahse giriyordu. İki spekülâtör sonuca göre oluşan farkı birbirlerine ödemeye söz veriyorlardı. Ba-

his spekülasyonu, mal piyasalarına ya da diğer spekülatif piyasalara da uyarlanabiliyordu.

1542 yılında Fransa ve İspanya arasında savaşın patlak vermesiyle birlikte Avrupalı hükümdarlar, özellikle de Fransa, İspanya ve İngiltere kraları Anvers borsasının ve dönemin diğer uluslararası borsası olan Lyon borsasının önde gelen oyuncularına haline geldiler. Krallar, bu borsaların bulunduğu şehirlerde yaşayan özel finansal araçlar görevlendirerek kendi hükümetlerinin fon ve borç arayışlarını bu kişiler eliyle yürütüyorlardı. 1552'de, para ekonomisindeki ünlü Gresham Kanununun sahibi olan Thomas Gresham, İngiltere kralının Anvers'deki resmi temsilciliğine atandı. O dönemde devlet tahvilleri ticari senetlerden daha çok faiz getiriyor ve Kral Tahvili ya da Saray Tahvili adıyla anılan bu tahvillere yatırım yapmak için tüm Avrupa'dan Anvers'e nakit para akıyordu.

1552 yılında İspanya kralı ve (Voltaire'in ne kutsal ne de imparatorluk diye tanımladığı) Kutsal Roma İmparatorluğu'nun hükümdarı V. Karl Fransa kralı I. François'ya karşı yine savaş açtı. Bunun üzerine patlak veren devlet tahvillerine yatırım furçasında Anvers borsasındaki faiz oranları iki haneli sayılara dek fırladı. İngiltere, Fransa ve İspanya kralları piyasaya devlet tahvilleri sürüyorlar, bu tahvillerin çoğunun karşılığı olarak da belirli vergi gelirlerini ve Amerika kıtasından gelen altın ve gümüşü gösteriyorlardı.

1552 savaşı kısa sürdüysede 1557'de Fransa ve İspanya yine savaşa girdi. Bu kez V. Karl'ın oğlu II. Felipe İspanya kralıydı ve İspanya hükümeti iflasın eşiğindeydi. Katolik din adamları kilisenin faizi haram kabul ettiğini dile getirerek II. Felipe'ye İspanya krallığının o güne dek altına girmiş olduğu faiz borçlarını ödemek zorunda olmadığını, bunun basbayağı tefecilik olduğunu söylediler. Böylelikle kral tüm bu borçları ödeme sorumluluğundan da kurtulmuş olacaktı. II. Felipe daha ılımlı bir yolu tercih ederek alacaklılarına iki seçenek sundu: Ya yüzde 10 ile 15 oranında faizle satılan kısa vadeli tahvillerin karşılığını talep etmekten vazgeçecekler, ya da uzun vadede yüzde 5 faiz ödemesine razı olacaktı. Mali durumu en az II. Felipe kadar kötü olan I. François da yeni bir savaşın getireceği yükü göze alamayarak sattığı tahvillerin faiz oranlarını düşürdü. Böylelikle Anvers ve Lyon borsalarında devlet tahvilleri bedellerinin çok altına satılmaya baş-

ladı, efektif faiz oranları yüzde 15'e yükseldi. Artık devlet tahvilleri piyasası-
na olan rağbet sönmüş, Anvers ve Lyon piyasalarının itibarı da sarsılmıştı.

Nihayet daha fazla savaşacak paraları kalmayan İspanya ve Fransa barış masasına oturdular. On yedinci yüzyılda İspanya krallığının birbiri
ardına yaşadığı iflaslar alışılagentik bir durumdu. Derken bir İspanyol or-
dusu Anvers'i işgal edince bu kentin Avrupa'nın finans merkezi olarak par-
lak günleri de sona erdi ve Amsterdam'la Londra dünyanın yeni finans
merkezleri olarak Anvers'in yerini aldılar. Anvers'de sıkça başvurulmuş spe-
külasyonla sermaye toplama yöntemleri bu kentlerin piyasalarında da var-
lığını sürdürdü. Kısa sürede Amsterdam, Anvers'i de gölgede bırakan bir
finansal canlılığa kavuştu. 1612 yılında Amsterdam piyasasında 300 borsa
aracısı ve onlar için çalışan 600 kişi vardı. 1613 yılında yeni borsa binası-
nın tamamlanmasının ardından Amsterdam'daki mısır ticareti dışındaki
tüm ticari işlemler bu borsada yapılmaya başladı.

1602'de Doğu Hindistan Hollanda Şirketi'nin bir anonim ortaklık
olarak kurulmasıyla birlikte Amsterdam piyasasında yeni bir finans aracı,
yani devredilebilir hisse senedi ortaya çıktı. Hisse senedi alım satımının
yaygınlaşması epey uzun bir zaman aldı; örneğin 1670 yılında Amsterdam
borsasında yalnızca iki şirketin, Doğu Hindistan Hollanda Şirketi'nin ve
Batı Hindistan Hollanda Şirketi'nin hisseleri işlem görüyordu. Belki de An-
vers'de hükümetlerin iflasıyla yaşanan bozgun nedeniyle Amsterdam'da
devlet tahvillerinin alım satımına hayli geç başlandı. 1672'de Fransa işgali-
ne karşı direniş için finansman arayışında olan Hollanda hükümeti, Ams-
terdam borsasındaki ilk devlet tahvillerini satışa sundu. 1750 yılına gelindi-
ğinde ise Amsterdam tam anlamıyla bir uluslararası bir finans merkezine
dönüşmüştü. Artık Amsterdam borsasında üçü Hollanda, üçü İngiltere
merkezli altı anonim şirketin hisselerinin yanı sıra Hollanda hükümetinin
yirmi beş tahvili ve aralarında Fransa, Birleşik Eyaletler ve İngiliz hüküme-
tinin de olduğu on üç yabancı hükümetin borç senetleri işlem görüyordu.

Amsterdam borsasında devredilebilir hisse senetlerinin yaygınlaş-
ması epey uzun zaman aldıysa da spekülasyon tekniklerinin, özellikle de
vadeli mal ve senetler üzerine spekülasyonun kısa zamanda had safhaya
ulaştığını söyleyebiliriz. Bir piyasanın yükselişe geçeceğine inanan işlemci-

lere (ki bunlara günümüzde ‘boğalar’ deniyor) ‘âşıklar’, düşüşe geçeceğine inanan işlemcilerde de (bunlara da günümüzde ‘ayılar’ deniyor) ‘mayıncılar’ deniyordu. Vadeli sözleşmeler, söz konusu malın, hisse senedinin ya da finans aracının (örneğin Amerikan hazine bonosu) belirlenen bir süre içerisinde belirlenen bir fiyata alınması ya da satılması üzerine yapılan anlaşmalardır. O zamanlar da, tıpkı günümüzde olduğu gibi, mal piyasalarında vadeli spekülasyonlar yapılıyor fakat vadeli sözleşmeler Doğu Hindistan Hollanda Şirketi’nin ve belli başlı İngiliz şirketlerinin hisseleriyle takas ediliyordu. Günümüzde *put* ve *call* denen işlemlerin Amsterdam borsasında kayıtlara geçen ilk örneği, 1630’lu yıllardaki lale çılgınlığı esnasında görüldü. Bir *put* spekülátöre bir mal ya da senedi saptanmış bir fiyata gelecekteki bir tarihte satma olanağını, bir *call* da spekülátöre bir mal ya da senedi saptanmış bir fiyata gelecekteki bir tarihte alma olanağını sağlıyordu. Bu spekülátörlerin amacı söz konusu malı ya da senedi vadesi dolunca almaktan ziyade söz konusu tarih geldiğinde sözleşmelerini belirli bir kârla satmaktır. Başlangıçta her ayın belirli bir günü, daha sonraları her üç ayın belirli bir günü tüm vadeli sözleşmelerin yapılacağı gün olarak belirlendi. Kazançlı çıkanlar bu günde kârlarını topluyorlar, zarar edenler de ya ödeme yaparak ya da kayıplarını karşılayacak bir senet vererek bir spekülasyon dönemi boyunca daha piyasada kalıyorlardı. Amsterdam piyasasındaki spekülátörlere minimum sermayeyle işlem yapma olanağı tanıyan bu uygulama, bu spekülasyon oyunlarını gayet iyi tanımlayan ‘*windhandel*’, yani ‘hava oyunu’ deyiminin de ortaya çıkmasına neden oldu. Hollanda hükümeti spekülasyonda aşırıya kaçmayı engellemek amacıyla vadeli spekülasyonları yasaklamak için pek çok girişimde bulundu. Batı Hindistan Hollanda Şirketi’nin hisselerinin vadeli sözleşmelere konu olmamasının nedeni de bu olsa gerek.

Amsterdam borsası, tüm Avrupa’ya yayılan ve tam anlamıyla bir çöküşle sonuçlanan finansal çılgınlığın da kaynağı oldu. On altıncı yüzyılda Türkiye’ye giden Viyanalı gezginler, burada gördükleri lale bahçelerinin güzelliğiyle büyülenmiş bir halde ülkelerine döndüklerinde beraberlerinde lale soğanlarını da getirmişlerdi. Lale yetiştiriciliği furyası kısa sürede Viyana’dan Almanya’ya, Belçika’ya ve Hollanda’ya da sıçradı. Lale, Paris ve İn-

giltere'deki sarayların en gözde çiçeği haline gelirken halk da aristokratların başlattığı bu modaya ayak uydurunca lale piyasası inanılmaz bir tırmanışa geçti ve vadeli lale sözleşmeleri çılgınlığı had safhaya ulaştı. 1630'lu yıllarda Hollanda halkı kendini adeta lale yetiştiriciliğine adanmış, ekilebilir tarım alanlarının neredeyse tamamı lale bahçelerine dönüştürülmüştü. Başlangıçta spekülörler lale soğanlarını kış aylarında alıp satarken, daha sonraları bütün yıl boyunca bahar ayında teslimatı yapılacak laleler üzerine vadeli sözleşmeler yapılır hale geldi.

Tesadüf eseri lale soğanlarına musallat olan bir virtüsün mutasyona uğramış laleler üretmeye yaradığı anlaşılınca lale çılgınlığı da yeni bir boyut kazanmış oldu. Hem halkın bu değişik lalelere olan merakını hem de yetiştiricilerin bu türlerden birer örnek elde etmek için ödeyeceği yüksek fiyatları düşünen spekülörler, yeni mutasyonları heyecanla bekliyorlardı. Bu dönemde nadir bulunan bir tek lale soğanının Fransa'nın önde gelen bira fabrikalarından biri karşılığında satıldığı kayıtlara geçmiştir. Lale fiyatları yükseldikçe yükseliyor, nadir türlerin sahipleri istedikleri fiyatı talep edebiliyorlardı. *Put* ve *call* opsiyonlarının spekülasyon gücünü sonuna dek kullanan 'windhandel', lale piyasasına egemen olmuştu. Tüccarlar sahip olmadıkları ama gelecekte bulmayı taahhüt ettikleri laleleri satıyorlar, alıcılar sahip olmadıkları paralar karşılığında lale satın alıyorlardı. Aileler evlerini, topraklarını ipotek ettirerek lale sözleşmeleri yapıyorlardı. 1637 yılında lale piyasası çöktüğünde ülkenin en köklü ailelerini ve en varlıklı tüccarlarını da beraberinde iflasa sürükledi. Mahkemeler lale sözleşmeleri yüzünden açılan davalarla başa çıkmakta yetersiz kalırken Hollanda ekonomisi de uzun süreli bir bunalıma girdi.

Buna benzer spekülasyon çılgınlıkları kamuoyunda Amsterdam borsasına olan güveni derinden sarstı. Önce 1763'te, daha sonra 1772'de yaşanan banka iflasları ve deflasyon dalgasında Amsterdam, menkul kıymetler borsası çöktü. Finansal bunalım dönemlerinde düşük faizli kredi veren iskonto bankalarının desteğinden de yoksun kalan Amsterdam, ekonomik dalgalanmalar karşısında savunmasız durumdaydı. Bu fırsatı değerlendiren Londra, Amsterdam'ın tahtına oturarak on sekizinci yüzyılda Avrupa'nın finans merkezi konumuna yükseldi.

Tıpkı Amsterdam gibi Londra da finans piyasasını düzenlerken Anvers'i örnek almıştı. On altıncı yüzyıl başlarında Anvers borsasını ziyaret eden İngiliz gezgin Sir Richard Gresham, gördüklerinden hayli etkilenerek benzeri bir binayı Londra'da da inşa etmek gerektiği fikriyle İngiltere'ye döndü. Bu fikrini krala kabul ettirmeyi başardıysa da binanın nerede inşa edileceğine bir türlü karar verilemedi. 1552 yılında Sir Richard Gresham'ın oğlu Thomas Gresham, kralın finans aracısı olarak Anvers borsasında görevlendirildi. O da Anvers borsasının bir benzerinin Londra'da yapılması gerektiğine karar vererek Anvers borsasının mimarisi üzerinde uzun çalışmalar yaptı. Nihayet 1566 yılında Londra borsasının inşası başladı. 1568 yılında bina tamamlanarak kullanıma açıldı ve 1570 yılında Kraliçe Elizabeth borsayı ziyaret ederek burayı Royal Exchange (Kraliyet Borsası) ilan etti. Farklı ülkelerden ve sanayi dallarından tüccarlar bu binada bir araya geliyorlar, Londra'nın döviz, hisse senedi ve mal alım satım işlemleri artık tek bir ticaret merkezinden yürütülüyordu. Farklı piyasalarda işlem yapan tüccarlar, 'yol' denen yerlerde toplanıyorlardı. Örneğin Broker Yolu, Hamburg Yolu, Fransız Yolu denen yerler vardı. Farklı dillerde konuşan tüccarların buluşma noktası olan Kraliyet Borsası bu halıyla eski Babil manzaralarını andırıyordu.

1666 yılındaki büyük Londra yangınında Kraliyet Borsası da büyük hasar gördü, ancak 1669'da yeni borsa binası tamamlanarak kullanıma açıldı. 1698'de borsa tellalları büyük olasılıkla Kraliyet Borsasının isteğiyle borsa dışında, binanın bulunduğu caddedeki kahvehanelerde işlerini yürütmeye başladılar. Borsaların ilk yıllarında borsa tellalları daha alt tabakadan kişiler olarak görülürdü; hatta Samuel Johnson bu işi yapanları 'borç senetleri alıp satarak para kazanan aşağılık kimseler' olarak tanımlamıştı. Öte yandan yabancı hisse senetlerinin alım satımını yapanlar borsada kalırken, devlet tahvilleri alım satımını yapanlar İngiltere Bankası'na taşındılar. Mal piyasaları da kendi alanlarına göre ayrılarak borsanın dışında işlemlerini yürütmeye başladılar ve on sekizinci yüzyılda Kraliyet Borsası Londra'nın sigortacılık sektörüne ev sahipliği yaptı. 1774 yılında adını ilk günlerinde işlemlerini yürüttüğü Lloyd's kahvehanesinden alan Londra Lloyd's Kraliyet Borsası'na taşındı. İkinci borsa binası da 1838'de çıkan bir yangın-

da yıkılınca 1844'te tamamlanan üçüncü bina kullanılmaya başladı ve bu bina 1939 yılına dek Kraliyet Borsası olarak işlev gördü.

On yedinci yüzyılın son on yılında sermaye toplamak için hisse senedi satışa süren şirketlerin sayısı da hızla artmaya başladı. Pek çoğu hükümetten izin bile almaksızın kurulmuş olan bu şirketler agresif yöntemlerle piyasaya hisse senedi sürüyor, tüm stop emirlerini kaldırarak ve pazarlama tekniklerini adeta hokkabazlıkla harmanlayarak potansiyel yatırımcıları yüksek kâr vaatleriyle büyüliyorlardı. Bu şirketlerden biri olan Diving Company batan gemilerdeki değerli malları çıkarmayı vaat ediyordu; hatta bu işlemi nasıl yapacaklarını göstermek için zırhlı dalış kıyafetleri giymiş dalgıçlarla bir gösteri bile düzenlemişti.² Dalgıçlar, kafalarına giydikleri miğferlerin ön kısmındaki canavar gözünü andıran cam bir bölmeden etraflarını görüyorlar, bir ucu miğferin üst kısmına bağlı, diğer ucu da suyun yüzeyine dek uzanan bir boru aracılığıyla nefes alıp veriyorlardı. Londra'nın seçkin beyefendileri ve hanımları şirketin daveti üzerine Thames nehrinin her iki yakasında toplanmış, nehre dalıp eski teneke parçaları ve gemi palangaları çıkaran dalgıçları seyretmişlerdi.

İçeriden bilgilendirme skandallarının sıkça yaşandığı günümüzde hepimizin aşına olduğu borsa tellallarının ve borsaların dürüstlüğü tartışmaları menkul kıymetler borsalarının tarihinde hiç de yeni bir konu değildi. Örneğin İngiliz Parlamentosu'nun çıkardığı bir yasaya göre 1 Mayıs 1697 tarihinden itibaren hiçbir şahıs Belediye Başkanı ve Belediye Meclisi üyelerinin izni olmaksızın Londra'da, Westminster'da ya da Ölüm Kayıtları'nın* tutulduğu sınırlar içinde borsa tellallığı yapamayacaktı. Yasa, 'borç senetleri, banka hisseleri, banka senetleri, pay senetleri, faizli hisse senetleri ve diğer şeyleri' satın alan ve iskontoyla satan brokerlerin, borsa tellallarının ve sahte brokerlerin çeşitli dolandırıcılık yöntemlerinden ve bu finansal varlıkların 'piyasa fiyatlarını düşürmeye ya da yükseltmeye çalışanlardan' söz ediyordu. Yasada sözü geçen izni

* Bills of Mortality: 16. yy başlarında Londra'da veba salgısına karşı erken önlem alabilmek amacıyla tutulmaya başlanan ölüm kayıtları. Başlangıçta yalnızca Londra şehri sınırları içerisindeki ölümler kaydedilirdi. 1636'da Westminster, Stepney ve Londra'nın güneyindeki bölgeler de bu sisteme dahil edildi. -ç.n.

alacak kişilerin bu işi yapabilecek bilgiye, dürüstlüğe ve saygınlığa sahip olmaları gerekiyordu.

Hisse senedi fiyatlarının basında duyurulması on yedinci yüzyılın sonlarında başladı. İlk başlarda değişik basın organlarında yer alan fiyatların birbirinden farklı olmasının nedeni, bu köşelerin farklı fiyatlara alım satım yapan brokerlerden edinilen bilgiye dayanılarak hazırlanmasıydı. Örneğin 1-3 Ocak 1699 tarihli *London Post* gazetesinde İngiltere Bankası, Doğu Hindistan Şirketi ve Afrika şirketleri, Orphan Chamber, Yeni Doğu Hindistan Şirketi ve Million Bank'ın hisse senedi fiyatları yer alıyordu. 1725 yılında *The Daily Post* gazetesinde on dört hisse senedinin fiyatları yer alırken 1741'de bu sayı yirmi ikiye ulaşmıştı. On sekizinci yüzyıl gazetelerinin çoğunda sayıları yirmi ile yirmi beş arasında değişen şirketlerin hisse senedi fiyatlarına yer veriliyordu. 1780 yılından sonra *The Annual Register* hisse senetlerinin aylara göre en yüksek ve en düşük değerlerini yayınlamaya başladı.

Londra borsası borsa tellallarının buluşma yeri olan Jonathan's kahvehanesine taşındı ve 26 Mart 1714'te belli başlı şirketlerin hisse senedi fiyatlarını içeren bir liste kahvehane sahibinin yakınlardaki bürosuna asıldı. Doğu Hindistan Şirketi'yle Afrika Şirketi'nin hisse senedi fiyatları, Güney Denizi Şirketi'nin banka hissesi ve borcu bu listede görülebiliyordu. Kısa sürede bu ve buna benzer listelerde yer alan hisse senedi fiyatları, spekülasyon genişleme ve daralma dalgalarının en açık göstergesi haline geldi.

1720 yılında Londra ve Paris borsalarında birbiri ardına gelen büyük çöküşler yaşandı. Bu, daha sonraki iki yüzyıl boyunca giderek daha sık kendini gösterecek olan tüm dünya finans piyasalarının birbirlerine bağlı oldukları gerçeğine işaret eden ilk ipucuydu. Günümüzde finansal krizlerin küresel boyuta yayılma eğilimini açıklayan ve kendine has bir davranış biçimi olan küresel bir finans piyasası anlayışının doğmasına olanak sağlayan da finans piyasaları arasındaki bu sıkı ilişkidir. Londra borsasında yaşanan ve Güney Denizi Balonu adıyla anılan bu büyük çöküşü anlayabilmek için, sadece birkaç ay önce Fransa'da yaşanan ve Mississippi Balonu adıyla anılan krizle birlikte değerlendirmek gerekir.

Tarihte Mississippi Balonu'nun suçlusu olarak John Law adında İsrailli bir yatırımcı gösterilir. Law, bir bankanın bir ülkenin sahip olduğu

tüm toprakların değerine eş miktarda kâğıt para basıp piyasaya sürebileceği varsayımından hareketle Fransa'nın yeni kral vekili Orleanslı Philippe'i hükümetin içinde bulunduğu finansal krize bir çözüm bulduğuna inandırmıştı. Philippe, 1716'da Law'a Banque Generale'i kurma yetkisini verdi. Olaylar bu kadarla kalsaydı belki de Fransa korkunç bir finansal çöküş yerine bir hiperenflasyon dönemiyle bu hatayı telafi edebilirdi, ancak Philippe 1717 yılında Law'un Mississippi havzasını sömürmek ve ellerinde devlet bonoları bulunanları bu bonolardan kurtarmak amacıyla kurduğu Mississippi Company'ye kraliyet onayı verdi. Law, Mississippi Company'yi bir anonim ortaklık olarak kurdu ve adedi 500 livreden 200.000 hisse senedi satarak ödemelerde devlet bonolarını üzerlerinde yazılı değerleri esas alarak kabul etti. Bu senetlerin değerinin dörtte üçü devlet bonosuyla ödenebiliyor, tekrar satılırken de senedin üzerinde yazılı değer üçte birine satılabiliyordu. Elleri devlet bonoları olanlar için bu, hem bunlardan kurtulmak hem de hayli kârlı görünen bir şirketin hisselerine sahip olmak için olağanüstü bir fırsattı. Buna ek olarak hükümet, vergilerin Banque Generale tarafından piyasaya sürülen banknotlarla ödenmesini de kabul ederek Law'un projesini destekledi. Bu başarıdan cesaret alan Law, kraliyetten tütün tekelini ve dış ticaret yapan tüm Fransız şirketlerini satın alarak bunları da Mississippi Company'yle birleştirdi. Böylelikle Mississippi Company Fransa'nın dış ticaret tekelini ele geçirmiş oluyordu. 1720'de Law bir adım daha ileri giderek Banque Generale'in yenilenmiş hali olan Banque Royale ile Mississippi Company'yi birleştirdi. Banque Royale hükümetin tüm borçlarını üzerine alarak devlet bonolarının karşılığını Mississippi Company hisseleriyle ödedi. Bu, İngiltere'deki Güney Denizi Şirketi'nin örnek alacağı bir uygulamaydı.

Mississippi Company hisselerinin piyasası kısa sürede tam bir spekülasyon çılgınlığına sahne oldu. Banque Royale'in piyasaya sürdüğü banknotlar arttıkça çoğunluğu banknotlarla alınan hisselerin değeri de hızla yükseliyordu. (Bu dönemde piyasaya yaklaşık 2 milyar 700 milyon livrelik banknot sürüldüğü tahmin ediliyor.) Mal fiyatları da 1716 ile 1720 yılları arasında yüzde yüz oranında artarak ücret artışlarını geride bıraktı ve bu durum Fransız halkının gözünde kâğıt paranın ve büyük bankaların itiba-

rını derinden sarstı. 1720 yılında Mississippi havzasında umulan kıymetli madenlerin bulunmayacağı anlaşılmca buraya göç etmeyi düşünen ailelerin de umutları yıkıldı ve Mississippi Company'nin beklenen kârı getirmeyeceği ortaya çıktı. Mississippi hisselerinin değeri hızla düşerken Banque Royale hisselerin değerini yükseltmek için daha fazla banknot piyasaya sürdü. Ellerindeki banknotları altın ve gümüşle değiştirmek isteyen halk Bank Royale'e hücum etti ve yaşanan panik ve izdiham çok sayıda insanın ölümüyle sonuçlandı.

Kağıt para unsuru dışında pek çok yönden Mississippi Balonunu andıran bir diğer finansal kriz, 1720 yılında Londra borsasında yaşanan ve Güney Denizi Balonu adıyla anılan spekülasyon çılgınlığı sonrası finansal çöküştü. Bu kriz, büyük ölçüde Güney Denizi Şirketi'nin hisseleri üzerinde yapılan spekülasyondan kaynaklanıyordu. 1711'de Parlamento, Amerika ve Pasifik Adaları'ndaki İspanyol sömürgeleri ile ticareti Güney Denizi Şirketi'nin tekeline veren yönetmeliği onayladı. O dönemlerdeki anonim şirketler hep hükümetlerle özel ilişkileri içinde olmuşlardı; 1719'da Güney Denizi Şirketi de, Fransa'daki Mississippi Company'den esinlenerek hükümetin de desteğini alarak ortaya bir plan koydu. Bu plana göre elinde hükümet tahvili olanlar bu tahvilleri Güney Denizi Şirketi'nin hisseleriyle değiştirebiliyorlardı. Böylece hükümetin borcunun önemli bir kısmı Güney Denizi Şirketi'nin elinde olacak ve Güney Denizi Şirketi de hükümetten daha önce ödediğinden daha düşük bir faiz alacaktı. Bu plan hükümete bir hayli cazip, geldi hatta Kral I. George Güney Denizi Şirketi'nin yönetimine bile girdi, yatırımcıların güveninin kazanılması ve tekel ayrıcalığı sayesinde şirketin gelecekteki hissedarlarının edecekleri kârların yükseltilmesi konularında hükümet her türlü desteği veriyordu. Hükümet borcunun Güney Denizi Şirketi hisseleriyle değiş tokuş edilmesi önerisinin kabulünün üzerinden sadece altı gün geçtiğinde hükümet borcunun üçte ikisi Güney Denizi Şirketi hisseleriyle değiştirilmişti.

Güney Denizi Şirketi'nin hisseleri bu ilgi sayesinde borsada ciddi şekilde toparlandı, hisse senedi fiyatları 77 sterlinden 123,5 sterline yükseldi. Hisse senedinin fiyatının yükselmesiyle Güney Denizi Şirketi piyasaya yeni hisseler sürdü ve elindeki nakit miktarını bu sayede artırdı. 12 Nisan'da ye-

ni arz edilen hisseleri 300 sterlinden piyasaya «ürmek» her sosyal sınıftan büyük bir kalabalığın ilgisini çekti ve hisse fiyatı birkaç günde 340 sterline çıktı. 21 Nisan'da yüzde 10 temettü dağıtılacağına açıklanması, çıkırından çıkmış spekülasyonu daha da körükledi ve halkın bu aşırı ilgisini kullanan şirket, 23 Nisan'da piyasaya tanesi 400 sterlinden yeni hisseler sürdü. Haziran ayında Güney Denizi Şirketi hisseleri 800 sterline fırlamıştı.

Temmuzdaki yeni bir halka arz ile Güney Denizi Şirketi'nin hisseleri 1.000 sterlini buldu. Ne var ki, İspanya'nın şirketin Amerika ile olan ticaretini kısıtladığı haberinin duyulması bu yükselişe bir son verdi. Üstelik piyasada, Fransa'da Mississippi Balonunun patlamasıyla ve pek çok küçük şirketin iflas etmesiyle iniş rüzgârları esmeye başlamıştı. Ağustosta Güney Denizi hisseleri 700 sterline düştü, Eylülden ise 131 sterline inerek en alt seviyesini gördü. Çöküşün İngiliz ekonomisine yayılmasıyla banka ve şirket iflasları had safhaya ulaştı ve İngiltere Bankası, Güney Denizi hissesi olarak krizi yavaşlatma planının ardından, kendisine bir hücumu önlemek durumunda kaldı.

Güney Denizi hisselerinin ateşi tüm hisse senedi piyasasına sıçradı ve yeni kurulan şirketlerin sürdükleri hisseler üzerinde ciddi bir spekülasyon başladı. Hisse senedine ihtiyacı olan yatırımcıları cezbetmek için İrlanda kıyısındaki batık gemileri çıkarmak, atları ve diğer çiftlik hayvanlarını sigortalamak, hizmetçilerden kaynaklanan zararları tazmin etmek, tuzlu suyu arıtmak, gayrimişru çocuklar için hastane inşa etmek, ayçiçeği tohumundan yağ çıkarmak, malt likörlerini geliştirmek, deniz adamlarının ücretlerini artırmak, kurşundan gümüş çıkarmak, kömürden demir yapmak, İspanya'dan eşek ihraç etmek, insan saçını satmak, domuzları şişmanlatmak ve sürekli dönen bir tekerlek satmak gibi amaçlarla pek çok şirket kuruldu.³ Bir sabah gözü pek bir tanıtımcı, ayrıntılarını o gün öğleden sonra açıklamaya söz verdiği gizli bir şirketin hisselerini tanesi iki sterlinden sattı. Bu tanıtımcı, bin hisse sattıktan sonra şirketin ayrıntılarını açıklamadan ortadan kayboldu.

Potansiyel hissedarlarının diğer şirketlerin hisselerine yatırım yapmaya ayarlandığını gören Güney Denizi Şirketi, bu spekülasyon kargaşası sonucu ortaya çıkan 1720 Balon Yasasının destekleyicisi oldu. Spekülasyo-

na en açık şirketler Parlamento'dan resmi izin almadan faaliyet yürüten anonim şirketler olduğu için Balon Yasası, Parlamento'nun onayı alınmadan anonim şirket kurmayı yasadışı ilan ederek spekülasyona son vermeyi amaçlıyordu. Yasa, özellikle satış yoluyla transfer edilebilen hisselerini halka satan izinsiz şirketleri hedef alıyordu. Ayrıca bu yasa ile Parlamento'dan onaylanmış resmi izin belgeleri almaya çalışan kişi ya da grupların önüne daha fazla engel konuyordu. Yatırım harcamaları önünde bir engel oluşturduğu için sıkça eleştirilen Balon Yasası 1825'e kadar yürürlükte kaldı. Bu yasa, yeni şirketlerin kurulmasını düzenlemek adına aile şirketlerinin önemini artırdı ve kamu kuruluşlarına zarar verdi.

Balon Yasasına karşın Güney Denizi felaketi halkın anonim şirket hisselerine duyduğu güvene ciddi zarar verdi ve bu olumsuz etki yaklaşık bir yüzyıl boyunca hisse senedi piyasasında etkili oldu; bu durum da Sana-yi Devrimi'ne kadar ekonomik büyümeyi ve teknolojik gelişmeleri yavaşlattı. Mississippi Balonu, Fransız hükümetinin dikkatini hisse senedi piyasasına çekti ve 1724'te özel düzenlemelere tabi ayrı bir yasal kimliğe sahip resmi bir borsanın kurulmasına neden oldu. Yeni borsa, Kraliyet Sarayı'na yakın Rue Vivienne'deydi ve Fransız İhtilali'ne kadar orada kaldı. Hükümet tarafından altmış kişiye bu borsada hisse ve borç senedi alım satımına aracılık etme yetkisi verilmişti.

Tıpkı Amsterdam gibi İngiltere de spekülörlerin küçük bir sermayeyle büyük paralar kazanmasına, daha az uzman olan yatırımcıların da kendilerini kandırılmış hissetmelerine neden olan spekülatif hareketleri yasaklamaya çalıştı. 1733'te İngiliz Parlamentosu, her tür vadeli ticareti engellemek amacıyla 'tüm bahisler, *put*'lar ve *call*'lar'ı yasadışı ilan eden Sir John Bernard Yasasını çıkardı.⁴ Bu yasa, hiçbir hissenin el değiştirmesinin beklenmediği *put* işlemleri gibi spekülatif hareketleri engellemeyi amaçlıyordu.

Bernard Yasasının yürürlüğe girmesinden önce bütün brokerler müşterilerine on iki ay, altı ay ve üç ay gibi belirli zamanlara ait *put* ve *call* fiyatlarını da içeren hisse senedi fiyatlarının bir listesini gönderdiler. Sir John Bernard Yasası, *put* ve *call* pazarlığı ve işlemlerini yapmaktan suçlu bulunan araçlar, noterler ve diğer kişilere 500 sterlin ceza getiriyordu ve hiç kuşkusuz o günlerde bugün olduğundan çok daha korkulan bir uygu-

lama olan 'sürekli olarak ve zararını bile bile' sahip olmadıkları hisse senetlerini satan kişilere de aynı ceza veriliyordu. Yasa, bu tür uygulamaların yeraltına inmesine yol açtı, bazı mahkemelerde görülen davalardan çıkan sonuçların yasanın etkisini hızla azaltması da bu gizli uygulamaları kolaylaştırdı. Yasa, 1868'de Parlamento'nun yürürlükten kaldırmasına kadar işlevsiz ve modası geçmiş olarak görüldü.

Spekülasyon dalgasının 1750'ler ve 1760'larda yeniden yükselmesi Parlamento'da spekülatif güçlerin durdurulmasını amaçlayan yasalar çıkarma tartışmalarına yol açtı, ancak on sekizinci yüzyılın kalanında somut bir adım atılamadı. 1760'lardaki spekülasyon, borç verenlere karşılıkların teminat olarak tutulan hisse senetlerinin satışı ile verilmesine neden oldu. Hisse senedi alımlarını teminattaki hisseleri kullanarak yapma uygulamasına günümüzde 'kredili alım' denir, bu yöntemle satın alınan hisse senedinin ödemesinin bir kısmı nakit parayla, bir kısmı da teminattaki hisselerin desteklediği kredilerle yapılır. Elinde teminat hissesi olan borç veren, eğer borçlu (spekülatör) borçlarını ödeyemiyorsa, ya da hisse senedi fiyatları söz konusu hisselerin teminat olma işlevini yok edecek kadar düşmüşse bu hisseyi satar. 1760'ların sonunda borç verenler, teminat olarak tuttukları hisse senetlerini kullanarak fon borç aldılar; böylece bu hisse senetleri ikinci bir borç verenin eline geçti ve birinci borç verenin hisseleri almak için borç aldığı spekülatörden bir adım uzaklaşmış oldu. İkinci borç veren, aynı şekilde teminat hissesiyle üçüncü bir borç verenden fon borçlandı ve hisse bu sefer üçüncü borç verenin eline geçti. 1769'da Doğu Hindistan Şirketi hisselerinin fiyatının hızla düşmesi, kredilerin kırılgan yapısının temel taşlarından birini yerinden oynattı ve büyük miktarda borcun ödenememesine neden oldu. Bu sorun Parlamento'da tartışıldı, ancak bir çözüm bulunamadı.

Fransa spekülatif hareketleri düzenleme çalışmalarında daha yavaş kaldı. Fransız asilzadelerinin gözde sporu olan kumar tutkusu, on sekizinci yüzyılın son çeyreğinde iyice alevlendi ve uygun her alana yayıldı; önce piyangolar, at yarışları, satranç, domino, sonra da hisse senedi piyasasında spekülasyon. 1785'te Rusya'nın Paris büyükelçisi hükûmetine yazdığı mektupta Paris borsasındaki spekülasyon çılgınlığını anlatırken ilkesiz ve vic-

dansız spekülasyonlardan, servetlerini borsada riske atan insanların aptallıklarından, hisseleri ya da paraları bile olmayan spekülâtörlerin sinsî manevralarından, aşırı kârlar peşinde koşanlardan ve bu olan bitenin Paris borsasının Avrupa'daki iyi şöhretine verebileceği zarardan bahsediyordu.

Fransa'da finans piyasalarının düzenlenmesi ile faiz oranlarının düzenlenmesi karşılaştırıldığında, işlerin daha basit olduğu dönemlerde benimsenen politikaların hızla büyüyen ve karmaşıklaşan ekonominin sorunlarını çözmede ne kadar yetersiz kaldığı görülebilir. Fransızlar, finans piyasalarındaki spekülasyonun erdeminden ve adilliğinden kuşku duymuyor olsalar da faiz talep ederek kilisenin tefecilik kurallarını ihlal etmekten korkuyorlardı. 1665'te XIV. Louis, yasal faiz oranlarını en fazla yüzde 5 ile sınırlayan bir ferman çıkarmayı düşünüyordu. Bu düşük faiz oranı bile kraliyet çevrelerinde rahatsızlık yarattığı için Louis, Sorbonne'un en tanınmış beş akademisyeni ile gayri resmi bir toplantı düzenledi ve herhalde teolojide bir boşluk bulmak umuduyla sorunu akademisyenlerin önüne getirdi. Fakülte dekanı ilk sözü aldı ve bu ağırlıkta bir konunun bütün fakültede tartışılması gerektiğini söyledi. Sorbonne fakültesi konuyu enine boyuna ele aldı, Kutsal Kitap'ı, Kilise büyüklerinin yazdıklarını, çeşitli konseylerin kararlarını ve Papa'nın buyruklarını inceledi. Ellerindekileri dikkatlice tarttıktan sonra akademisyenlerden biri fakültenin vardığı sonucu açıkladı; Sorbonne'daki hiçbir akademisyen, bir kimsenin paradan faiz alması ya da faiz oranlarını belirlemesi önerisini onaylamamıştı. Buna karşın, XIV. Louis faizi yüzde 5 ile kısıtlayan fermanı çıkardı.

Amsterdam ve Paris'te gelişen spekülasyon yöntemlerinin hiçbiri on dokuzuncu yüzyıla kadar Alman borsalarında görülmedi. Yine de Frankfurt, sonunda Avrupa'nın Londra'dan sonra ikinci büyük borsası haline geleceği dolambaçlı yola çoktan girmişti. 1585 yılına kadar dayanan Frankfurt Borsası, Avrupa'daki diğer büyük borsalardan hiç de aşağıda kalmayan bir tarihe sahiptir. Başlangıçta esas işler kambiyo senetleri üzerinde dönüyordu, ancak yine de bazı tüccarlar Frankfurt'ta borç veriyorlardı. Borsa ilk kez 1727'de halka arz edilen hisselerin bir listesini yayınladı. Anonim şirketler Almanya'da daha yavaş gelişmişti; Frankfurt'ta anonim şirketlerin hisselelerinin ticaretinin yapılması ancak 1820'de, Avusturya Ulusal Bankası'nın

hisselerini piyasaya sürmesiyle gerçekleşti. Amsterdam'ın on sekizinci yüzyılın sonunda uluslararası finans piyasası olma konumunu kaybetmesinden tek yararlanan Londra değildi. Amsterdam'ın kaybı, en azından kısmen Frankfurt'un kazancıydı ve o andan itibaren Frankfurt bir uluslararası finans merkezi olmaya başladı. Frankfurt zaten en büyük ve saygın bankacılık şirketlerinden biri olan Rothschild Şirketi'nin merkeziydi. On dokuzuncu yüzyılın ortalarında Frankfurt, Almanya'nın en önde gelen ticaret ve bankacılık merkeziydi ve bu konumunu 1866 yılına kadar korudu.

On sekizinci yüzyıl boyunca finans piyasalarındaki büyümeyi kamçılaman, kamu borçlarının saygınlığındaki artış oldu. İspanyol hükümeti 1557, 1575, 1596, 1607, 1627 ve 1647'de borçlarının faiz ödemelerini yapmayacağını açıklayarak hükümet borçları piyasasına zarar vermişti. 1797'de de Fransız İhtilali'nin hükümeti Fransa'nın kamu borcunun üçte ikisini ödemeyi reddetmişti. Yine de on sekizinci yüzyılda kamu tahvilleri piyasasında önemli gelişmeler kaydedildi ve ulusal borçlar bir zenginlik simgesi haline geldi. Montesquieu, 1748'de yayınladığı ünlü kitabı *Kanunların Ruhu*'ndaki gözlemleriyle bu görüşü yansıtıyordu; "Bazıları borçlu olmanın bir devletin çıkarına olduğunu hayal ettiler ve sandılar ki böylece dolaşımdaki para artacak ve zenginler çoğalacak." Alexander Hamilton da *Birinci Kamu Kredileri Raporu*'nda güvenli hükümet borç senetlerinin tüccarlara ve işyeri sahiplerine atıl sermayelerini yatırıma dönüştürme şansı tanıyarak mal ticaretinden daha az kâr elde ederek de geçinebilmelerini sağladığına dikkat çekiyordu. Hatta Hamilton kamu borcunun faiz oranlarını düşürdüğünü, çünkü halkın altın ve gümüşe ikame olarak elinde hükümet kağıdı tuttuğunu, böylece de altın ve gümüşün borç olarak verilebildiğini söyleyecek kadar ileri gitmiştir.

1693 ve 1694'te İngiltere'de Parlamento uzun vadeli hükümet borç senetlerinin piyasaya sürülmesini onayladı. Bu borçlara ömür boyu, hatta bazen üç ömür boyu yıllık faiz ödeniyordu. Ayrıca devlet tontin kredileri olarak da borçlanıyordu. Tontin kredileri bir grup yatırımcı tarafından veriliyordu ve yıllık faiz ödemeleri bu kişiler arasında paylaştırılıyordu, borç veren yatırımcılardan hayatta kalanlar azaldıkça geride kalanların aldığı faiz ödemesi artıyordu. 1696'da Parlamento, hazine bonoları adı verilen kısa va-

deli hükümet borç senetlerinin piyasaya sürülmesine onay verdi. İlk başlarda, faiz getirisi olan bu bonolar 20 sterlin civarında, küçük değerlerde piyasaya çıkarılmıştı ve istendiğinde İngiltere Bankası'nda nakte çevrilebiliyordu. On sekizinci yüzyılın ilerleyen yıllarında hükümet bu bonoları belirli bir zaman geçtikten sonra nakte çevrilebilir hale getirdi. Bazı kaynaklardan gelen vergi gelirleri tamamen bu bonoların faiz ödemelerine gidiyordu.

Hükümet borç senetleri piyasasının etkinliği arttıkça hükümetler harcamalarının daha büyük bir bölümünü borçlanma yoluyla karşılamaya başladı. İngiltere'nin 1702-13 yılları ve 1776-83 yıllarındaki kamu maliyele-ri karşılaştırıldığında kamu borçlanması yoluyla karşılanan harcamaların oranının yüzde 31,4'ten yüzde 39,9'a çıktığı görülür. Fransa, kamu borçlanması için gerekli olan finansal araç ve piyasaları geliştirmede çok daha yavaş kaldı, bu da Fransız monarşisinin ağır borç yükü altında bir türlü kalkamamasını ve sonunda da Fransa'yı ihtilale sürükleyen hükümet iflasının gerçekleşmesini açıklayabilir. Devredilebilen ve alınıp satılabilen hükümet borç senetlerinin kısa vadede nakte çevrilmelerini sağlayan yöntemlerin geliştirilmesi, Sanayi Devrimi'ni finanse eden hisse senedi piyasalarındaki gelişmeleri kolaylaştırmıştır.

On dokuzuncu yüzyılın başından itibaren finansal varlıklar, refah tutma kaynağı olma konusunda toprakla rekabet etmeye başladı ve hem İngiltere hem de Fransa yüzyıla yeni borsalar inşa etme planları ile girdi. 1773'te Londralı borsa aracıları Londra Borsası adı altında birleştiler, 1802'de ise Londra Borsası, halen kullandığı özellikle İngiltere Bankası'na yakın inşa edilmiş olan yeni binaya taşındı. 1807'de Napoleon, Paris Borsası'nın taşınması için Brongiat Sarayı'nın inşa edilmesi emrini verdi; bu saray 1827'den bu yana Paris Borsası'na ev sahipliği yapar. Ayrıca, on dokuzuncu yüzyılın başlarında Wall Street ABD'de finansal varlıklar için bir piyasa haline gelmeye başladı. Bu sokağın 68 numarasının önündeki ağaç o günlerdeki yatırımcılar için gölgelik bir buluşma yeri idi.

İlk başlarda Wall Street'teki ticari faaliyetin büyük çoğunluğunu hükümet borç senetleri oluşturuyordu. ABD'nin yeni hükümeti, Bağımsızlık Savaşı sırasında piyasaya sürülen devlet bonoların karşılığını verebilmek için yüzde 6 faizli federal bonoları çıkardı, ayrıca her eyalet kendi iç

kalkınmasını finanse edebilmek için piyasaya yeni bonolar sürdü. 1792 yılında yirmi dört Wall Street aracısı finansal araçların aracılığı konusunda uzmanlaşan bir grup olarak bir araya geldiler ve taban oranlar belirleyerek birbirlerinin çıkarlarını korumak konusunda anlaştılar. Bir sonraki yıl, Wall ve Williams sokaklarının köşesindeki Tontine Coffee House, Wall Street borsasına ev sahipliği yapmaya başladı. 1817'de Wall Street aracıları daha resmi bir yapı altında örgütlenerek New York Borsası'nı kurdular. Bu yeni yapı, üyelik ücretinin olduğu bir özel kulüp gibiydi, başlangıçta üyeleri sekiz firma ve on dokuz kişiden oluşuyordu. Yeni üye olmak isteyenler için oylama yapılıyordu ve üç olumsuz oy üyelik talebinin reddedilmesi için yeterliydi. New York Borsası'na bazen eski günlerde hisse senetlerinin fiyatlarının yazıldığı karahtaya atfen Büyük Tahta denir. Şirketlerin, hisse-leri listelenmeden önce yerine getirmek zorunda oldukları herhangi bir bildirim yükümlülüğü yoktu, fiyatlar hissenin ismi okunduğu zaman gelen alış ve satış teklifleri tarafından belirleniyordu. 1830'larda işlem hacmi günde bin hisse senedine çıkmıştı, bu rakam 15 Aralık 1886'da ise bir milyonun üzerine çıkacaktı. 1840'dan önce çoğu hisse senedinin ödemesi, işlemin üzerinden altı ila on iki ay geçmeden yapılmıyordu, bu da aracılarn borsada oynayabilmeleri için gerekli olan sermaye miktarını en aza indirerek spekülasyona ortam yaratıyordu. O yıldan sonra kısa bir süre için ödemelerin altmış gün içinde yapılması uygulaması getirildi, zamanla da ertesi gün ödeme geleneği yerleşti.

1837 Paniği Wall Street'i ABD'nin finans merkezi haline getirdi. New York'un en büyük rakibi, ABD'nin ilk merkez bankacılığı deneyimi olan Birleşik Devletler Birinci Bankası'nın (First Bank of the United States) merkezinin bulunduğu ve dönemin en büyük tüccar bankerlerine ev sahipliği yapan Philadelphia'ydı. İngiliz tüccar banker Francis Baring, 1783'te Philadelphia'da bir şube açarak İç Savaş öncesi Amerika'nın en büyük bankası haline gelerek Amerikan hükümetinin Louisiana'yı satın almasının finansmanı gibi büyük çaplı işler gerçekleştirecek olan Baring Brothers and Company'nin temellerini attı. 1837 Paniğinde Pennsylvania eyaleti devlet tahvillerinin karşılıklarının verilmesini durdurdu, böylece ellerinde bu tahviller olan Pennsylvania bankaları zor durumda kaldı ve halkın Philadelp-

hia finans piyasalarına olan güveni sarsıldı. New York eyaleti ise tahvillerinin faiz ödeme yükümlülüklerini karşıladı ve ABD'nin finans merkezi olma konusunda Philadelphia'nın yerini almaya başladı.

New York'un ABD'de Philadelphia'nın yerine geçtiği sırada Londra da İngiltere'deki tüm bölgesel piyasaları bir araya getirerek dünyanın en iyi örgütlenmiş piyasasını yaratmış ve on dokuzuncu yüzyılda dünyanın bir numaralı finans merkezi haline gelmişti. Londra Borsası'ndaki işlemlerin büyük miktarı, çoğu İngiliz hükümetine ait olan hükümet tahvillerinden oluşuyordu, ancak sigortacılık, bankacılık, gaz ve su işleri, limanlar, kanal ve demiryolları gibi işlerle uğraşan anonim şirketlerin ve bazı küçük şirketlerin tahvil ve hisse senetlerinin alım satımı da yapıyordu. Yine de 1840'a kadar işlem gören kâğıtların çoğu İngiliz ve yabancı hükümetlerin tahvilleriydi.

İlk başlarda Londra sadece bir grup bölgesel piyasanın en büyüğüydü ve çoğunlukla merkezi Londra'da olan şirketlerle çalışıyordu. 1840'a kadar piyasadaki İskoç tahvillerinin sadece yüzde 37'si Londra'da duyulmuştu, bu tahviller de sadece Edinburghlu aracılardan gelen listelerin rutin olarak kopyalanmasıyla gelen bilgi sayesinde biliniyordu. Manchester, Glasgow ve Edinburgh'daki bölgesel piyasalar, Londra'daki piyasa koşullarından habersiz olarak işlem yapıyorlar ve bölgesel arz ve talep değişikliklerine paralel olarak dalgalanıyorlardı. Londra ve Glasgow'daki hisse senedi fiyatları üzerine yapılan bir çalışma, telgrafın bu iki piyasayı bağlamasından bir yıl önce, yani 1846 yılında kapanış fiyatlarının sadece yüzde 30'unun birbirini izlediği ya da aynı olduğunu göstermiştir. Geri kalan hisse senetlerinde ise Londra piyasasındaki en düşük fiyat Glasgow piyasasındaki en yüksek fiyatın da üzerinde, ya da tam tersi olabiliyordu. İki piyasa arasında hisselerin fiyatlarındaki uzaklaşma oranı ortalama yüzde 10,5'i bulmuştu.

1840'ların sonlarında İngiltere'nin büyük kentleri telgrafla birbirine bağlandı, ancak telgraf ilk başlarda aracılardan rutin işlerinde kullanmaları için güvenilir değildi. Ne var ki, 1850'lerin başlarında telgraf kendini tahvil piyasalarında hissettirmeye başladı ve yüzyılın geri kalanı boyunca bölgesel borsaları bağlayan özel hatlar çekildi.⁶ Telgraf ofisleri borsaların içine ya da bitişğine kuruluyordu. 1870 ile 1899 arasında Londra Borsası'nı bölgesel borsalarla bağlayan özel hatların sayısı on birden yaklaşık alt-

mişa, Londra Borsası'ndan bir günde en fazla gönderilen mesaj sayısı da 2.884'ten 28.142'ye çıktı. Londra ve Glasgow piyasalarında ortak işlem gören Kaledonya Demiryolları ve Büyük Kanada Demiryolları hisselerinin bir karşılaştırmasında 1860'da bu iki hissenin kapanış fiyatlarının 1846'da olduğundan 2,6 kat daha sıklıkla aynı olduğu görölmüştür. 1860'da fiyatlardaki uzaklaşma da azalmış ve 1846'daki oranın yüzde 7'sine daralmıştı. Yani piyasalar birbirleriyle uyumlu olarak dalgalanmaya başlamışlardı.

İngiliz hisse senedi piyasalarının bütünleşmesine katkıda bulunan bir diğeri gelişme de birden fazla piyasada işlem gören tahvillerin sayısının artmasıydı. Sayısız kasabaya ve kente hizmet götüren demiryolu şirketleri pek çok bölgeden yatırımcıların ilgisini çekiyordu ve bu şirketlerin hisse senetleri birden fazla borsada alıcı buluyordu. 1845 yılının sonunda Glasgow Borsası'nda işlem gören demiryolu şirketi sayısı 110'du ve bu şirketlerin 23 tanesi Londra Borsası'nda da işlem görüyordu. Birleşme ve devirler yüzünden Glasgow Borsası'ndaki demiryolu şirketi sayısı 1860'ta 46'ya düştü, ancak bu şirketlerin 27 tanesi Londra Borsası'nda da listeleniyordu; yüzde olarak bakıldığında Londra'da işlem gören Glasgow demiryolu hisselerinin oranı ciddi şekilde artmıştı. 1910 yılında, İngiliz demiryolu hisse senetlerinin çok küçük bir kısmı sadece tek borsada işlem görüyordu. Bölgesel borsalar arasındaki iletişimin gelişmesi ve birden fazla borsada listelenen hisse senedi sayısının artmasıyla Londra Borsası, İngiltere'nin bütünleşmiş menkul değerler piyasasının merkezi haline geldi. Hisse senetlerinin arz ve taleplerindeki bölgesel değişiklikler yerel hisse senetlerinin fiyatlarında dalgalanmalar yaratmak yerine, bu senetlerin diğeri bölgesel piyasalara kaymasına yol açıyordu.

İletişimdeki bir başka gelişme, hisseler için özel sembolleri ve fiyatları bir kâğıt şeride yazılı halde basan *ticker*'in kullanılmaya başlamasıydı. 1867 yılında American Telegraph Company'de operatör olarak çalışan Edward A. Calahan, tickerin ilk versiyonunun patentini aldı. Calahan'ın yardımıyla kurulan The Gold and Stock Telegraph Company ticker makineleri üretmeye ve aracı kurumlara haftası 6 dolara kiralamaya başladı. Kısa süre içinde, telgrafın finans piyasalarında kullanılmaya başlamasından sonra telgraf operatörlerinin yerden kazanmak için kullandıkları şirket adı

kısaltmalarının, hatta sık işlem gören hisseler için kullandıkları tek harfli sembollerin yerini ticker sembolleri aldı. Belli bir ücret karşılığında ticker, borsa binasında olmayanlara fiyatların sadece anlık bir gecikmeyle sürekli olarak kayıtlarını sağlıyordu. Ticker şeritleri Londra Borsası'nda 1872 yılında görülmeye başladı.

Bir sonraki on yılda piyasadaki katılımcılar ortak alım satım aracı olarak telefonu kullanmaya başladılar. Telefonu olan herkes anında borsa binasına ulaşabiliyordu, böylece piyasa, borsa binasının sınırları ötesine genişledi ve borsadaki fiyatları çok yakından takip eden fiyatlarla borsa binasının dışından da işlem yapmak mümkün oldu. Bundan böyle piyasa sadece o sırada borsa binasında bulunan yatırımcılardan oluşmuyordu. Başlarda bölgesel borsaları bağlayan uzun mesafeli telefon hizmetlerinin kullanışsız, yavaş ve güvenilirmez olması yüzünden piyasanın bu genişlemesi şehir sınırları içinde kaldı. İngiltere'de Posta İdaresi'nin telefon iletişimini tekelleştirmesi uzun mesafe telefon hizmetinin uzun süre gelişmemesine yol açtı.

1890'larda Londra Borsası'nı bölgesel borsalara doğrudan bağlayan hatlar hizmete girdi. Servis kalitesi hakkındaki şikâyetlere karşın doğrudan hatlar büyük rağbet gördü ve bu yeni sisteme kısa sürede aşırı bir yük bindi. Londra'da borsanın üyeleri, başka bir bölgedeki bir borsaya doğrudan telefon hattını kullanmak için rezervasyon yaptırmak zorundaydılar, Glasgow'da ise Londra hattının arama süresi kısıtlanmış, ayrıca her üyeye altı dakikada bir telefon etme hakkı tanınmıştı. 1900 yılında, genel telefon hatları kullanılmadan Londra Borsası'nın diğer borsalara bağlayan piyasalar arası hatlar devreye girdi. Yatırımcılar bu hatlara işyerlerindeki telefonlar yoluyla bağlanabiliyordu, böylece Londra Borsası'nın üyeleri ile bölgesel borsaların üyeleri iletişim halinde olabiliyorlardı. 1908'in ekim ayında Londra Borsası'ndan 81.833 kez arama yapılmış, dışardan Londra Borsası'na ise 23.916 arama gelmişti, yani iş günlerinde ortalama her altı saniyede bir arama yapılmış, her 21 saniyede bir de arama gelmişti. Bu aramalar borsadaki araçların ofislerine bağlı olan telefonlara geliyordu.

Bölgesel piyasalar arasındaki telefon iletişiminin tamamen gelişmesiyle iletişimdeki devrim tamamlanmış ve İngiltere'de piyasalar arasındaki coğrafi farklar iyice önemsizleşmişti, piyasayı etkileyen güçler artık

ulusal boyutlardaydı. Bütün bölgesel piyasalardaki fiyatlar anında izlenebiliyordu, böylece spekülâtlörlere bir hisse senedinin fiyatının bir piyasada diğëerinden daha düşük bir fiyata satıldığı durumlarda kârlı arbitraj olanağı sağlayarak ulusal piyasayı dengede tutuyor ve tüm hisse senetleri için alıcının var olduğu bir ortam yaratıyordu. Hisse senedini bir piyasadan alıp başka bir piyasada satarak kâr elde edilerek yapılan arbitraj uygulamaları zamanla Londra'da sadece borsanın birkaç üyesinin ellerinde toplanmıştı. Benzer bir yoğunlaşma bölgesel borsalarda da vardı. Arbitraj sonucu elde edilen kâr, arbitrajcı ve hisse senedinin satıldığı piyasa arasında eşit olarak paylaştırılır. Her bir piyasadaki arbitrajcılar, diğëer piyasadakilere sürekli olarak yerel fiyatlar hakkında bilgi sağlıyor, böylece fiyat farklılıkları anında değëerlendiriliyordu. Londralı yatırımcılar aldıkları bu fiyat bilgileriyle öncelikli olarak bölgesel piyasalarda işlem gören pek çok hisse için piyasa yaratıyorlardı.

İngiliz menkul değëerler piyasası tam bir bütünleşmeye doğru ilerledikçe bölgesel piyasalar geniş bir hisse senedi yelpazesinde işlem yapılan menkul değëerler piyasaları olma özelliklerini yitirmeye başladılar. Glasgow demir ve kömürde, Cardiff gemicilikte, Liverpool da sigortacılıkta uzmanlaştı. Uzmanlaşmış piyasaların nerede olduğu önemli değildi çünkü arbitrajlar ve Londralı aracı kişi ve kurumların işlemleri yatırımcılara ülkenin her yerine yerel aracılara yoluyla eşit erişim sağlıyordu. Hükümet borçlarının piyasası da Londra Borsası içinde yer alıyordu. 1900 yılına kadar İngiliz ve yabancı hükümet tahvillerinin değëeri, Londra Borsası'nda işlem gören menkul değëerlerin ödenmiş sermayelerinin yarısından fazlası tutuyordu. Londra Borsası'nda işlem gören yabancı ve İngiliz demiryolu hisselerinin ödenmiş sermayeleri, hükümet tahvillerinin yüzde 80'ini oluşturuyordu. Madencilik, finansal hizmetler ve diğëer hizmetler ise tahvillerin değëerinin yüzde 15'inden bile azını kapsıyordu. Aynı zamanda demiryolu tahvilleri Glasgow Borsası'nda işlem gören menkul değëerlerin değëerinin yaklaşık üçte ikisini oluşturunuyordu.

İşlem gören hisse senedi satışlarının artışı ve teknolojik ilerlemeler sayesinde Londra Borsası'nın 1850'de 864 olan üye sayısı 1850'de 2.000'e, 1905'te de 5.567'ye yükseldi. Londra Borsası'nın gelirlerinin büyük çoğun-

luğu üyeler tarafından ödenen aidatlardan geliyordu, bu yüzden borsa hem yeni üyeler kazanmak için çalışıyor hem de rakip bir borsa kurulmasın diye bu aidatları olabildiğince düşük tutuyordu.

On dokuzuncu yüzyılda Londra ve New York borsalarının büyümesiyle Frankfurt Borsası gözden düştü. On dokuzuncu yüzyılın sonlarında, yeni birleşmiş Almanya'nın başkenti Berlin ticari ve finansal bir merkez olma yolunda hızla gelişti ve Alman İmparatorluğu'nun finansal başkenti olma yarışında Frankfurt'u gölgede bıraktı. On sekizinci yüzyılın ilk yıllarına kadar Berlin'de bir menkul değerler borsası yoktu. Berlin'in gelişmesi daha çok, siyasi gücü izleyen bir finansal güç görüntüsündeydi. Daha önceden merkezi Frankfurt'ta olan bankalar Berlin'e taşındılar, Alman İmparatorluğu'nun merkez bankası olan Reichbank da Berlin'de oluşturuldu. Bankacılığın yoğunlaşması Berlin borsasına güç verdi ve Frankfurt'un iyice önüne geçmesine yol açtı. Ardından 1872 ve 1873 yıllarında Berlin'de gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarında bir patlama yaşandı ve borsa spekülasyonu çılgınlığı bir çöküşle sonuçlandı. Almanya'da o ana kadar hiçbir spekülasyon hezimetinin ardından o kadar fazla intihar olayı gerçekleşmemişti. Frankfurt ise uluslararası öneme sahip olan bölgesel bir finans merkezi olarak kaldı. 1914'te Frankfurt borsasında işlem gören 1.500 menkul değerın 51 tanesi yabancı şirketlerin hisse senetleri, 388 tanesi de yabancı tahvillerdi.

On dokuzuncu yüzyıl boyunca Londra Borsası'nın gelişimini şekillendiren güçler, Avrupa borsaları ve New York Borsası'nın gelişimlerinde de hissedildi. Hem Frankfurt hem de Londra borsasında hisse senedi ticaretinin büyük kısmını demiryolu hisseleri oluşturdu ve iletişimdeki teknolojik gelişmeler her iki borsada da hızla yayıldı. Londra ve Frankfurt'ta yabancı şirketlerin hisseleri de işlem görüyordu, ancak New York Borsası sadece Amerikan şirketlerinin hisselerinin ticaretinin yapıldığı bir borsaydı. 15 Aralık 1886'da New York Borsası'nda ilk kez bir günde 1 milyondan fazla hisse senedi el değıştirdi.

Londra'nın aksine New York Borsası özel bir kulüp özellikleri taşıyordu, üyelerin sayısı kısıtlanmış, 1914'e kadar hiç 1.100'ü geçmemişti.⁷ 1866 yılında üyelik ücreti 10.000 dolardı, 1868'de ise üyelik, sahipleri ta-

rafından satılabilir hale getirildi, böylece yeni üyeler hem üyelik ücretini hem de var olan bir üyenin yerinin maliyetini ödemek zorunda kalıyordu. Satılan yerlerin fiyatları piyasanın durumuna göre dalgalanıyordu, fiyatlar 1870'te 4.000 ile 4.500 dolar arasında değişirken 1910'da 64.000 ile 94.000 dolar arasına yükseldi. New York Borsası'nın üyeleri borsa binasının ve binadaki hizmetlerin sahibiydi ve binada olmadıkları zamanlarda bilgi alabilmek için borsaya telgraf, ticker makinesi, telefon gibi kolaylıkları getirme konusunda son derece istekli davranıyorlardı. Londra'da ise borsanın sahipleri üyelerden ayrı bir gruptu ve borsa binasında olan biteni üyelik ücreti ödemeyen kişilerle paylaşmak istemiyorlardı. New York Borsası, üyelerinin aldığı komisyonları fiyat rekabetine yer bırakmayacak şekilde belirlemişti, Londra Borsası'nda ise 1912'ye kadar aracılara müşterilerinden alacakları ücretlerde esneklik sağlandı, bu sayede bankalar, finans kurumları ve benzeri büyük müşterilerle özel anlaşmalar yapılabiliyordu.⁸

New York Borsası'nın kısıtlayıcı yapısı New York'a rakip borsaların oluşmasının nedenini açıklar, oysa Londra'da daha açık üyelik politikaları sayesinde böyle bir durum oluşmamıştır.⁹ 1840'larda Wall ve Hanover sokaklarının köşesinde, borsada listelenmemiş hisse senetlerinin alım satımı yapılmaya başlandı ve Açık hava Borsa Dışı Piyasası denilen bir piyasa oluştu. Bu piyasa zamanla güneye, Broad caddesine doğru kaydı ve 1908'de New York Borsa Dışı Ajansı'nın, 1911'de de resmi kuralları ve bir tickeri olan New York Borsa Dışı Piyasası'nın kurulmasına kadar gayri resmi olarak işlem yaptı. 1921'de bu piyasaya ticker şeridi hizmeti geldi ve piyasa 86 Trinity Palace adresine taşındı, ardından da ismini önce New York Serbest Borsası, 1953'te de Amerikan Menkul Değerler Borsası olarak değiştirdi.

New York Borsası, Londra'nın aksine, üyelerinin New York dışındaki borsalara da üye olmasına izin veriyordu. Böylece bölgesel borsaların olduğu şehirlerdeki aracı kurumlar hem kendi bölgesel borsalarına hem de New York Borsası'na üye olarak borsadaki geçici fiyat farklılıklarından yararlanıyorlardı, bu da ulusal bir hisse senedi piyasasının oluşmasını kolaylaştırdı.¹⁰ Şirket içi arbitrajlara New York Borsası olumlu bakmıyordu, bu tür arbitrajların önüne geçmek için düzenli olarak önlemler alındı, örneğin 1898'de hisse senedi fiyatlarının sürekli yayınlanması yasaklandı.

1912 yılında New York Borsası'na 22 farklı şehirden 106 tane New York dışı aracı kurum, diğer şehirlerde şubesi olan 258 tane de New York şirketi üyeydi. 1913'te New York Borsası'ndaki işlemlerin yüzde 43'ünü New York dışından kaynaklanan işlemler oluşturunuyordu. Londra, New York Borsası için ciddi bir rakipti, hatta bu rekabet Amerikan hisse senetlerinin piyasası için de geçerliydi. Bunun üzerine New York, 1911'de New York aracı kurumlarının komisyonun Londra Borsası üyeleriyle paylaşıldığı ortak işlemler yapmalarını önleyecek adımlar attı.

New York Borsası'nın kısıtlayıcı özelliği, üyeliğin yanı sıra işlem gören hisse senetleri üzerindeki sınırlamalarla da kendini hissettiriyordu. Londra ise üyelik için uyguladığı açık yaklaşımla tutarlı bir şekilde, hisse senedinin türüne ve şirketlerin büyüklüğüne çok daha az sınırlama getiriyordu. On dokuzuncu yüzyılın başlarında iki borsa da işlem gören hisse senetlerinin türü üzerinde bir denetleme uygulamaya çalışmadı, ancak hisse senetlerinin sayısı arttıkça borsalar daha seçici olma gereğini hissettiler. Londra, ödenmiş sermayesi 100.000 sterlinin altında olan şirketlerin işlemlerinin yapılmayacağı kuralını koydu, ancak buna, özellikle de Londra merkezli şirketler için, pek çok istisna getirdi. Uygulamada, belli ölçüde piyasası olan her hisse senedi borsada işlem görüyordu. New York Borsası ise çok daha kısıtlayıcı bir politika işledi, bu da neden 1902'de New York Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin değerinin Londra'da işlem görenlerin ancak üçte biri kadar olduğunu açıklar." 1914'te New York Borsası'nda işlem gören ticari ve sınai şirketlerin toplam hisse senetlerinin ortalama değeri 24,7 milyon dolarken Londra Borsası'nda işlem gören bu tür şirketlerin ortalama değeri 1,03 milyon sterlindi, yani New York Borsası'ndaki şirketler, Londra Borsası'ndaki şirketlerden ortalama beş kat kadar büyüktü. New York, hükümetin ya da eyaletlerin çok düşük değerdeki tahvillerinin işlem görmelerini reddediyor, ayrıca çok riskli oldukları düşünüldüğünden madencilik ve petrolcülük şirketlerinin hisse senetlerinin işlem görmelerine izin verilmiyordu, böyle bir uygulama Londra Borsası'nda hiç yapılmadı. New York Borsası, sadece kuruluş aşamalarını tamamlayan ve hisseleri borsa dışında da piyasa bulan şirketlerin listelenmesine izin veriyordu. New York Borsası'na giriş ayrıcalığının sadece sağlam sermayeli ve

oturmuş şirketlere verilmesi, ABD’de şirket birleşmelerini ve büyük şirketlerin oluşumunu hızlandırdı, zira bu büyük şirketlerin sermaye artırma potansiyelleri, hisseleri o kadar da cazip ve kullanışlı olmayan küçük şirketlere göre çok daha fazlaydı. İngiltere’de, yüzyılın sonlarında, birleşme ve büyüme eğilimi pek ortada yoktu, çünkü küçük şirketlerin Londra Borsası’na girmeleri hâlâ mümkündü, böylece bu şirketler hisse senetleri kolayca paraya çevrilebildiği için hissedarlar için değerli bir konuma geliyordu.

3 Temmuz 1884’te Charles Dow ilk kez piyasanın ortalama değerlerini yayınladı; bu, ileride dünyanın en etkili piyasa barometrelerinden biri haline gelecek olan Dow Jones Sanayi Endeksi’nin (DJSE) ilk adımıydı. 1882’de, bir finans muhabiri olan Dow, Edward D. Jones ve Charles M. Bergstresser ile birlikte Dow, Jones & Company’yi kurdu ve günlük bir finansal bülten yayınlamaya başladı. Kısa bir süre sonra da *Customer’s Financial Letter* adında iki sayfalık bir günlük gazete çıkardı, bu gazete 1889 yılında adını *Wall Street Journal* olarak değiştirdi. İlk Dow ortalaması (aslında Jones ve Bergstresser’in DJSE’nin geliştirilmesine pek bir katkısı olmamıştı) dokuzu demiryolu ikisi de sanayi şirketi olmak üzere on bir şirketin hisse senetlerinin değerinden hesaplanmıştı. Bu şirketlerden biri olan General Electric, ilk listede olup da ismi değişmeden DJSE’de hâlâ yer alan tek şirkettir. 1885’te Pasific Mail Steamship ve Western Union şirketlerinin de katılımıyla demiryolu hisselerinin sayısı dokuzdan on bire çıktı, ancak sanayi hisselerinin sayısı ikide kaldı, böylece o günlerin en sık işlem gören hisseleri olan demiryolu hisselerinin Dow endeksindeki ağırlığı iyice arttı. 1896’da Dow, hisselerin sayısını on ikiye indirdi ve bu rakam 1916’ya, Dow’un 1902’deki ölümünden çok sonraya kadar aynen korundu. Sanayi hisseleri zamanla Dow endeksinin hesaplanmasında daha fazla rol aldı, 26 Mayıs 1896’da da Dow, tamamı sanayi hisselerinden oluşan ilk endeksi yayınladı.¹²

Dow endeksi, bir ağırlıksız aritmetik ortalamaydı, hisse senetlerinin değerleri toplanıyor ve hisse senedi sayısına bölünüyordu. 1916’da DJSE’de listelenen hisse senedi sayısı yirmiye, 1928’de de otuza yükseldi ve bugüne kadar öyle kaldı. Kuşkusuz, DJSE’nin yapısı zamanla değişti. Günümüzde Dow endeksi hâlâ bir ağırlıksız ortalama değildir, ancak artık hisse senetlerinin değerleri hisse bölünmelerine ve hisse senetlerinin bile-

şenlerindeki değişime göre hesaplanan bir değere bölünmektedir. Bu yöntemde, piyasadaki hisse senedi sayısı daha fazla olan şirketlerin değil, değeri daha yüksek olan hisse senetlerinin ağırlığı daha fazladır. Piyasadaki hisse senedi sayısı en az olan şirketle en çok olan şirketin endeksi üzerindeki etkisi aynıdır.

Menkul değerler piyasasındaki panikler bazı yatırımcıların dolandırdıklarını hissetmelerine yol açtı ve birilerinin piyasayı kendi istedikleri gibi yönlendirebilecekleri düşüncesi güç kazandı. ABD’de 1907 paniği, piyasa manipülasyonları hakkındaki endişeleri güçlendirdi ve bunun üzerine hem New York eyaleti hem de Amerikan Kongresi bu durumu araştırmak üzere müfettiş atadı. John Pierpont Morgan Jr, bir grup yatırımcıyı piyasaya likidite sürmeleri için örgütlemişti, bu da içeriden grupların piyasanın geleceği konusunda daha fazla bilgili oldukları kuşkusunu körükledi. Morgan Kongre’nin bir komitesinde ifade verdi, ancak dikkatlerin Birinci Dünya Savaşı’na yönelmesiyle bu konuda herhangi bir şey yapılamadı.

1929’daki borsa krizi, hisse senedi piyasalarının işleyişiyle ilgili kuşkuların ve piyasaların sahtekârlığa açık olduğu korkularının yeniden alevlenmesine neden oldu. Amerikan Kongresi, Wall Street’in sıkı lobi faaliyetlerine karşın 1934’te, günümüzdeki Amerikan menkul değerler borsaları ve menkul değerler ticareti düzenlemelerinin temelini oluşturan Sermaye Piyasası Kanunu’nu çıkardı. Bu kanunla beş üyeden ve bir başkan-dan oluşan Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) kuruldu.

Hisse senetleri borsada işlem gören en büyük on üç şirket SEC’e ayrıntılı finansal raporlar vermek zorundadırlar. Hatta borsada listelenmeyen, ancak bir milyon doların üzerinde varlığı, en az da beş yüz hissedarı olan şirketlerin bile Kurula ayrıntılı raporlar sunmaları gerekir. Şirketler, yeni bastıkları menkul değerleri SEC’e kayıt etmeden ve ayrıntılı raporlar ve hisseyi potansiyel alıcılarına tanıtan bir belge sunmadan halka arz edemezler. SEC muhasebecileri bu belgeleri incelerler ve yanıltıcı olmaları halinde menkul değerın satışını durdurabilirler.

SEC şirketlerin borsalara raporlar sunmalarını da zorunlu kılar, böylece tüm bilgilerin ortada olması ve hisse senedi fiyatları üzerindeki manipülasyonun önlenmesi amaçlanır. Gerçek olmayan satışlar ve aynı

grup içindeki üyeler arasındaki satışlar yasaklanmıştır. Bu tür satışlar, hisse senedi fiyatlarını yapay olarak yükseltir ve daha az bilgi sahibi yatırımcıları hissenin fiyatı konusunda aldatır. Kurul aynı zamanda hisse senedi fiyatlarında manipölasyon amacıyla kurulan fon birleşmelerini de yasaklar. SEC, anonim şirketlerin müdürleri, yöneticileri ve büyük hissedarlarının hisse senedi alım satımları hakkında aylık raporlar alır ve bu işlemlerden gelen kısa vadeli kârların şirket içinde kalmasını zorunlu kılar. Ayrıca anonim şirketlerin Yönetim Kurulu seçimlerini ve vekâlet oylarının kullanımını da denetler.

1975'te Sermaye Piyasası Kurulu, New York ve diğer şehirlerdeki borsaları aracılar için taban komisyon oranı belirleme uygulamasına son vermeye ve aracılardan fiyat rekabetini serbest bırakmaya zorladı. Ne var ki, komisyon ücretlerinin hızla düşmesiyle büyük aracı kurumlar iflas etti. Kısıtlamaların kaldırılması, tam bir aracılık hizmetine ihtiyaç duymayan spekülâtörler için en az hizmeti sağlayan ve düşük komisyon alan aracı kurumların oluşması için uygun ortamı yarattı. Bu gelişme, 1990'larda bilgisayar ve internetten de güç alan bir eğilimin başlangıcıydı.

1934 Sermaye Piyasası Kanununa göre, 'bir kişinin bir menkul değer satın alma yoluyla başka bir kişiyi aldatacak ya da dolandıracak bir hareket içinde bulunması yasaya aykırıdır', böylece 1980'lerde bir skandal haline gelen içeriden bilgi alarak işlem yapma (insider trading) uygulamalarının önlenmesi amaçlanır. İçeriden bilgi alarak işlem, şirketin içindekilerin diğer yatırımcılara açık olmayan ve spekülasyona uygun bilgileri kullanmasıyla olur. 1980'lerin başlarında pek çok içeriden bilgi skandalı patlak verdi, 1980 ile 1984 arasında SEC 51 olayı mahkeme önüne çıkarttı. Avukatlar, muhasebeciler, şirket yöneticileri ve akrabaları, önceden planlanmış bir birleşmenin bilgisini kullanarak ve böyle bir birleşme duyulduğu zaman şirketin hisselerinin değer kazanacağını bilerek içeriden aldıkları bilgi ile işlem yaptılar ve bu bilgileri sayesinde çıkar sağladılar. Örneğin bir hukuk firmasında yazıcı olarak çalışan biri içeriden aldığı bilgi sayesinde bir günde 50.000 dolar kazanmıştı.

1980'lerdeki içeriden bilgiyle işlem skandallarının en dikkat çekeni Ivan Boesky skandalıydı. Boesky, kelepirci olduğunu düşündüğü şirketlerin

hisselerini almak, hissenin fiyatı çıkarken elinde tutmak ve fiyat hissedarların çoğunu ellerindeki hisseleri satmaya cezbedecek kadar yükseldiğinde de satarak büyük kârlar elde etmek konusunda uzmanlaşmıştı. Boesky'nin yaptığı bu spekülasyonlar, içeriden bilgilerle hareket etmediği ya da şirketin hisselerinin yakında kelepir olacağı konusunda yanıltıcı söylentiler yaymadığı sürece yasaldı. Ne var ki, TWA başkanı Carl Icahn'ın Boesky ile birlikte Gulf and Western Company hisselerinin kelepir olduğu söylentisini yayarak fiyatını yükselttiği öğrenildi. Boesky ayrıca hem New York'taki Drexel, Burnham ve Lambert şirketinin genel müdür yardımcısı hem de çürük tahvil denilen ve özellikle spekülörlerin şirketlerin çoğunluk hisselerini ele geçirmelerini finanse etmeye yarayan düşük dereceli ve yüksek faizli tahvillerin geliştiricilerinden olan Michael Milkin'den de içeriden bilgi almıştı. Milkin'in şirketlerin ele geçirilmesini finanse etmek amacıyla büyük çaplı sermaye toplama işinde olması ona hisse senedi piyasasında büyük kârları garanti eden bazı bilgilere içeriden ulaşma olanağı verdi; Milkin de bu bilgileri yasadışı olarak Boesky ile paylaştı. Boesky, Milkin'in isteğiyle elinde Drexel için gizlice hisse tutuyor, böylece Drexel şirketinin içeriden bilgi ile spekülasyon yapabilmesini sağlıyordu. Daha sonra, çürük tahvillerin kralı olarak tanınan Milkin'in içeriden bilgi ile işlem yaparak haftada ortalama 10 milyon dolar para kazandığı öğrenildi. Ekim 1988'de SEC, Drexel şirketine ve Milkin'e on altı farklı şirket devralma olayında hisse senetleri üzerinde dolandırıcılık amaçlı manipülasyon yaptıkları gerekçesiyle ceza verdi. Milkin, ağır bir para cezası ödedi ve bir süre hapis yattı, Drexel de aynı şekilde ağır para cezasına çarptırıldı ve ardından iflas etti.

1980'lerde içeriden bilgilendirme ile çıkar elde etme skandallarının had safhaya ulaşması Kongre'yi önce 1984'te, sonra da 1988'de içeriden bilgilendirme konusunda yasal düzenlemeler yapan iki kanunu çıkarmaya itti. Bu kanunlar, daha önceki yasaları yeniden düzenleyerek içeriden bilgi alarak yapılan işlemlere yasal engeller getiriyor ve bu tür işlemleri açıkça güvenin kötüye kullanılması olarak tanımlıyordu.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Londra ve New York borsaları dünyanın en önde gelen borsaları olmayı sürdürdüler, ancak iki yeni piyasa onlara rakip olmaya başladı. Frankfurt Borsası, Avrupa'nın ikinci büyük bor-

sası olana kadar zorlu yollardan geçti. Almanya'nın birleşmesinden sonra Almanya'nın finans merkezi olma konusunda Berlin'in Frankfurt'u gölgede bıraktığını, ancak Frankfurt'un daha az öneme sahip olsa da uluslararası bir piyasa olarak kaldığını görmüştük. 1930'larda tüm dünyayı etkileyen bunalım Frankfurt Borsası'ndaki işlemlerin bir süre durmasına neden oldu, 1944'teki bir hava saldırısında ise borsa binası yıkıldı. Ancak, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Berlin'in ikiye bölünmesi ve coğrafi olarak Doğu Almanya'da kalması Almanya'nın finans merkezi olma özelliğini kaybetmesine neden oldu. Müttefiklerin işgali altındaki Almanya'da birbirlerine yaklaşık olarak eşit büyüklük ve öneme sahip üç bölgesel finans piyasası vardı. Bunlardan ikisi, Hamburg ve Düsseldorf, İngiliz bölgesinde, Frankfurt ise Amerikan bölgesindeydi.

Frankfurt hızla Batı Almanya'nın, daha sonra da birleşik Almanya'nın finans merkezi oldu. Frankfurt'un Hamburg ve Düsseldorf'un önüne geçmesinin önemli bir nedeni Amerikan bölgesinin ve buradaki Amerikan askeri güçlerinin karargâhlarının yönetim merkezi olmasıydı. Bu sayede Amerikan çokuluslu şirketleri Frankfurt'taki şubelerini tekrar açtılar. Frankfurt'u öne çıkaran bir diğer etmen ise Batı Almanya'nın merkez bankası olan Deutsche Bundesbank'ın Frankfurt'ta kurulmasına karar verilmesiydi.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından Batı Alman ekonomisi Avrupa'nın en hızlı büyüyen ekonomisi oldu; enflasyon oranları en düşüklerden biriydi, Alman markı dünya çapında saygınlık kazandı ve Frankfurt dünyanın en önde gelen finans merkezlerinden biri haline geldi. Bankaların ve çokuluslu şirketlerin yoğunlaşması Frankfurt Borsası'nın güçlü büyümesinin itici gücü oldu. Almanya'nın birleşmesinden sonra Frankfurt, Almanya'daki hisse senedi ticareti hacminin yaklaşık yüzde 70'ini karşılamaya başladı, geri kalan kısım ise yedi bölgesel borsa arasında paylaşıldı ve bunlardan en büyüğü olan Düsseldorf hisse senedi ticaretinin yüzde 12'sini karşıladı.

Yabancı yatırımcılar Frankfurt Borsası'nda son derece etkindir. Yabancıların tüm Alman hisseleri içindeki payı yüzde 20, *blue-chip* denilen büyük ve sağlam şirketlere ait hisseler içindeki payı ise yüzde 30-40 arasında-

dır. Yabancılar arasında birinci sırayı İngiliz kurumsal yatırımcılar alır, İngilizleri Avrupa'nın geri kalanından ve ABD'den gelen yatırımcılar izler. Yabancı yatırımcıların etkisi Alman hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan hissedilir. 1998'de Londra Borsası ve Frankfurt Borsası bir birleşme planı içinde olduklarını duyurdular, ancak bu karar Almanya'daki diğer bölgesel borsalarda memnuniyetsizlik yarattı, daha sonra da bu plan rafa kaldırıldı.

Dünyanın New York'tan sonra ikinci en büyük borsası olan Tokyo Borsası, dünya çapında bir finans merkezi konumuna diğerlerine göre daha kısa bir süreçten geçerek geldi. On dokuzuncu yüzyılın son çeyreğinden itibaren Japonya, Batı modellerini izleyerek, ya da en azından bu modelleri kendi anladığı şekilde uygulayarak yeni finansal kurumlar geliştirmeye başladı. Mayıs 1878'de Tokyo'da Tokyo Menkul Değerler Borsası Ltd. Şti. adıyla yeni bir borsa kuruldu. Bu borsa kâr eden bir kurumdu ve İkinci Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar ayakta kaldı. Finansal kapitalizmin Japonya'ya özgü yapısı ilk başlarda Tokyo Borsası'nın gelişimini kısıtladı. Hisse senetleri çoğunlukla bankalar tarafından tutuluyor ve hisselerin karşılıklı tutulması Japon şirketlerini birbirine bağlıyordu; bu tür uygulamalar bugüne kadar devam etti. Bankalar bu güçlerini spekülasyon dalgalarını önlemek amacıyla kullandılar.

İkinci Dünya Savaşı'nın başlangıcında yarı hükümet kurumu olan Nippon Menkul Değerler Borsası, Tokyo Borsası'nın yerini aldı ve savaş süresince kısa bir dönem hizmet verdi. 1945'te Nippon Menkul Değerler Borsası'nın fesh edilmesiyle bütün menkul değerler ticareti örgütlenmemiş piyasalarda yürütülmeye başladı. 1949'da hükümet önce Tokyo, Osaka ve Nagoya'da, sonra da Kyoto, Hiroşima, Fukuoka, Niigata ve Sapporo'da yeni borsaları hizmete açtı. New York Borsası örnek alınarak yapılandırılmış olan Tokyo Borsası, Japonya'daki hisse senedi işlem hacminin yaklaşık üçte ikisini elinde tutar.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından Japon ekonomisi, iktisatçıların 'Japon mucizesi' diye tanımladıkları hızlı ve sağlıklı bir büyüme sürecine girdi. Oysa İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki ilk otuz yıl boyunca Japonya'nın küresel bir finans merkezi olarak uluslararası konumu pek de parlak değildi. Bunun da temel nedeni Maliye Bakanlığı'nın Japon finans piyasalarına

yabancıların girişi konusunda son derece soyutlayıcı bir politika izlemesi-ydi. Bu dönem boyunca Maliye Bakanlığı düşük faiz oranlarını, istikrarlı fi-nans piyasalarını ve finansal kurumlar arasında en az düzeydeki rekabeti amaçlıyordu. Bu amaçlara ulaşabilmek için Bakanlık iç piyasalardaki faiz oranlarını katı kurallara bağladı ve yabancıların Japon finans piyasalarına gi-rişini kısıtladı; bu politikalar Japon finans piyasalarının küresel finans piya-salarının işleyişinden soyutlanışını daha da artırdı. Japonya'da sermaye top-lamak isteyen yabancı şirketler, en az kâr oranları, en az temettüler, Japon yatırımcılara sunulacak hisse senetlerinin sayısı gibi pek çok engelle karşı karşıya kaldılar. Bu tür kısıtlamalar 1976'ya kadar Tokyo Borsası'nda işlem gören yabancı hisse senetlerinin çok az sayıda kalmasına neden oldu.

1970'lerde Japonya, finans piyasaları üzerindeki denetimleri kaldır-maya başladı ve 1984'e kadar finans piyasalarını denetimlerden arındırma yolunda önemli adımlar attı. 1981'de Tokyo Borsası'nda işlem gören hisse-lerin yaklaşık yüzde 20'si yabancılara aitti, bu oran 1990'larda, hisse sene-di fiyatlarındaki gerileme sonucu azaldı. Japon finans piyasalarının ser-bestleşmesi ve Japonya Bankası'nın gevşek para politikaları, 1986'dan 1990'a kadar Japon borsasını bir spekülasyon dalgasına sürükledi ve Tok-yo Borsası'nın en önemli hisse senedi fiyat endeksi olan Nikkei endeksi 12.00'den 39.000'e çıktı. 1990'da hisse senedi fiyatları bir gerileme sü-re-cine girdi ve endeks 1992'de 15.000'e kadar indi. Bu çöküş Japonya ekono-misinin yüzyılın sonunda hâlâ sıyrılamadığı bir ekonomik durgunluk dö-nemine girmesine yol açtı.

ALTIN VE GÜMÜŞ: PARA STANDARTLARININ ARİSTOKRATLARI

Farklı para standartları mutlaka iki sınıflandırmadan birine dahildir; metaya dayalı para standardı ve dönüştürülemeyen para standardı. Metaya dayalı para standardı, piyasada alışverişleri kolaylaştıran, bir değer ölçüsü olarak kullanılan, fiyatları ifade ederek ve değerleri karşılaştırarak mal ve hizmetlerin değerlerinin biçilmesini sağlayan değerli bir malın dolaşmasıdır. Burada insanın aklına hemen altın ve gümüş gelir, zira bu iki maden uzun süre para olarak kullanılmışlardır, ancak tarih boyunca pek çok mal paranın işini görmüştür. 1800'lerde Kanadalı ticaret şirketi Hudson Bay Company'nin hesapları, kârları ve satışları kürk cinsinden hesaplanıyordu.¹ Yirminci yüzyılın başlarında Uganda'da keçi standardı yerleşmişti ve her bölge savcısı, resmi görevlerinin yanında borç veren kişinin bir keçi borcun ödenmesinde standart bir keçi olarak kabul etmek için çok yaşlı ya da çok zayıf olarak gördüğü durumlarda bilirkişilik yapıyordu.² Sömürge Virginia'sında değişim aracı olarak tütün kullanılıyordu, hatta kamu görevlilerinin ve rahiplerin maaşları bile tütün olarak veriliyordu.³

Ortaçağ boyunca altın ve gümüş Avrupa'dan kayboldu, ancak Ortaçağ'ın sonlarına doğru gümüş yeniden görülmeye başladı. Charlemagne'in babası Kısa Pepin 755 yılında Karolenj sistemi denilen bir gümüş standardı getirdi. Bu sistemde bir pound (373 gram) gümüş yirmi şiline ya da 240 peniye eşitti. Karolenj para sistemi Charlemagne'in fetihleriyle tüm Avrupa'ya yayıldı ve izleri Karolenj sisteminden çıkan son Avrupa ülkesi olan İngiltere'nin ondalık para sistemine geçtiği 1971 yılına kadar geldi.

Ortaçağ boyunca değerli madenlerin ortadan kaybolması herhalde daha sonraki nesillerin altın tutkusunun ve altına tapmalarının nedeni oldu. 1896'da altın hayalleri peşindeki 30.000 kişi ABD'de Kutup koşullarındaki dağlık bir bölgeyi zorlu bir yolculuk sonunda geçerek Dawson City'yi kurdu ve orada açlıkla karşı karşıya kaldı, öyle ki tuz, altın kadar değerli ha-

le geldi. Bu kahramanca dayanıklılık denemesinden çok önce İspanya, Kızılderili efsanelerinde geçen altın zengini El Dorado şehrini bulabilmek için Amerika kıtasının büyük bölümünü araştırdı ve işgal etti. Bilim tarihinin en önemli dâhilerinden biri olan Sir Isaac Newton'un 1699'dan 1726'ya kadar Londra darphanesinde çalışması ve enerjik bir simya öğrencisi olarak bazı metalleri altına çevirmenin yollarını araması belki de bir tesadüftür. Newton yıllarca sabırla simya deneyleri yaptı ve arkasında bu konuyla ilgili 100.000 kelimelik el yazmaları bıraktı. İngiltere kralı II. Charles, simya deneyleri yapmak için kendi laboratuvarını inşa etti. Laboratuvar gizli bir merdivenle kralın yatak odasına bağlıydı. Sanatçılar bile altının ilahlaştırılması rüzgârına kapıldılar. On yedinci yüzyıl boyunca Hollandalı ve Kuzey Avrupalı ressamalar sık sık altın para sayan bankerleri, kadınlara altın para veren adamları ve terazide altın tartan kadınları resmettiler. Ayrıca Hollandalı ressamaların bazı resimlerinde çalışan simyacıların ve darphane usta ve yardımcılarının görüntüleri de kullanıldı. Altının tarihinden bu yapraklar bir araya getirildiğinde altının günümüze kadar hükümetlerin ve insanların zihinleri ve ruhları üzerinde edindiği güç gözler önüne serilir.

On üçüncü yüzyılın ortalarında Floransa ve Cenova altın para basmaya başladı, ardından da Venedik on dördüncü yüzyılda altın standardına geçti. Altının Avrupa'ya yeniden gelişiyle çoğu Avrupa ülkesi hem altın hem de gümüş para basmaya başladı, ancak resmi olarak ya gümüş standardında kaldı ya da altın ve gümüşün resmi dönüşüm oranlarıyla kullanıldığı çift maden standardını kabul etti. On dokuzuncu yüzyılın sonlarında altın standardının neredeyse evrensel kabul görmesi çift madenli para sistemlerinin sonunu getirdi.

Dönüştürülemeyen kâğıt para sistemi, kâğıt paranın bir değişim aracı olarak piyasada dolaştığı ve resmi bir orandan altın gibi bir metaya dönüştürülebilir olmadığı sistemdir. Kâğıt para kullanımının kabul edilmesini gerekli kılan ekonomik faktörler, kâğıt para standardına ilk geçen ülkelerden biri olan İsveç'in parasal tarihinin kısa bir dönemine bakıldığında kolayca görülebilir. 1625'te İsveç, bakır para olarak kabul etti ve Avrupa'nın geri kalanı ile birlikte Ortaçağ'dan beri kullandığı gümüş standardını bir kenara bırakıp bakır ve gümüşten oluşan bir çift maden standardına

geçti. Bakırın para olarak kullanılmasının ardında, İsveç'te önde gelen bir sanayi kolu olan bakır madenciliğinin geliştirilmesi için bu madene olan talebi artırmak yatıyordu. Ne var ki İsveç hükümeti bakırın para olarak piyasaya sürülmesiyle sanayi üretimi için mevcut olan bakırın azaldığını ve bakır fiyatlarının yükseldiğini gördü. Çift maden sistemlerinin çoğunda olduğu gibi madenlerden biri, bu örnekte bakır, aşırı değerlendirildi ve diğer madeni sistemin dışına iterek tek madenli, İsveç örneğinde sadece bakıra dayalı, bir standart yarattı.

Gümüşün bir onsunun değeri bakırın bir onsunun değerinin yaklaşık yüz katı olduğu için bakır paralar büyüktü, aynı değerdeki bir gümüş paranın yaklaşık yüz katı büyüklüğündeydi. İnsanlar paraları sırtlarında ya da at arabalarında taşıyorlardı. Herhalde tarihin en ağır parası 1644'te İsveç darphanesinde basıldı, on daler* değerinde ve bakır bir levha halindeki bu paranın ağırlığı 16 kilogramdan fazlaydı. Zamanla maden işletmeleri madencilere ücretlerini ağır bakır paralar yerine bakıra dönüştürülebilen kâğıt paralar cinsinden vermenin daha kullanışlı olduğunun farkına vardılar. Bu kâğıt paralar bakıra tercih ediliyor ve bakırdan daha yüksek bir primle alınıp satılıyordu. İsveç'te 1656'da kurulan bir özel banka olan Riksbank 1661 yılında Avrupa'nın değerli bir madene dönüştürülebilen ilk banknotunu piyasaya sürdü. Bankanın paraların karşılığını sağlamada zorluklar yaşamasına karşın halk banknotları ağır bakır paralara tercih ediyordu. 1668'de İsveç hükümeti Riksbank'ı kamulaştırdı ve günümüzde de faaliyette olan dünyanın ilk merkez bankasını kurdu. 1741 ile 1743 arasında Rusya ile savaş, İsveç'in finansal kaynaklarının ciddi şekilde azalmasına neden oldu, bunun üzerine İsveç hükümeti, daha sonraki hükümetlerin de benzer darboğazlarda yaptığı gibi, daha fazla para basmak zorunda kaldı. Piyasadaki banknot miktarı ciddi şekilde artmış olsa da bakır kullanmanın maliyeti ve kullanışsızlığının banknot sahiplerini ellerindeki banknotların karşılığını istemekten uzak tutması ve böylece bakır rezervlerinde bir kıtlık yaşanmaması sayesinde İsveç 1745'e kadar bakır standardında kalabildi.

* İsveç ve Danimarka'nın o dönemki para birimi. Adını, altıncı bölümde göreceğimiz Alman parası talerden almıştır. -ç.n.

İsveç hükümetinin büyük miktarda banknot basma uygulamasına devam etmesi, 1745 yılında bakır standardını sürdürülemez hale getirdi ve hükümet banknotların bakıra konvertibilitesine son vererek dönüştürülemeyen kâğıt para standardına geçti. Halk bu durumu paniğe kapılmadan kabul etti, ancak enflasyon ve paranın döviz piyasalarındaki değer kaybı, ekonomik ve siyasi gündemin ön sıralarına çıktı. Paranın değer kaybı ithal malların fiyatını yükseltirken enflasyon da yerli malların fiyatının artmasına neden oldu.

İsveç'in parasal bir kargaşa yaşadığı bu dönemde iki siyasi parti, 'Şapkalar' ve 'Takkeler' İsveç parlamentosunda güç mücadelesi veriyordu. Şapkalar İsveç'in bir Avrupa gücü olarak konumunu koruması için gereken hükümet harcamalarını finanse etmek için enflasyonist politikaları öne çıkarıyorlardı. Öte yandan, Avrupa'nın geri kalanı İsveç'i geçerken uyumak istedikleri için 'Gece takkeleri' denilen Takkeler enflasyon karşıtı politikalar öneriyorlardı. İsveç enflasyonist ve enflasyon karşıtı politikalar arasında gidip geldi ve sonunda ekonomideki bu kargaşa siyasete de yansdı, 1772'deki kansız askeri darbe ile İsveç parlamentosu feshedildi ve yerine anayasal monarşi kuruldu. 1776'da yeni hükümet, dönüştürülemeyen banknot basma uygulamasına son vererek ve bakır standardıyla tüm bağları kopararak gümüş standardını kabul etti. Piyasada dolaşımda olan banknotlar gümüşe dönüştürülebiliyordu.

Yirminci yüzyıla kadar dönüştürülemeyen para standartlarına esas olarak savaş zamanlarında başvuruluyordu. İngiltere, Napoleon Savaşları sırasında sterlinin konvertibilitesine son verdi, Fransa ise Fransız İhtilali sırasında piyasaya dönüştürülemeyen kâğıt para sürdü. Dünyanın pek çok yerindeki hükümetler Birinci Dünya Savaşı sırasında paralarının konvertibilitesini kaldırdı. 1930'lardaki bunalımın hükümetleri konvertibiliteye yeniden son vermeye itmesiyle madeni para standardı güvenilirliğini tamamen kaybetti ve dönüştürülemeyen kâğıt paralar artık kalıcı olarak basılmaya başlandı. Amerikan hükümeti ise, yabancı hükümetlerin ekonomi yönetimlerinin isteğiyle 1971'e kadar kâğıt parasını altına dönüştürmeye devam etti. Günümüzde dönüştürülemeyen kâğıt para standardı, ciddi bir rakibi olmadan tüm dünyada kabul görmüştür.

On sekizinci yüzyılda altın, Avrupa'nın resmi olarak gümüş standardında olan çoğu ülkesinde, özellikle de İngiltere'de, gümüş karşısında güç kazanmaya başladı. İngiltere 1696 yılında parasındaki yıpranma yüzünden kaybolan gümüş miktarını tekrar artırarak parasını yeniledi. Bu şekilde her gümüş paranın üzerinde yazan değere oranla gümüş içeriği arttı ve altın paralar ile alınabilecek gümüş miktarı artmış oldu. Aynı şekilde altın alabilmek için gerekli olan gümüş miktarı da arttı, dolayısıyla İngiltere'de altının fiyatı yükselmiş oldu. Bu para reformunun sonucunda İngiltere'ye altın girişi arttı ve altın karşılığı ödemeler için verilen gümüş de ülke dışına çıktı. Altın paranın bu şekilde gümüş paranın yerini alması İngiltere'nin on dokuzuncu yüzyılın başlarında resmi olarak altın standardına geçişinin yolunu açtı.

Fransa, tıpkı İngiltere gibi, sekizinci yüzyıldan kalma Karolenj para sistemini kullanıyordu. Fransa'da bir livre (bir pound ağırlığındaki gümüş eşdeğer) yirmi sol'a, bir sol ise on iki denier'e eşitti. Fransa'nın para sistemindeki reformlar Fransız İhtilali sırasında başladı, ancak bu reformlar devrimci kargaşa içinde uygulanamadı ve Napoleon hükümetinin 1803'te yürürlüğe koyduğu Para Kanunu'na kadar ciddi şekilde ele alınmadı. Bu kanunla Fransa'nın para birimi livre yerine frank oldu ve Karolenj sisteminin yerini bir frankın on dixieme ve yüz santime eşit olduğu ondalık para sistemi aldı. Sadece Rusya ve ABD, Fransa'dan daha önce ondalık para sistemini kabul etmişti.

Daha da önemlisi, 1803 Para Kanunu franka bir gümüş, bir de altın değer belirleyerek çift madenli bir para sistemi getirdi. Gümüş frank ve altın frankın değerli maden içerikleri altın ve gümüş arasındaki 15,5'e 1 oranına dayalı resmi fiyatı belirliyordu. Bu oran, bir gram altının bir gram gümüşten 15,5 kat değerli olduğu anlamına geliyordu. Piyasada hem altın hem de gümüş paralar dolaşıyordu ve her isteyen darphaneye altın ve gümüş getirip onları para haline getirebiliyordu. 15-16'ya 1 olan resmi çevrilme oranı 1870'e kadar yürürlükte kaldı. 1870'te gümüşün ciddi şekilde değer kaybetmeye başlaması Fransa'yı ve çift maden sistemi uygulayan diğer ülkeleri altın standardına geçmeye zorladı. 1870'lere kadar Fransa sıkı bir şekilde çift maden sistemini savunurken İngiltere altın standardını savunuyordu.

Bir yüzyıl boyunca gayri resmi olarak altın standardı uygulayan İngiltere, 1816'da Parlamento'dan geçen Liverpool Kanunu ile resmen bu standardı kabul etti. Parlamento'nun onayladığı aslında zaten uygulamada olan gayri resmi altın standardıydı, İngiltere'nin resmi çift madenli para sisteminde gümüşün piyasa fiyatı darphane fiyatından fazlaydı, dolayısıyla gümüş, para olarak basılmak üzere darphaneye götürülmüyor ve dolaşımda sadece altın para kalıyordu. 1785'te gümüşün piyasa fiyatının hızla düşmesi darphaneye gümüş akışına yol açtı ve İngiltere'de fiilen yürürlükte olan altın standardını tehdit etmeye başladı. Parlamento hemen önlemini aldı ve darphanenin para basmak üzere gümüş almasını yasakladı, ancak üzerinde yeterince araştırma yapmadığı gerekçesiyle para sistemini yenileyecek adımlar atmaya yanaşmadı. Fransa ile savaş, finansal sistem üzerinde baskı oluşturduğu ve 1797'ye kadar dönüştürülemeyen kâğıt para standardının getirilmesine yol açtığı için bu reformu geciktirdi. Para sistemi ile ilgili sorunlar, dönüştürülemeyen standarda olan güvensizliğin artmasıyla ve altın standardının geri getirilmesini isteyen seslerin iyice yükselmesiyle siyasi gündemin ön sıralarına çıktı. Ayrıca gümüş para sisteminde reform yapılmasını talep edenler de vardı.

1798'de Parlamento, para sistemindeki reformları tartışmak üzere Danışma Kurulu Komitesi'ni oluşturdu, ancak Komite Fransa ile olan savaşın sonuna kadar bir öneride bulunmadı. Napoleon'un yenilgiye uğratılmasından sonra Komite altın standardının oluşturulmasını, sınırsız miktardaki altının darphaneye getirilmesini, sınırlı miktardaki gümüşün ise ikincil para olarak kabul edilmesini önerdi. Parlamento hemen, 1916 Liverpool Kanunu ile Komite'nin önerilerini onayladı.

Komite, altın paraların ağırlık ve içeriklerinin değişmeden kalmasını, gümüş paraların ise daha çok bozuk para olarak kullanılmasını önerdi. Bu öneriler çerçevesinde darphane bir pound ağırlığındaki gümüşü 62 şiline alıp aynı ağırlıkta ve 66 şilin yazılı değeri olan gümüş paralar basmaya başladı, yani paranın içindeki gümüş değerini üzerinde yazılı olan değerine altına düşürdü. Gümüş içerikteki bu küçük azalmayla kalpazanları sahte para basmaya iten cazibe azaldı ve bu sayede gümüş paraları eritme eğilimi son buldu. Bu gümüş paralar 40 şiline kadar miktarların ödenmesini

de yasal para birimi olarak kabul ediliyordu. İkincil para olarak gümüş paranın kullanılması, on dokuzuncu yüzyılın sonlarında altın standardının çift maden sisteminin yerini almasıyla diğer ülkelere de yayılan bir geleneğin başlangıcı oldu.

1816 kanunu İngiltere'yi resmen altın standardına sokmuş olsa da altın standardının işlevsel olabilmesi için gerekli olan banknotların altına konvertibilitesi uygulamasını getirmede. 1819'da Parlamento banknotların konvertibilitesinin 1823 yılında yeniden sağlanacağına ilişkin yasayı çıkarttı, ancak İngiltere Bankası 1821'de konvertibiliteyi geri getirdi. On dokuzuncu yüzyılda İngiltere, İngiltere Bankası'nın ülkenin altın rezervlerinin sorumlusu olduğu, bu sayede bastığı banknotların konvertibilitesini sağladığı ve bu rezervlerdeki giriş çıkışları düzenlemek için banka faiz oranlarını ve açık piyasa işlemlerini kullandığı bir altın standardı oluşturdu. Rezervlerden altın çıkışı banka oranındaki artışlarla önlenebiliyordu, çünkü bu artışlar altına çevrilebilir yabancı sermayeyi ülkeye çekiyordu. Altın girişinin olması İngiltere Bankası'nın faiz oranlarını düşük tutmasına olanak tanıdı, bu durum ülkenin yabancı sermaye için çekiciliğini azalttı ve yerli sermayeyi yabancı ülkelere daha yüksek getiri arayışına itti. Ticari bankalar rezerv olarak İngiltere Bankası banknotlarını tuttular, İngiltere Bankası da kendi banknotlarının teminatı olarak rezervlerinde altın tuttu.

Bunu izleyen 50 yıl boyunca Avrupa parasal tarihi altın standardı ile altın ve gümüşe dayalı çift maden sistemi arasındaki müthiş rekabete tanıklık etti. İngiltere, altın standardının en ateşli savunucusuydu, ABD ve Fransa ise çift maden standardının önde gelen destekleyicileriydi. 1792'de Kongre ABD'nin çift maden sistemine geçişini onayladı, Fransa ise işbirliği içinde çift maden standardını uygulayan bir grup Avrupa ülkesinin oluşturduğu Latin Para Birliği'nin lider gücü oldu.

Çift maden sistemi, sık rastlanan bir durum olan değerli madenlerin resmi darphane fiyatı ile piyasa fiyatının farklılaşmasının yarattığı zorlukların üstesinden gelemedi. Altın ve gümüşün darphane fiyatı değerlerinin oranını 15'e 1, serbest piyasa fiyatı değerlerinin oranı da 16'ya 1 olduğunda spekülörler darphaneye gümüş götürüp bunlarla para bastırttılar ve bu yeni gümüş paralarıyla altın para aldılar. Bu yolla elde edi-

len altın para serbest piyasada ilk başta darphaneye götürülenden daha fazla gümüş alabiliyordu. Altını darphaneye darphane fiyatlarıyla getirmeyi özendiren bir durum olmadığı için altın paralar dolaşımda görülmemeye başladı ve böylece çift maden standardı gayri resmi bir gümüş standardına dönüştü.

1792'den 1834'e kadar ABD, altının gümüşe darphane oranını 15'e 1, serbest piyasa oranını ise 15'e 5'te tuttu, bu yüzden altın dolaşımdan kayboldu. Kongre, 1834'teki Para Yasası ile darphane oranını 16'ya 1'e çıkarttı ve altın para gümüşün yerini aldı; böylece ABD altın standardını öne çıkaran bir parasal gelişme yoluna girmiş oldu.

1866'da Fransa, İtalya, İsviçre ve Belçika (daha sonra Yunanistan ve Bulgaristan'ın da katılımıyla), standartlaştırılmış bir para sistemini kabul ettikleri ve gümüşün altına darphane oranını 15,5'e 1 olarak belirledikleri Latin Para Birliği'ni kurdular. Latin Para Birliği'nin üyeleri, çift maden sistemine dayalı ortak bir dünya para biriminin oluşturulmasını tartışmak için bir dünya konferansı düzenlediler. İngiltere bu görüşe hayli soğuk yaklaştı ve konferans bir ilerleme kaydedemeden sona erdi. 1878'de ABD, büyük güçleri bir uluslararası çift maden sistemini kabule ikna etmek umuduyla yeni bir uluslararası konferans düzenledi.

ABD'ye göre çift maden sistemi dünya çapında uygulanırsa ve altın ile gümüş arasında ortak bir darphane oranı belirlenirse, bu resmi fiyatlar serbest piyasa fiyatlarına üstünlük sağlayacak ve darphane oranları ile serbest piyasa oranları arasındaki farklılıklar ortadan kalkacak, böylece çift maden sistemi en büyük sorun kaynağından kurtulacaktı. Zengin gümüş rezervleri olan ABD, çift maden sistemini ancak tüm dünya çapında kabul edilirse destekliyor, yalnız başına tecrit edilmiş şekilde çift maden sistemini uygulayan bir ülke olmayı uygun görmüyordu. Serbest Gümüş Hareketi adındaki güçlü bir popülist hareket Amerikan hükümetini çift maden sistemi yanlısı olmaya itmişti. Almanya bu konferansa katılmayı reddetti, diğer Avrupa ülkelerinin delegeleri ise gümüşün para olarak kullanımının az gelişmiş ülkeler için daha uygun olduğunu söylediler.⁴ Zira İngiltere kendi ülkesinde altın standardını kabul etmişken Hindistan'da gümüş standardı uyguluyordu.

İngiltere'nin ticari başarısı altın standardını çift maden standardı karşısında birkaç adım öne çıkardı. Fransa-Prusya Savaşı'ndan elde edilen savaş tazminatı Almanya'nın altın rezervlerini artırarak altın standardını desteklemesine neden oldu ve 1873 yılında Almanya da altın standardına geçti. Ülkelerin altını tercih etmeye ve gümüş rezervlerini satmaya başlamalarıyla dünya piyasalarında gümüş fiyatı hızla düştü ve Fransa gibi çift maden sistemi uygulayan ülkeler gümüş para basımını büyük ölçüde kısıtlamak zorunda kaldılar, bu da çift maden sisteminin sonu anlamına geliyordu. Dünya ticaretinin büyük ülkeleri, 1879'da ABD, 1892'de Avusturya-Macaristan, 1897'de de Rusya ve Japonya, resmen ya da gayri resmi olarak, altın standardını kabul ettiler. Latin Para Birliği'nin ise sadece ismi kaldı ve 1920'lere kadar bu şekilde varlığını sürdürdü. Birinci Dünya Savaşı'nın çıkışıyla, savaş masraflarının finansmanı ve bir yerden bir yere altın taşımanın tehlikeleri ülkeleri altın standardından çıkmaya itti ve böylece 1870'ten 1914'e kadar süren ve dünyaya kâğıt para enflasyonuna karşı bir korunma ve istikrarlı, kendi kendine dengeye gelen bir finans sistemi sağlayan klasik altın standardı dönemi sona ermiş oldu.

Altın standardını yüceltme yarışından geriye kalan herhalde en açık kültürel miras, hâlâ düzenli olarak gösterilen klasik *Oz Büyücüsü* filmidir. Film, Frank Baum'un yazmış olduğu ve 1900 yılında ABD'de basılmış aynı adlı romana dayanır. Kimbiler filmin hayranlarından kaç filmdeki Emerald City'nin Washington DC'yi simgelediğini, yeşil gözlük camlarının da Washington'da her şeyin paranın bakış açısından görüldüğü anlamına geldiğini bilir. Kitapta Emerald City'deki herkes yeşil camlı gözlükler takar. Oz kelimesi, onsun kısaltmasıdır, bu da ons ile ölçülen altına gönderme yapar. Kitabın kahramanı Dorothy'nin evini Emerald City'ye bağlayan sarı tuğladan yol altın standardını ifade eder. Film, kitaptaki sembolizmden ciddi şekilde saparak Dorothy'nin kitapta giydiği gümüş ayakkabılar yerine yakut ayakkabıları kullanmıştır. Gümüş ayakkabılar gümüşü temsil eder ve Dorothy ancak gümüş ayakkabılarının gücünü fark ettiği zaman, ayakkabılarını birbirine vurarak evine dönebilmiştir. Gümüş ayakkabıların bu işlevi, ABD'nin zengin gümüş rezervlerini kullanmayı öğrendiği zaman ekonomik bunalım fırtınasından sıyrılıp normale döneceği anlamına gelir. İki

gümüş ayakkabının birbirine vurulması ise bu hedefe ulaşılabilirlik için gümüş piyasasındaki çıkar gruplarının birleşmesi gerektiğini simgeler. Dorothy geleneksel Amerikan değerlerini, eklemleri paslanmış teneke adam işsiz sanayi işçilerini, korkuluk deflasyon altında ezilmiş borç batağındaki çiftçileri, aslan adam ise çift maden sistemini savunduğu renkli ve abartılı konuşmalarıyla tanınan, üç kez Demokrat Parti'den başkan adayı olmuş William Jennings Bryan'ı temsil eder. Bryan, kendisine 1896'da Demokrat Parti'den başkan adaylığını kazandıran bir konuşmasında altın standardını insanoğlunun altın bir haçta çarmıha gerilmesine benzetmiştir. Anlaşılan Baum, Bryan'ın bağırışını ısırtısından daha tehlikeli olarak görmüştür.

1870'ten 1914'e kadar süren dünya altın standardında altının uluslararası akışı ülkelerde fiyat istikrarını sağlıyordu. A ülkesinin vatandaşları kendi ülkelerindeki fiyatların B ülkesindeki fiyatlardan daha hızlı arttığını gördükleri zaman harcamalarını B ülkesindeki daha ucuz mallara kaydırırlar ve ödemeleri altın cinsinden yaptıkları için A ülkesinden B ülkesine altın akışı olur. Altının A ülkesinden B ülkesine geçmesiyle A ülkesindeki para arzı daralır ve A ülkesindeki fiyatlarda aşağı doğru bir baskı oluşur. B ülkesine altın girişi para arzını genişletir ve fiyatlarda yukarı doğru bir baskı oluşur. A ülkesinde fiyatların düşmesiyle, B ülkesinde de fiyatların yükselmesiyle A'dan B'ye altın akışı sona erer ve fiyatlar her iki ülkede de istikrara kavuşur. Fransa-Prusya Tazminatı, altın standardının nasıl işlediğinin iyi bir örneğidir. Şubat 1871'de Almanya, savaş tazminatı ve Fransız topraklarının geri verilmesinin karşılığı olarak beş milyar frank aldı. Fransa bu tazminatın bir kısmını gümüşle, çok büyük bir kısmını da altınla ödedi. Gelen altın Almanya'nın çift maden standardından altın standardına geçmesini sağladı. Bu büyük miktardaki paranın gelişyle Berlin'de bir inşaat patlaması yaşandı ve toptan eşya fiyatları endeksi 1870'te 103 iken 1873'te 141'e fırladı. Diğer Avrupa ülkeleri enflasyonist bir genişleme yaşarlarken Fransa'da tazminat ödemenin etkisiyle bir durgunluk vardı. Fiyatların sabit kalması Fransa'yı İngiltere ve Almanya'ya göre daha ucuz bir ülke yaptı ve bu sayede Fransa'nın ihracatı ithalatından daha fazla arttı. Fransa'nın mal ve hizmetlerden elde ettiği dış ticaret fazlası tazminat ödemelerini karşılıyordu ve bu ödemeler de üç ila beş yıl arasında tamamlandı.

Altın üretimindeki artışın ekonomik genişlemenin gerisinde kalmasıyla ve para arzının üretime oranla kısıtlı hale gelmesiyle fiyatlar düştü, altının satın alma gücü yükseldi ve altın arama dürtüsü daha da arttı. Altın standardının disiplini dünyayı 1880'lerde ılımlı bir deflasyon dönemine soktu ve bu dönem 1890'larda Alaska, Kanada, Güney Afrika ve Avustralya'da altın bulunmasına kadar sürdü. 1890 ile 1900 arasında ABD'nin altın stokları ikiye katlandı ve dünyadaki deflasyonist eğilimler kayboldu.

Savaşın tehlikeleri 1914'ten sonra uluslararası altın taşımacılığını durdurdu ve ülkeleri, en azından gayri resmi olarak, altın standardından çıkmaya zorladı. Avrupa'da savaşa katılan bütün ülkeler savaş harcamalarını kâğıt para arzlarını yükselterek karşıladılar. Bu yola diğer Avrupa ülkelerinden daha az başvuran İngiltere bu sayede daha düşük bir savaş sonrası enflasyonu karşılaştı. Yine de İngiltere'de bile 1920'deki fiyat seviyesi 1913 fiyatlarının üç katından fazlaydı. Birinci Dünya Savaşı'nın bitmesiyle İngiltere ve Fransa, savaş öncesi altın standardını yeniden oluşturmak ve altın rezervlerini artırarak para birimlerinin savaş öncesi oranlardan konvertibilitesini sağlayabilmek için büyük çaba harcadı.

1922'de Cenova'daki bir konferansta İngiltere, dünya ticaretinin büyük ülkelerinin altını rezerv olarak tuttukları, para basma işinde bu altının ya çok azını kullandıkları ya da hiç kullanmadıkları, geriye kalan ülkelerin ise rezerv olarak döviz tuttukları bir uluslararası para sistemi önerdi. Altın döviz standardı denilen bu sistem, altın talebinin arzından daha hızlı artması durumunda altının daha tutumlu kullanımını sağlayacaktı. Bu sistem hiçbir zaman resmen uluslararası para sistemi olarak kabul edilmemiş olsa da pek çok ülke tarafından ayrı ayrı kabul edildi. İngiltere, 1925'te resmen altın standardına geri döndü, ancak altını para olarak dolaşıma sürmedi.

Altın standardını yeniden kurma çabası ülkeleri para arzının daraltıldığı ve faiz oranlarının yüksek tutulduğu ekonomi politikaları izlemeye itti. Bu politikalar yerli para biriminin değerini yükselterek sermaye girişini teşvik ediyor ve altın standardının yeniden kurulması için gerekli olan kaynakları ülkeye çekiyordu. Aşırı değerlendirilmiş yerli para ithal malları yerli mallara göre daha ucuz, ihraç malları ise yabancı piyasalarda daha pahalı hale getirerek yerli ekonomilerdeki canlılığı bastırdı ve Avrupa'yı,

1930'larda tüm dünyada kronik hale gelecek ciddi bir deflasyon ve ekonomik durgunluk sürecine soktu.

Altın standardının ölüm çanları 1930'lardaki ekonomik kargaşa içinde yankılandı. Krize giren ekonomilerde hükümetler yurtiçi para arzı üzerinde denetim kurarak bunalım dalgasını savuşturmak için para arzını genişletip daraltma gücünü ellerine aldılar. İngiltere hükümetinin 19 Eylül 1931'de altın karşılıkların verilmesini durdurması ve hemen o pazartesi günü de Parlamento'nun Altın Standardında Değişiklik Kanununu onaylamasıyla uluslararası altın standardı ciddi bir darbe aldı. İngiltere'den önce Avustralya, Yeni Zelanda, Brezilya, Şili, Paraguay, Uruguay, Venezuela ve Peru da altın standardını terk etmişti. ABD, Fransa, Belçika, İsviçre ve Hollanda dışındaki dünya ticaretinin büyük ülkeleri ertesi yıl İngiltere'nin izinden gittiler. ABD altın standardından 1933'te çıkarken, adı geçen diğer Avrupa ülkeleri 1936'ya kadar bu sistemde kaldılar.

Altın standardını terk ettikten sonra ABD devalüasyona giderek bir ons altının yaklaşık 100 yıldır korunan değerini 20,67 dolardan 35 dolara çıkardı. Ons başına 35 dolarlık oran savaş sonrası dönemde doların uluslararası para birimi olarak kabul gördüğü uluslararası para sisteminin temeli oldu.

Yeni uluslararası parasal düzenin temelleri Mart 1933'te ABD başkanı Roosevelt'in bütün ticari bankaları dört gün boyunca kapatması, altın ihracatını yasaklaması, ticari bankalardaki bütün altın ve altın sertifikalarına el koyması ve bankalardan 1 Şubat'tan o yana altın ve altın sertifikası çeken kişilerin listesini istemesiyle atıldı. Bir ay sonra hükümet altın ve altın sertifikalarının bireysel mülkiyetini yasakladı ve bunların karşılığında Merkez Bankası'nın bastığı Merkez Bankası Senetlerini verdi.

Kongre kısa bir süre sonra ABD'deki tüm parasal altını kamulaştıran ve altın alıp satma yetkisini sadece Hazine'ye veren 1934 Altın Rezerv Kanunu'nu çıkardı. Kanundaki hükümler altında Roosevelt, kanunun Kongre'den geçtiğinin ertesi günü doların altın cinsinden değerini ons başına 35 dolara düşürdü. Kanun aynı zamanda Hazine'nin doların döviz piyasalarındaki istikrarını sağlamak için gerekli olan döviz alım satımlarının finansmanında kullanmak üzere 2 milyar dolarlık bir istikrar fonu oluşturdu.

Yirminci yüzyılın başlarında altın, parasal bir standart olarak büyük oranda gümüşün yerini almıştı, ancak iki büyük ülke, Çin ve Meksika, gümüş standardında kaldı. Yeni Dünya'da bulunan zengin gümüş rezervleri dünya ticaret sistemine büyük miktarda gümüşün girmesine neden olmuştu. On dokuzuncu yüzyılın başlarında Meksika dünyanın en büyük darphanesine sahipti ve İspanyol gümüş paraları Peru ve Meksika'dan doğrudan Uzakdoğu'ya akıyordu. 1821 yılında İspanya'dan ayrılıp bağımsızlığını kazanınca Meksika, daha önceden kullandığı İspanyol dolarına biraz daha gümüş ekleyerek kendi pesosunu basmaya başladı. Bu yeni para on dokuzuncu yüzyıl boyunca Uzakdoğu ticaretinde en çok kullanılan para oldu. Pesoya o bölgelerde Meksika doları deniyordu. On dokuzuncu yüzyılın sonlarında, her ikisi de altın standardında olan ABD ve İngiltere, Uzakdoğu'da Meksika doları ile rekabet etmek için özel gümüş dolarlar bastılar. Bu İngiliz gümüş dolarlarının üzerlerinde İngilizce, Çince ve Malayca yazılar vardı. Çinliler bu dolarlara yuvarlak şeyler anlamına gelen yüen diyorlardı ve yüen zamanla Çin'in ve modern Tayvan'ın resmi para birimi haline geldi. Japonya'nın para birimi olan yen, yüen'in değişikliğe uğramış halidir.

On sekizinci yüzyılın ortalarında Avrupa'nın Çin ile ticaret yapmaya başlamasıyla Çin, yabancı yatırımlar için bir cazibe merkezi haline geldi ve sürekli olarak dünyanın geri kalanı karşısında bir dış ticaret fazlası vermeye başladı. Çin bu yolla ülkeye giren büyük miktardaki gümüş sayesinde bir gümüş standardını destekleyecek rezervleri toplayabildi. Kağıt paranın doğum yeri olan Çin on dokuzuncu yüzyılın sonlarında banknot şeklindeki kâğıt paraları tekrar piyasaya sürdü. Çin bankaları rezervlerinde gümüş tutuyorlardı ve banknotlarının gümüşe konvertibilitesini sağlayamayan bankaların banknotları hızla değer kaybediyordu. 1916'dan 1922'ye kadar Çin hükümeti gümüş rezervlerini kendi çıkarları için kullandığından dönüştürülemeyen kâğıt para standardı getirdi, ancak ciddi bir direnişle karşı karşıya kaldı. Sonunda Mançurya hükümeti dönüştürülemeyen banknotları üzerlerinde yazılı değerlerinden kabul etmeyenlere ölüm cezası verileceğini ilan etti, ancak ağır iskontoların sürmesi bu banknotları daha dezavantajlı bir konuma getirdi.⁵

Gümüş standardındaki ülkeler Bunalımın ilk aşamalarını altın standardındaki ülkelere göre daha iyi koşullarda geçirdiler. İlk başlarda gümüş fiyatları diğer her şeyin fiyatıyla birlikte düştü, ancak altın fiyatları, altın standardındaki ülkelerin resmi politikalarıyla belirlendiği için değişmedi. Gümüş fiyatlarının düşmesiyle gümüş standardındaki ülkelerin ihracat malları altın standardındaki ülkelere daha ucuz hale gelirken, ithal mallar gümüş standardındaki ülkelere daha pahalı hale geldi; bu da gümüş standardındaki ülkelere yerli sanayiye olan talebi yükseltti ve bu sayede dünyanın geri kalanı bunalıma girerken Çin ve Meksika gibi ülkelere bir nebze de olsa ekonomik genişleme yaşandı.

Bunalımın derinleşmesiyle ülkeler altın standardına son verdiler ve para birimlerinin altın ve gümüş karşısında değer kaybetmesine izin verdiler, böylece gümüş fiyatları yeniden yükseldi. Çin, Meksika ve gümüş standardındaki diğer ülkeler zaten Amerikan Kongresi'nin 1934'te Gümüş Alım Kanunu'nu çıkarmasıyla Bunalımın bazı etkilerini hissetmeye başlamışlardı. Gümüş Alım Kanunu ile Kongre, Hazine'ye gümüş para stoku altın para stokunun üçte birine gelene kadar ya da bir ons gümüşün piyasa fiyatı 1,29 dolara yükselene kadar gümüş satın alma yetkisi verdi. Ayrıca Amerikan hükümeti iç piyasadaki gümüş stokunu kamulaştırdı. Bu politika ile Amerikan Hazinesi o kadar çok gümüş topladı ki bu gümüşleri saklayabilmek için West Point'te özel bir bina yaptırdı.

Gümüş Alım Kanunu dünya gümüş fiyatlarını ciddi ölçüde artırarak gümüş standardındaki ülkelerin ihracat mallarının dış piyasalarda daha pahalı, ithal malların ise daha ucuz olmasına neden oldu. Daha önce altın standardındaki ülkelere görülen deflasyon bu kez gümüş standardındaki ülkelere yaşanmaya başladı ve gümüş standardının en büyük ülkeleri, Çin ve Meksika, 1935'te bu sistemi terk ettiler. Amerikan hükümeti 1936 ve 1937'de gümüş fiyatlarının düşmesine izin verdi, ancak gümüşün para olarak kullanımını bırakma eğilimi çok güçlenmişti ve hâlâ gümüş standardındaki bir avuç ülke de sistemden çıktı. İlginçtir ki Gümüş Alım Kanunu gümüşe olan para talebini azaltarak dünya gümüş talebini artırmadı ve uzun dönemde gümüş üreticilerinin çıkarına olacak sonuçlar doğurmadı.

Değerli maden standartlarının ortadan kalkmasıyla dünya para sistemi İkinci Dünya Savaşı'nın sonuna kadar resmi anlaşmalar olmadan ülke hükümetlerinin farklı derecelerdeki müdahaleleriyle işledi. Savaşın sonu ise altın döviz standardının yeniden düzenlenmiş bir hali olan altın külçe standardı kabul edildi*. Altın külçe standardında hükümetler bütün parasal altının sahibi oluyorlar ve bu altınları uluslararası alışverişlerde kullanıyorlardı, öte yandan altının özel mülkiyeti, dışçılık ve mücevher imalatçılığı gibi sınai amaçlar dışında yasaklanıyordu. Tıpkı Birinci Dünya Savaşı'ndan sonraki altın döviz standardında olduğu gibi, elinde yeterli altın rezervi olmayan ülkeler rezerv olarak altın rezervleri zengin olan ülkelerin paralarını, özellikle de Amerikan dolarını tutuyorlardı. İkinci Dünya Savaşı'nın sonuna gelindiğinde ABD, komünist olmayan dünyanın altınının çoğunu elinde toplamıştı.

Altın külçe standardı, Bretton Woods, New Hampshire'da yapılan ve ülkelerin ekonomi yetkililerinin katıldığı bir toplantının ardından, 1946'da hayata geçti ve bu yeni para sistemine Bretton Woods Sistemi adı verildi. Bu sistemle Amerikan dolarının değeri 1 ons altının 35 dolara eşliğinde sabitlendi. Diğer ülkeler de kendi para birimlerinin değerlerini ya sabit bir altın ağırlığı ya da Amerikan doları cinsinden resmen belirlediler. Yabancı hükümetlerin talebiyle ABD hükümeti, dolarları her istendiğinde onsu 35 dolardan altına çevirmeyi kabul etti. Teker teker hükümetler de kendi para birimlerinin altın ya da yabancı paralar karşısındaki değerini korumak için döviz alıp satıyorlar, böylece para birimleri arasında sabit bir oran sağlanıyordu.

Nasıl İngiltere Birinci Dünya Savaşı sonrasında uygulanan altın döviz standardında ödemeler dengesi açığı veriyse, ABD de Bretton Woods sisteminde aynı sorunu yaşıyordu. Ödemeler dengesi açığı, yerli paranın yabancılara gidişinin yabancı paranın yurtiçine girişinden daha fazla olma-

* II. Dünya Savaşı sonrası benimsenen para sistemi literatürde genellikle altın döviz standardı diye geçer. Ancak savaş sonrasında altın döviz standardı ve altın külçe standardı bir arada var olmuştur, ABD gibi elinde yeterli rezerv olan ülkeler altın külçe standardındayken yeterli rezervi olmayan ve rezerv olarak altın külçe standardındaki ülkelerin para birimlerini tutan ülkeler ise altın döviz standardındaydı. Bu nedenle yazar dönemin sistemine altın külçe standardı demeyi tercih etmiştir. -ç.n.

sıyla gerçekleşir. Bu durumda olan ABD’de yabancıların doların altına çevrilmesi yönünde baskı yaratmasıyla altın ülke dışına akmaya başladı. 1971’e gelindiğinde artık sadece Amerikan dolarındaki büyük bir devalüasyon Bretton Woods sistemini kurtarabilirdi. Ancak ABD, doları altına dönüştürme uygulamasına son vermeyi tercih etti ve böylece altın standardının dünya ekonomisinde bir parasal sistem olduğu son dönem de bitmiş oldu.

On dokuzuncu yüzyılda altın standardı, dış yatırımların altına v-rilebilirliğini garanti etmek için güvenliklerini güçlendirerek küreselleşmeye katkıda bulundu. Yirminci yüzyıldaki altın standardı ise küresel likidite-nin artışını sınırlayarak küreselleşme üzerinde olumsuz etki yaptı. 1971’den sonra küresel ticaret, altın standardının parasal kısıtlamalarından sıyrılmış bir şekilde daha hızlı gelişebildi, hükümetler de ekonomik by-meyi ve dolayısıyla küresel ticareti geliştirmek için gerektiğinde para stok-larını artırdılar.

KÂĞIT PARANIN ZAFERİ

Çoğu ülke kendi çıkarları için, 1930'lar boyunca konvertibilesi olmayan kâğıt standardına akın etti, ancak yine de altın, dönüştürülemeyen kâğıt para standardının evrensel hale geldiği 1971 yılına kadar parasal disiplinin dayanağı olmaya devam etti. Dönüştürülemeyen kâğıt para kalıcı biçimde ancak yirminci yüzyılın sonlarında benimsenmiş olsa da daha önceki deneyimlerinin tarihi sekizinci yüzyıla kadar uzanır. İsveç'in 1745'ten 1776'ya kadar Avrupa'nın ilk dönüştürülemeyen kâğıt para standardı uygulamalarına daha önce değinmiştik.

İlginçtir ki zengin değerli maden rezervleriyle donanmış Yeni Dünya aynı zamanda kâğıt para ile en eski, en ciddi ve belki de en anlaşılmasız deneyimlerden birini yaşamıştır. Kuzey Amerika'daki koloni hükümetleri ellerindeki para basma ayrıcalığını suiistimal ettiler. 1676'da Massachusetts Bay koloni hükümeti, piyasada para olarak dolaşacağı umuduyla Hazine makbuzlarının basılmasına izin verdi. Massachusetts kâğıt parası, vergilerin ödenmesi için geçerli ödeme aracıydı ve bazı türleri de tüm borçların ödenmesinde yasal para işlevini görüyordu. Savaş zamanı harcamalarının yarattığı baskılar koloni hükümetini fazladan para basmaya itti ve 1748'de İngiltere'den savaş masraflarının karşılığında aldığı yüklü tazminat sayesinde kâğıt parayı üzerindeki değerin yüzde 20'sinden altın ve gümüş parayla değiştirdi. Amerikan kolonilerinin çoğu kâğıt parayı kötü kullandı ve sonunda Anayasa Konvansiyonu'nun kararıyla para basma yetkisi sadece Federal Hükümet Kongresi'ne bırakıldı. Amerikalılara verdikleri borçların karşılığında değerini kaybetmiş koloni kâğıt paraları almak istemeyen İngiliz yatırımcı ve tüccarlar İngiliz Parlamentosu'na Amerikan kolonilerinde kâğıt para basımını kısıtlaması için baskı yaptılar.

Amerikan Devrimi kâğıt para basımıyla finanse edildi ve para basma kararı ilk kez Haziran 1775'te Birinci Kıta Kongresi'nde verildi. Resmi olarak kredi senedi dense de bu para halk arasında 'kıta parası' adını aldı. Kıta Kongresi'nin ne vergi koyma ne de borç alma olanağı vardı, zaten dev-

rimi ateşleyen nedenlerden biri de aşırı vergilendirmeydi, dolayısıyla kâğıt para basmak eldeki tek çözümdü. Koloni hükümetlerinin çoğu Kıta Kongresi'nin kıta paralarını resmi para birimi olarak ilan etmesini kabul etti. Enflasyon 1776'ya kadar belli sınırlar içinde kaldı, ancak 1781'de kıta paralarının nominal değerinin eldeki altın ve gümüşe oranı 100'e 1'i buldu, bunun üzerine Kıta Kongresi kıta paralarını faiz getiren uzun vadeli tahvillere dönüştürmeye karar verdi. New England'daki koloni hükümeti ücret ve fiyat kontrolleri uyguladı, Kıta Kongresi de diğer koloni hükümetlerinin benzer şekilde hareket etmesi umuduyla bu politikaları onayladı. Kıta Kongresi, kıta paralarını ödeme aracı olarak kabul etmeyen kişileri kınayan kararlar çıkardı ve bu kişileri erdemsiz ve vatan haini olmakla suçladı, ancak bu paraları kabul etmeyenlere yasal bir ceza getirmekten kaçındı.'

Kıta paraları banknot değil, devlet kâğıtlarıydı, teorik olarak koloni hükümetlerinin bu paraları geri almak için getireceği düşünülen vergilerin ödenmesinde geçerliyidiler. Ne var ki, koloni hükümetleri kıta paralarının geri alımı için vergi getirmediler, bu da bu paraların çöküşünün temel nedeni oldu. 1812 Savaşı zamanında ABD'deki kâğıt para banknotlardı, her banka kendi banknotunu basabiliyordu. Bankacılık sistemi 1812'den önce piyasadaki banknot dolaşımının hızla artmasına olanak vermişti, ancak savaşın baskıları sonucu banknotların değerli madene dönüştürülmesi uygulaması sona erdi. Ödemelerin yapılmaması durumu 1817'ye kadar sürdü ve banknotların değerlerini kaybetmeleriyle ABD, Devrim ile beraber gelen enflasyonun fazlalıklarından da kurtulmuş oldu.

İngiltere'nin dönüştürülemeyen kâğıt para standardı ile ilk deneyimi 1797'de başladı ve 1821'e kadar sürdü; bu dönem kabaca İngiltere'nin Fransa ile Napoleon Savaşları da dahil olmak üzere yoğun bir savaş içinde olduğu ve bu yüzden ciddi finansal baskı yaşadığı dönemi kapsar. İrlanda'nın işgal edildiği söylentisinin yayılmasıyla bankalara bir akın yaşanması ve altın rezervlerinin önemli kısmının çekilmesinin ardından İngiltere Bankası Parlamento'nun onayıyla banknotlarının altın ve gümüşe konvertibilitesini durdurdu. O dönemde enflasyon rakamları mevcut değildi, ancak paranın değer kaybının görülebilmesi için döviz kuru değerlerine bakabiliriz. İngiliz sterlini değerini 1809'a kadar korudu, ancak 1809'da

Hamburg döviz piyasasında hızla değer kaybetti ve altın külçenin sterlin cinsinden fiyatı yükseldi. Parlamento bu konuyu görüşmek üzere bir komisyon oluşturdu ve İngiltere için uygun para politikasının belirlenmesi için bir tartışma başlattı. Dönemin en ünlü iktisatçıları, Thomas Malthus ve David Ricardo, banknotların altın ve gümüşe konvertibilitesi uygulamasına geri dönülmesi gerektiğini söylediler, ancak finansal koşullar, 1815'te Napoleon Savaşları bittikten sonra bile buna izin vermedi. Görülen o ki, İngiltere, büyük çaplı hükümet borçlarının finansmanı için uzun vadeli sermaye piyasaları oluşturduğu ve bir gelir vergisi getirerek hükümet harcamalarının karşılanması için para basma baskısını azalttığı için bu dönemi ciddi bir enflasyon dalgasına kapılmadan atlattı.

Fransa, 1789'dan 1796'ya kadar, Fransız İhtilali ve İngilizlerle savaşların olduğu bir dönemde ve İngiltere'nin yaşadıklarından çok daha yıkıcı sonuçlarla, dönüştürülemeyen kâğıt paraya döndü. Fransa kâğıt parasının enflasyonist bir kargaşa içinde gitgide değersizleşmesi karşısında bir şey yapamadı, üstelik bu, Fransa'nın on sekizinci yüzyılda yaşadığı ilk kâğıt para felaketi değildi –Mississippi Balonu'nu önceki bölümde tartışmıştık. Buna karşın Ekim 1789'da Fransa'nın ihtilal sonrası ilk hükümeti olan Milli Meclis, Kilise arazilerine el koydu ve piyasaya Kilise arazilerinin özel alıcılara satışındaki ödemelerde kullanılmak üzere yüzde 5 faizli hükümet borç sertifikaları olan *assignat*'ları sürdü. Daha sonra Meclis *assignat*'ları banknotlara çevirdi, faiz getirilerini kaldırdı ve *assignat*'ları bütçe açığını finanse etmek için basmaya başladı. Fiyatlar hızla arttı ve 1794'te hükümet durumu kontrol altına almak için bir fiyat kontrolü sistemi olan En Fazla Yasasını çıkardı. Bu yasa elindeki malları bilerek piyasaya sürmeyen kişilere ölüm cezası getiriyordu,² ancak gelecekte fiyatların yükseleceği umudu yine de satıcıları mallarını stoklamaya itiyordu. Hükümetin Aralık 1794'te fiyat kontrollerini kaldırmasıyla her gece ertesi gün piyasaya sürülmek üzere kâğıt para basıldı, çiftçiler mallarını stokladılar, kıtlık şehirleri tehdit etmeye başladı ve *assignat*'lar nominal değerlerinin yüzde 3'üne düştüler.

Enflasyon Fransız ekonomisine büyük zarar verdi. Spekülasyon, gösterişli hayatlarıyla meşhur yeni bir zengin sınıfı yarattı, öte yandan enflasyon borç verenleri ve tasarruf edenleri mahvetti. Fiyatlar saat başı artar-

ken ücretler hayli geride kaldı. Kağıt para arzı da katlanarak artmaya devam etti. Hükümet kâğıt paranın farklı türlerini basmayı denedi, ancak halkın kâğıt paraya olan güveni kalmamıştı ve hükümet Temmuz 1796'da değerli madeni paraya dönmek zorunda kaldı. Sonunda enflasyon Napoleon'un 1799'da başa geçmesinin ardından duruldu. Anlaşılan Napoleon'un savaşları, en azından ilk baştakiler, para çıkışından daha fazla bir gelir sağlayarak Fransa'nın güçlü bir para birimini destekleyebilecek parasal rezervleri oluşturmaya olanak sağladı.

On dokuzuncu yüzyıl sayısız dönüştürülemeyen kâğıt standardı deneyimine tanıklık etti ve bu deneyimler genellikle ciddi bir enflasyon yaratmadı, bu durumun tek istisnası Amerika'daki Konfederasyon* devletlerinin yaşadığı hiperenflasyondur. İç Savaş boyunca Amerikan Federal hükümeti ise bastığı yeşil para denilen banknotları resmi para birimi olarak piyasaya sürdü. Fiyatlar İç Savaş sırasında ikiye katlandı, ancak bu artış Güney'dekinin aksine bir hiperenflasyon düzeyinde değildi. Yeşil paralar barış döneminde de Kongre'nin onayıyla piyasada dolaşmaya devam etti, ancak hükümetin kâğıt para basma yetkisinin olup olmadığı sorusu Yüce Mahkeme'nin önüne geldi. 1870'te Mahkeme, Kongre'nin yasal olarak geçecek kâğıt para basma yetkisinin olmadığına karar verdi; 1871'de ise Kongre'nin savaş zamanında yasal para basma yetkisinin olduğunu söyledi, ancak barış zamanındaki para basma yetkisinin olup olmadığı sorusunu yanıtsız bıraktı. Sonunda 1884'te Kongre'nin barış zamanında da kamu ve özel tüm borçların ödenmesinde geçerli olan yasal para basma hakkının olduğuna ilişkin yasa çıktı.³

1866'dan 1881'e kadar İtalya, kâğıt lirenin konvertibilitesini durdurdu, İtalyan para tarihindeki bu dönem *Corso Forzoso* (zorunlu dolaşım) diye anılır. *Corso Forzoso*, altın ve gümüşe dayalı bir çift maden standardının yerini aldı. *Corso Forzoso*'yu zorunlu kılan finansal darboğaz, İtalya'nın birleşmesi için verilen savaşın ciddi maliyeti, kamu maliyesinde küçük İtalyan devletlerinin mali birleşmesi yüzünden ortaya çıkan karışıklıklar ve sanayileşme amacıyla artırılan kamu altyapı harcamalarının bir sonucuydu. İtal-

* Amerikan İç Savaşı sırasında Güney devletlerinin Federal hükümete karşı oluşturdukları birlik. -ç.n.

yan tahvil piyasasındaki bir kriz yabancıların ellerindeki tahvillerin altın karşılığını istemelerine neden oldu, bu yüzden İtalya'nın altın para rezervlerinin erimesi hükümeti dönüştürülemeyen bir kâğıt para standardı oluşturmak zorunda bıraktı. Enflasyon denetim altında tutuldu, toptan eşya fiyatları endeksi 1866-71 döneminde sadece 0,897'den 1,046'ya yükseldi. Aynı dönemde altın fiyatları endeksi ise 1,046'dan 1,137'ye yükseldi. 1871'den sonra hükümet konvertibiletiyi geri getirmek için adımlar attı, konvertibiletiye dönlüldüğü 1881 yılına kadar da enflasyon denetim altında tutuldu.

Altın standardının parasal güvenilirlik olarak görüldüğü 1883 ile 1914 arasındaki dönemde İspanya, İtalya'nın *Corso Forzoso* deneyiminden bile daha başarılı bir şekilde dönüştürülemeyen kâğıt para standardını uyguladı. 1868'de, dünya ticaretinin büyük ülkelerinin altın standardı uygulamasına akmak etmesinden hemen önce İspanya, Fransa'nın ve Latin Para Birliği'ndeki diğer ülkelerin uyguladıklarına benzer bir çift maden standardını benimsedi. Bu standartta gümüş fiyatının altına göre resmî oranı 15,5'e 1 olarak belirlenmişti. İspanya Bankası'nın 1874'te hükümetin onayıyla para basma ayrıcalığını elde etmesiyle İspanya, dönüştürülemeyen kâğıt para standardının düzgün işleyebilmesi için ideal koşullara sahip olmuştu; zira bir tekel (bu örnekte İspanya Bankası), talebi olan her malın fiyatını arzı kısıtlayarak belirleyebilir. 1870'lerde dünya ticaretinin büyük ülkeleri, ilk başta 1873'te Almanya olmak üzere, altın standardını kabul etmeye başladılar, hatta bu eğilim 1897'de Japonya'ya bile sıçradı. Dünyanın her yerindeki parasal kurumların gümüş satıp altın almaya başlamalarıyla gümüş fiyatı düştü ve 1876'da gümüşün altına oranı serbest piyasada 18'e 1'e yükseldi. Elinde altın olan İspanyollar altının bir onsuyla resmî fiyatlara göre sadece 15,5 ons altın alabiliyorlardı, oysa aynı ağırlıktaki altınla dünya piyasalarında 18 ons gümüş alınabiliyordu. Bu durum İspanya'dan altın çıkışına neden oldu ve İspanya Bankası'nın altın rezervleri eridi. 1874 ile 1883 yılları arasında İspanya'daki altın paranın miktarı 1,131 milyon pesatadan 736 milyon pesataya düştü.

1883'te Fransa'da da borsa çöküşüne neden olan ve İspanya'nın ödemeler dengesini bozan bir uluslararası finansal kriz İspanya'yı finansal bir çöküşün eşliğine getirdi; altın rezervleri 1881'deki değerlerinin yüzde 60'ına

kadar düştü ve İşpanyol hükümeti pesataların altına konvertibilitesini durdurmak zorunda kaldı. Piyasada dönüştürülemeyen kâğıt paranın dolaşmasına karşın İşpanya'da enflasyon oranı düşük seyretti, hatta ekonomik bunalımın etkisiyle tüm dünyada bir deflasyon dalgasının yaşandığı 1880'lerde ve 1890'ların başlarında az da olsa negatif değerler aldı. Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki yirmi yılda da İşpanya'da fiyatlar çok az arttı, bu dönemde toptan eşya fiyatları endeksinin aldığı değer olan 100, 1883'teki değerin sadece 11,5 puan üzerindeydi. 1883 ile 1914 arasında İşpanya'nın enflasyon oranı yılda ortalama yüzde 1'in altında gerçekteşti ve bu sayede İşpanya-Amerika Savaşı sırasında pesatanın İngiliz sterlini karşısında değer kaybettiği dönemdeki kısa bir sarsıntı dışında parasal istikrar sağlanabildi. İşpanya deneyimi on dokuzuncu yüzyılın son çeyreğinde altın standardının enflasyona karşı bir koruma olduğu görüşünün sorgulanmasına neden oldu.

Birinci Dünya Savaşı ile İkinci Dünya Savaşı arasındaki yıllar, dönüştürülemeyen kâğıt paranın gelişiminde en fazla iz bırakan dönemdi. Birinci Dünya Savaşı boyunca savaşan ölkeler, esas olarak yaşadıkları finansal darboğazlar, kısmen de altın taşımanın güvensizliği yüzünden dönüştürülemeyen kâğıt parayı savaş zamanının bir gerekliliği olarak benimsediler. Dönüştürülemeyen para stoklarının savaş sırasında hızla büyümesi, altın standardına çabuk bir dönüşü olanaksız hale getirdi. Birinci Dünya Savaşı sırasında sadece Rusya'da hiperenflasyon yaşandı, ancak savaşın hemen sonrasındaki yıllarda Avusturya, Almanya, Macaristan ve Polonya'da da hiperenflasyon patlak verdi. 1930'larda ise dünya ekonomisi enflasyondan deflasyona geçti ve ölkelerin enflasyona karşı en sağlam güvence olarak düşündükleri ve ısrarla geri getirmek için uğraştıkları altın standardı bu kez ekonomik toparlanmanın önünde bir engel haline geldi ve on yıl içinde de ortadan kayboldu.

Birinci Dünya Savaşı'nın ardından Almanya'da yaşanan hiperenflasyon, tarihin en fantastik enflasyon örneği, enflasyonun nasıl müthiş seviyelere ulaşabileceğinin en iyi kanıtı ve dönüştürülemeyen kâğıt para standardının çılgınlık potansiyelinin hep var olacak bir hatırlatıcısıdır. Alman hükümeti Birinci Dünya Savaşı'nın maliyetini sermaye piyasalarından borçlanarak ya da yeni vergiler koyarak değil de para arzını artırarak karşı-

ladı. Savaş süresince para stokları beş kat artarken fiyatlar sadece iki katına çıktı. Savaştan sonra ise Almanya, depolarını yabancı hammaddelerle yeniden doldurmak ve savaş tazminatlarını ödemek için para stokunu artırmaya devam etti ve Aralık 1921'e kadar para stoku dört kat arttı. Bu tarihten itibaren fiyatların artışı parasal genişlemenin hızını yakalamaya başladı ve fiyatlar 1914'teki seviyesinin on üç katına çıktı. 1922'de Almanya'daki para stoku on kat daha arttı ve enflasyon, özellikle Temmuz 1922'den sonra, bütün beklentilerin ötesinde inanılmaz bir artış sürecine girdi. Aralık 1922'de fiyatlar 1914 seviyesinin 1.475 katına, Haziran 1923'te ise 19.985 katına çıkmıştı. İşçiler ücretlerini yarım günlük ödemeler halinde alıyorlar ve para ellerine geçer geçmez enflasyon satın alma gücünü yok etmeden harcamaya koşuyorlardı. Tüketiciler marketlere giderken çuvalar içindeki paraları el arabalarıyla taşıyorlar, hatta fazla paraları yakacak olarak kullanıyorlardı. Mayıs 1922'de 1 marka satılan bir gazetenin fiyatı Eylül 1923'te 1.000 mark, 17 Kasım 1923'te ise 70 milyon mark oldu. Aralık 1923'te Alman hükümeti para arzı artışını kısıtladı ve markın yerine yeni bir para birimi getirdi, Rentenmark adındaki bu yeni paranın her birimi 1 trilyon marka eşitti, böylece fiyatlar da istikrara kavuştu.⁴

Birinci Dünya Savaşı'nın hemen sonrasındaki enflasyon sorunu, altın standardında acilen bir yeniden düzenleme ihtiyacını iyice ortaya çıkardı. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra altın standardına geçmek için can atan uluslararası toplum, on dokuzuncu yüzyılda altın standardının benimsenmesinin ticari ve finansal liderliğini yapmış olan İngiltere'nin yeniden önyak olmasını bekliyordu. 1918'de İngiliz Parlamentosu parasal ve mali sisteminin yeniden oluşturulması yolunda öneriler almak amacıyla Cuncliffe Komitesi'ni oluşturdu; bu komite adını dönemin İngiltere Bankası Başkanı Lord Cuncliffe'ten almıştı. Komitenin dokuzu geleneksel bankerlerden oluşan on iki üyesi altın standardını finansal güvenilirliğin bir göstergesi olarak görüyordu, dolayısıyla Komite'nin önerisi İngiltere'nin bu sisteme hiç düşünmeden geri dönmesi ve sterlinin altın cinsinden değerinin savaş öncesi seviyelerde sabitlenmesi oldu. Bu öneriler çerçevesinde İngiltere gerekli olan parasal rezervleri toplamaya başladı ve sonunda 1925 Altın Standardı Kanunu ile amacına ulaştı. New York Merkez Bankası'ndan ve

Amerikan Bankalar Birliği'nden aldığı borçların da yardımıyla İngiltere savaş öncesi pariteden altın standardına döndü ve İngiltere Bankası sterlin karşılığında savaş öncesi fiyatlardan altın satmayı taahhüt etmiş oldu.

1930'da dünya ekonomisi, ülkelerin parasal rezerv olarak altın külçeleri ya da altın kadar değerli sayılan İngiliz sterlini ve Amerikan doları cinsinden döviz tuttukları bir altın standardındaydı. İngiltere, 1914'ten sonra dolaşıma sokmak için hiç altın para basmadı, altını sadece sisteme uygun olarak sterlinin altına dönüştürülmesi için tutuyordu. Halk, İngiltere Bankası banknotlarını altın külçeye dönüştürebiliyor, ancak banknotların karşılığında İngiltere Bankası'ndan altın para talep edemiyordu. Sadece bazı altın paralar uluslararası alışverişlerde kullanılıyordu.

Savaş sonrası altın döviz standardında İngiltere ve Fransa (en azından ilk başlarda) savaş öncesi pariteye dönmeyi bir saygınlık belirtisi sayarak para birimleri olan sterlin ve frankın aşırı değerlenmiş olmasına göz yumdu. Ne var ki olması gereken değerin üzerindeki bir para birimi, ithalatın maliyetini azaltıp ihracatın maliyetini yükselterek yerli malların talebinin yabancı mallara oranla düşmesine neden olur. Ayrıca o dönemde kurları aşırı değerlenmiş bir şekilde tutmak, altın rezervlerini korumak için gerekli olan yabancı sermayeyi çekecek ve parayı altına dönüştürme taleplerini bastıracak yüksek faiz oranlarını gerektiriyordu.

İngiliz ve Fransız ekonomileri, aşırı değerli döviz kurları ve yüksek faiz oranlarıyla, her ne kadar 1930'lardaki kadar ciddi olmasa da, bir durgunluk sürecine girdi. İngiliz sanayisi ucuz Alman ithal mallarıyla rekabet edemiyordu, üstelik işsizliğin artmasıyla grevler ve işçi-işveren anlaşmazlıkları iyice yaygınlaştı. İngiltere Bankası çelişen iki amaç arasında kalmıştı; yerli ekonominin işlemlerini sağlamak için faiz oranlarını düşürmek ya da sterlinin değerini savaş öncesi paritede tutabilmek için yüksek faiz oranlarını korumak. Ekonomik zorlukların dünya çapında had safhaya ulaşmasıyla sterlin, döviz piyasalarında iyice baskı altında kaldı. Dünya ticaretinin azalmasıyla ürettikleri malları ihraç edemeyen pek çok küçük ülke, ithal ettikleri malların karşılığını döviz rezervlerinden vermeye başladı. Avusturya ve Almanya'daki banka iflasları dövize olan güveni iyice azaltınca dövizlerin altına çevrilmesi istekleri arttı, bu da sterlin üzerinde daha da çok baskı yarattı.

Sterline olan güven krizi derinleştikçe İngiltere'den altın çıkışı yaşandı ve altın rezervlerinin azalması sterlinin dönüştürülebilir bir para birimi olma özelliğini tehdit etmeye başladı. Güven krizini dindirmek umuduyla İngiltere altın pozisyonunu güçlendirme arayışına girdi ve Fransız ve Amerikan merkez bankalarından kredi aldı. Daha sonra özel yatırımcılar İngiliz hükümetine bir kredi daha verdi, ancak bu kredinin bazı koşulları vardı; kamu harcamaları, işsizlik sigortası ödemeleri ve hükümet çalışanlarının ücretleri kısıtlanacaktı. Bu krediler güveni yeniden sağlamaya yeterli olmadı ve İngiltere'nin altın rezervleri azalmaya devam etti, sonunda da İngiltere Eylül 1931'de altın standardını terk etmek zorunda kaldı.

Fransa, sterlin ve doları altına çevirmek için eline geçen her fırsatı kullanarak sterlin üzerindeki baskıya katkıda bulundu. Fransa, elinde döviz rezervi tutmanın güçsüz ülkelere göre olduğu, büyük güçlerin ise rezerv olarak altın tutmaları gerektiği görüşündeydi. Nedeni ne olursa olsun, Fransa altın rezervlerini güçlü tutarak 1936'ya kadar altın standardında kalabildi.

Londra, Haziran-Temmuz 1933'te, tam ABD'nin altın standardından çıktığı aylarda toplanan Dünya Ekonomik ve Para Konferansı'na ev sahipliği yaptı. Konferans uluslararası para birimlerinin istikrara kavuşturulması ve altın standardının yeniden hayata geçirilmesi yönünde bir anlaşmayı görüşmek için düzenlenmişti. Ne var ki, Amerikan başkanı Roosevelt, ABD'nin para politikalarını bundan böyle sadece kendi iç ekonomisinin istekleri doğrultusunda uygulayacağını ve bu, uluslararası parasal işbirliği için oluşturulmuş koşulların ihlali anlamına gelse de kararından vazgeçmeyeceğini' açıklayarak konferansı anlamsız bir hale getirdi ve altın standardının kaderini belirledi.

Yerli ekonomiler ele alındığında dünya ticaretinin büyük ortakları 1930'larda iç piyasada ticaret yapan vatandaşlarını paralarını altına (ya da gümüşe) çevirme hakkından mahrum bırakan dönüştürülemeyen kâğıt standardını benimsemişlerdi. Öte yandan, uluslararası para sisteminin temeli olarak bir altın standardı yeniden oluşturulmuştu. ABD dolarını değerini dengeledi ve altın rezervlerini artırdı, bu sayede dolar yeni bir uluslararası para sisteminin kuruluşuna öncü oldu. Bretton Woods Sistemi adındaki bu yeni sistem 1946'dan 1971'e kadar sürdü ve bu dönem boyunca

ca ABD, elinde dolar olan yabancı hükümetlerin isteği üzerine doları resmi bir orandan altına çevirmeyi taahhüt etmişti. ABD'nin 1971'de doların altına konvertibilitesini kaldırması dünya ticaretinin büyük ortaklarını altın standardından son kez kopardı ve bu ülkelerin hem yurtiçi hem de uluslararası alışverişlerde dönüştürülemeyen kâğıt standardına geçmelerine neden oldu.

Bretton Woods Sisteminin çöküşü, dünya ticaretinde İkinci Dünya Savaşı'nın ardından gelen büyümenin dünya ticaretinin ortaklarını parasal rezerv olarak dolar tutmaya itmesiyle başladı. Dünyanın geri kalanının elinde rezerv olarak dolar tutmaya çok hevesli olması sayesinde ABD ilk başlarda altın rezervlerinde ciddi bir azalma yaşanmadan ödemeler dengesi açığı verebildi. Dolar üzerinde bir güven krizi yaratmadan ödemeler dengesi açığı verebilmek o dönemde dünya çapında askeri ve siyasi etkisini yaymakta olan Amerikan hükümeti için çok önemliydi.

1960'ların ortalarında Amerikan dolarına duyulan güven ciddi şekilde azalmaya başladı. Vietnam Savaşı ve Soğuk Savaş'tan kaynaklanan diğer dış harcamalar yüzünden Amerikan ödemeler dengesi büyüdü ve dünyanın geri kalanı da gitgide yabancıların ellerindeki dolarların ABD'deki altın rezervlerinin çok üzerine çıktığı endişesine kapıldı. Elinde dolar olan yabancı hükümetler dolarlarının altına çevrilmesi taleplerini artırdılar, ABD'nin resmi altın stoku 1949'da 25 milyar dolarken 1970'lerin başlarında 12 milyar dolara düşmüştü. Başkan Nixon Ağustos 1971'de elinde dolar olan yabancı hükümetlerin bundan böyle dolarlarını Amerikan Hazine'sinde altına çeviremeyeceklerini açıkladığında bu talepler artık bir kriz boyutuna gelmişti. Büyük ülkeler altının resmi fiyatını 40 dolara çıkarıp doları ılımlı bir devalüasyon yaparak Bretton Woods Sistemini kurtarmaya çalıştılar, ancak bu çaba sonuca ulaşmadı ve uluslararası ticaret serbestçe dalgalanan döviz kurları ile işlemeye başladı.

1973'ten bu yana var olan döviz kuru rejimi önde gelen paraların döviz kurlarının arz ve talep koşulları çerçevesinde değişmesine olanak tanır. Bu sisteme, hükümetler kısa dönem dalgalanmaları engellemek için döviz piyasasına müdahale ettiği, ancak arz ve talep dengesizliklerinin yarattığı uzun dönem eğilimlerini tersine çeviremediği için kontrollü dalga-

lanma da denir. Bazı ülkeler, özellikle enflasyon sorunu yaşamış olanlar, para birimlerinin Amerikan dolarına resmi bir orandan konvertibilitesini sağlarlar ve döviz piyasalarında kendi para birimlerine destek olması amacıyla rezervlerinde önde gelen para birimlerini tutarlar. Dünya ekonomisinin önde gelen para birimleri olan Alman markı, Japon yen'i, Fransız frangı, Amerikan doları ve İngiliz sterlininin ise resmi bir orandan altına konvertibiliteyi yoktur, yani dünya 1973'ten beri dönüştürülemeyen kâğıt standardındadır.

Altına konvertibilitenin durdurulması genellikle savaş zamanlarında olmuştur ve 1971 örneği de bu özelliği taşır. 1971'deki değişim, şimdiye kadar olmuş konvertibilite durdurmalarının en kalıcısı gibi görünmektedir, zira altın standardının ya da diğer meta standartlarının savunucuları günümüzün genel kabul gören siyasi ve iktisadi düşünce akımları içinde yer almazlar. Konvertibilitenin durdurulmasını izleyen ilk on yılda tüm dünyada, dönüştürülemeyen paralarla birlikte gelen bir sorun olan enflasyon yaşanmıştır, ancak güçlü parasal disiplin 1980'lerin başlarında bu enflasyonu dizginlemiştir ve o günden beri dünya, dönüştürülemeyen kâğıt standardı altında düşük oranlı bir enflasyonla yaşamaktadır.

SERBEST BANKACILIKTAN MERKEZ BANKACILIĞINA GEÇİŞ

Merkez bankaları, ticari bankaların mevduatlarını güvenli bir şekilde elinde tutarak, ticari bankalara gerektiğinde borç vererek ve Hazine için mevduat biriktirerek ticari bankaların ve hükümetin ihtiyaçlarını karşılar. Merkez bankaları finansal krizler sırasında kahramanca ticari bankalara en son borç veren merci rolüne bürünür ve savaş zamanında veya özel sektörün devlet tahvillerini almayacak ya da hükümete borç vermeyecek kadar hükümete olan güvenini yitirdiği durumlarda hazine baskı altında ise gönülsüzse de olsa hükümetten doğrudan devlet tahvilleri satın alabilir. Merkez bankalarının devlet tahvillerini almasına çok fazla bel bağlayan hükümetler er ya da geç çok ciddi enflasyonist zorluklarla karşılaşır. Merkez bankaları, kâğıt para basımında mutlak bir tekel sahibidirler. Böylece merkez bankaları, küresel finans sistemi içinde önemli bir yer tutarlar; finansal kriz tehdidi ortaya çıktığında sisteme likidite sürerler, döviz piyasalarındaki dalgalanmaları giderirler, küresel finans sistemini bir bütün olarak etkileyebilecek iktisadi ve finansal sorunlara işbirliği ile çözüm ararlar. Dünya çapında en etkin merkez bankaları olarak Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Federal Rezerv Sistemi, Almanya'daki Deutsche Bundespost, İngiltere'deki Bank of England, Fransa ve Japonya merkez bankaları ve şimdiki Avrupa Merkez Bankası'nı sayabiliriz.

Merkez bankaları müthiş kâr getirebilecek bir güce ve denetim araçlarına sahiptir, ne var ki temel amaçları kâr elde etmek değildir. Piyasaya her tür özel ve kamusal borç için yasal para birimi olduğu için halkın elinde tutmak istediği ve faiz getirisi olmayan banknotlar sürerler, bu şekilde faizsiz borç vermiş olurlar. Bu banknotları piyasaya sürüp ödenmeleri yükümlülüğü altına girerek merkez bankaları, tahviller gibi gelir kazandıran varlıkların satın alınabilmesi için gerekli fonları bir araya toplar. Merkez bankaları büyük kârlar elde edebilecekleri bir potansiyele sahip olsalar da, kamunun çıkarlarına koşulsuz hizmet etmek niyetinde olan kamusal

kurumlardır. Bir iktisadi durgunluk ya da çöküntü ortaya çıkmaya başladığında merkez bankası sisteme ek para ve kredi vererek ekonomiyi aşağı çeken güçleri zayıflatır. İktisadi canlanmanın fazla ateşli bir hale gelmesi durumunda ise merkez bankası piyasadan para ve kredi çekerek büyümeyi yavaşlatabilir. Para basımı ve ticari banka rezervleri üzerinde bir tekel konumunda olmaları dolayısıyla merkez bankaları, para stokunu, faiz oranlarını ve kredi koşullarını denetleyen bir konumdadırlar.

Günümüzde bütün gelişmiş ülkeler övünecekleri bir merkez bankasına sahiptir. Modern merkez bankalarına az da olsa benzeyen bankalar ilk kez Rönesans'tan hemen önce İtalya'da ortaya çıktı. On sekizinci yüzyılın sonlarına doğru ise İsveç ve İngiltere'de günümüz merkez bankalarına çok benzeyen bankalar kurulmuştu. Ne var ki, bunlardan çok azı merkez bankalarının müthiş bir gelişme yaşadığı on dokuzuncu yüzyılın sonuna kadar kalabildi. 1873'te tüm dünyadaki merkez bankalarının sayısı tek haneli rakamlarla ifade ediliyordu, 1990 yılında ise bu sayı 160'ı aşmıştı.

Merkez bankacılığı sisteminin başlıca rakibi, *laissez faire* ekonomisinin en görkemli çağı olan on sekizinci yüzyılın başlarında gelişen serbest bankacılık sistemiydi. Serbest bankacılık sisteminde her banka, altın ve gümüş karşılığını bulundurduğu sürece kendi parasını basabiliyordu. Serbest bankacılık sistemi sadece sayısız banka tarafından basılan paranın miktarının sınırlandığı altın ya da gümüş standardı altında uygulanabilir. Bu sistemin bazı uygulamalarında, her birey ya da birey grubu belli sermaye yükümlülüklerini yerine getirdikleri sürece banka kurabilir, böylece siyasi bağların banka kurma üzerindeki etkisi de ortadan kalkar.

İskoçya, serbest bankacılığın gelişiminin öncüsü olarak kabul edilebilir. 1765'teki İskoçya Bankacılık Kanunu her bankaya, bankacılık şirketine ve bankere, İskoçya içinde banknot basma hakkını vererek bir yüzyıl boyunca İskoçya'da para basmak ile bankacılığı eşanlamlı hale getirmiştir. O tarihte İngiltere Bankası Londra'da banknot basma tekeline sahipti ve İskoçya Bankası ile İskoçya Kraliyet Bankası, banknot basma ayrıcalığının genişletilmesi konusunda sıkı bir lobi faaliyeti yürütüyordu. Siyasi güçler küçük bankaların tarafını tutuyordu ve Bankacılık Kanunu İskoçya'da her bankaya banknot basma hakkının verildiği merkezizetçi olmayan bir bankacılık sis-

temi oluşmasına neden olmuştu. Bir altın ve gümüş kıtlığı yaşanması İskoçya'yı serbest bir bankacılık sistemi uygulamaya cesaretlenmiş olabilir.

Adam Smith, meşhur *Ulusların Zenginliği*'nde İskoç serbest bankacılık sistemine övgüler yağdırmıştır. Smith, İskoç sisteminin bazı başarısızlıkları yüzünden cesaretini asla yitirmemiş, aksine Ayr Bank'ın 1772'deki batışını ayrıntılarıyla kendisi anlatmıştır. Serbest bankacılık sistemi altında bankalar kolaylıkla açgözlülüklerine yenik düşüp karşılık olarak ayırdıkları kaynaklardan fazla para basıp piyasaya sürebilirler. Smith, İskoçya'nın o günlerdeki hızlı ticari gelişmesinin serbest bankacılık sistemi sayesinde olduğunu düşünüyordu.¹ Napoleon Savaşları süresince Parlamento, İngiltere Bankası ve İrlanda Bankası banknotlarının değerli madene çevrilmesi uygulamasını durdurarak bu iki bankanın altın ve gümüş rezervlerinin korunmasını sağladı. İskoç bankaları ise banknotlarının değerli madenlere çevrilebilirliğini devam ettirdi ve Parlamento'dan hiçbir korunma talebinde bulunmadı.

İskoç bankacılık sisteminin başarısı ve Adam Smith'in övgüleri İngiltere'yi serbest bankacılığı denemeye itti; bu durum İngiltere Bankası'nın bir merkez bankası haline dönüşmesini getirdi. 1709'da Parlamento İngiltere Bankası'nın altıdan fazla ortağı olan anonim şirket halindeki bankalar arasında banknot basma hakkına sahip tek banka olmasına karar verdi. Anonim ortaklı bankacılık yapma izni önemli bir ayrıcalıktı çünkü sahiplerin bankanın batması durumundaki yükümlülükleri sınırlıydı. 1780'den itibaren İngiltere Bankası Londra'da banknot basma tekeli elinde tuttu. 1826 yılında durum değişti; Parlamento İngiltere Bankası'nın ülke çapında anonim ortaklı bankacılık yapma tekeli elinden aldı ve bu tekeli Londra merkezinden 100 kilometre uzaklıkla sınırladı ve Londra dışında ortak sayısında sınırlama olmadan para basan bankacılık şirketlerinin kuruluşuna izin verdi. Parlamento, İngiltere Bankası'nın Londra dışındaki şehirlerde şube açmasına izin verdi, ancak bu şubeler diğer anonim ortaklı bankaların rekabetiyle karşılaşılıyordu. Ne var ki, serbest bankacılığa doğru bu gidiş kısa ömürlü oldu. 1833'te Parlamento İngiltere Bankası banknotlarını yasal para birimi olarak ilan etti, 1844'te ise banknot basma ayrıcalığının İngiltere Bankası'nda toplanması yolunda önemli adımlar attı, böylece İngiltere'nin serbest bankacılık macerası sona erdi.

Serbest bankacılık ABD’de daha derin köklere sahipti, özellikle İç Savaş’tan önceki yirmi yılda büyük gelişme gösterdi. Serbest bankacılık çağından önce ABD’de banka kurmak için devletin bir kurulu tarafından belirlenen banka yönetmeliğine uyulması gerekiyordu ve bu kurul genellikle siyasi kayırmacılık yapıyordu. Birleşik Devletler Birinci Bankası (First Bank of the United States) ve daha sonra Birleşik Devletler İkinci Bankası (Second Bank of the United States), merkez bankalarından beklenen bazı düzenlemeleri gerçekleştirdiler. 1833 yılında Birleşik Devletler İkinci Bankası’nın ortadan kalkmasıyla bankacılık sistemi var olan bütün düzenlemelerini kaybetti. 1834 ve 1837 yılları arasında ciddi parasal panik ve yaygın banka iflasları arasında yaşanan enflasyon dalgası, halkın siyasi bağlantılarla banka kurma yetkilerinin verildiği bu sisteme karşı öfkesini büyüttü.

New York’taki kurulun 1838’de, belli nesnel ölçütleri karşılayan her kişi ya da kişi grubuna banka kurma hakkı veren Serbest Bankacılık Kanunu’nu çıkarması, diğer eyaletlerin de serbest bankacılığa yönelmelerine neden oldu. Kanundaki ölçütlere göre banknotların ipotek ve devlet tahvili biçiminde yüzde 100 karşılığı olacaktı ve ayrıca banknotların toplam değerinin yüzde 12,5’i kadar altın ve gümüş rezervi tutulacaktı. Böylece bankalar, banknotlarının değerli madene çevrilebilirliğine yetecek kadar rezervi ellerinde tutmak zorunda kaldılar. Piyasaya sürülen banknotların ipotekler ve devlet tahvilleriyle yüzde 100 karşılığı olması zorunluluğu sayesinde devlet bir bankanın batması durumunda paraya çevrilebilecek sağlam varlıklara sahip oluyor, bankanın tasfiyesinden gelen hasılat piyasadaki banknotların değerlerinin karşılanmasında kullanılıyordu.

New York örneği yaygınlaştı ve on sekiz eyaletteki kurul serbest bankacılık yasalarını uygulamaya başladı. Bu yasalara göre herkes kuruldan özel bir ayrıcalık almasına, hatta siyasi bir bağlantısı olmasına gerek kalmadan, bir devlet bankasına gerekli finansal teminatı yatırarak banka kurma hakkını elde edebiliyordu. Böylece her yeni banka, devletteki finansal teminatlarına eşit değerde banknot basıp piyasaya sürebiliyordu.

ABD gibi çok geniş bir ülkede serbest bankacılık sisteminin bazı zorlukları vardı. Para arzını denetleyen tek bir banka ya da hükümet kurumunun olmaması enflasyonu, en azından halkın gözünde, sürekli bir teh-

like haline getiriyordu. Bankalar çoğaldıkça piyasada akıl karıştırarak kadar çok sayıda ve çeşitlilikte banknot dolaşmaya başladı, bu banknotlar piyasaya süren bankanın yapısına duyulan güvene bağlı olarak farklı iskonto oranlarıyla el değiştiriyordu. Tüccarlar, piyasada dolaşan tüm banknotların iskonto oranlarını yayınlayan bültenleri takip etmek zorundaydılar. Bazı gazeteler iyi ve kötü banknotların listelerini yayınlıyordu. Bölgeler arası ticaret zorlaşmıştı çünkü tüm bölgelerde eşit kabul gören bir para birimi yoktu. Serbest bankacılık sistemi uzak alanlarda, hatta kimi zaman bir kı-zılderili bölgesinin ortasında, son derece güvenilirmez ‘yaban kedisi bankalarının’* kurulmasına yol açtı.² Bu tür bankaların fiziksel yapıları yok denecek kadar zayıftı, bazıları müşteriler tarafından bulunmayı istemedikleri için ofis mobilyaları bile almamıştı. Banknotlarını, altın ve gümüş karşılığın verilmesi istekleriyle karşılaşmadan basmak istiyorlardı.

Hatta bu yaban kedisi bankalarının sadece oymalı tabaka ve kalıplar almaya ve banknot basmanın maliyetini karşılamaya yetecek kadar sermayeye sahip kişiler tarafından kurulduğu bile oldu. Yaban kedisi bankası bastığı banknotları bir aracıya verip ona tahvil aldırıyor ve bu aracı da tahvilleri eyalet denetim bürolarına satıyordu. Bu tür rizikolu bankalarla yaşanan deneyimler, yeni kurulan Teksas Cumhuriyeti’nin neden 1845’te anayasasına eklediği bir hükümle bankaları tamamen yasadışı ilan ettiğini anlamamıza da yardımcı olur.³ 1857 yılına kadar dört eyalet daha benzer yasalar koymuştu.

Serbest bankacılık aslında modern merkez bankalarının gelişim sürecinde bir ara dönemdi. Her ne kadar merkez bankalarının gelişimi on dokuzuncu yüzyılın sonlarında ve yirminci yüzyılda hızlanmış olsa da bir merkez bankasının bazı özelliklerini taşıyan bankaların Ortaçağ’a kadar giden uzun bir geçmişi vardır. Venedik Bankası, 1171’de Venedik Cumhuriyeti hükümetinin bir savaşın maliyetini karşılayabilmek için zengin vatandaşlarını hükümete borç vermeleri için zorlaması sonucunda gayri resmi olarak ortaya çıktı. Tahviller, borç senetleri ya da borç alındığını gösteren

* Bu bankalar ancak yaban kedilerinin ulaşabileceği kadar uzak bölgelere kurulduğu için bu ad verilmiştir. -ç.n.

başka belgeler yerine, her vatandaşın hükümete verdiği borç miktarının kaydedildiği bir hükümet kayıt defteri vardı. Hükümet anaparayı vermeye pek yanaşmıyordu, ancak vatandaşlarına yüzde 4 faiz ödüyordu.

Kısa zamanda Venedikliler, hükümet borçlarını özel alışverişlerde bir değişim aracı olarak kullanabileceklerini öğrendiler. Hükümet borçlarının mülkiyetinin devredilmesi, basitçe bir hesaptan ötekine fon aktarılması anlamına geliyordu, defter üzerinde yapılan bu devirde madeni para elden ele geçmiyordu. Büyük miktarlar söz konusu olduğunda kayıt defterinde hesaplar arası devirle yapılan alışverişler, madeni paraların takasıyla yapılanlara kıyasla çok daha kullanışlıydı ve bu uygulama Venedik'in ticari topluluklarıyla sınırlı kalmadı. Venedikliler 'hükümet bankası'na değerli madenler yatırmaya ve karşılığında devredilebilir defter kayıtları almaya başladılar.

Hükümetin borçlarının kayıtları, resmen olmasa da iki yüzyıl boyunca bir banka görevi gördü. 1374'te bir uzmanlar komitesi hükümetin bankacılık ve borç yönetimi faaliyetlerinin bir kamu bankası tarafından yürütülmesi önerisinde bulundu. Ne var ki hükümet Venedik Bankası'nı ancak iki yüzyıl sonra, 1587'de, Il Banco dell' Piazza del Rialto adıyla kurdu. O zamana kadar diğer İtalyan kentleri kamu bankalarını çoktan kurmuş, Venedik'in ilk kamu bankası kurma şerefini elinden almışlardı. Yine de Venedikliler modern bankacılık uygulamalarına öncülük etmişlerdir, piyasada para olarak dolaşan kamu borcu fikrini yaratan gayri resmi Venedik Bankası da modern merkez bankalarının en eski atası sayılır.

Merkez bankası işlevlerini yerine getiren bankaların evriminde bir başka adım da 1557 ve 1627 yılları arasında Avrupa'nın finans merkezi olan İtalyan şehir devleti Cenova'da atılmıştır. Cenova on dördüncü yüzyılda, Venedik ile olan savaşı sırasında, vatandaşlarından aldığı değerli maden miktarını artırdı ve karşılık olarak senet verdi. Savaş bittiğindeyse bu senetlerin karşılığının verilmesi için gümrük vergileri (ithalat ve ihracattan limanlarında aldığı vergiler) koydu. 1407'de hükümetin alacaklıları, yani senet sahipleri, bir kamu bankası çatısında bir araya geldiler. Casa di San Giorgio, ya da San Giorgio Bankası adındaki bu yeni kuruluşun ilişkilerini yürütmek üzere sekiz yönetici görevlendirildi. Casa di San Giorgio'nun kurulu-

şu, yüzyıllardır gayri resmi bir kuruluş olarak var olan Venedik Bankası'nın resmi kuruluşundan önce gerçekleşti. Casa di San Georgio gümrük vergilerini toplamaya ve hükümete borç vermeye başladı. Bankaya ev sahipliği yapmış olan Rönesans sarayı Piazza Caricmento'da hâlâ görülebilir.

Casa di San Georgio, dünyanın her tarafından madeni para halinde mevduat kabul eden bir mevduat bankası haline dönüştü. Madeni paralarını yatırımcıların banka parası adı verilen, mevduat sahibi olunduğunu gösteren bir defter kaydı oluyordu. Bu kayıtlar yoluyla bir mevduat sahibinden ötekine fon aktarımı madeni paralar hiç banka dışına çıkmadan yapılabilirdi. Bir hesaptan diğerine fon aktarmak isteyen mevduat sahipleri bankaya gidip bir noter eşliğinde defter kayıtlarında işlem yaptırıyorlardı. Bankanın mülkiyeti hissedarlar arasında paylaştırılmıştı ve bu hisseler de kayıtlar yoluyla el değiştirerek bir tür para işlevine sahipti. Devlete borç vermiş olanlar üç yılda bir faiz alıyorlardı, böylece birikmiş faiz gelirleri de bir değişim aracı görevini görüyordu.

Banknotun kökeni Casa di San Georgio'ya dayanır. Bu banknotlar, modern banknotlar gibi yüklü miktarlarda basılmıyorlardı ve önceden saptanmış değerleri yoktu. Her banknot teker teker, altın, gümüş ya da banka hisselerinden oluşan bir mevduatı temsil edecek bir miktar için yazılıyordu. Banknotun arkasını imzalayarak bu miktarın mülkiyetini ikinci şahıslara devretmek mümkündü.

Merkez bankalarının evriminde ikinci adım İsveç'te, Riksbank'ın (İsveç Bankası) kurulmasıyla atıldı. Riksbank, kurulduğu 1656 yılından bugüne kadar sürekli bir gelişme göstermiş ve dünyanın en eski merkez bankası unvanını almıştır. Önceleri Riksbank özel bir bankaydı, bir şubesi kredi bankası olarak hizmet verirken bir başka şubesi madeni para ve değerli maden mevduatlarına dayalı devredilebilir banka mevduatları yaratıyordu. Bu mevduatlar yüzde yüz değerli maden karşılığa sahipti, böylece alışverişte tıpkı para gibi kabul görüyordu.

Riksbank, 1656'da, bilinen ilk banknotları piyasaya çıkardığında kambiyo senetleri zaten uzun süredir vardı, İngiltere'de de sarraflara yatırılan paralar için bastırılan makbuzlar banknota dönüşüyordu. Banknot basma uygulaması çok kısa zamanda Avrupa'nın geri kalanına da sıçradı

ve 1720'de Fransa'da kâğıt paranın ilk enflasyonist etkisi görüldü. Çoğu ülkede banknot basma ihtiyacının altında değerli madenleri hırsızlığa karşı korumak olsa da İsveç'in banknota dönmesindeki temel amaç para biriminin, küçük miktarlarda bile taşınmaya elverişli olmayan, ağır, hantal bakır olmasıydı.

İsveç hükümeti 1668'de Riksbank'ın yönetimini aldı, böylece İngiltere Bankası'ndan 26 yıl önce ortaya çıkmış olan Riksbank hâlâ hizmet veren en eski merkez bankası oldu. 1789 yılında Riksbank ilk devlet parasını piyasaya sürdü ve yaklaşık yüz yıl sonra, 1879'da İsveç hükümeti Riksbank'a ülkede para basabilen tek kurum olma ayrıcalığını verdi.

Merkez bankacılığının gelişiminde başka herhangi bir bankadan daha fazla payı olan İngiltere Bankası, Parlamento'dan kurulma iznini 1694'te aldı. Fransa'ya karşı hayli masraflı bir savaşın içinde olan İngiliz Parlamentosu İngiltere Bankası'na hükümet adına borçlanma yetkisi verdi, bu yolla yüzde 8 faizle 1.200.000 sterlin toplamak umundundaydı. Hasılatı borç yükünün hafifletilmesinde kullanılmak üzere, gemilerin tonaj ve nakliyatlarına yeni harç ve vergiler konuldu. Parlamento, pek yüksek olmayan faize karşın olabildiğince çok parayı çekebilmek için bu yeni borçlanmaya katılanlara sermayelerini bir araya getirip 'İngiltere Bankası'nın Koruyucusu ve Şirketi' adı altında birleşme ayrıcalığını tanıdı. İngiltere Bankası'na bu hakkı veren kanun Parlamento'dan çok da kolaylıkla geçmedi. Macauley'e göre bu yasaya karşı çıkanlar bankayı, Oliver Cromwell'in 50.000 askerinden daha tehditkâr bir zorbalık aracı olarak görüyorlardı. Bu muhalifler bankanın parasal çıkarları arazi çıkarlarından üstün tutacağını ve bunun da monarşinin sonunu getireceğini düşünüyorlardı.*

İlk tüzüğe göre banka bir başkan, bir başkan yardımcısı ve 24 yöneticiden oluşuyordu. Bu görevliler, hissedarlar tarafından yıllık olarak seçiliyorlar ve bankanın faaliyetlerini izleyip yönetme sorumluluğunu taşıyorlardı. Bankaya altın ve gümüş külçe ve senet ticareti yapma hakkı verilmişti, ancak mal ticareti yapması yasaklanmıştı, banka sadece ödenmemiş borçların karşılığı durumundaki malları satabilirdi. Bankanın tüzükleri belirlenmiş süreler içindi, ilk tüzük on yıllıktı. Parlamento sürekli olarak yeni, belki de daha düşük faizle borç alabilmek için bu tüzükleri yeniliyordu.

Parlamento'nun 1709'da kabul ettiği İngiltere Bankası tüzüğündeki yeni koşula göre altıdan fazla ortaklı anonim şirketlerin hiçbirisi artık banknot basamayacaktı. Bu, İngiltere Bankası'nın banknot basma tekelini ele geçirmesi yolunda ilk adımdı. Banka 1751'de ulusal borcun yönetilmesinin tüm sorumluluğunu üstlendi, 1780'de ise Londra'da banknot basma tekelini aldı. Daha küçük bankaların mevduatlarının büyük kısmını elinde tutuyor olması İngiltere Bankası'nı Londra'da bankaların bankası konumuna getirdi. İngiltere Bankası artık merkez bankası tanımına uymaya başlamıştı. Aynı dönemde Alexander Hamilton, İngiltere Bankası'nı örnek alarak Birleşik Devletler Birinci Bankası'nın kuruluş teklifini verdi.

Savaş zamanında kamu maliyesinde bir yenilik olarak tasarlanmış olan İngiltere Bankası, Fransız İhtilali ve Napoleon Savaşları dönemlerinde çok değerli merkez bankacılığı deneyimleri edindi. Hükümet, banka yöneticilerinin itirazlarına kulak asmayıp bankaya savaşın finansal ihtiyaçlarını karşılaması için baskı yaptı. Ağır hükümet borçlanması bankanın rezervlerinin tehlike arz edecek kadar düşük seviyelere inmesine neden oldu ve 1797'de banka, Parlamento'nun da onayıyla, banknotlarının değerli madene çevrilmesi uygulamasına son verdi. Parlamento bankayı mevduat sahiplerinin akınına karşı korudu. Banka aynı zamanda madeni para kıtlığına karşı küçük değerli banknotları piyasaya sürdü.

İngiltere Bankası banknotlarının konvertibilitesini resmi olarak kaldıran 1797'deki Banka Kısıtlama Kanunu, geçici bir savaş zamanı uygulaması olarak düşünülmüştü. Ancak ilk başta tasarlananın aksine, bu uygulama sürekli olarak uzatılarak 24 yıl yürürlükte kaldı. Ödemelerin bu şekilde durdurulması, İngiltere'nin dönüştürülemeyen kâğıt standardı ile ilk deneyimiydi ve bu uygulama yirmi yıldan fazla parasal tartışmaların ön sırasında yer aldı. Ödemelerin durdurulduğu dönemde İngiltere Bankası parasal ilişkileri, bir hiperenflasyon sürecinin yaşanmasına neden olmadan yürütebildi; bu, dönüştürülemeyen kâğıt paranın tarihinde önemli bir gelişmeydi. O günlerde enflasyonu kesin olarak hesaplamanın bir yolu yoktu, ancak İngiliz sterlininin diğer yabancı paralar cinsinden değeri kolaylıkla gözlenmekteydi. Yine de 1809 yılında ünlü iktisatçı David Ricardo hükümetin konvertibiliteye dönmesi üzerinde ısrar eden koroya katıldı.⁵

İngiltere’de kâğıt paranın yaratacağı enflasyon tehlikesinin atlatılmasında iki etmen katkıda bulundu. İlk olarak, Londra gelişmiş bir sermaye piyasası merkeziydi, uzun vadeli devlet borçlarını pazarlama gücüne sahipti. İkincisi, Parlamento 1799’da tarihi bir adım atarak gelir vergisi koydu, böylece hükümetin savaş için harcama yapması kolaylaştı. Parlamento’nun vergi gelirini artırmadaki kararlılığı uzun vadeli borçlanma imkânlarıyla birleştiğinde, İngiltere Bankası hükümet harcamalarını karşılayabilmek için enflasyon yaratacak daha fazla banknot basma baskısını daha az hissediyordu. İngiliz hükümeti, kendine ait borçlarda İngiltere Bankası banknotlarının üzerlerinde yazan değerleri kabul etmeyi sürdürerek banknotların değerlerini korumalarına yardım etti.

Napoleon’la çatışmaların yaklaştığı dönemde İngiltere Bankası’nın banknotlarının değerli madenlere konvertibilitesi uygulamasına dönmek üzere olduğu düşünülür. Ne var ki, Napoleon savaşları 1815’te sona erdiğinde de İngiltere Bankası altın rezervlerinde sürekli bir azalmayla karşı karşıya kaldı ve Parlamento’ya konvertibiliteye dönüş kararını ertelemesi için baskı yaptı. Parlamento ancak 1819 yılında, 1823’ten itibaren geçerli olmak üzere, bu dönüşü kabul eden ve İngiltere’yi resmen altın standardına sokacak olan yasayı geçirdi. İngiltere Bankası’nın altın rezervleri çoğalmaya başladı ve Mayıs 1821’de banknotların altına konvertibilitesi tekrar kabul edildi.

Konvertibilitenin geri gelmesinden sonra İngiltere Bankası banknotları, altının kendisi kadar saygı görmeye başladı; taşradaki bankalar rezerv olarak halkın gözünde altınla aynı ölçüde kabul gören İngiltere Bankası banknotlarını tutuyorlardı. Finansal krizler sırasında İngiltere Bankası küçük bankalar için bir likidite kaynağı ve ilk başta karşı çıkmış olsa da en son borç veren merci haline geldi.

1833’teki Banka Tüzük Kanunu ile İngiltere serbest bankacılık eğiliminden tamamen vazgeçti ve banknot basma hakkını İngiltere Bankası’nın elinde toplamaya yönelik tarihsel yoluna tekrar girdi. Kanun, ilk kez diğer anonim ortaklı bankaların Londra’da iş yapmalarına olanak tanıyordu, ancak banknot basma hakkı hâlâ İngiltere Bankası’nın tekelindeydi. Bu kanunla 5 sterlinden büyük İngiltere Bankası banknotları, İngiltere ve Gal-

ler'de yasal para birimi olmuştı, ancak aynı durum İskoçya veya İrlanda için geçerli değildi. Banknotların ilk kez barış zamanı İngiltere'sinde yasal para birimi haline gelmesi, İngiltere Bankası'nın banknotlarının konvertibilitesini koruması kaydıyla geçerliydi. Taşra bankaları artık rezervlerinde altın yerine İngiltere Bankası banknotlarını tutabileceklerdi, böylece finansal ve parasal krizlerde altın rezervlerinin ülke dışına kaçışı engellenebiliyordu. İngiltere Bankası'na olan borç ödemelerinde ise bu banknotlar yasal para birimi olarak kabul edilmiyordu, bu şekilde İngiltere Bankası'na bir altın akışı sağlandı ve tüm altının kasasında toplanmasıyla banka, İngiltere'nin altın rezervlerinin bekçisi haline geldi.

Banka Tüzük Kanunu ayrıca üç ay içinde ödenmesi gereken senetleri tefecilik kanunlarından muaf tuttu ve İngiltere Bankası'nın siyasi nedenlerle kontrol ettiği kısa vadeli bir faiz oranı olan meşhur 'banka oranı'nın gelişimi için bir temel oluşturdu. İngiltere Bankası, banka oranını yükselterek ülkeden altın çıkışını engellemeyi ve ülke dışındaki fonları çekmeyi amaçladı. İngiltere'nin altın rezervlerini korumak için yapılan bu faiz ayarlamaları, altın standardının işlemesi için güçlü bir politika aracı oldu. Kanun aynı zamanda İngiltere Bankası'nın bastığı banknotlar ve altın külçe rezervleri istatistiklerini açıklamasını, Hazine'ye haftalık raporlar vermesini ve *London Gazette*'yi ayda bir bilgilendirmesini zorunlu kıldı. Bankanın bu yeni gücü ve sorumluluğu, banka faaliyetlerinin halka daha fazla açıklanması gerekliliği pahasına kazanılmıştı.

1847 finansal krizinden sonra İngiltere Bankası en son borç veren merci olma ısrarından vazgeçti. Diğer ticari bankalarla rekabet eden bir banka olduğu görüşüne kapılmış ve banka oranını bu rekabete göre ayarlamıştı. 1847 çöküşünün ardından İngiltere Bankası, banka oranlarının diğer bankaların faiz oranlarıyla başabaş gitmesi amacıyla yaptığı ayarlamaların istikrarsızlık yaratan etkilerinin farkına vardı. Fark ettiği bir diğer gerçek de en son borç veren bir mercinin gerekliliği oldu. Banka böylece finans piyasalarında istikrarın sağlanmasının üzerinde durmaya başladı; bunun için en son borç veren merci olma gücünü kullandı ve banka oranını kendi kârını fazlalastırmak değil, ekonominin ihtiyaçlarını karşılamak doğrultusunda ayarladı.

Birinci Dünya Savaşı'nın hemen öncesinde İngiltere Bankası banka oranını ve açık piyasa işlemlerini, piyasa faiz oranlarını denetlemek için son derece etkili araçlar haline getirmişti. Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının faiz oranlarını etkilemek amacıyla tahvil alıp satması yoluyla yapıyordu. Bugün açık piyasa işlemleri merkez bankalarının finans piyasalarını ve ekonomik sistemleri yönetmek için elinde bulunan silahların en önemlileri arasındadır.

Birinci Dünya Savaşı'ndan önce İngiltere Bankası kendisini temel parasal standart olan altın standardının esas bekçisi olarak görüyor ve parasal güvenilirlikte bir mükemmelliği temsil ediyordu. Çoğu ülkenin altın standardının enflasyonist etkisinden şikâyetçi olmasına karşın altın standardına dünya çapındaki bağlılık, ilerleme ile gözlerin kamaştığı bu çağa damgasını vuruyordu. Savaş süresince İngiliz hükümeti de dahil olmak üzere birçok hükümet resmi ya da gayri resmi olarak altın standardını kaldırdı. İngiliz hükümeti, yabancı ülkelerdeki banknotların altına çevrilmesinin önüne geçmek için altın ihracatını yasakladı.

Savaşın bitimiyle altına dönmek, altın standardını geri getirmek için neredeyse uluslararası bir mücadele başladı. İngiltere Bankası başkanı Lord Cunliffe aynı zamanda, ülkede finansal sistemin yeniden yapılandırılması için tavsiyelerde bulunması amacıyla kurulan Cunliffe Komitesi'nin başındaydı. Altın standardını geri getirebilmek için sayısız ekonomik belayla baş edebilen İngiltere, sistemin çöküşünü ancak 1930'larda görecekti.

Bunalım yılları boyunca İngiltere Bankası, altın standardını kaldırmış ama altın standardı sonrası dönemin parasal liderliğini ele geçirememiş hükümet yüzünden yönünü bulmakta zorlanıyordu. İkinci Dünya Savaşı süresince İngiltere, ekonomisini sıkı bir kontrol rejimine soktu ve bunalım yıllarına kıyasla İngiliz ekonomisi hükümetin bu katı yönlendirmeleri sayesinde önemli gelişme kaydetti. Bu gelişme, geniş kapsamlı hükümet katılımının prestijini yükseltti. Savaşın ardından İngiltere'deki seçimlerle İşçi Partisi başa geçti ve yeni hükümet ana sanayileri kamulaştırmaya başladı. Uyguladığı politikalarla bunalımın yaşanmasında bir miktar sorumluluğu olan İngiltere Bankası bu kamulaştırma rüzgârına

fazla direnemedi ve 1946'da kamulaştırılarak Exchequer'in (İngiliz Hazinesi) bir kolu haline geldi.

1957 yılında Parlamento para politikalarını incelemek amacıyla, adını başkanı Lord Radcliffe'ten alan Radcliffe Komitesi'ni oluşturdu. 1959'da Komite, para arzının artış oranını kontrol etmenin fazla önemsenmemesi gerektiği yönündeki bulgularını açıkladı. Rapor, para politikasının amaçlarının para stoku büyüme oranlarının ötesinde tanımlanması ve para politikası uygulamalarındaki bazı kuralların yumuşatılması önerilerinde bulundu.

Kamulaştırılmış İngiltere Bankası'nın etkinliklerinde yer alan güçlü yetkili görevlilerle Radcliffe Komitesi'nin bulgularının bir araya gelmesi, İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde yaşanan yüksek enflasyon oranlarına katkıda bulundu. 1980'lerin sonlarında ve 1990'larda İngiltere'de yaşanan kapitalist devrim, daha önce kamulaştırılmış sanayilerin özelleştirilmesine yol açtı ve İngiltere Bankası'nın da özelleştirilecek bir kurum olabileceği öne sürüldü.

Fransa'nın merkez bankası kurumlarını oluşturma yolunda yaşadığı denemeler ve sarsıntılarla karşılaştırıldığında İngiltere'de merkez bankacılığının gelişiminin pürüzsüz ve sürekli olduğu görülür. Bir merkez bankası özelliklerini taşıyan ilk Fransız bankası 1716'da Banque Generale adıyla kurulmuş ve bu banka 1718 yılında Banque Royale adıyla yeniden yapılanmıştır. Banque Royale öyle bir finansal yıkım yaratmıştır ki yaklaşık bir yüzyıl boyunca Fransa'daki finans kurumları isimlerinde *banque* kelimesini kullanmaktan kaçınmışlardır. Banque Royale, Fransa'da yasal para birimi işlevini gören kâğıt para basan ilk banka olmuştur.

Fransa'da merkez bankası özelliklerini taşıyan bir sonraki kurum, Fransız halkının banka adına daha fazla tahammülü kalmadığı için Caisse d'Escompte adını aldı. 1767'de kurulan Caisse, ticari kâğıtları ve hükümet tahvillerini normalde yüzde 4, savaş zamanında yüzde 5 faiz oranıyla satın almakla yetkiliydi. Madeni para basma tekelini de elinde tutuyordu. Bu kurum başarısız oldu, ancak tanınmış Fransız maliye bakanı Turgot, hükümet kararıyla 1776'da yeni bir Caisse d'Escompte kurdu. Yeni Caisse, hükümetin bankası rolünü üstlenmenin dışında kambiyo senetlerini ve ticari kâğıtları yüzde 4 faizle iskonto etmek, altın ve gümüş ticareti yapmak,

halktan mevduat kabul etmek ve piyasaya faiz getirisi olmayan banknotlar sürmekle de yetkiliydi. Faizli banknot ya da tahvil basması, halktan faizle borç alması, ya da sigortacılık gibi ticari ya da denizcilikle ilgili faaliyetlerde bulunması ise yasaktı, çünkü bunlar Banque Royale'in çöküşünün sorumluları olarak düşünülüyordu.

Caisse d'Escompte, Fransa'yı ihtilalin eşiğine getiren ekonomik kaosu ve finansal iflası yaratan nedenlerden biriydi. Şubat 1783'te, ihtilalden altı yıl önce, paraya çok ihtiyacı olan eski rejim, Caisse'ye 70 milyon livre borç karşılığı 50 yıl boyunca banknot basabilme hakkını verdi; bu para Caisse'nin finansal sermayesinin neredeyse tamamıydı. Ağustos 1783'te Caisse paniğe dönüşen bir güven bunalımıyla karşı karşıya kaldı ve verdiği 33 milyon livre borcu vadesi gelmeden hükümetten geri istedi. Finansal yardımda bulunamayan ve 70 milyonluk borcunun birazını bile geri veremeyen hükümet, banknotların yasal para birimi yapılmasını önerdi, ancak Caisse yönetim kurulu bu teklifi reddetti. Hükümetle içinde olduğu bu sıkı borç ilişkisi, Caisse'nin halk gözündeki güvenilirliğini iyice yok etti ve Ağustos 1788'de tekrar bir panik yaşandı. Bu sefer Caisse 50 milyon livre'nin yarısını madeni para rezervlerinden verdikten sonra banknotlarının değerli madene konvertibilitesini kaldırdı. Hükümet Caisse banknotlarını yasal para birimi olarak ilan etti ve Caisse'nin banknotları iskonto edilmiş ticari kâğıt olarak geri almasına izin verdi.

Bir yanda finansal kriz derinleşirken diğer yanda da Caisse, Temmuz 1789'dan sonra başa geçen ihtilalci hükümet de dahil olmak üzere, hükümetlere fon vermeyi sürdürdü. Fransız İhtilalinin ilk hükümet organı olan Milli Meclis (1789-91), piyasaya kendi kâğıt parasını sürdürdü ve Caisse'ye olan ödemeleri yasal para birimi ilan edilen *assignat* adındaki bu banknotlarla yaptı. *Assignat*, tarihteki en büyük hiperenflasyon döneminin başlamasına neden olmasıyla tanınır. Caisse'yi bir ulusal bankaya dönüştürme önerileri Milli Meclis öncesinde de gündeme gelmişti, ama bir girişimde bulunulmadı. İhtilalin yönetim organları değişse de Caisse hükümetlere fon sağlamayı sürdürdü. Ağustos 1793'te ihtilalci hükümet Caisse'nin varlıklarına el koyarak Fransa'nın bir merkez bankası oluşturma yolundaki ikinci önemli girişimini sona erdirdi; böylece iki girişim de hezimetle sonuçlanmış oldu.

İki yüzyıldır Fransa'nın merkez bankası görevini sürdüren Fransa Bankası 1800 yılında, hükümet tahvillerini alacak bir finans kuruluşuna ihtiyaç duyan Napoleon tarafından kuruldu. O tarihte finans çevrelerinde güvenilirliği kalmamış olan Fransız hükümeti borç bulmakta zorlanıyordu. Yeni kuruluşa 'banka' adının verilmesi de kendi içinde dikkate değer bir durumdu, banka kavramının tüm kredisini tüketen Banque Royale'den bu yana ilk kez büyük bir finans kurumu bu adla anılıyordu. Fransa Bankası, Paris'te banknot basarak finansal varlıklar satın alan bir iskonto bankası olan Caisse des Comptes Courants'ın dağılıp yeniden yapılandırılması sonucu ortaya çıkmıştı. 1802'de Fransız hükümeti, banknot basan bir kurum olarak Fransa Bankası'nın en büyük rakibi konumundaki Caisse d'Escompte du Commerce'i Fransa Bankası ile birleşmeye zorladı. 1803'te hükümet Fransa Bankası'na Paris'te banknot basma tekeli verdi, diğer kurumları belli bir tarihten önce piyasadaki banknotlarını geri çekmekle yükümlü kıldı ve taşra bölgelerinde hükümet izni olmadan banknot basan yeni banka kurulmasını yasakladı. Fransa Bankası 30 milyon livre sermaye ile kurulmuştu, bu rakam 1803'teki parasal reform ile livre'nin yerini frankın almasından sonraki 30 milyon franka eşitti. Halktan düzenli olarak alınan paralar, hükümetin fonları ve dağıtılan Caisse d'Escompte du Commerce'in sermayesi, bu yeni kurumun sermayesi için kaynak oluşturdu.

Kısa süre sonra Napoleon, merkez bankasını hükümet için ucuz kredi sağlayan, satacak başka piyasa kalmadığında düşük faizli hükümet tahvillerini alan ve karşılığını banknot basarak ödeyen bir kurum olarak kullanmanın zorluklarını gördü. 1804'te Fransa Bankası, hükümetin baskılarına dayanamayıp hükümete büyük miktarda borç verdi ve karşılığında piyasaya aşırı banknot sürdü. Napoleon'un madeni rezervleri savaş masrafları karşılığında Almanya'ya gönderdiği söylentileri de güven bunalımını körükleyince Fransa Bankası değerli maden geri ödemelerini kısmen durdurmak zorunda kaldı. Fransa Bankası'nın izlenen yetersiz politikalarda hükümetin baskıcı rolünü gizleyerek yaşanan zorlukların sorumluluğunu üzerine almasıyla banknotları yüzde 10 ila 15 arası değer kaybetti ve 1814 yılında ödemeler bir kez daha kısmen durduruldu. Napoleon sürekli olarak bankanın aşırı düşük faiz oranları uygulamasını destekliyordu; bankanın

iskonto oranları yüzde 4 ile 5 arasında bir değer alıyordu ve bu uygulama yüzyılın ortasına kadar sürdü. Napoleon aynı zamanda bankanın en son borç veren bir merci rolünü üstlenmesi için de destek veriyordu. 1850'lerde Fransa Bankası iskonto oranını bir politika aracı haline getirdi, ülke içine ya da dışına değerli madeni para akışını düzenlemek için bu oranı gerektiği ölçüde düşürüp yükseltiyordu. İskonto oranındaki bir artış, paranın Fransa içinde kazanabileceği faizi yükselterek ülkeden madeni para çıkışını durduruyordu. 1857'de hükümet Fransa Bankası'nı faizlere yüzde 6 üst sınır koyan tefecilik kanunlarından muaf tutarak iskonto oranı ayarlamalarında daha fazla esneklik tanıdı.

İlk başta hissedarlar Fransa Bankası'nın yönetiminden sorumlu bir komite seçmişlerdi. 1806'da ise bankanın yönetimi hükümetin atadığı bir başkan ve iki başkan yardımcısına bırakıldı, böylece hükümetin banka yönetimindeki konumu güçlendi ve yönetim daha etkin çalışır hale geldi. İngiltere ile karşılaştırıldığında Fransa parasal ilişkiler üzerinde çok daha merkeziyetçi bir denetim geliştirmişti, bu durum Fransa Bankası'nın yapılanmasında şubelerin önemine bakıldığında görülebilir. Fransız hükümeti, Fransa Bankası'nın taşra bölgelerinde şube açmasına izin verdi, 1840 yılından sonra da bu bölgelerde banknot basma hakkı olan yeni özel bankaların kurulmasına izin veren yönetmelikleri iptal etti. 1841 ile 1848 arasında Fransa Bankası'nın on beş şubesi taşrada açıldı ve genellikle bu bölgelerde banknot basma tekeli eline aldı. 1900 yılına geldiğimizde dört yüzden fazla Fransız kentinde Fransa Bankası'nın herhangi bir ofisi vardı, bu kentlerden 120'si tam teşekküllü bir şubeye ev sahipliği yapıyordu. Oysa aynı dönemde İngiltere Bankası sadece sekiz şubeye faaliyet gösteriyordu. Eleştirilere göre Fransa Bankası'nın ülke çapında bu kadar yaygın olması ve Fransız para ve bankacılığı üzerindeki sıkı kontrolleri, kredinin varlığını kısıtlamış ve Fransa'nın on dokuzuncu yüzyıldaki iktisadi kalkınmasını yavaşlatmış olabilir. Napoleon'un merkezileşme ve hükümet kontrolü tercihi, Banka'nın gelişimi üzerinde güçlü bir etki yaratmış ve dolayısıyla dünya çapında merkez bankacılığının evrimini de etkilemiştir.

1848'deki siyasi kargaşa içinde Fransız hükümeti Fransa Bankası'na finansal destek için başvurdu. İhtilalin *assignat*'ının kötü anıları yü-

zünden hâlâ tedirgin olan halk ise, kâğıt paranın akıbetinden korkup değerli madenden paraları biriktirmeye başlamıştı. Banknotları madeni para-ya dönüştürme isteğiyle bankalara akın edilmesini önlemeye çalışan Banka, hükümetin koruması altına girdi ve Fransa Bankası banknotları ülke çapında yasal para birimi ilan edildi. Hükümet aynı zamanda Fransa Bankası banknotlarının basılmasını sabit bir miktarla sınırladı. Banknotları kendi bölgelerinde geçerli para birimi olan özel taşra bankaları meydanı Fransa Bankası'na bırakmak zorunda kaldılar; bu da küçük bankaların Fransa Bankası ile birleşmelerine yol açtı, böylece Fransa Bankası banknot basma ayrıcalığını tekeline almış oldu.

Birinci Dünya Savaşı süresince savaşın finansal yükümlülüklerini karşılayabilmek için yardıma ihtiyacı olan Fransız hükümeti, hükümet tahvillerini satın alması ve banknot basması için Fransa Bankası'na bel bağlamıştı. Fransa, çoğu Avrupa ülkesinin yaşadığı Birinci Dünya Savaşı sonrası enflasyon bozgununu, bu enflasyonu yıllara yayarak ve böylece orta sınıfın daha az zarar görmesini sağlayarak atlatabilmişti. Benzer bir savaş finansmanı politikası İkinci Dünya Savaşı süresince de sürdürüldü, banknot miktarı 1940 ile 1944 arasında yüzde 400 arttı. Savaş sonrasında esen kamulaştırma rüzgârının ilk hedeflerinden biri olan Fransa Bankası 1945'te bu rüzgâra teslim oldu.

1993 yılında Fransız hükümeti Fransa Bankası'nın özerkliğini artırmak için bazı tedbirler aldı; Banka, kısa dönemli iktisadi ve siyasi etkilerden arındırıldı, ayrıca işsizliğin azaltılması ve benzeri iktisadi amaçlar yerine fiyat istikrarının sağlanmasına ağırlığını vermesi sağlandı. Günümüzde Fransa Bankası, Avrupa Merkez Bankası (ECB) Genel Kurulu'nda temsil ediliyor ve ECB sermayesinin en büyük katılımcılarından biri durumunda.

Avrupa merkez bankaları sıralamasının göreceli olarak yeni bir üyesi olan Deutsche Bundesbank, Almanya'nın merkez bankasıdır. Bundesbank, 1948'de başlayan kısa bir geçmişe sahip olsa da Almanya'da Birinci Dünya Savaşı'nın öncesine dayanan uzun bir merkez bankacılığı geleneğinin mirasçısıdır. 1948'de Batı Almanya'daki müttefik işgalci güçler, Deutschemark adında yeni bir para birimi çıkardılar ve Nazi Almanya'sının merkez bankası olan Reichsbank'ın yerine de *Landeszentralbank* adın-

da, özerk merkez bankalarından oluşan bölgesel bir sistem getirdiler. Para basma ayrıcalığı sadece Batı Alman merkez bankalarının zirvesinde bulunan Bank Deutscher Lander'e tanınmıştı. Bu banka aynı zamanda en son borç veren merci rolünü de üstlenmişti. Belki de sistemin kusurlarından biri piramitin tabanında yer alan bankaların birbirinden ayrı ve yasal olarak bağımsız yapılar olmasıydı.

Örgütlenmede reform, 1957'deki Bundesbank Kanunu ile oldu. Bu kanun bağımsız *Landeszentralbank*'ların Bank Deutscher Lander ile birleşmesine olanak tanıyordu ve yeni sistemle bu bankalar, tek hissedarı Batı Alman hükümeti olan Deutsche Bundesbank'ın bünyesine katılıyordu. Bundesbank'ın yönetim merkezi Frankfurt'taydı ve Banka buradan her biri yaklaşık elli tane kadar bölgesel şube bankasının faaliyet odağı olan on bir *Landeszentralbank*'a başkanlık ediyordu. Almanya'nın birleşmesi, 1990 yılında Doğu Almanya'daki devlet bankacılığı sisteminin Bundesbank ile bütünleşmesine yol açtı, böylece Almanya'nın para politikalarından sorumlu tek bir merkez bankacılığı sistemi oluştu.

Enflasyon korkusu, yirminci yüzyıl boyunca Alman ekonomisini felce uğratan iki hiperenflasyon görmüş olan Deutsche Bundesbank'ın felsefesini şekillendirdi. Bundesbank'ın kurulmasını sağlayan kanun, dikkat çekici biçimde para stoku ve kredi koşullarını düzenlemenin ve para biriminin bütünleşmesine yardımcı olmanın arkasındaki her türlü ekonomiyle ilgili amacı yok saymıştı. Enflasyonsuz bir ekonomiyi sürdürmek, tam istihdama ulaşmış, hızlı büyüyen bir ekonomiyi sürdürmenin önüne geçmişti. Bundesbank'ın felsefesinin bir özelliği, yöneticilerinin çoğu ülkede merkez bankalarını enflasyonist politikalar uygulamaya itmekle suçlanan milletvekillerinin etkilerinden bağımsız bir halde olmasıydı. Bundesbank'ın politikalarını kararlaştıran en yüksek organ olan Merkez Bankası Konseyi, bir başkan, bir başkan yardımcısı, on bir *Landeszentralbank*'ın genel müdürleri ve sekiz üyeli bir yönetim kurulundan oluşur. Federal Almanya Cumhuriyeti'nin cumhurbaşkanı, Merkez Bankası Konseyi'nin başkan, başkan yardımcısı ve yönetim kurulu üyelerini sekiz yıl süre için görevlendirir. *Landeszentralbank*'ların genel müdürleri de Merkez Bankası Konseyi yönetim kurulunun tavsiye kararının ardından yine cumhurbaşkanı tarafından atanırlar.

Bundesbank'ın örgütlenmesine damgasını vurmuş olan hükümetten özerklik, 1970'lerde çoğu Batı ülkesi enflasyondan zarar görürken Almanya'ya önemli bir avantaj sağladı. Bundesbank tüm dikkatini enflasyonu dizginlemeye vermişken, hükümete daha bağımlı olan diğer merkez bankaları bir taraftan da işsizliği kollamak zorundaydılar ve bu durum çoğu kez enflasyonla mücadeleyi aksatıyordu. Bundesbank hızla Avrupa'nın en güçlü merkez bankası haline geldi ve 1999'da faaliyete geçen Avrupa Merkez Bankası'nın organizasyonunda kilit rol oynadı.

Günümüzde küresel finans piyasaları üzerinde en büyük etkiyi Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi yapıyor. Bu sistem, bölgesel güç odaklarının sürekli olarak direndiği böylesine geniş bir ülke için kabul edilebilir bir bankacılık sistemi bulma çabalarının ürünüdür. ABD'de merkez bankacılığının tarihi George Washington'la başlar. Onun yönetiminin ilk icraatlarından biri, İngiltere Bankası'nın örnek alındığı bir bankacılık kurumu olan Birleşik Devletler Birinci Bankası'nın kurulması oldu. Washington'un Hazine Bakanı ve *Federalist Yazılar*'ın yazarlarından biri olan Alexander Hamilton, İngiliz kurumlarına bağlılığıyla tanınıyordu; bu, bazı Amerikan devrimcilerinin düşüncelerine pek uymuyordu. Thomas Jefferson'un muhalefetine rağmen Hamilton, Washington'u Birleşik Devletler Birinci Bankası'nın kurulması için verilen yasa tasarısını imzalamaya ikna etti. 1791'de de bu yasa tasarısı kanunlaştı.

Aralık 1790'da Hamilton Kongre'ye Birinci Banka'nın kuruluşuna izin veren yasanın çıkarılmasını isteyen bir rapor göndermişti. Hamilton'un fikirlerinin çoğunu İngiltere Bankası'nın İngiliz ekonomisinde oynadığı rol şekillendiriyordu.⁶ Hamilton bankanın dolaşımdaki banknot miktarını artıracığını, kolonilerdeki para kıtlığına çözüm olacağını ve ayrıca kısa dönemli sermayenin yükseltilmesinde ve ulusal borcun yabancı sahiplerine yapılan ödemeler sonucu ortaya çıkan döviz alışverişlerinde Amerikan hükümetinin işini kolaylaştıracağını iddia ediyordu. Bu öneri, sıcak bir tartışmayı alevlendirdi, bazı Kongre üyeleri, Anayasa'nın kendilerine bu tür hakları tanıma gücü vermemiş olmasına dayanarak bu teklifi kabule yanaşmadılar. Anayasal haklarla ilgili tartışmaların sürmesi, Birinci Banka'ya yöneltilen eleştirileri güçlendirdi ve

1811'de süresinin Kongre tarafından uzatılmaması sonucu Birinci Banka'nın kapanmasına yol açtı.

Birinci Banka, merkez bankası işlevini yerine getirdi; banknotların değerli madeni paraya konvertibilitesini sürdürebilmek için ticari bankalar üzerindeki baskılarını farklılaştırarak para arzını ve kredi koşullarını kontrol etti. Değişen derecelerde sertlikle, eline geçen banknotları onları basan ticari bankaya değerlerinin ödenmesi için geri gönderiyordu. Para enflasyonuna karşı bir siper görevi gören Birinci Banka büyük ticari bankaların desteğini kazanmıştı, ancak küçük şehir bankalarının muhalefeti halk desteğinin büyük oranda azalmasına yol açıyordu.

Birinci Banka halka açık bir şirketti ve hissedarlarına karşı sorumluydu. Hisselerinin beşte dördü, büyük kısmı yabancı yatırımcılardan oluşan özel sektöre aitti, beşte biri ise Amerikan hükümetinindi, bu şekilde hükümetin banka politikaları üzerinde etkisi çok kısıtlı kalıyordu. Birinci Banka'nın görev süresinin uzatılmasına yönelik yasa tasarısı 1811'de Kongre'nin gündemine gelince, Başkan Yardımcısı'nın karşı oyu yüzünden tasarı bir oy farkla Temsilciler Meclisi'nden geçemedi.

Daha sonraları pek çok nedenden dolayı hükümet Birinci Banka'nın düzenleyici işlevini arar hale geldi. 1814'te, 1812 Savaşı'nın bitmesinden altı ay önce, savaş ekonomisi koşulları altındaki finans sisteminin acil ihtiyaçlarını bahane gösteren ticari bankalar banknotların madeni paraya çevrilmesine son verdiler. Savaşın ardından finans sistemini yeniden kuvvetli bir hale getirmek isteyen hükümet kendini, ticari bankalara madeni paraya konvertibilite uygulamasını yeniden başlatmaları için baskı yapacak araçlardan yoksun bir halde buldu. Uygulamaya yönelik ihtiyaçlar, Birinci Banka'ya yönelik anayasal itirazların önüne geçmeye başladı ve 10 Nisan 1816'da Başkan Madison Birinci Banka'ya çok benzeyen yeni bir bankanın kurulmasını sağlayacak yasayı imzaladı. Bu bankaya Birleşik Devletler İkinci Bankası denilecekti.

Amerikan hükümeti yine bankanın beşte bir hissesine sahipti, bu şekilde hükümet bankanın yönetiminden sorumlu 25 yöneticinin beşini atama hakkına sahipti, ancak bankanın tüzüğündeki şartlar büyük hissedarların oy hakkını kısıtlıyor ve yabancı hissedarlara da oy hakkı tanımıyor-

du. İlk başlarda İkinci Banka kötü yönetiliyordu; yatırımcıların İkinci Banka hissesi almaları için onlara borç veriliyor (hisseler borcun teminatı olarak kullanılıyor) ve banka çalışanlarının banka hisseleri üzerinde spekülasyon yapmalarına göz yumuluyordu. Başka bankaların banknotlarının madeni para karşılıklarını talep etmekte çok yavaş davranıyor ve kendi banknotlarının karşılıklarının ödenmesinin iptalinden hiç kaçınılmıyordu. En sonunda 1823'te İkinci Banka'nın başkanlığına, bir merkez bankasının kamusal sorumluluklarını hissedarlarının kârını en yüksek düzeye çıkarma amacının önünde tuttuğu sürece iktisadi ve finansal sistemin yönetiminde oynayabileceği rolün çok iyi farkında olan Nicholas Biddle geçti. Onun yönetiminde İkinci Banka dolaşımdaki para stokunu kontrol etti ve dolaşıma daha fazla madeni para sürmek için verdiği borç miktarını yükseltti. Ticari bankaları, talep edildiğinde banknotlarının karşılığını vermek zorunda bırakan uygulamalar, 1828'de başkan seçilen Andrew Jackson'un siyasi tabanı olan Batı ve Güney bölgelerindeki bankaları öfkeliendirdi. Batı ve Güney'deki bankalar genellikle madeni para rezervlerinin karşılayabileceğinden fazla miktarda banknot basmaya eğilimliydi. İkinci Banka'ya karşı muhalefetin güçlendiğini gören Biddle ve danışmanları yürürlükteki tüzüğün süresinin dolmasına dört yıl kala, 1832 yılında, Kongre'ye Banka'nın süresini uzatacak yeni tüzüğü onaylaması için başvurdu. İkna gücüne güvenen Biddle, muhalefet ikinci tüzüğün onaylanmasını engelleyebilecek bir güce ulaşmadan Kongre'nin Banka'nın süresini uzatmasını umut ediyordu. Tasarı, Temsilciler Meclisi ve Senato'dan geçti, ancak Başkan Jackson'un vetosuyla karşılaştı. Jackson, halk tarafından seçilmeyen ya da halkın seçtiği temsilciler tarafından atanmayan yöneticilerin elinde çok fazla güç olduğu gerekçesiyle Banka'yı eleştirenlerin yanında yer almıştı. İkinci Banka, 1836'da süresi doluncaya kadar görevini sürdürdü.

Birleşik Devletler İkinci Bankası ortadan kalkınca ABD, her eyalette farklı kanunun uygulandığı bir serbest bankacılık deneyimi yaşamaya başladı. Normalde bir merkez bankası tarafından karşılanan ihtiyaçlar için kamusal ve özel tasarımlar ortaya çıktı. Boston'da Suffolk Bankası 1819 yılında Suffolk Sistemi'ni kurdu. 1824'te Boston'daki altı bankayı daha içine alan bu sistem, o bölgedeki küçük bankaların katılımcı yedi Boston bankasında

5.000 dolar rezerv tutmalarını gerekli kılıyordu. Rezervler tek bir bankada tutulabileceği gibi, yedi bankaya dağıtılmış şekilde de olabiliyordu. Rezerv hesapları, Boston bankalarının banknotlarını her zaman madeni paraya çevirebileceklerini garanti ediyordu. Büyük ölçüde Suffolk Sistemi sayesinde Boston'un içinde bulunduğu New England eyaleti, 1825 ve 1860 yılları arasında ABD'nin en güçlü ve güvenilir para biriminin sahibiydi.

1837 Paniği'ni izleyen bunalım yıllarında Louisiana eyaleti Forestall Sistemi'ni uygulamaya koydu. Hükümet tarafından desteklenen bu sistem, bankaların piyasaya sürdükleri banknotların yüzde 30'u kadar madeni para rezervi tutmalarını zorunlu kılıyor ve 90 günden uzun süreli tüketici kredilerinin verilmesini yasaklıyordu. 1857'de yaşanan panikte ülkedeki bankaların tümü ödemelerini durdururken, Louisiana bankaları Forestall Sistemi'nin başarısını kanıtlar şekilde banknotlarını madeni paraya çevirmeye devam ettiler.

Merkez bankacılığı sistemini benimsemeden serbest bankacılık sisteminin bazı kusurlarını düzeltmek isteyen Kongre, 1864 yılında, banknot basan ulusal bankaların ulusal tüzüklerle yönetilmesini sağlayacak bir sistem getiren Ulusal Bankacılık Kanunu'nu yürürlüğe koydu. Bu sistemde tüm ulusal bankalar piyasaya devlet tahvilleri karşılığında Para Denetim Kurumu'ndan temin ettikleri birbirinin aynı banknotları sürüyorlardı. (Serbest bankacılık sisteminde her banka kendi banknotunu kendisi basıyordu ve banknotların karşılığı sadece onları basan bankadan alınabiliyordu.) Ulusal Bankacılık Kanunu ülkeye farklı iskonto oranlarıyla işlem gören sayısız eyalet banknotları yerine tek bir para birimi sistemini getirdi. Başka yönetmelikler de eyalet banknotlarına vergi koyarak ABD'de bu tür paraların kullanılmasına son verdi.

Ulusal bankalar sisteminin yapısında var olan, belki de sistemin yıkılmasına yol açan zayıflık, bir rezerv bankaları hiyerarşisi yapısının olmasıydı. Küçük bankalar, rezervlerinin bir kısmını karşılıkların ödendiği merkezler halindeki on sekiz büyük şehirdeki bankalardaki hesaplarında tutuyorlardı. Karşılıkların ödendiği bu merkezlerdeki bankaların rezervlerinin bir kısmı da New York bankalarındaki hesaplardaydı. Bu şekilde sistem tehlikeli bir rezerv piramiti oluşturuyordu ve piramitin tepesinde de en bü-

yük hisse senedi ve tahvil piyasalarına ev sahipliği yapan New York şehri vardı. New York bankalarında rezerv olarak tutulan fonlar New York para piyasasına akıyor ve borçlanma yoluyla alınan hisselerin finansmanı için ayrılan yedek sermayenin parçası oluyorlardı. Tarımsal üretimdeki dalgalanmalar ya da tarımsal bölgelerdeki herhangi bir ekonomik karışıklık sonucu rezervlerin ani bir şekilde New York'tan çıkması, New York para piyasasındaki fonların kuruması ve kredi karşılığı alınan hisselerin çok düşük fiyatlara satılmak zorunda kalmaları riski vardı. Bu zorunlu satışlar çoğu kez hisse senedi piyasalarında bir çöküşü tetikleyebilir ve bu da kolaylıkla ülkeyi büyük bir ekonomik krize itebilirdi.

Tekrarlayan krizlerin yarattığı kaygılar ABD'nin merkez bankacılığı modeline geri dönmesine yol açtı. 1913'te Kongre, Merkez Bankası Kanunu'nu hayata geçirdi. Bu, Woodrow Wilson yönetiminde gerçekleştirilen sayısız iktisadi reformdan biriydi. Bu kanunla, adını merkez bankalarının ticari bankalar adına rezerv tutma rollerinden alan Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi (Federal Rezerv Sistemi) kuruldu. Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi, New York, San Francisco, Dallas, Atlanta ve Denver gibi ABD'nin değişik bölgelerinde faaliyet gösteren on iki bölgesel merkez bankasından oluşur. New York Merkez Bankası, bu sistemin en büyük ve en önemli bankasıdır, ancak bankalardan hiçbiri diğerlerine göre daha baskın bir rol üstlenmemiştir. ABD'nin merkez bankacılığı sistemini hayata geçirmeyi sürekli ertelemesinin bir nedeni, bu kurumun New York'ta olacağı, böylece ülkenin finansal ilişkilerinde Wall Street'in egemenliğinin güçleneceği ve diğer eyaletlerin bu duruma direnecekleri korkusuydu. Tek büyük merkez bankası yerine bölgesel merkez bankaları sistemi bu korkuyu bertaraf etti.

Sistemin en tepesinde ABD para politikalarından sorumlu organ olan Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi Yönetim Kurulu bulunur. Kurul, her biri on dört yıl süre için görevlendirilmiş yedi üyeden oluşmuştur. Görev süreleri birbirleriyle çakışmayacak şekilde düzenlenmiştir, öyle ki her iki yılda bir üyelerden birinin süresi dolar. Atamaları Senato onayıyla ABD Başkanı yapar. Görev sürelerinin bu şekilde düzenlenmesi, kurulu siyasetin etkilerinden uzak tutmak içindir; böylece, en fazla sekiz yıl görevde

kalabilecek ABD Başkanının kurulu belli bir görüşe ve siyasi ilişkilere bağlı kişilerle doldurmasının önüne geçilmiştir. Yönetim Kurulu Başkanı ise yine Senato onayıyla ABD Başkanı tarafından dört yıl süre için atanır. Bir Yönetim Kurulu Başkanı, bankacılık ve finans piyasalarında güven oluşturmuşsa, bu göreve yeniden atanabilir. Para politikalarının siyasi etkilerden arındırılmış olması, siyasetçilerin enflasyon yaratan politikalar izleme eğiliminde olduklarını düşünenlerin korkularını yatıştırmıştır. Açık piyasa işlemleriyle ilgili kararlar Federal Açık Piyasa Komitesi'nde verilir. On iki üyeli bu komite, Yönetim Kurulu'nun yedi üyesi ve bölgesel merkez bankalarının başkanlarının beş tanesinden oluşur. On iki merkez bankasının başkanları Federal Açık Piyasa Komitesi'nde sırayla görev yaparlar.

Yönetim Kurulu, üyeleri hükümet tarafından atanan bir kurum olsa da her merkez bankası, Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi'nin üyesi olan ticari bankalardan oluşur. Merkezi hükümetten bankacılık izni alan ticari bankalar sisteme katılmak zorundadırlar, eyalet hükümetlerinden izin belgesi alan ticari bankalar ise kendi istekleriyle sisteme katılabilirler. Her merkez bankası kendi bölgesindeki ticari bankalar için bankaların bankası görevini yapar. Açık piyasa işlemlerini New York Merkez Bankası yapar.

Yönetim Kurulu'nun siyasetten yalıtılmış olması, Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi'nin 1980'ler boyunca azimli bir şekilde enflasyon karşıtı politikalar yürütmesine olanak tanıdı, ancak bu politikalar Amerikan ekonomisini 1930'lardan beri yaşadığı en büyük durgunluğa itti. ' 1980'lerin sonlarına geldiğimizde istikrarlı fiyatlar ve refah geri dönmüştü. 1990'larda tüm dünyada merkez bankaları ve hükümetlerin enflasyonist olmayan para politikaları arayışında olması Amerikan dolarını dünyanın neredeyse her yerinde standart para birimi yaptı. Özellikle Latin Amerika'da hükümetler kendi para birimlerini belli bir dolar miktarına sabitlediler.

Amerika Birleşik Devletleri'nin merkez bankacılığı uygulamasına son vermesinden otuz yıl kadar önce, iktisadi ve finansal sisteminin feodal geçmişinden kurtulup modernleşmeye çalışan Japonya, Avrupa merkez bankalarını örnek alarak Japonya Bankası'nı kurdu. Feodal Japonya'nın para arzı, altın ve gümüş sikkelerden ve feodal beylerle tüccarların piyasaya sürdükleri sayısız kâğıt paradan oluşuyordu. Kâğıt paraların güvencesi al-

tın ve gümüşten çok, pirinç stoklarıydı. 1868'de girilen Meici dönemiyle Japonya, Batılı anlamda bir iktisadi kalkınma yolunda hızla ilerlemeye başladı. 1872'de Japon hükümeti, ABD'nin bugünkü merkez bankacılığı sisteminden önce uyguladığına benzer bir ulusal bankacılık sistemi getirdi. Bu sistemde banknotlar değerli madenlere çevrilebiliyordu ve bankalar banknotlarına teminat olarak ellerinde hükümet tahvilleri tutuyordu, bu durum da bankaları hükümet tahvillerinin hazır müşterisi yapıyordu. 1877'de Japon hükümeti bir isyanın bastırılmasını finanse etmek için ticari bankaların dönüştürülemeyen kâğıt para basmalarına izin verdi ve böylece 1881'e kadar sürecek şiddetli bir enflasyon dalgasına yol açtı.

1881'de Japonya Maliye Bakanı, merkez bankası modellerini incelemek için Avrupa'yı dolaştı. Japon Bakan, en gelişmiş kurum olarak Belçika'nın 1850 yılında merkez bankası olarak kurduğu Belçika Ulusal Bankası'nı gördü. Bu banka, 1882'de yürürlüğe giren Japonya Bankacılık Kanunu ile kurulan Japonya Bankası'nın modeli oldu. Japonya Bankası, özel bir anonim şirket olarak örgütlenmişti ve hisselerini satarak sermayesini artırıyor. Sermayesinin yarısını hükümet sağlamıştı, bu nedenle Japon hazinesi bankanın politikaları üzerinde güçlü bir etkiye sahipti. Hükümet, Japonya Bankası başkanını atıyor, bankanın faaliyetlerini ve yönetimini denetliyordu.

Japonya Bankası, kuruluşundan itibaren banknot basma tekeline sahipti ve ticari bankalara en son borç veren merci olma görevini sürdürdü. Dönemsel ve bölgesel dalgalanmaların önüne geçme konusunda sorumluluk almıştı, bu amaçla elinde değerli madeni para rezervi tuttu, uluslararası ticareti finanse etti ve hükümetin finansal temsilcisi gibi hareket etti. Japonya Bankası banknotları 1897'ye kadar gümüşe dönüştürülebiliyordu, bu tarihte Japonya, Çin'den büyük miktarda savaş tazminatı alıp altın rezervlerini önemli ölçüde güçlendirince altın standardına geçti. Çoğu Batı ülkesi 1875 ile 1900 arasında altın standardına geçmişken, Japonya haricindeki Uzakdoğu ülkeleri 1930'lardaki Bunalım değerli maden standartlarını tamamen ortadan kaldırıncaya dek gümüş standardında kaldı.

Japon toplumu, modern bankacılığın gelişimine çok çabuk ayak uydurdu. Değerli madeni paraların toplam para arzı içindeki oranı 1868'de yüzde 75 iken 1882'de yüzde 20'ye düştü. Banka mevduatları 1882'de para

arzının yüzde 7'sini oluştururken bu oran 1914'te yüzde 44'e yükseldi ve böylece Japonya hızla parasallaşmış bir ekonomi olma yoluna girdi. 1997 yılında Japon Parlamentosu, hükümetin Japonya Bankası'nın özerkliğini tanıdığı Japonya Bankası Yasasını geçirdi. 1998'de ise Banka, faaliyetlerini daha etkili hale getirecek ve bazı emlaklar gibi gerek duymadığı varlıklarının sayısını azaltacağı bir yeniden yapılanma programını benimsedi.

Avrupa Birliği ülkelerinin liderlerinin 3 Mayıs 1998'de Avrupa Para Birliği'nin kurulmasını kararlaştırmaları, Avrupa'da yeni bir merkez bankasının, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) doğmasına yol açtı.⁸ ECB, 1 Ocak 1999'da parasal birliğin ortak para birimi olan Euro'yu hayata geçirdi. ECB, sekiz yıl süreyle görev yapan bir başkan, bir başkan yardımcısı ve Almanya, İtalya, İspanya ve Finlandiya temsilcilerinden oluşan dört üyeli bir kurul tarafından yönetilmektedir. Bankanın ilk başkanı, Hollandalı Wim Duisenberg, göreve geldiğinde dört yıl sonra çekileceğine ve yerini Fransız Jean-Claude Trichet'ye bırakacağına söz vermiştir. Bir başka Fransız, Christian Noyers başkan yardımcılığı görevini sürdürmektedir.

ECB, birlikteki her ülkenin memnun olacağı tek bir Avrupa faiz oranı ile tüm Avrupa'nın para politikasını yürütmek gibi zor bir görevle karşı karşıyadır. Halen on bir ülke* (Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Portekiz, Belçika, Lüksemburg, Hollanda, Avusturya, Finlandiya ve İrlanda) ECB'nin temsil ettiği yeni parasal birliğin içindedir.

Merkez bankacılığı sisteminin tüm dünyada kabul görmesi, küreselleşmeye doğru gidişi hızlandırmıştır. Küresel ekonominin büyük finans merkezleri New York, Londra, Tokyo, Frankfurt ve Paris, finans piyasalarının ve ekonomik sistemlerin sürekli nabzını tutan, istikrarın ve büyümenin sağlanması için gerektiğinde tepki veren merkez bankalarına ev sahipliği yapmaktadır. Merkez bankaları birbirleriyle iletişim halindedirler ve benzer amaçlara ulaşmak için benzer yöntemleri benimserler.

* Kitap 1750-2000 arasını kapsamaktadır, bu nedenle Euro'yu 2001 yılında benimseyen Yunanistan listede yoktur. Şu anda Avrupa Para Birliği'nde 12 ülke vardır. -ç.n.

DÜNYA PARA BİRİMLERİNİN DOĞUŞU

Neredeyse para ve döviz piyasalarının ortaya çıkışından bu yana belli paralar ve para sistemleri, uluslararası ticaretin işlemlerini kolaylaştıran ve bugünkü küreselleşme yarışını doğurmuş olan iktisadi ortamı besleyen bir çeşit uluslararası para mertebesine yükselmiştir. Pers İmparatoru Dara'nın anısına çıkarılan ve adı İncil'de geçen 'Dareikos'lar, milattan önce altıncı ve beşinci yüzyıllar boyunca Ortadoğu ticaretinde önemli rol oynamıştır. O tarihlerde Atina'daki gümüş standardının temel parası olan 'Baykuş'* Akdeniz ticaretini elinde tutuyordu. Arnold Toynbee'nin de belirttiği gibi, Atina Baykuş'u Atina'nın bağımsız bir devlet olarak varlığının sona ermesinden sonra bile dünyanın uzak köşelerinde dolaşımda kalmayı sürdürmüştür.1 Büyük İskender'in sikkeleri, Atina parasının yerini alıp zamanının uluslararası parası olmuştur. Bu sikkeler, İngiltere'de bulunan en eski paralar arasındadır. I. Konstantin'in çıkardığı 'solidus'lar Bizans hükümetinin güçlü para politikaları sayesinde tanınır hale gelmiş, Ortaçağ uluslararası para sistemini yönlendirmiştir. Bu altın sikkenin saflığını ve ağırlığını yaklaşık 1.000 yıl korumuş olması, bugün bile bir rekordur.

Ortaçağ boyunca altın sikkeler ve gümüş sikkelerin çoğu ortadan kalkarken bile solidus işlem gören bir para olmaya devam etti. MS 755 civarında, Charlemagne'ın babası Kısa Pepin, ilan ettiği Karolenj Reformu ile on sekizinci yüzyılın sonuna kadar Avrupa'da egemen olan ve etkileri yirminci yüzyılda bile hâlâ hissedilebilen bir para sistemi kurdu. Reform bir gümüş standardı getiriyordu, temel birim bir pound (373 gram) gümüştü ve 20 şiline ya da 240 peniye eşitti. Bunu izleyen 300 yıl boyunca gümüş peni Avrupa'da basılan tek para oldu. Pound ve şilin hayalet para gibiydi, piyasada dolaşıma girmiyor, defter tutmada ve borç hesaplamalarında kullanılıyorlardı. '2.400 peni' yerine '10 pound' yazmak daha kolaydı.

* Yunan şehir devletleri bastıkları paraların üzerine kendi simgeleri olan hayvanların resmini basıyor ve paralar bu hayvanların isimleriyle anılıyordu. -ç.n.

Charlemagne arkasında tüm Batı Avrupa'yı etkisi altına almış bir Karolenj sistemi bıraktı. Norman fetihleri Karolenj sistemini İngiltere'ye taşıdı ve bu pound-şilin-peni ilişkisi burada 1971'e kadar varlığını sürdürdü. Pound'un Latince karşılığı hem İtalyan liretine hem de Fransız livresine isim verdi. İtalyan para birimi hâlâ lirettir. Fransız livresine ise Fransız İhtilali'ne kadar kullanıldı ve İhtilalin ardından gelen ondalık para sistemi ile yerini franka bıraktı. Fransız Karolenj sisteminde 1 livre 20 sol'a, 20 sol ise 240 denier'e eşitti. Napoleon yönetimindeki Fransız İmparatorluğu, ondalık para sistemini yaygınlaştırdı, böylece bugünkü İsviçre ve Belçika franklarının temelini atmış oldu.

Peninin değeri zamanla düşürüldü, 240 peninin içindeki gümüşün ağırlığı 1 pounddan az hale getirildi. Bu uygulama Karolenj İmparatorluğu'nun yıkılışından sonra daha da hızlandı. İtalya'daki çoğu şehir devleti daha büyük değerlerdeki gümüş sikkeler basmaya başladı.

Ortaçağ'ın sonlarına doğru Avrupa paraları uluslararası ticarette yeniden önemli bir rol oynamaya başladılar. 1252'de Floransa 3,53 gram ağırlığında saf altından, adını paranın bir yüzünde resmi bulunan fleur-de-lis'ten alan florini piyasaya sürdü. On üçüncü yüzyılın ikinci yarısı ve on dördüncü yüzyılın ilk yarısı boyunca florin, aynı İkinci Dünya Savaşı sonrası dolar gibi, uluslararası ticaretin tek hâkimiydi. Floransa hükümeti de zaten florini uluslararası para birimi olması için çıkarmıştı. Daha sonra gelen pek çok uluslararası para birimi gibi florin de başarısının bir kısmını temsil ettiği ekonominin gücüne ve genişlemesine borçluydu. Floransa hem altın hem de gümüş paralar çıkardı, ancak altın paralar uluslararası tüccarlar, sarraflar, kumaş ve ipek üreticileri ve kürkçüler gibi florinle iş yapmaya ve defter tutmaya yetkili kişiler için saklanıyordu. Perakende ticaret, ücret ödemeleri ve küçük çaplı alımlar gümüş paralarla yapılıyordu. Hükümet, defalarca altın ve gümüş arasındaki alım satım oranını sabitlemeye çalıştı, ancak her seferinde piyasa güçlerine yenik düşerek başarısız oldu.

On beşinci yüzyıl boyunca Venedik'in altın parası duka, dünya ticaretinin uluslararası para birimi olma sıfatını florinden aldı. Diğer hükümetlerin taklitlerini basmaya başlamaları ve Floransa hükümetinin daha hafif yeni florinler basması florinin bir uluslararası para olarak itibarının

kaybolmasına neden olmuştı. 1284'te piyasaya çıkarılan Venedik dukası, florinden hemen sonra hem Hıristiyan hem de Müslüman ülkelerde itibar gören bir para haline geldi, ayrıca para reformunun gerçekleştiği her yerde standardı belirleyen para birimi oldu. Duka, Memlük eşrefiyesi, Osmanlı altını ve Kastilya dukası için örnek oluşturdu. Venedik dukası bu başarısını kısmen Venedik hükümetinin parasının sağlamlığını korumaya olan kararlılığına borçludur. 1284 yılındaki ortaya çıkışından 1797'de Venedik Cumhuriyeti'nin yıkılışına kadar altın dukanın ağırlığı 3,5 gramda, saflık oranı ise 0,997'de kalmayı başardı.

Venedik'in siyasi tarihi hükümetlerin finansal zorluklar yaşadıkları zamanlarda paranın değerini düşürmenin cazibesine kapılmadan para birimlerinin sağlamlığını koruyabilmeleri için ellerinde bulunan güçleri göz önüne serer. Feodal monarşiler, askeri amaçlı ve saray masrafları için olan harcamalarda sık sık aşırıya kaçtıkları ve soylu aristokratları vergi yükünün büyük kısmından muaf tuttukları için hükümet harcamalarını karşılayabilmek için paralarının içindeki değerli maden miktarını düşürüyorlar ve daha fazla para basıyorlardı. Venedik'te toprak sahibi aristokrasi siyasi gücünü ve toplumsal prestijini Venedik'in uluslararası ticaretteki özel yerini korumak için çalışan soylu tüccar ailelerine kaptırdı. Venedik'i yöneten tüccar oligarşisi, değerini sürekli olarak koruyan güçlü bir para birimini ülkeyi uluslararası ticaretin yoğunlaşacağı bir finans merkezi yapmanın bir yolu olarak görüyordu. Güçlü para, Venedik'in ticaretteki adaletinin bir simgesiydi. Parasını korumak isteyen Venedik, darphanelerde sadece kendi vatandaşlarının çalışmalarına izin veriyordu, yabancıların taklit edilebilir para basma kalıplarına ulaşmaları tamamen engellenmişti. Duka taklit eden hükümetler, Venedik hükümetinin gazabına uğruyordu.

Yeni Dünya'daki değerli madenlerin bulunmasıyla İspanyol parası öne çıktı, özellikle *de a ocho reales*, 'sekizin parçaları' adındaki gümüş para Amerikan dolarının ve Meksika pesosunun atası sayılabilir. Sekizin parçaları ABD'de İspanyol doları adıyla anılıyordu ve Cumhuriyet'in İç Savaş öncesi döneminin büyük kısmında bu ülkede yasal para olarak kullanıldı. Kolomb'un batıya doğru giderek Hindistan'a ulaşma girişimini finanse etmeleriyle tanıyan İspanyol hükümdarlar Fernando ve Isabel, *de a ocho reales*'i İspanya'nın

tek bir para sistemine kavuşması için piyasaya sürdü. V. Karl İspanyol para sisteminin Avrupa'ya yayılmasını sağladı; sekizin parçaları, Bohemya ya da Saksonya talerleriyle aynı değerdedi. Taler, ABD'de dolar adını aldı.

Peru ve Meksika'daki zengin gümüş rezervleri İspanya'nın dünya ticaret sistemine sürekli bir real akışıyla katılmasına olanak sağlıyordu. Mexico City dünyanın en büyük darphanesine ev sahipliği yapıyordu ve burada arkasında Herkül Sütunları'nın* resmi olduğu için 'sütunlu dolar' diye anılan para basılıyordu. Bu paranın bir amacı da Yeni Dünya'yı tanıtmaktı, parada Akdeniz'i Atlantik Okyanusu'na bağlayan Herkül Sütunları'nın bulunması ise Yeni Dünya'ya açılan kapıyı anlatıyordu. Doları simgeleyen '\$' işareti de sütunları temsil eden dikey çizgi ya da çizgilerden ve bir sütunda asılı duran bayrağı temsil eden S simgesinin birleşmesiyle ortaya çıkmıştır.

Onaltıncı yüzyılın sonuna doğru İspanyol paraları, özellikle de sekizin parçaları, önde gelen uluslararası para birimi olarak ortaya çıktı ve bu durumu on yedinci ve on sekizinci yüzyıllar boyunca sürdürerek Uzakdoğu, Akdeniz ve Yeni Dünya arasındaki uluslararası ticareti egemenliği altına aldı. On dokuzuncu yüzyılda İngiliz sterlini İspanyol realinin yerini alarak önde gelen uluslararası para birimi oldu, ancak sekizin parçalarının Meksika'daki hali, yani 1821'de Meksika'nın İspanya'dan ayrılıp bağımsızlığını ilan etmesiyle ortaya çıkan peso, on dokuzuncu yüzyıl boyunca Uzakdoğu'da sıkça kullanılan bir para olarak kaldı.

Pound, ya da sterlin, Avrupa'daki sömürge imparatorlukları arasındaki ticaretin uluslararası para birimi rolünü üstlenmişti. Bu imparatorluklar iç ticaretlerini kendi para birimleriyle yapıyorlardı; Fransa ve Fransız sömürgeleri arası ticaret Fransız frangı ile, Almanya ve Alman sömürgeleri arası ticaret Alman markı ile yürütülüyordu. Kıta Avrupası'nın para birimleri sterlinin Avrupa kıtasındaki ülkeler arasındaki en güçlü para olmasını zorlaştırıyordu, ancak sterlin sömürge imparatorluklarının birbirleriyle yaptıkları, örneğin Fransız sömürgeleri ile İngiltere ya da Almanya arasındaki ticarete egemen olan uluslararası para birimi haline geldi.

* Cebelimark Boğazı'nın girişini belirten kayalık burunlar -ç.n.

On dokuzuncu yüzyılda İngiltere para sisteminin gururu *sovereign* adındaki, yirmi şiline ya da bir pounda eşit olan altın paraydı. Sovereign ve yarım sovereign Birinci Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar yürürlükte kaldı. Bu paranın altın olmasının nedeni İngiltere'nin 1816'da yasal olarak altın standardına geçmiş olmasıydı, bu uygulamayı başlatan Lord Liverpool Para Kanunu 8 gram altın içeren ve yirmi şilin değerindeki altın paraların çıkarılması için oluşturulmuştu. Sovereign, madeni paraların ticaretin ihtiyaçlarına daha kolayca uyabilen kâğıt paralara boyun eğmesinden önce uluslararası para birimi olarak kullanılan son madeni para oldu.

İngiltere, Sydney ve Bombay'daki darphaneler tüm dünyaya sovereign arz ettiler. Güçlü bir talep bu paraların İngiltere'yi terk edip yabancı ülkelere kaçmasına neden oldu. Sovereignin değeri döviz piyasalarında her düştüğünde spekülâtörler sovereign alıyor, onları eritip altın külçeler yapıyor ve bu külçeleri de İngiliz darphanelerine satıyorlardı. İngiliz yetkililerin dünyaya madeni para arz etmenin yükü altına girmeyi onaylamadıkları biliniyordu, ama aynı zamanda bu yetkililer dünya çapında uluslararası ticareti destekleyen güçlü bir para birimine sahip olmanın getirdiği ticari avantajların da farkındaydılar.

1914 yılında altın paraların İngiltere'deki dolaşımı durdu. Birinci Dünya Savaşı'nın ardından sovereign düzenli olarak enflasyona karşı bir korunma aracı olarak basılıyordu, ancak hiçbir zaman yeniden piyasada dolaşımında olan bir para haline gelmedi. Uluslararası saygınlığı, ağırlığı ve saflığından kuşku duyulmayan değerli bir madeni paradan kaynaklanan son para olan sterlin ise önemli bir uluslararası para birimi olmayı sürdürdü. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra İngiltere altın standardının savaş öncesi paritesiyle, yani bir ons saf altının 3 sterlin 17 şilin ve 20 pense eşitliğiyle geri gelmesi için çok uğraştı. 1925'teki Altın Standardı Kanunu ile sterlin altın standardına döndü, ancak bu kanunda altın paraların iç piyasada dolaşımıyla ilgili herhangi bir düzenleme yapılmamış, onun yerine İngiliz halkının İngiltere Bankası banknotlarını altına dönüştürmesine olanak tanınmıştı.

Savaş öncesi pariteye dönüş, sterlini aşırı değerli hale getirdi ve bu durum İngiliz ihraç mallarının dış piyasalarda çok pahalı, ithal malların ise İngiliz piyasasında çok ucuz olmasına yol açtı. İngiltere Bankası da sterli-

nin altına çevrilmesine gönülsüz olduğu için faiz oranlarını yükselterek İngiliz ekonomisine ek bir yük getirdi. İngiltere'nin sterlinin değerini savaş öncesi değerinde tutmak uğruna katlandığı ekonomik zorluklar, İngiliz sterlininin neden başka para birimlerinden daha uzun ve sürekli bir tarihi olduğunu, güven tazelemek için 'yeni sterlin' ya da benzeri bir isim değişikliğine ihtiyaç duyulmadan kesintisiz 1.300 yıldır İngiltere'nin para birimi olarak nasıl kalabildiğini açıklar.

1931 yılına kadarki dönemde her geçen gün daha fazla sterlin altına çevriliyor, İngiliz ekonomisi İngiltere Bankası'nın yükselen faiz oranlarına göz yumamayacağı kadar ağır koşullar altına giriyordu. Bu durum, İngiltere'de altın standardının Altın Standardında Değişiklik Kanunu ile kaldırılmasına yol açtı. Diğer ülkelere üç seçenek bırakılmıştı; altın standardında kalmak, para birimlerini sabit bir sterlin değerine bağlamak ya da bağımsız bir politika izlemek. Böylece kendi para birimlerini sterline bağlayan ülkelerin oluşturduğu bir 'sterlin alanı' ortaya çıktı. Sterlin alanının önde gelen üyeleri İngiliz Uluslar Topluluğu ülkeleri (Kanada hariç), İngiliz sömürgeleri, Portekiz ve İskandinav ülkeleriydi.

Amerikan doları İkinci Dünya Savaşı sonrasında, ABD'nin son derece geniş altın stokları ve savaştan yara almadan çıkan üretim faaliyetleri sayesinde uluslararası para birimleri arasında öne çıktı. Savaştan hemen sonra İngiliz sterlini Amerikan dolarının ardından ikinci sıradaydı, ancak 1950'lerdeki para krizleri ve devalüasyonlar sterlinin saygınlığını azalttı. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemin çok öncesinde dolar uluslararası ticarette önemli bir boşluğu doldurmuştu. Amerikan sömürgesinde yaşayanlar İspanyol parasına İskoç parası için kullanılan bir terim olan 'dolar' adını vermişlerdi. Büyük olasılıkla dolar ismini Amerikan kolonilerinde popüler yapan bu terimin İngiliz karşıtı ve otorite karşıtı çağrışımlar içermesiydi. 'Dolar' terimi, on altıncı yüzyılda Almanya ve Doğu Avrupa'da basılan paraların adı olan *taler*'den gelmiştir. İngiltere, sömürgelerinde para basmasına izin vermezken İspanyol sömürgelerinde para basma önemli bir sanayi haline gelmişti, hatta dünyanın en büyük darphanesi Meksika'da bulunuyordu. Dolar, peso ya da real gibi farklı isimlerle anılan İspanyol parası, İspanyol İmparatorluğu'nun etkisi altındaki bölgeler olan Yeni Dünya

ve Pasifik Havzası'ndaki ticareti idaresi altına almıştı. ABD dışındaki Yeni Dünya'nın çoğu yerinde (Anguilla, Saint Kitts ve Nevis, Antigua ve Barbuda, Montserrat, Dominica, Saint Lucia, Saint Vincent, Guyana, Bahamalar, Belize, Barbados, Cayman Adaları, İngiliz Virgin Adaları, Trinidad ve Tobago, Turks ve Caicos Adaları ve Jamaika'da) dolar resmi para birimi olarak kabul edildi. Meksika ve çoğu Latin Amerika ülkesi ise aynı paranın İspanyolcası olan pesoyu kabul etti. Günümüzde dünyanın çoğu yerinde adı dolar olan para birimlerine rastlamak mümkündür, ancak adının kaynaklandığı yer olmasına rağmen bu durum Avrupa için geçerli değildir. 1994 yılında 37 ülke ve özerk bölgenin resmi para birimi dolardır.

Amerikan doları, 1973'e kadar süren dalgalı döviz kuru sistemi içinde dünyanın en önemli para birimiydi, dünyanın dört bir yanındaki bankalar dolar cinsinden hesap açıyorlardı. Avrupa bankaları ve Amerikan bankalarının dış şubeleri 1950'lerde ellerinde Eurodolar denilen dolar cinsinden varlıklar tutmaya başladılar, ancak bu uygulamanın yaygınlaşması 1970'lerde oldu. 1976'dan 1992'ye kadar Eurodolar mevduatları 14 milyar dolardan 56 milyar dolara fırladı. Eski Sovyetler Birliği, Soğuk Savaş döneminde dolar mevduatlarını Avrupa bankalarında saklardı, bunun nedeni dolarlarını Amerikan hükümetinden uzak tutmak, böylece siyasi bir uyuşmazlık durumunda varlıklarının dondurulmasına karşı kendini korumaktır.

Amerikan bankalarındaki Eurodolar hesapları ise yabancı bankalara ya da Amerikan bankalarının dış şubelerine ait olan hesaplardır. Amerikan bankalarında yabancı ülkelerde yaşayan kişilere ait dolar hesapları da olabilir, ancak bunlar Eurodolar sayılmaz. Yabancı bankalar ve Amerikan bankalarının dış şubeleri, genellikle yüksek miktarlarda ve vadeli mevduat cinsindeki hesaplarda tutulan dolar birikimlerini kendilerine çekebilmek için faiz öderler. Eurodolar hesaplarının büyümesi, dolarla işlemleri Avrupa'da normal iş saatlerinde süregelen bir faaliyet haline getirdi.

Q Düzenlemesi denilen kanunun Amerikan bankalarının mevduat faizlerine getirdiği üst sınır, Amerikan bankacılık düzenlemelerinin etki alanı dışında kalan Avrupa bankalarının Amerikan bankalarından daha yüksek faiz önermelerine yol açtı. Dolar hesaplarını kendilerine çekebilmek için böyle bir avantaja sahip olan Avrupa bankaları için dolarla borç

vermek kârlı bir iş haline geldi. 1980'lerde ABD'nin bankacılık düzenlemelerini gevşetmesi Eurodolar hesaplarına yönelmiş olan bu ilgiyi önemli ölçüde azalttı, ancak kendine belli bir yer edinmiş olan Eurodolar piyasası yine de gelişmeye devam etti. Eurodolar piyasasının merkezi Londra'dadır ancak Bahamalar, Cayman Adaları ve Kanada'dan Hong Kong ve Singapur'a dünyanın dört bir yanındaki bankalar dolar mevduatları tutarak ve dolar cinsinden borç vererek bu piyasada pay sahibidirler.

Diğer para birimleri hiçbir zaman egemen para birimi haline gelmemişler, ancak belli bölgelerde ve etki alanlarında önemli roller oynamışlardır. Fransız İhtilali ve Napoleon döneminin bir ürünü olan ve ondalık para sistemini Avrupa'da ilk kez kullanan Fransız frangı, on dokuzuncu yüzyıl boyunca Batı Avrupa'nın en etkili para birimiydi. Bu dönemde uluslararası ticarete İngiliz sterlini hâkimdi, ancak kıta içi ticaret Fransız frangının etkisindeydi. Belçika ve İsviçre franklarının kökeni, on dokuzuncu yüzyıl boyunca Fransız para sisteminin yaygınlaşmasına dayanmaktadır.

Frank ilk kez Napoleon hükûmeti tarafından basıldı. Fransa on sekizinci yüzyılda kâğıt paralar yüzünden iki kez hiperenflasyon yaşamıştı ve bu durum Fransız hükûmetinin yeni paranın madeni içerikli olması gerektiği kararını güçlendiriyordu. 125 yıl boyunca frankın madeni değeri değişmeyecekti. 1803 yılında kabul edilen Fransız Para Kanunu frank için çift maden sistemini getiriyordu; bu sistem 15,5 ons gümüşün 1 ons altına oranına dayanıyordu. Bir frank 5 gram altına eşitti. Gümüş paralar çeyrek franktan beş franka kadar değişiyordu, en küçük altın para ise on franklıktı.

Napoleon'un kazandığı zaferler Fransa'ya savaş ganimetlerinin akmasına yol açtı ve bu sayede güçlenen altın ve gümüş rezervleri Fransa'nın frangı güçlü bir temele oturtmasına yardımcı oldu. İngiltere ve Fransa arasındaki kargaşanın içinden frank, sterlinden daha güçlü ve döviz piyasalarında daha az dalgalanan bir para birimi olarak çıkmayı başardı. 1848 Devrimi sırasında Fransız hükûmeti frankın altın ve gümüşe konvertibilitesini durdurdu, bu durum bile sağlamlığına güvenilen frankta ciddi dalgalanmalar yaratmadı. Hükûmetin 1850'de geri getirdiği konvertibilite, Fransa-Prusya Savaşı (1870-71) sırasında yeniden kaldırıldı ve bu sefer 1878'e kadar geri getirilmedi. Savaşın ardından Fransa Almanya'ya ağır savaş tazminatları ödedi, Al-

manya bu sayede altın standardı kurmasına yetecek kadar altın rezervine sahip oldu. Ayrıca Paris Komünü, Fransa'nın parasal ilişkilerinde yeni belirsizlikler oluşmasına yol açtı. Tüm bu zorluklara rağmen frank, konvertibilitenin geri getirilmesinden önceki dönemde sadece hafif dalgalanmalar yaşadı.

1865 yılında Fransa, İtalya, İsviçre ve Belçika çift madene dayalı bir ortak para sistemi olan Latin Para Birliği'ni oluşturdular. Bu ülkeler, dünya çapında altın ve gümüşe dayalı çift maden sistemini korumak için kampanya yürüttüler, ancak tarih, İngiltere'nin ticari başarısını haklı çıkaracak şekilde altın standardının yanındaydı. Ülkeler altını tercih edip gümüş kullanımını bırakınca gümüş fiyatları hızla düştü, böylece Fransa da 1873'te gümüşten vazgeçmek zorunda kaldı. 1878 yılında Fransa resmen altın standardını kabul etti. Güvenilirliğiyle tanınan Fransız frangının bu ünü altın standardına geçince biraz sarsıldı, bunun bir nedeni Fransa'nın altın rezervlerini harcamaktan sakınması ve frankların karşılığında yapılan ödemeleri genellikle yıpranmış on franklık altın ve beş franklık gümüş paralarla yapmış olmasıydı.

Birinci Dünya Savaşı Avrupa'da altın standardının işleyişini sekteye uğrattı, çoğu ülke kâğıt paralarının altına çevrilmesine ve altın ihracatına son verdi. Pek çok kıta Avrupası ülkesi gibi Fransa da iç piyasasındaki para stoklarını yükselterek savaş masraflarını karşılamaya çalıştı. Savaşın ardından frank spekülasyon akımların saldırısına maruz kaldı ve sonunda 1926'da savaş öncesi paritesinin beşte biri değerinde dengesini buldu ve özellikle aşırı değerlenmiş İngiliz sterlini karşısında düşük değerli kaldı. Bu durum frank üzerindeki spekülasyon baskıyı azalttı.

1930'lardaki bunalımının hemen öncesinde Fransa da dahil olmak üzere dünya ticaretinin büyük ortakları altın standardını yeniden kurdular, ama bu durum çok kısa sürdü. Bunalım derinleştikçe İngiltere, Japonya ve ABD altın standardından çıktı ve bir ons altın alabilmek için gerekli olan para miktarını artırarak paralarının değerinin düşmesine göz yumdu. Yaşanan devalüasyonlar bu ülkelerin ihraç mallarının dış piyasalarda ucuzlaşmasına ve ithal malların iç piyasalarda pahalılaşmasına yol açtı, böylece yerli mallara olan talep ithal mallara göre arttı. Bunalımın sarstığı ülkeler ekonomilerini düzlüğe çıkartmak için devalüasyona gittiler.

Bunalım ilk ortaya çıktığı zaman frankın düşük değeri olması sayesinde Fransa altın standardında kalabildi. Fransız francı, Eylül 1936'ya kadar altın standardında kalan Belçika, Fransa, Hollanda, İtalya, Polonya ve İsviçre'nin oluşturduğu Altın Bloku'nun bir numaralı para birimi haline geldi. Fransa Bretton Woods dönemine ise aşırı değerlenmiş bir frankla girdi ve bu durum hükümetin, sonuncusu 1968'de yapılan, bir dizi devalüasyona yönelmesine neden oldu. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki on yıllarda, git-tikçe güçlenen Alman markı kıtanın önde gelen para birimi olma konusunda francı gölgelemeye başladı. Tırmanan enflasyon oranı ise sterline kıyasla frankın güvenilirliğini zayıflatıyordu. Fransa 1990'larda enflasyona karşı başarı kazanınca frank eski gücüne kavuştu ve Alman markına rakip olmaya başladı. Almanya ve pek çok başka Avrupa ülkesi ile birlikte Fransa tüm Avrupa'ya ait bir para birimi olan Euro'nun hayata geçirilmesini kabul etti.

İsviçre francı da dünyanın önde gelen para birimleri arasında kendine yer bulmuştur. Hiçbir zaman dünya ticaretine hâkim olan bir para birimi haline gelmemiş olsa da uzun yıllar boyunca İsviçre'nin finansal dürüstlüğüyle ünlenmiş olması İsviçre francının refah saklama aracı olarak güvenilir bir para birimi olmasını sağladı. İsviçre francı bu gücünün bir kısmını da İsviçre'nin dünyanın en büyük altın piyasasına ev sahipliği yapmasına borçludur. ABD'nin aksine İsviçre İkinci Dünya Savaşı'nın öncesinde ve sonrasında altın mülkiyetini yasaklama ya da kısıtlama yoluna gitmemiştir, bu sayede İsviçre francı piyasadaki bankotların değerinin yüzde 40'ına eşit miktarda altın rezervi tarafından desteklenmiştir.

İsviçre, Birinci Dünya Savaşı'na katılan ülkelerle birlikte savaş süresince altın standardından ayrılınca İsviçre francı, savaş süresince gücünü korumayı başaran Amerikan doları da dahil olmak üzere tüm para birimleri karşısında değer kazandı. Savaştan sonra İsviçre, parasını savaş öncesi pariteden altın standardı altında yeniden yapılandırdı ve bunu yaparken İngiltere'nin karşılaştığı zorlukları da yaşamadı. Ayrıca İsviçre Bunalım sırasında altın standardından çıkan son ülke oldu. İsviçre, devalüasyona direnen Altın Bloku ülkelerinden biriydi. İsviçre ancak Eylül 1936'da Fransa'nın altın standardından çıkmasından sonra bu standarttan vazgeçti. Hem Fransa hem de İsviçre frankları yüzde 30 oranında değer kaybetti.

İkinci Dünya Savaşı sırasında İsviçre frangı güvenilirlik ve sağlamlıkta Birinci Dünya Savaşı sırasında olduğu kadar iyi değildi, ama yine de eski şöhretini korudu; Temmuz 1945'te Amerikan dolarından yüzde 3 daha yüksek bir prim oranıyla işlem görüyordu. Bretton Woods sisteminin sabit kur rejimi altında dört İsviçre frangı bir Amerikan dolarına eşitlenmişti ve dolara oranla İsviçre frangına olan talep o kadar yüksekti ki İsviçre hükümeti frank kullanımını engellemek üzere bazı önlemler aldı. 1970'lerde döviz kurları tekrar dalgalanmaya bırakıldığında İsviçre frangı istikrarlı bir şekilde Amerikan dolarına karşı güç kazandı; 1990'ların sonuna gelindiğinde bir dolar 1,5 franktan işlem görüyordu.

Göreceli olarak yeni bir para birimi olmasına rağmen Alman markı övgüye değer bir geçmişe sahiptir. 1873'te, sadece iki Avrupa ülkesi, İngiltere ve Portekiz, altın standardındayken Almanya, Fransa-Prusya Savaşı'ndan aldığı tazminatlarla güçlü altın rezervlerine kavuşmasının ardından altın standardına geçti. Markın Almanya para birimi olması ise 1871'e dayanır; Reichstag* bu parayı önceden altı farklı bölgeye bölünmüş olan yeni birleşik Almanya'nın tek bir para birimine kavuşması için yaptığı planın bir parçası olarak oluşturmuştu. Birinci Dünya Savaşı'nın ardından gelen hiperenflasyon dönemi Almanya'nın finansal güvenilirliğini yerle bir etti ve 1923'ün sonunda enflasyona karşı parasal reformun bir parçası olarak, altın markın yerini Rentenmark aldı. Rentenmark daha sonraları Reichmark adını aldı ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra da yerini Deutschmark'a (Alman markı) bıraktı.

Alman markı 20 Haziran 1948'de, ABD ve müttefiklerinin yaptığı gizli bir askeri operasyon olan Birdog Operasyonu'nun sonucunda ortaya çıktı.² Bu operasyon özellikle Sovyetler Birliği'nden gizli tutulmuştu çünkü Sovyet güçlerinin para basma levhalarına ulaşmasından ve fazladan Alman markı basıp Almanya'ya bir nevi enflasyon vergisi uygulamasından korkuluyordu. İkinci Dünya Savaşı sırasında Almanya'nın para birimi olan Reichsmark bütün güvenilirliğini kaybetmişti, hatta kıtlıklar ve fiyat kontrolleri yüzünden bütün raflar boşaldığı, stoklar eridiği ve satın alınacak mal

* Alman Yasama Meclisi (1867-1945) -ç.n.

kalmadığı için değişim aracı işlevi de kalmamıştı. Özellikle sigara ve kömür ticaretine dayanan yeraltı takas sistemi ekonominin savaştan hemen sonraki dönemde işlemesine yardımcı oldu. Şehirlerde yaşayanlar ellerinde ne varsa kırsal kesime taşıyorlar ve bu malları çiftçilere yiyecek karşılığında satıyorlardı. Alman markının piyasaya sürülmesinden çok kısa bir zaman sonra daha önce raflardan kaybolan mallar şaşırtıcı şekilde ortaya çıktı, bu da pek çok malın yeraltı ekonomisinde saklandığını gösterir.

Almanya, bir Alman markının on Reichsmark'a eşit olmasına, ayrıca tüm hükümet borçlarının, banka kredilerinin, sigorta poliçelerinin, banka mevduatlarının ve işletmelerin bilançolarının hem varlıklar hem de yükümlülükler taraflarının 10:1 oranlamasına göre yeniden ayarlanmasına karar verdi. Bütün yeni borçlanmalar Alman markı üzerinden yapılacaktı. Alman otoriteleri, ABD'deki Merkez Bankacılığı Sistemini örnek alarak Reichsbank'ın şubelerini yeniden örgütleyerek bir merkez bankacılığı sistemi getirdiler. İlk başta Bank Deutscher Lander (Almanya Eyaletleri Bankası) denilen bu merkez bankası, 1957'de Deutsche Bundesbank adını aldı. Deutsche Bundesbank'ın kuruluş tüzüğü, bankanın amacı olarak fiyat istikrarının sağlanmasını öne çıkarıyordu, ancak tam istihdama ya da ekonomik büyümeye değinmiyordu, oysa o günlerde dünyanın her köşesindeki hükümetler tam istihdama ulaşmayı kendi sorumlulukları olarak görüyorlardı.¹ 1970'lerde enflasyon dünya çapında bir sorun halindeyken Batı Almanya'nın enflasyonunu düşük tutmayı başararak büyük güven kazanan Bundesbank, bu sayede Avrupa'nın en saygın merkez bankacılığı sistemi haline geldi ve Alman markı da önemli bir para birimi oldu.

Avrupa, ekonomik anlamda bir bütünleşmeye doğru gittikçe Bundesbank da Avrupa para politikaları içinde gitgide daha etkin bir rol üstlenmeye başladı; 1980'lerdeki deflasyonist süreçten çıkışta Avrupa'ya yol gösteren merkez bankası oldu ve Alman markının Avrupa'daki en istikrarlı para birimi olma şöhretini de güçlendirdi. 1990'lı yıllarda ise Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesi sırasında ortaya çıkan zorluklar, Almanya'nın parasal istikrarı geri plana itmesine yol açtı ve bu durum Alman markının güvenilirliğini sarstı. Bunun üzerine Fransa'nın fiyat istikrarı hedefine ciddi şekilde kilitlenmesiyle frank, Alman markına rakip olabilecek kadar sağ-

lam bir para birimi haline geldi. Yine de Alman markı, yerine Euro'nun geçtiği güne kadar Avrupa'nın en önemli para birimi olmayı sürdürdü.

Amerikan doları karşısında güç kazanan ve küresel finans sisteminde önemli bir rol üstlenen bir başka para birimi de Japon yen'i oldu. On dokuzuncu yüzyılda Doğu Asya ticaretinde etkin rol üstlenmiş olan Amerikan ve Meksika dolarlarını örnek alan yen, 1871'den bu yana Japonya'nın para birimidir. Yen ilk ortaya çıktığında içerdiği gümüş miktarı, Amerikan ve Meksika gümüş dolarlarıyla karşılaştırılacak seviyedeydi. Bir ons altının yen fiyatı 20 yen iken Amerikan doları cinsinden fiyatı 20,67'ydi. Tıpkı dolar ve çoğu Avrupa para birimi gibi yen de ondalık sistemli bir paraydı; bir yen'in yüzde birine sen adı veriliyordu. Japonya, resmi olarak çift maden standardını benimsemiş olsa da fiilen gümüş standardındaydı, bu durum Japonya'nın Rusya'dan altın cinsinden büyük miktarda savaş tazminatı aldığı Çin-Japon Savaşı'na (1894-5) kadar sürdü.

Birinci Dünya Savaşı'nın patlak vermesiyle Japonya, o günlerde neredeyse her ülkenin yaptığı gibi, altın standardını bıraktı ve altın ihracatını yasakladı. Avrupa da, kısmen iç piyasasındaki artan kâğıt para stoklarına daha fazla hareket alanı vermek, kısmen de altın ihracatının risklerinden kaçınmak için aynı uygulamaya gitti. Japonya altına dönerken olağandan fazla engelle karşılaşmasına karşın 1930'da altın standardını yeniden kurdu, ancak dünya çapında yaygınlaşan bunalımın baskılarına dayanamayıp 1931'de yeniden standardı kaldırdı. Bunalım ve İkinci Dünya Savaşı süresince Japonya, para birimi üzerindeki katı hükümet düzenlemeleriyle altın ve döviz rezervlerini korumaya çalıştı.

İkinci Dünya Savaşı yıllarında Japonya kâğıt para stokunu altın ve döviz rezervleri tarafından karşılanabilecek miktarın ötesinde artırarak enflasyonist bir mali politika izledi. Savaşın ardından işgalci güçler Japon para sisteminde bir reform yaptılar, eski yen banknotlarını kaldırarak piyasaya yeni yen sürdüler ve bir doların 360 yen'e eşitlendiği bir sabit kur rejimi getirdiler; bu oran Bretton Woods Sistemi içinde hiçbir devalüasyona ya da revalüasyona uğramadan sabit kaldı. Bretton Woods Sistemi'nde yen olması gerekenden düşük bir değerdeydi, bu durum Japon mallarının dünya piyasalarındaki rekabet gücünü artırıyordu ve Japon tüketiciler için

de ithal mallar pahalı bir hale geliyordu. Böylece ortaya çıkan ihracat fazlası Japonya'nın altın ve döviz rezervlerine önemli ölçüde katkı sağladı, bu da Japonya'nın dövizle işlemler üzerine getirmiş olduğu kısıtlamaları kaldırmasına yol açtı.

Sabit kur rejimine dayanan Bretton Woods Sistemi'nin yıkılışının ardından yeni düzenli olarak dolar karşısında değer kazandı. Bir dolar Bretton Woods Sistemi'nde 360 yene eşitken 1973'te 272 yene, 70'lerin sonunda ise 219 yene kadar düştü. Bu aynı zamanda bir yen satın almak için daha fazla dolara ihtiyaç duyulduğu anlamına geliyordu, böylece Japon malları ABD piyasasında daha pahalı hale geldi. Yenin değer kazanmış olmasına karşın Amerikan üreticiler hâlâ Japon mallarının sıkı rekabetiyle karşılaşıyorlardı. 1984 yılında dünyanın ticari anlamda önde gelen ülkeleri, ortak müdahale ile yine daha fazla değer kazandırmayı amaçlayan bir planı yürürlüğe koydular. 1985'te bir dolar 239 yen iken 1988'de 128 yene düştü. 1990'lı yılların sonlarına doğru Japonya'daki ekonomik bunalım yenin değerini biraz düşürdü, 1998'de bir dolar 140 yen oldu. 1999'da yen eski gücünü tekrar kazandı; 7 Haziran'da bir dolar 120,65 yenden işlem görüyordu.

Tıpkı Amerikan doları gibi, diğer para birimleri de Eurodolarla boy ölçüşebilecek sınır ötesi piyasalar oluşturdular. Eurodoların da dahil olduğu bu sınır ötesi piyasalar, Europaralar olarak anılır ve yen, Alman markı, İngiliz sterlini, Fransız frangı ve İsviçre frangından oluşur. Eurosterlin piyasası Paris ve Brüksel tarafından paylaşılır, Euromark hesapları ise Lüksemburg'da toplanmıştır.

Bretton Woods Sistemi'nin getirdiği önemli finansal yeniliklerden biri, halen kullanılan Özel Çekme Hakları (ÖÇH), yani Uluslararası Para Fonu (IMF) üyeleri tarafından altına eşit statüye getirilen bir tür uluslararası parasal rezerv olmuştur. IMF 1967'de Bretton Woods Sistemi'nin yıkılışına neden olan uluslararası altın rezervi kıtlığının yarattığı sorunları hafifletmeyi umarak ÖÇH'lerin kullanımını kabul etti. Böylece ülkeler paralarının karşılıklarını, para birimlerinin değerini belli bir oranda sabitleyen resmi oranlardan verebilmek için ellerinde hem altın hem de dolar tutmaya başladılar. 1969'da IMF üyeleri ÖÇH'lerin üye ülkelere,

her birinin milli gelir ve uluslararası ticarete katılma gibi etmenlere göre belirlenmiş IMF fon kotalarıyla orantılı olarak dağıtılmasını öngören bir anlaşmayı imzaladı.

Bir çırpıda ortaya çıkarılan ve ilk başta değerleri altına sabitlendiği için 'kâğıt altın' da denilen ÖÇH'ler, aynı değerdeki altınla eşit satın alma gücüne sahipti. Aslında ÖÇH'ler sadece IMF hesaplarındaki kayıtlardan oluşuyordu. Bretton Woods Sistemi'nin yıkılışından sonra IMF, ÖÇH'lerin değerlerini altın cinsinden belirlemeyi bırakarak önde gelen uluslararası para birimlerinden oluşan bir sepete bağlı olarak belirleyen bir sisteme geçti. 1981 yılında sepet beş para biriminden oluşuyordu: Amerikan doları, Alman markı, Fransız frangı, Japon yeni ve İngiliz sterlini. ÖÇH'lerin yapısı içinde her para biriminin önemi, bu paraların daha önceden belirlenen ağırlıkları tarafından belirlenir ve bu ağırlık her beş yılda bir IMF tarafından yeniden ayarlanır; son ayarlama 1995'te olmuştur.

ÖÇH'ler uluslararası anlaşmalarla hükümetler arası işlemlerde altın ya da döviz muamelesi görür. Örneğin İngiliz sterlini döviz piyasalarından değer kaybettiğinde İngiliz hükümeti IMF'deki ÖÇH hesaplarını çekebilir ve bu parayı Fransa Merkez Bankası'ndan Fransız frangı almak için kullanabilir, ardından da bu franklarla döviz piyasalarından İngiliz sterlini satın alıp sterline olan talebi yükseltebilir; böylece İngiliz sterlininin döviz piyasalarındaki değeri yükselmiş olur. İngiliz hükümetinin çekmiş olduğu ÖÇH, İngiliz sterlinindeki uzun vadeli bir düşme eğilimini durdurmaya yetmeyecektir, ancak kısa vadeli dalgalanmaların zayıflatılmasına yardımcı olacaktır. Bir hükümet, büyük olasılıkla da az gelişmiş bir ülkenin hükümeti, ÖÇH ile aldığı döviz mal ve hizmet alımı için kullanmayı tercih edebilir. ÖÇH'leri oluşturan her bir para birimindeki değişimler, kaçınılmaz olarak ÖÇH'ler üzerinde de günlük dalgalanmalara yol açar. ÖÇH'lerin günlük değerleri *Wall Street Journal*'ın döviz tablolarından takip edilebilir. IMF hesaplarını ulusal bir para birimi yerine ÖÇH'ler cinsinden tutar ve hazırladığı finansal raporlarda da para birimi olarak ÖÇH'leri kabul eder. Az sayıda hükümet kendi para biriminin değerini ÖÇH'lere dayandırır. ÖÇH'ler yakın bir gelecekte uluslararası parasal rezerv işlevini gören bir varlık olarak altının ve Amerikan dolarının yerini alabilir.

3 Mayıs 1998'de Avrupa Birliği'nin liderleri, Avrupa Para Birliği'ni (EMU) kurma planlarını sonuçlandırdılar ve Avrupa'nın ulusal para birimlerinin yerini alacak olan Euro adındaki yeni Avrupa parasının 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren piyasaya çıkmasına karar verdiler.⁴ Bu kitabın yazıldığı tarihte Euro'nun 1 Temmuz 2002'de ulusal paraların yerini alması ve Avrupa Merkez Bankası'nın piyasaya kâğıt ve madeni Euro sürmeye başlaması planlanıyor, böylece 'Euro bölgesi' adında yeni bir parasal bölge oluşacak. Yunanistan'ın Euro'yu 2001 yılında benimsemesi bekleniyor, ancak İngiltere, İsveç ve Danimarka kendi para birimlerinden vazgeçmek istemiyorlar. Danimarka'daki halk oylamasında 'Euro bölgesi'ne katılma önerisi reddedildi, İngiltere'de ise Euro'nun kabul edilip edilmemesi halen çok tartışılan bir konu. EMU üyelerinin sahip oldukları altın rezervleri, ABD'nin altın rezervinin beş katı değerinde ve EMU, ABD'ye göre çok daha fazla nüfusa sahip bir ekonomik blok. Bu durum Avrupalı liderlere Euro'nun yakında küresel finans sisteminin bir numaralı para birimi olmak için Amerikan dolarıyla rekabet edebileceği umudunu aşıyor.

ESNEK DÖVİZ KURLARINA GİDEN YOL

Kalabalık ve gürültülü döviz piyasaları beraberinde ulusal paraların meşgul alıcıları ve satıcılarını getirirler, böylece Amerikan halkı ve şirketlerinin İngiliz sterlini almalarını, İngiliz halkı ve şirketlerinin de Alman markı, Fransız frangı, Japon yen'i, vb almalarını mümkün kılarlar. Belli başlı küresel finans merkezleri olan New York, Frankfurt, Londra ve Tokyo döviz ticareti için birer merkez konumunda ve düzensiz bir şekilde dalgalanan döviz kurlarını eşzamanlı hareket eder hale getiren son derece bütünleşmiş bir küresel döviz piyasasının parçasıdır. Döviz, iş haf-tası boyunca yorulmaksızın günün yirmi dört saati işlem görür, döviz alış-verişinin büyük kısmını da 1 milyon dolardan fazla işlem hacimleriyle yabancı şubeleri olan büyük ticari bankalar yaparlar.

Yabancı ülke para biriminin fiyatı, yani döviz kuru, bir para biriminin diğerine çevrilme oranını belirler. *Wall Street Journal* gibi büyük finans gazeteleri her gün bir önceki güne ait ortalama ya da kapanış döviz fiyatlarını yayınlar. 29 Mart 1999'da 1 İngiliz sterlini 1 dolar 62 sente ya da 1 dolar 0,616 sterline eşitti. Döviz kurlarının Amerikan doları değerlerini göstermek artık bir gelenek haline gelmiştir, bu sayede farklı para birimlerinin birbirleriyle karşılaştırılması kolaylaşır. Yine 26 Mart'ta 1 Alman markı 55 sente satılıyordu, bu değerlerle İngiliz sterlini ve Alman markı arasındaki kur oranı kolaylıkla hesaplanabilir. Döviz kurları bir işlem günü boyunca sürekli dalgalanır ve kurlara ait anlık raporlar finansla ilgili web sitelerinden bulunabilir.

Amerikan doları, Japon yen'i, İngiliz sterlini, Alman markı gibi önde gelen döviz kurlarının alım satımı iki gün sonrasına da yapılabilir, 30, 60 ya da 90 gün sonrasına da. İki gün içindeki alım satımlar için belirlenen döviz kuruna spot kur, 90 gün gibi belirli bir süre sonrasındaki işlem için belirlenen orana da vadeli (forward) kur denir. Vadeli kurlar hem ithalatçıya hem de ihracatçıya kurlardaki beklenmeyen değişikliklere karşı koruma sağlar, çünkü bu ani değişiklikler iç piyasalarda ithal malların ya da dış piyasa-

larda ihraç mallarının fiyatlarını değiştirecektir. İthalatçı ithal ettiği malın değerini malı teslim aldığı anda ödeme konusunda anlaşabilir ve vadeli piyasada ödemeyi yapacağı gün için sabit bir kurdan döviz alabilir. Benzer şekilde ihracatçı da ihraç ettiği mal için ödeme yapıldığında eline kendi para birimi cinsinden ne kadar döviz geçeceğini bilmek ister, bu noktada vadeli döviz kuru ihracatçının belli bir kurda sabitlenmesine ve kendini güvence altına almasına olanak tanır. Vadeli kur, iskonto ya da prim oranları bakımından spot kurlardan, söz konusu para biriminin istikrarına bağlı olarak yüzde 20'ye kadar farklılık gösterir. Vadeli kur iskonto oranı yüzde 20'nin üzerinde olan para birimleri vadeli döviz piyasalarında işlem görmezler.

Döviz kurlarındaki değişimler ulusal ekonomilerde doğrudan hissedilir. Amerikan dolarının döviz piyasalarında değer kazanması Japon yen'i almak için gereken dolar miktarını azaltır ve Japon malları Amerikan piyasasında daha az pahalı hale gelir, bu da Japon malları ve yerli mallar arasındaki dengeyi Japon malları lehine bozar ve bu malların ithalatını artırır. Öte yandan, Amerikan dolarının döviz piyasalarında değer kaybetmesi Japon yen'i almak için gereken dolar miktarını artırır ve bu sefer Japon malları Amerikan piyasasında daha pahalı hale gelir, böylece denge yerli mallar lehine bozulur ve Japon mallarının ithalatı azalır. Her ulusal ekonomi için aynı şekilde, yerli para biriminin döviz piyasalarındaki değerinin düşmesi ithal mallar yerine yerli malların daha fazla tercih edilmesine neden olur, yerli para biriminin döviz piyasalarında değer kazanması ise ithal mallara oranla yerli malların talebini azaltır.

Belli bir para biriminin piyasa koşullarını belirleyen güçler, ülkenin o para birimiyle hazırlanmış ödemeler dengesine iyice bakıldığında görülebilir. Para girişini ve çıkışını ifade eden bütün uluslararası işlemler ödemeler dengesinde gösterilir. Ödemeler dengesinin farklı hesapları vardır, bunlar cari işlemler hesabı, sermaye hareketleri hesabı ve rezerv hareketleri hesabıdır. Cari işlemler ve sermaye hareketleri hesaplarının ortak dengesi net fon girişi ya da çıkışı gösterdiğinde merkez bankası bir düzenleme yapar ve bu düzenleme rezerv hareketleri hesabında görülebilir.

Ödemeler dengesinin borçlar sütunu, para çıkışına yol açan ve ekşi işaretiyle ifade edilen işlemleri gösterir. Ödemeler dengesi açığı, cari iş-

lemler ve sermaye hareketleri hesaplarının birleşiminin net para çıkışı göstermesiyle, ödemeler dengesi fazlası ise bu hesapların net para girişi göstermesiyle olur.

Cari işlemler hesabındaki para çıkışlarının önemli bir kaynağı yabancı malların ithalatı, para girişlerinin önemli bir kaynağı da içeride üretilmiş malların ihracatıdır. İhracat ve ithalat arasındaki fark ödemeler dengesini ya da dış ticaret dengesini verir. Dış ticaret fazlası net para girişi, dış ticaret açığı ise net para çıkışı gösterir. Cari işlemler hesabı, dış ticaret hesabının yabancı yatırımlardan kazanılan gelire ve farklı ülkeler arasında transfer edilen paraya göre yeniden düzenlenmesine dayanır.

Sermaye hareketleri hesabı ülkeler arasındaki net sermaye hareketlerinin yarattığı para akımlarını gösterir. Yerli yatırımcıların yabancı ülkelerde finansal ya da finansal olmayan varlıklar satın almaları para çıkışına neden olur ve bu işlemler sermaye hareketleri hesabının eksi sütununda gösterilir. Bir Toyota ya da Tokyo Borsası'ndan bir hisse senedi alan Amerikan vatandaşı, doların ABD dışına çıkmasına yol açar. Yabancı yatırımcıların yerli ekonomide finansal ya da finansal olmayan varlıklar satın almaları ise para girişi anlamına gelir; bu işlemler de sermaye hareketleri hesabının artı sütununda gösterilir. Amerikan hükümet tahvili alan Japon yatırımcı, ABD'ye dolar girişine (ve Japonya'dan yen çıkışına) neden olur.

Sermaye hareketleri hesabındaki net para akımları genellikle cari işlemler hesabındaki net para akımlarını dengeler; bu durum ABD ve Japonya arasındaki çift yönlü ilişkide kolaylıkla görülebilir. ABD'nin Japonya'dan ithalatı, Japonya'ya olan ihracatını fazlasıyla aşar, bu da Japonya ile ticaret sürdükçe ABD'nin net dolar çıkışı yaratır. Japonya, ABD'ye mal satarak kazandığı dolarları, ABD'den hükümet tahvilleri ve gayrimenkuller satın almak ve ABD'de fabrika kurmak için harcar, böylece ABD'nin sermaye hareketleri hesaplarında Japonya sayesinde bir dolar girişi görülür. Sermaye hareketleri hesaplarındaki bir net giriş, cari işlemler hesabındaki bir net çıkışı dengeleyebilir.

Cari işlemler ve sermaye hareketleri hesapları bir araya getirildiğinde ortaya çıkacak bir açık ya da fazla, merkez bankasının altın, döviz ya da diğer rezerv varlıklarını yeniden düzenleyerek bu durumu telafi etme-

sini gerektirir. Cari işlemler ve sermaye hareketleri hesaplarındaki bir açık merkez bankasının rezervlerini azaltır, bir fazla da merkez bankasına yeni rezervler ekler.

Bir ülkeye ait para birimi, döviz piyasaları kalıcı açıklar yüzünden o paranın arzıyla dolup taşıyorsa değer kaybeder. Paranın değer kaybetmesi ithalatın maliyetini yükseltir, ihracatın maliyetini ise düşürür, böylece para akımları dengelenir ve paranın değerinin düşüşü durur. Cari işlemler ve sermaye hareketleri hesaplarının birleşimi kalıcı fazlalar vermesi ve bu yüzden döviz piyasalarında o ülkenin parasının ihtiyacın altında arz edilmesi ise o para biriminin değer kazanmasına yol açar. Paranın değerlenmesiyle ithalat maliyetleri düşer, ihracat maliyetleri ise yükselir, bu durum para giriş ve çıkışları arasındaki farkı kapatır ve böylece paranın değer kazanma süreci sona erer.

Döviz piyasalarının geçmişi neredeyse paranın ortaya çıkışına, MÖ 700 civarlarına kadar uzanır. Antik dünyada döviz piyasalarının mekânı genellikle tapınaklardı. Tapınakların kutsallığı hırsızların, hatta zorda kalmış hükümetlerin bile göz koyduğu bu sikke hazineleri için koruma sağlıyordu. Değerli madeni paralar çoğu tapınakta adak olarak sunuluyordu, hatta bazı tapınaklar kendi paralarını basıyorlardı.

Ortaçağ'da para değişimi yapan sarraflar, bir tezgâhın (İtalyanca banco) arkasından çalışıyorlardı, bu terim zamanla 'banka'ya dönüştü. Döviz piyasaları, Ortaçağ boyunca kambiyo senetlerindeki gelişmelerden önemli destek aldı. Kambiyo senedi, belli bir miktar paranın adı o senedin üzerinde yazan kişiye ya da bu kişinin hesabına ödenmesi emrini veren yazılı bir belgedir. On üçüncü yüzyılda İtalyan tüccarlar, bankerler ve yabancı para değişimi yapan sarraflar kambiyo senedini güçlü bir finansal araç haline getirdiler, kambiyo senedi değerli madenleri taşıma yükünü azaltıyor ve döviz alışverişi için kullanılmasının ötesinde bir kredi aracı olarak da kullanılabiliyordu.

Kambiyo senedinin döviz alışverişlerine girmesi şu örnekteki gibiydi: Floransalı bir tüccar, Flanders'teki bir tüccardan mal alır ve aldığı malın karşılığında Flandersli tüccarın Floransa'daki temsilcisine belirlenmiş bir tarihte malın bedeli kadar Floransa parası ödeneceği sözünü içeren bir

kambiyo senedi verir. Flandersli tüccar bu kambiyo senedini istediği bir para birimi karşılığında Flandersli bir sarrafla değiş tokuş eder. Senedi alan sarraf da bu senedi ödenme tarihi geldiğinde Floransa'dan mal satın almak isteyen Flandersli başka bir tüccara satar. Kambiyo senedinin bu alışverişi, büyük miktarlarda değerli madenin taşınmasına gerek duyulmadan Floransa ve Flanders arasında çift yönlü bir ticareti mümkün kıldı. Ayrıca bu sayede Floransalı tüccar Flanders'ten kredi ile mal satın alıyor, bu malları belli bir kârla satıyor, kambiyo senedinin ödemesini de mallar paraya çevrildikten sonra ve kendi para birimiyle yapabiliyordu.

Kambiyo senedi alışverişlerinde ödemelerin faizli olması ve döviz kurlarına göre yeniden ayarlanması gizlice yapılıyordu. (Doğrudan faiz talep etmek Kilise'nin tefecilikle ilgili kurallarına karşıydı ve yasaklanmıştı.) Yukarıdaki örnekte de görüldüğü gibi Floransalı tüccar besbelli kredi ile mal satın alıyor, ama hiçbir zaman açıkça bir faiz ödemiyordu. Bunun üzerine İtalyan bankerleri farklı bir kambiyo senedi geliştirdiler. Kuru kambiyo senedi denilen bu senetler sadece kredi aracı işlevi görüyor, mal alım satımında kullanılmıyordu. Kuru kambiyo senedinin bir kredi işleminde kullanımı şu şekilde oluyordu: Floransalı banker İtalyan tüccara bir miktar borç para verir ve karşılığında ileri bir tarihte ve başka bir finans merkezinde kendi temsilcisine ödenmek üzere bir kambiyo senedi alır. Kambiyo senedinin vadesi geldiğinde ise İtalyan tüccar bankerin yabancı piyasadaki temsilcisine, krediyi kendisine veren Floransalı bankere ileri bir tarihte ödenmek üzere başka bir senet verir. Böylece Floransalı banker bu işlemler tamamlanana kadar İtalyan tüccarı finanse etmeye devam etmiş olur ve her iki kambiyo senedinden de aldığı ücretler sayesinde üstü kapalı bir faiz geliri elde eder. Kuru kambiyo senetlerinin tefecilik kanunlarını ihlal ediyor olması fark edilemeyecek bir durum değildi, zaten Kilise de sürekli olarak İtalyan hükümetlerine bu senedi yasaklamaları için baskı yapıyordu. Hükümetlerin, özellikle de Protestan hükümetlerin, tefecilik kanunlarını yumuşatmaları ve faizi serbest bırakmaları, kambiyo senetlerini kısa vadeli kredileri uzun vadeli kredilere dönüştüren bir araç haline getirdi. Bu kambiyo senetleri açıkça faizliydi, ancak her defasında faiz ekleyerek senetleri üst üste vermek ödemenin yapılacağı tarihi erteliyordu. Ne şekilde

olursa olsun kambiyo senetleri paranın yerine kullanılabilen bir araç olarak piyasada dolaştı ve değerli madenlerin taşınması gerekliliğini azalttı.

Batı uygarlığının en ünlü filozoflarından David Hume (1711-1776), birbirleriyle ticaret yapan ülkeler arasında belli bir ülkenin değerli maden giriş çıkışlarını yönlendiren güçleri ve bu giriş çıkışların dengeye gelmesini sağlayan mekanizmaları gün ışığına çıkarmasıyla tanınır.¹ Madeni para sistemlerinde bir ülkenin para stoku, elinde bulundurduğu altın ve gümüş külçelerine bağlı olarak genişler ya da daralırdı. Kağıt para arzı bile, altın ve gümüşe çevrilebilir olduğu sürece altın ve gümüş varlıklarına doğrudan bağlıydı. Mal ithalatı, ülke dışına ödeme yapıldığı için altın ve gümüş çıkışına neden olur ve içerideki para arzını düşürürdü. Yabancı piyasalara mal ihracatı ise altın ve gümüş girişine yol açar ve içerideki para arzını artırır. Yabancı yatırımın girişi ve çıkışı da aynı mantığa göre işliyordu. Yabancı yatırım girişi altın ve gümüş girişi yaratırken yerli sermayenin yabancı ülkelere gitmesi altın ve gümüşün çıkmasına neden oluyordu.

İktisadi güçler, ihracatlar ve yabancı ülkelere gelen yatırımlardan kaynaklanan altın ve gümüş girişleri ile ithalatlar ve yabancı ülkelere yapılan yatırımların yarattığı altın ve gümüş çıkışları arasındaki dengenin korunmasını sağlıyordu. Altın ve gümüş girişlerinin çıkışlardan fazla olması, içerideki fiyatların yabancı ülke fiyatlarına göre daha yüksek olmasına yol açar, böylece ithalat ihracattan daha fazla artar ve altın ve gümüş giriş çıkışları arasındaki fark kapanır. Altın ve gümüş çıkışlarının girişlerden fazla olması ise içerideki fiyatların yabancı ülke fiyatlarına göre daha düşük bir seviyeye indirir, bu sefer ihracat ithalattan daha fazla artar ve yine altın ve gümüş giriş çıkışları arasındaki fark kapanır.

On sekizinci yüzyılın sonlarına kadar hâkim iktisadi düşünce olan merkantilizm, ulusların ihracatlarını ithalatlarından fazla tutarak ödemeler dengesi fazlası yaratmak ve ülkeye net değerli maden akışı sağlamak için ellerinden geleni yapmaları gerektiğini öne sürüyordu. Bu dönemde hükümetler, mal ithalatına ve yerli üreticinin kullanacağı hammaddelerin ihracatına engellemeler getirdi. Merkantilizmin mantığı, bir ulusun refahının ekonomisinin üretkenliğinden çok, sahip olduğu değerli maden stokuna bağlı olduğu sonucuna varıyordu. Bu görüş, İspanya'nın tarihi incelendi-

ğinde daha da saçma görünür. (Adam Smith Yeni Dünya'ya büyüklük miktarlardaki değerli maden akımının İspanyol ekonomisini nasıl zayıflattığını gözler önüne sermiştir.) Büyük olasılıkla bir dış ticaret fazlası (ihracatın ithalattan fazla olması) ve bu sayede değerli madenlerin ülkeye girmesi monarşilerin borç ödemelerini ve vergi toplamalarını, işletmelerin de yatırımlarını artırmalarını kolaylaştırıyordu.

Hükümetler para birimlerini sabit ağırlıklı değerli madene göre belirledikleri ve paraların madeni içeriğini korudukları sürece, döviz kurları her paranın içerdiği değerli maden miktarının belirlediği sınırlar içinde dalgalanmalarını sürdürüyordu. Eğer İngiliz sterlini İsviçre frangından iki kat fazla altın içeriyorsa, o zaman döviz piyasalarında bir sterlin iki İsviçre frangı ediyordu. Altının gümüş cinsinden ya da gümüşün altın cinsinden değerleri ise serbestçe dalgalanıyordu ve altın standardını uygulayan bir ülke gümüş standardı uygulayan bir ülkeyle ticaret yaptığında, iki ülke para birimleri arasındaki döviz kuru altın ve gümüşün fiyatlarına bağlı olarak dalgalanıyordu. Bir hükümet, on altıncı yüzyılın ilk yarısında yaptığı gibi, parasının içindeki değerli maden miktarını paranın üzerinde yazan değer altına düşürdüğünde, bu para birimi döviz piyasalarında değer kaybediyor, böylece ihraç ettiği mallar daha ucuz, ithal ettiği mallar da daha pahalı hale geliyordu. İngiltere on altıncı yüzyılın ilk yarısında bir ekonomik genişleme, ikinci yarısında ise bir bunalım yaşadı ve her iki deneyim de sterlinin döviz piyasalarında yükselmesine ve düşmesine doğrudan bağlıydı. I. Elizabeth 1551 yılında paranın içerdiği maden içeriğini eski haline getirdi. On yedinci yüzyıl boyunca İspanya gümüş parasının içindeki maden miktarını önemli ölçüde düşürdü, 1680 yılına gelindiğinde gümüşün İspanyol parası cinsinden değeri, paranın gümüş içeriği değiştirilmeden önceki döneme göre yüzde 275 arttı. İspanyol ekonomisi, para birimi üzerinde yapılan değişiklikler ve içindeki maden miktarının düşürülmesi yüzünden uzun süren bir ekonomik çalkantının içine girdi.

On sekizinci yüzyılda kâğıt paranın yaygınlaşması döviz piyasalarına kâğıt paranın değerli madenlere resmi bir orandan konvertibilitesi sorununu getirdi. Bankalar ve hükümetler, banknotlarının ya da hükümet tahvillerinin değerli madene ya da madeni paraya çevrilmesi konusunda ver-

dikleri sözleri tuttıkları sürece, bir hükümetin para biriminin yabancı para cinsinden değeri, içerdiği değerli madene bağlıydı. On sekizinci yüzyılda İsveç hükümeti ve Amerikan sömürgelerinin hükümetleri, Fransız İhtilali sırasında Fransız hükümeti ve Napoleon Savaşları sırasında İngiliz hükümetinin yaptığı gibi, hükümetler savaşların finansal baskısı altında vergileri artırmak yerine para basma makinesine başvurdukları zaman, miktarı hızla artan paralar döviz piyasalarında değer kaybettiler. Basit bir hesaplama, içerideki fiyatlar kâğıt para enflasyonu yüzünden yüzde 10 artarsa, yerli para birimi döviz piyasalarında yüzde 10 değer kaybeder çünkü satın alma gücü yüzde 10 düşmüştür. Paranın bu şekilde değer kaybetmesi hükümetin parasının değerli madene resmî orandan konvertibilitesini sürdürmesiyle önlenebilirdi, ancak genellikle böyle olmadı; hükümeti fazladan para basmaya iten etmenler aynı zamanda altın ve gümüş rezervlerinde bir kıtlık da yaratıyordu. Paranın değer kaybetmesi, hükümetin dönüştürülemeyen kâğıt para arzını taleple denk tutmasıyla en aza indirilebilir. İngiliz hükümetinin 1797'de sterlinin konvertibilitesini kaldırmasından sonra, sterlin 1809'a kadar döviz piyasalarındaki değerini korudu, bunun nedeni İngiltere dışındaki tüccarların ve işletmelerin İngiliz malları alabilmek için hâlâ sterline ihtiyaçlarının olmasıydı. Sterlin arzı, talebi aşmadığı sürece sterlin değerini korudu. Ancak müttefiklere verilen finansal destekler ve askeri harcamalar yüzünden ülke dışına akan sterlin en sonunda Hamburg döviz piyasasındaki talebini geride bıraktı ve sterlin diğer para birimlerine göre ciddi şekilde değer kaybına uğradı.

On dokuzuncu yüzyıl, döviz piyasalarının istikrar çağıydı. Altın standardının en parlak döneminde İspanya'nın dönüştürülemeyen kâğıt para standardı bile sadece bir kez, İspanyol-Amerikan Savaşı sırasında, parasının değer kaybettiği kısa bir dönem yaşadı. Londra ve Paris, dünyanın bir numaralı finans merkezi olmak için rekabet halindeydi. Ancak 1870'lerde, Fransa Bankası'nın Fransa-Prusya Savaşı (1870-71) sırasında frankın altına konvertibilitesini kaldırmasının ardından, Londra Paris'i kıl payı geride bıraktı. İngiliz sterlininin değeri 4,86 Amerikan doları seviyesinde kaldı, aynı dönemde 1 dolar 5,17 Fransız frangına eşitti. Fransa önce 1848 ayaklanması sırasında, sonra da 1870 yılında konvertibilitiyi kaldırdı,

ancak bu dönemler dışında sterlin ve frankın madeni içerikleri ve kırı değerleri 100 yıl boyunca sabit kaldı.

Yirminci yüzyılın 1918'den sonraki bölümü döviz piyasaları açısından büyük bir karmaşa içinde geçti. Savaşan devletler bu savaşı finanse edebilmek için iç piyasalarındaki para stoklarını önemli ölçüde artırdılar ve kaçınılmaz sonuç olarak enflasyon ortaya çıktı. Hem İngiltere hem de Fransa savaştan aşırı değerlenmiş para birimleriyle çıktı. İngiltere, 1 sterlinin 4,86 dolara eşit olduğu savaş öncesi paritesine dönme umudu içinde deflasyonist bir ekonomi politikası izlemeye başladı, 1925'te de bu amacına ulaştı.

Devalüasyon beklentisi içindeki spekülasyonların sürekli olarak frank satmaları, frank üzerinde aşağı doğru bir baskı yarattı ve Fransa'da frank yerine büyük miktarlarda döviz tutulmasına yol açtı. 1926'da Fransız hükümeti frankın değerini savaş öncesi değerinin beşte birine düşürerek 1 doların 25,51 frank olduğu seviyede sabitledi. Fransa'da ellerinde döviz tutanlar bu dövizleri frank karşılığı satmaya başladılar ve döviz yerine altın tutmakta ısrar eden Fransa Bankası bu sayede bir altın girişi yaşadı. Artan altın stoku Fransa'nın 1936'ya kadar altın standardında kalmasına yardımcı oldu.

Şubat 1933'te, ABD'nin altın standardından çıkmasından bir ay önce, bir sterlin 3,36 dolar seviyesine düştü. Mart 1933'ten sonra sterlin ve frank döviz piyasalarında dolara göre değer kazandı, kısa süre sonra da sterlin savaş öncesi dolar paritesinin üzerine çıktı. ABD'nin altın rezervlerinin güçlenmesi ve Avrupa'daki savaş zamanı ekonomi politikaları, Avrupa para birimlerinin Amerikan doları karşısında değer kaybetmelerine neden oldu. 1949'daki büyük bir devalüasyondan önce bir sterlin 4,03 dolara eşitti.

1949 yılında pek çok Avrupa hükümeti parasının Amerikan doları karşısındaki değerini düşürdü. Bu resmi bir devalüasyondur çünkü o dönemdeki uluslararası ticaret sistemi, 1971'e kadar sürecek olan sabit kur sistemine dayanıyordu. Bretton Woods Sistemi (bkz. Üçüncü Bölüm) para birimleri arasında sabit, ama gerektiğinde ayarlanabilir bir sistem getirdi. Sistem, bir para biriminin diğerine çevrileceği sabit oranı belirliyordu. Bir paranın nominal ya da resmi değerindeki yüzde 10'dan fazla bir değişim sadece Bretton Woods Sistemi'nin yürütülmesi için kurulmuş bir banka olan Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) onayıyla yapılabiliyordu.

Dünya ekonomisi İkinci Dünya Savaşı'nın ardından yeniden canlanırken, dünya altın rezervleri parasal rezervlerin ihtiyaçlarına ayak uyduramadı ve bunun üzerine Bretton Woods Sistemi'nin katılımcıları paralarının değerini altın yerine dolara sabitlemeye başladılar. ABD'nin geniş altın rezervleri bu uygulamayı haklı kılıyordu, böylece dünya para rezervlerinde dolar, altının yerini almaya başladı. Dünyanın geri kalanı para stokuna neredeyse açtı; uluslararası işlemlerde ülkeye giren dolar miktarından daha fazlasının çıkmasına yol açan bir ödemeler dengesi açığını sürdürmeyi başaran ve karşısında dünyanın geri kalan kısmını bu büyük miktardaki dolarları altın karşılığını talep etmeden almaya hazır bir halde bulan ABD ise kıskanılacak bir konumdaydı.

Bretton Woods Sistemi'ne göre, sürekli olarak ödemeler dengesi açığı veren bir ülke parasının değerini düşürmek, yani bir ons altın ya da ABD doları gibi bir döviz almak için gereken para miktarını artırmak zorundaydı. Devalüasyon, ilk aşamada ithal malların maliyetini yükseltir ve ihraç mallarını daha ucuz hale getirir, bu iki değişim de para girişi ve çıkışları arasındaki farkın kapatılmasında rol oynardı. Paranın değerinin düşürülmemesi ise ülkenin para çıkışlarının para girişlerinden fazla olmasına yol açar, bu da yabancıların elinde bir yerli para arzı fazlası oluşmasına neden olurdu. Yabancılar ellerindeki bu fazla paraları, paranın sahibi olan ülkeye altın ya da dolara çevrilmek üzere getirdiklerinde o ülkenin altın ve dolar rezervleri tükenirdi. Eğer altın ve dolar rezervleri sıfıra düşmüşse ve yerli paranın ülke dışına çıkışı girişini aşmaya devam ediyorsa, bu ülkenin parası değersiz hale gelirdi.

Bretton Woods Sistemi'nin bir eksikliği, ödemeler dengesi fazlası veren ülkelerin bu dengesizliğin düzelmesi için parasının değerini yükseltmesi yönünde bir baskı hissetmemesi, hatta bu ülkelerin iç politikalarının, başka bir ülkenin ödemeler dengesi açığı anlamına gelen bu fazlanın oluşmasına katkıda bulunmasıydı. Ödemeler dengesi fazlası veren ülkelerin kendi paralarının dışarıdan girişi, çıkışlarının üzerindeydi; bu dengesizlik paranın yabancı para cinsinden daha yüksek bir değerle sabitlenmesiyle ve böylelikle ithalatın maliyetini düşürüp ihracatın maliyetini yükseltmekle düzeltilebilirdi.

Ödemeler dengesi açığı veren ve altın ve dolar rezervlerinin tükenmesini önlemek için devalüasyon yapan ülkeler için bu süreç siyasi olarak acı verici, hatta yüz kızartıcıydı. Spekülatörler, zayıf ve devalüasyona aday olarak gördükleri ve devalüasyondan sonra kelepirciler olarak alabileceklerini bildikleri paraları satarak bu süreci daha da zorlaştırıyorlardı. Örneğin, devalüasyondan önce 1 İngiliz sterlini 1 Amerikan dolarına eşitse ve devalüasyondan sonra 2 sterlin 1 dolara eşit olacaksa, elinde sterlin tutanlar devalüasyon öncesi dolar satın alıp bu dolarlarla devalüasyon sonrası sterlin alarak İngiliz sterlini varlıklarını iki katına çıkarmak isteyeceklerdir. Devalüasyon beklentisi içindeki spekülatörler sterlin satarak İngiliz hükümeti üzerindeki devalüasyon baskısını artıracaklardır. Bu şekildeki bir para krizi, 1956'daki Süveyş Krizi sırasında İngiltere'yi neredeyse bir devalüasyona sürüklüyordu.

Bretton Woods Sistemi içinde Fransa 1957'de, 1958'de ve 1969'da frankın değerini düşürdü. Almanya 1961 ve 1969'da markın değerini yükseltti. Hollanda da 1961'de parasının değerini yükseltti. İngiltere ve para birimleri sterline bağlı olan bazı ülkeler ise 1967'de devalüasyon yaptılar. İngiltere'nin yaptığı devalüasyon sonucu 1 sterlinin değeri 2,80 dolardan 2,38 dolara düştü.

Bretton Woods Sistemi, Amerikan doları altın kadar güçlü olduğu ve altına sabit bir orandan çevrilebildiği sürece işledi. Dolar bu sistemin birleştirici para birimiydi, diğer ülkeler doları, tıpkı altın gibi parasal rezerv olarak tutuyorlardı. Ne var ki 1960'ların ortalarından itibaren ABD'nin Vietnam'daki savaşının derinleşmesi, Soğuk Savaş ve yabancı ülkelere özel sektör yatırımlarının fazlalığı yüzünden artan dış harcamalarla birleştiğinde ABD'nin ödemeler dengesi açığı genişledi ve ülkeden dolar çıkışı, dolar girişine oranla yükseldi. Dünyanın geri kalanı da ABD'nin altın stoklarının ABD dışındaki bütün dolarların değerini karşılayamayacağını farkına vardı. Bunun üzerine yabancı hükümetler ellerindeki dolarların altına çevrilmesi taleplerini artırdılar ve ABD'nin altın stoku 1970'lerin başında 12 milyar dolara düştü; oysa 1949'da altın stoklarının değeri 25 milyar dolardı. Dolara ilişkin kuşku 1971'de bir krizin doğmasına yol açtı, Haziran 1973'te de Bretton Woods Sistemi sona erdi.

Bretton Woods Sistemi'nin ortadan kalkmasıyla dünyanın ticaret yapan önemli ülkeleri, kısa dönem dalgalanmaların önlenmesi üzerine kurulu dalgalı kur sistemine geçtiler. Dalgalı ya da kontrollü dalgalı döviz kuru sistemi altında altın stokları, dünya parasal rezervinin önemli bir parçası olmaya devam etti. Altın standardının güçlü savunucuları, 1970'lerde dünya ekonomisini saran enflasyon dalgasının suçunu daha önceden altın standardının getirdiği parasal disiplinin o dönemde olmamasıydı. Bretton Woods Sistemi'nde Avrupa para birimleri arasındaki döviz kurları sabitti, bir ulusal para biriminin ötekine çevrilme oranı önceden belirlenmişti. Sabit döviz kuru sisteminin Avrupa'da sağlamış olduğu parasal birlik yetersizdi ve dalgalı kur sistemine geçişle ortadan kalktı, böylece Avrupa, parasal birliğini sağlamak için daha sağlam adımlar atmak durumunda kaldı.

1970'lerin başlarında, sabit kur rejiminin tamamıyla çözülmesinden önce, IMF her para biriminin Amerikan doları paritesine göre yüzde $\pm 2,25$ aralıkta, yani doların çevresindeki yüzde 4,5'luk bir alan içinde dalgalanmalarına izin verdi. Bu sistemde Avrupa Topluluğu (AT), ya da bugünkü Avrupa Birliği (AB) üyeleri, para birimlerinin değerlerini bu yüzde $\pm 2,5$ aralığındaki dalgalanmalar içine kısıtlamayı ve Avrupa para birimlerinin hepsini, toplam dalgalanma dolar paritesine göre yüzde 4,5 olacak şekilde ayarlamayı kabul ettiler.

Avrupa paraları arasındaki kur dalgalanmalarını sınırlayan bu anlaşma, Avrupa para birimlerinin birbirlerinin ardı sıra dalgalanmalarına yol açtı, bu yüzden Avrupa paralarının bir araya gelmiş haline 'tüneldeki yılan' benzetmesi yapıldı.² Ardından Belçika-Lüksemburg para birliği üyeleri kendi para birimlerinin dalgalanmalarını da daraltınca 'tüneldeki yılan'ın içinde bir de 'yilandaki kurt' oluşmuş oldu.

1973 yılında dünya ticaret sistemi dalgalı kur rejimine geçtiği zaman AT üyeleri, Avrupa para birimleri arasındaki dalgalanmaları denetlemeyi sürdürdü ve bu sefer 'göldeki yılan' ortaya çıktı. 1979'da kurulan Avrupa Para Sistemi'nde bir paranın diğerine göre döviz kurunun değişimi, 'çingiraklı yılan' denilen bir işaret ya da uyarıcı olarak kullanıldı. 'Çingiraklı yılan', müdahalenin gerekli olduğu durumda işaret veriyordu. Yılan,

Ocak 1999'da Euro'nun yürürlüğe girmesiyle daha da gerçekçi bir hedef haline gelen Avrupa parasal bütünleşmesi yolunda çok önemli bir adımdı.

Dünyanın ticaret yapan büyük ülkelerinin esnek kura dönmeleriyle, kalkınmakta olan ülkelerin çoğu kendi para birimlerini Amerikan dolarına bağlamaya başladı. Bu ülkeler genellikle dış ticarete ve yatırıma farklı kur rejimleri uyguladılar. Finansal serbestleşmenin öne çıktığı dönem olan 1990'larda ise bu ülkeler bile daha esnek döviz kuru rejimlerini kabul ettiler.³

•

ULUSLARARASI BANKACILIĞIN GELİŞİMİ

Uluslararası bankacıların akıllıca saldırganlıklarının olmadığı bir küreselleşme düşünülemez. Alıcı ve satıcı arasındaki ilişkiden çok daha ince ve hassas olan borçlu ve alacaklı arasındaki ilişki, farklı kültürler ve dinler, farklı teknolojiler ve amaçlara sahip insanlar arasında tam bir güven gerektirir. On dokuzuncu yüzyılda hiçbir gücün önlerine geçemediği uluslararası bankacılar, dünyadaki farklı ekonomileri tek bir ticaret sistemi içinde toplamayı başaran ekonominin gizli güçlerinin önde gelen temsilcileri rolünü üstlenmişlerdi.

Modern uluslararası bankacılığın gelişimini incelemek için doğal başlangıç noktası İtalyan Rönesansıdır. On beşinci yüzyıl boyunca İtalyan bankaları Avrupa'da bankacılığı ellerinde tuttular ve bu bankalar arasından Medici Bankası dönemin bir numaralı bankası haline geldi. Merkezi Floransa'da olan Medici Bankası'nın, İtalya'nın büyük şehirlerinde ve Londra, Lyon, Cenevre, Brugge ve Avignon gibi Avrupa'nın önemli şehirlerinde şubeleri vardı. Aynı zamanda Papalık divanının en fazla hizmet aldığı bankaydı.

Medici Bankası'nın resmi kuruluşu 1397'de gerçekleşmişti, ancak Medici ailesinin fertleri o tarihten önce de Floransa'da bankacılıkla uğraşıyorlardı. Medici Bankası adını alan banka, yine Medici ailesine ait olan bir Floransa bankasının Roma şubesiydi. Medici Bankası'nın kurucusu, Giovanni di Bicci de' Medici, bu Roma şubesini kendi üzerine alarak Floransa'ya taşıdı. Kilise sayesinde Roma'ya para akışı vardı, ancak Floransa daha geniş yatırım olanaklarına sahipti ve bu durum Floransa bankalarının Roma'da sermaye toplayıp bu sermayeyi Floransa'da yatırıma dönüştürme şansı veriyordu. 1402'de, yatırım olanakları yüksek olan bir başka şehir olan Venedik'te Medici Bankası'nın bir şubesi açıldı. Aynı yıl Medici Bankası'nın Floransa'daki merkezinde on yedi kişi çalışmaya başladı, bunlardan beşi kâtipti. 1402'de ayrıca Medici ailesi yünlü kumaş üretip satan bir dükkân açtı, bu girişimin sermayesinin üçte biri Medici Bankası'ndan

3.000 florin kredi olarak karşılandı. Bankacılığın yanı sıra Mediciler yün, kumaş, kimyasal madde, baharat, zeytinyağı, ipekli mamuller, mücevher, gümüş kaplama eşyalar, turunçgiller gibi birçok malın uluslararası ticaretini yapıyordu. Ailenin yatırımlarını bu kadar geniş bir yelpazeye yaymasının amacı riski dağıtmak olabiliirdi.

1435 yılında Cenevre'de açılan şube, bankanın Alpler'in ötesinde açtığı ilk şubeydi. 1439'da Brugge'de, 1446'da Londra ve Avignon'da, 1452 ya da 1453'te Milano'da şubeler açıldı, 1464'te de Cenevre şubesi Lyon'a taşındı. Medicilerin şube bankacılığı sistemi her şubenin bağımsız bir kurum olarak mevduat toplamasına olanak tanıyordu, bu sayede ana banka, şubelerin iflasından etkilenmiyordu. Floransa'daki ana banka, modern holdingler gibi işliyordu. Medici ailesi ana bankanın çoğunluk hissesini elinde tutuyordu, ana banka da şubelerin kontrol hisselerine sahipti. Modern şirketlerin ve sınırlı yükümlülük kavramının ortaya çıkışından önce bu bankalar ortaklık olarak örgütlenmişlerdi. Büyük bankaların çoğunun uluslararası ticaretten doğan fon transferleri üzerinde yoğunlaştığı bir dönemde Medici Bankası kredi veren bir kurumdu ve vadeli mevduatlarla kendi sermayesinin çok üzerinde bir sermaye topladı. Banka, faizi yasaklayan yasal düzenlemeleri kambiyo senetlerine faiz ödemelerini gizleyerek atlatıyordu. Bu kambiyo senetleri ileri bir tarihteki döviz alımları için kullanılıyor ve bu senetlerden gelen kârlar, farklı para birimleri arasındaki döviz kuru dalgalanmalarına bağlı olarak değişebiliyordu.

Medici Bankası, 1429'da ölen Giovanni de' Medici'nin büyük oğlu Cosimo de' Medici yönetiminde kalkınmasının tepe noktasına ulaştı. Cosimo döneminde Medici Bankası zamanının en büyük bankası haline geldi. Cosimo 1464 yılında öldü ve bankanın yönetimi oğlu Piero de' Medici'ye geçti. Ancak Piero, babası kadar iyi bir yönetici değildi ve verdiği kredileri geri çağırarak bir finansal krizin başlamasına neden oldu. Piero'nun ölümüyle bankanın sorumluluğu oğlu Muhteşem Lorenzo'ya geçti. Lorenzo ünlü bir Rönesans devlet adamıydı, ancak banka yönetimiyle ilgilenmiyordu. Bankanın yönetimini profesyonel yöneticilere devretti ve banka yavaş yavaş kötüye gitmeye başladı. Lorenzo 1492'de ölünce oğlu Piero de' Medici ailenin siyasi çıkarlarının liderliğini üstlendi. 1494 yılında Floransalılar

Medicileri kovdular. İflasın eşiğine gelmiş olan bankaya el konuldu ve banka yeni sahiplerinin yönetimi altında iflas etti.

Bir kredi kurumu olan Medici Bankası, o dönemin Adam Smith'in *Ulusların Zenginliği*'nde' mevduat bankaları olarak tanımladığı büyük bankaları arasında bir istisnaydı. Smith özellikle Venedik, Cenova, Amsterdam, Hamburg ve Nürnberg bankalarını mevduat bankaları arasında saymıştı. Bu bankalar küçük devletlerin, genellikle şehir devletlerinin ihtiyaçlarını karşılamak üzere gelişti. Bu şehir devletlerinin dolaşımdaki paraları esas olarak komşu devletlerden gelen, genellikle yırtık ve döviz piyasalarında farklı iskonto oranlarından işlem gören paralardan oluşuyordu. Bu küçük devletler, büyük kısmı yabancı paralardan oluşan para sistemlerine doğrudan bir reform yapmak yerine para sistemindeki düzensizliğin ticari faaliyetlere zarar vereceği endişesiyle mevduat bankaları kurdular.

Mevduatlarını, verdiği kredileri finanse etmek için kabul eden ve kullanan Medici Bankası'nın aksine bu mevduat bankaları yerli ve yabancı para birimleri cinsinden mevduatları sadece banka hesaplarını destekleyen rezervler olarak kullanmak üzere kabul ediyorlardı. Mevduat bankaları her tüccarın hesaplarının kaydedildiği defterler tutuyorlardı ve bir tüccardan ötekine fon aktarma sadece bu defterlerdeki kayıtların değiştirilmesiyle oluyordu, böylece para banka dışına çıkmıyordu. Banka parası denilen bu hesaplar ticari işlemlerde değişim aracı olarak paranın yerini aldı.

Mevduat bankaları yırtık, delinmiş veya yeni oluşuna bakmadan her parayı eşit koşullarda kabul ediyorlardı, her hesaptan paranın yıpranma tazminatı adı altında yüzde 5 iskonto alınıyordu. Bu bankalar mevduatlarının değerini garanti eden hükümetlerin desteğini alan kamu bankalarıydı. Banka parası, tüccarları alışverişlerini yıpranma yüzünden değeri belirsiz hale gelmiş paralarla yapmaktan kurtarıyordu. Bu yüzden ticaret hayatında banka parası madeni paradan daha itibarlıydı. Adam Smith'in aktardığı gibi, Hamburg Bankası'nın banka parası, Hamburg'da dolaşımda olan komşu devletlerin yıpranmış parasına göre yüzde 14'lük bir primle işlem görüyordu.

İlk başlarda mevduat bankaları sadece her iki tarafın, ödeyen ve ödenenin fon transferini onaylamak üzere bankada hazır bulunduğu durumda para transferi yapıyorlardı. Daha sonra, bir noterin bulunması ko-

şuluylla ödeyen ve ödenen, her yerden transfer yapabilmeye başladılar. Çift düzen muhasebeyi ilk kez kullanan Luca Pacioli, 1494'te yayınlanan bu eserinde, bir hesaptan ötekine fon transferi yapan bir mevduat bankasını örnek almıştı. Adam Smith *Ulusların Zenginliği*'nde banka parasının maddenî paraya göre pek çok üstün yanı olduğunu belirterek, banka parası için fazladan ödenen primlerin nedenini açıklıyordu.² Smith'in sözünü ettiği avantajlar arasında yangına, hırsızlığa ve diğer kazalara karşı güvenlik, güvenilirliğinin devletin sorumluluğu altında olması ve para sayma derdi ya da değerli madenleri taşıma riski olmadan ödemeleri basit bir devirle yapabilme vardı.

En eski olmasa da herhalde İtalya'daki en ünlü ve en başarılı mevduat bankası, daha önce de merkez bankalarıyla ilgili bölümde (Beşinci bölüm) bahsettiğimiz Casa di San Giorgio'dur. Cenova'da bir kamu bankası olan Casa di San Giorgio, Cenova'nın gelişmiş bankacılık sektörü sayesinde Avrupa'nın finans merkezi olduğu on altıncı ve on yedinci yüzyıllarda büyük ilerleme kaydetmiştir. Fransa ve İspanya krallıklarının iflasları o dönemde Cenova'nın böyle bir merkez haline gelmesine yardımcı olmuş, ardından Amsterdam'ın, daha sonra da Londra'nın Avrupa'nın finans merkezi olmalarının yolunu açmıştır. 1557 ve 1647 yılları arasında İspanya kralığı toplam altı kez borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etti. İspanya'nın üst üste gelen iflasları, on beşinci yüzyılda Mediciler Avrupa bankacılığı için ne derece önemliyse on altıncı yüzyıl Avrupası için o öneme sahip olan, dönemin en güçlü bankacılık ailesinin parçalanmasına neden oldu. Fugger ailesi, İspanya ile Fransa arasındaki savaşlarda genellikle İspanya'yı, Cenovalılar ise Fransa'yı destekliyordu. İflaslar her iki ülkeyi de barış masasına oturtmak zorunda bırakınca bu savaşlar sona erdi.

Fugger ailesinin kurucusu Johannes Fugger bir dokumacının oğluydu ve iki kez lonca ustalarının kızlarıyla evlenerek ünlü bir tekstil tüccarı konumuna geldi, 1469'da öldüğünde arkasında küçük bir servet bıraktı. Johannes'in oğulları Andreas ve Jacob I, aile işini devam ettirdiler ve ayrıca altın ticaretine de atıldılar. Babasını örnek alan Jacob I darphane ustasının kızıyla evlendi ve öldüğünde Augsburg'un yedinci en zengin kişisiydi. Bu dönemde Fugger ailesinin işleri uluslararası boyut kazanmıştı,

Almanya, Avusturya ve Macaristan'daki feodal prensler Fuggerlerden borç alıyorlardı. Jacob I'in bu aile işini sürdürecektik üç oğlu vardı: Ulrich, Georg ve Jacob II.

Jacob II ailenin finans dâhisiydi, işletme yönetiminin en gelişmiş tekniklerini, hatta o zamana göre yeni olan çift düzen muhasebeyi bile uyguladı. Fiyatları sabitlemek amacıyla, birbiriyle rekabet halindeki firmaları bir araya getirdi ve Venedik bakır piyasasını ele geçirmek için kardeşleriyle birlikte 1498'de Augsburg tüccarlarıyla işbirliği yaptı. Fuggerlerin stratejik evlilikler yapma yetenekleri onları Macaristan'daki gümüş ve bakır madenciliğinde tekel hale getirdi. 1501'e gelindiğinde Fuggerler tekstil ithalatı ve üretimine dayanan aile işleri yanında Almanya, Avusturya, Macaristan, Bohemya ve İspanya'daki madenleriyle bir madencilik imparatorluğuna hükmediyorlardı. İpek, kadife, kürk, baharat, turunçgiller, mücevher ve cephane, Fuggerlerin ticaretini yaptığı mallar arasındaydı.

Fugger bankacılık hanedanlığı için son, Jacob II'nin İspanya kralı I. Carlos'un finansörü olmasıyla başladı. Jacob II, I. Carlos'a kredi vererek onun Kutsal Roma İmparatoru V. Karl olmasını sağladı. Daha sonra Jacob II, V. Karl'a mektuplar yazarak kendisinin finansal destekleri olmadan imparator olamayacağını hatırlattı ve V. Karl'dan borcunu geri ödemesini istedi.³ Bu borçlar genellikle madencilik gelirlerinin vergiden muaf tutulması koşuluyla veriliyordu. 1540 yılında Anvers borsası Fuggerlere sermaye sağlıyordu, onlar da bu parayı İspanya'ya kredi olarak veriyorlardı. 1557'de Karl'ın oğlu II. Felipe'nin başta olduğu İspanya krallığı, neredeyse bir yüzyıla yayılan iflasların ilkini ilan etti. Felipe, Fuggerleri alacaklarının tahsilatını yüzde 12 faiz oranından uzun döneme yaymaya zorladı. Borca güvence olarak da Hollanda'dan gelen vergi gelirlerini gösterdi. İspanya'nın 1596'da gerçekleşen üçüncü iflası, Avrupa bankacılığında Fuggerler için de yolun sonunu getirdi.

Uluslararası nitelik kazanan bir sonraki banka, 1609'da kurulan ve 1820'ye kadar hizmet veren Amsterdam Bankası'ydı. Nasıl Venedik ve Cenna gibi küçük şehir devletlerinin bankaları mevduat bankalarına örnek oluşturdularsa, Amsterdam Bankası da bu örneği geniş bir ölçekte hayata geçirdi. Amsterdam Bankası, Hollanda yerel yönetimleri ve Doğu Hindis-

tan Hollanda Şirketi dışında çok nadir kredi verdi. 1609'dan önce Amsterdam küçük İtalyan şehir devletlerinin yaşadıklarına benzer bir para sorunu yaşıyordu, dolaşımdaki paranın bir kısmı kendisine, bir kısmı da komşu devletlere aitti. Çevredeki devletlerden sürekli olarak yıpranmış paralar geliyordu ve tüccarlar bu paralarla ödenen kambiyo senetlerinin değerine güvenemiyorlardı. Amsterdam'daki paralar, darphaneden çıktığı hale göre yüzde 9 değer kaybediyordu ve Amsterdamlı tüccarlar kambiyo senedi ödemek için iyi durumda para bulmakta zorlanıyorlardı. İtalyan şehir devletleri gibi Amsterdam da bu sorunun çözümünü hükümet garantisi altındaki bir mevduat bankasında, Amsterdam Bankası'nda buldu.

Banka, yerli ya da yabancı, yırtık, delik, yıpranmış her türlü parayı iyi durumdaki paralarla aynı koşullarda, üzerinde yazılı değerden kabul ediyordu. Bankadaki mevduat sahipleri her hesap için küçük bir para yenileme ve yönetim ücreti ödüyorlardı. Bu mevduatlara, banka parası deniliyordu ve para banka dışına çıkmadan, yıpranmaya ya da hükümetin değerini düşürmesine maruz kalmadan, her zaman darphaneden yeni çıkmış haline eşit değerde el değiştirebiliyordu. Amsterdam hükümeti 600 gulden ve üzeri değerdeki tüm yabancı kambiyo senetlerinin ödemelerinin banka parası ile yapılmasını zorunlu kılan bir kanun çıkardı. Tüccarlar banka parasını kabul ederken madeni paraya göre bir miktar prim alıyorlar, bankalar da banka parasını değeri kadar madeni paraya göre daha pahalıya satarak gelir elde ediyorlardı. Böylece bankalar madeni paraları belli bir değere alıp banka parasını daha yüksek bir fiyattan satabiliyorlardı.

Bir kredi kurumu olmayan Amsterdam Bankası, müşterilerinin mevduat olarak yatırdıkları değerli madeni para ve külçeleri ihtiyaç duyulup bankadan çekilinceye kadar elinde tutma konusuna ağırlık vermişti. Banka, yatırılan altın ve gümüş külçelerine karşılık hesap sahibine külçelerinin banka parası cinsinden değerinin belirtildiği bir makbuz veriyor ve bu miktarda parayı kişinin hesabına geçiriyordu. Altın ve gümüş külçelere karşılık verilen banka parasının taşınması değerli külçelere göre daha kolaydı ve bu tür banka paraları, madeni para kaynaklı banka paralarıyla aynı avantajlara sahipti. Makbuzda, bankanın külçe hesabını hesap sahibine geri satacağı fiyat da belirtiliyordu. Banka, hesap sahiplerinin değerli külçe-

rini saklamak için belli bir ücret alıyordu ve bu ücret ödenmediğinde külçelerin mülkiyeti bankaya geçiyordu. Bu yolla gelen külçeler bankanın kârına ekleniyordu. Büyük miktardaki madeni para ve külçe hesaplarıyla Amsterdam Bankası Avrupa'nın para rezervlerinin önemli bir kısmının sahibi oldu ve bu sayede Avrupa para sistemi üzerinde denetleyici bir güç elde etti. 1780'lerde savaşın getirdiği baskılar altındaki Amsterdam Bankası alışılmış politikasından saparak tüccarlara kredi vermeye başladı. Böylece bankanın madeni para ve külçe rezervleri, halka borçlu olduğu banka parası hesaplarının altına indi ve halk bankaya olan güvenini yitirdi. 1795'te Fransız işgalinin yol açtığı panik bankanın kapanmasına neden oldu. Banka 1802'de borç desteğiyle yeniden açıldı ve tasfiye edildiği 1820 yılına kadar etkisiz bir şekilde varlığını sürdürdü.

Avrupa'nın en saygın bankacılık kurumlarından olan tüccar bankerler 1700'lerde ortaya çıkmaya başladı. Rothschild ailesi, Morgan bankacılık hanedanlığı ve Baring kardeşler tüccar bankerlerin tarihinde yer etmiş önemli isimlerdir. Walter Bagehot'a göre bu bankerler, Venedik ve Ceno'va'daki tüccar prensler dönemine geri dönerek işadamlarının sezgi ve hırslarını bir refah, güç ve kültür mirasıyla birleştiren bir sınıfa geri getirdiler.⁴ Tüccar bankerler, modern anlamda mevduat bankaları değillerdi, sadece sürekli müşterilerinin büyük mevduatlarını saklıyorlardı. Genellikle demiryolları, kanallar ve benzeri büyük çaplı yükümlülükler için kredi ve hisse senedi sağlayan, toptancılar ve üreticiler için mal satın alan, bazen de kral-lara savaşlarını finanse etmek için borç veren ya da yabancı ülkelerde savaşan orduları için para aktaran komisyoncu rolünü üstlendiler. Tüccar bankerler aynı zamanda finansal varlıkların alım satımıyla da uğraşıyorlardı.

Tüccar bankerler sağlamlık, güven ve bağlılıklarıyla tanınıyorlardı; bu durum, o dönemin bankerlerinin yakın zamanda yaşadığımız içeriden bilgilendirme skandalları düşünüldüğünde çok daha üstün niteliklere sahip olduğunu gösterir. Sermaye toplamak için bir tüccar banker müşterileriyle uzun dönemli ilişkiler kuruyor, müşteriler de bankerin sözüne güveniyor ve adil bir alışveriş yaptıklarına emin oluyorlardı. Londra kambiyo senedi piyasası, gelişmesinin bir kısmını tüccar bankerlerinin kusursuz ünlerine borçludur. Bu bankerlerin ciro ettiği bir kambiyo senedi, daha düşük

bir faizden iskonto ediliyordu. Müşterilerinin güvenini kazanmış olan tüccar bankerler Avrupa sermayesinin demiryolu ve uzak bölgelerdeki diğer projelerin finansmanı için kullanılmasına öncülük ettiler, üstelik faiz oranları da son derece makuldü.

Rothschildler, on dokuzuncu yüzyıl boyunca elinde müthiş siyasi ve finansal güç bulunan bankacılık kurumları arasında belki de en ünlüsüdür. On dokuzuncu yüzyılın ilk yarısında tüccar bankerler arasında en güçlü olan Rothschildler finans çevrelerinde bu güçlerini koruyarak öne çıktılar ve İkinci Dünya Savaşı sonrası döneme kadar etkinliklerini sürdürdüler. Rothschild bankacılık hamedanının kökleri 1743'te Frankfurt am Main'de doğan Meyer Amschel Rothschild'e dayanır. Fakir bir Yahudi ailesinden gelen Meyer Amschel, asilzadelere borç vermek ve Alman eyaletlerinin finansal yönetimlerini yürütmek konusunda başarılı oldu. Rothschild aile şirketinin merkezi 1820 yılına kadar Frankfurt'tu. Meyer Amschel'in beş oğlundan en büyüğü, kendi adını taşıyan Meyer Amschel, Frankfurt'ta kaldı; diğer dördü (Nathan, James, Salomon ve Karl) ise Avrupa'nın önemli başkentlerinde (Nathan Londra'da, James Paris'te, Salomon Viyana'da, Carl Napoli'de) Rothschild şubeleri açtılar. Kağıt üzerinde bu şubeler ayrı kurumlardı, ancak gerçekte kardeşler birbirlerine danışmadan büyük çaplı girişimlerde bulunmuyorlar ve ortak faaliyetler yürütüyorlardı.

Rothschild ailesinin ölçütlerine göre bile Nathan bir finans dâhisiydi. Napoleon Savaşları süresince Nathan'ın yönettiği Rothschild Şirketi şubesi, müttefik ülkelerin hükümetlerine 100 milyon sterlin borç verdi. İngiltere'nin, müttefikleri olan Prusya ve Avusturya'ya aktardığı finansal destekleri düzenledi ve savaşan ordulara para sağladı. Rothschildlerin Paris şubesi, Napoleon döneminde çok gelişmemiş de olsa 1817'de Nathan'ın tam teşekküllü bankacılığa geçiş kararı almasından sonra gittikçe güç kazandı. Böylece Paris şubesi Frankfurt'un yerini alarak 1820'de merkez konumuna yükseldi.

Rothschildler bile ilk başta Sanayi Devrimi'ne damgasını vuran teknolojik gelişmelerin önemini kavrayamadılar, ama yine de hatalarından ders aldılar. İngiltere'deki ilk demiryolu inşaatı dalgasına finansal destek sağlamayı reddeden Rothschildler Kıta Avrupası'nda ise tüm güçlerini de-

miryolu inşaatlarının finansmanına vermişlerdi, hatta Nathan'a Avrupa'nın demiryolu kralı deniliyordu. Demiryolu kuran hükümetler de Rothschildlerden destek alıyorlardı. Sanayi Devrimi sırasında Rothschildler, genellikle diğer bankalarla birlikte hareket ederek yeni kurulan şirketlerin büyük bloklar halindeki hisselerini alan yatırım bankacıları haline geldiler. Bu şirketler kâr açıklamaya başladıklarında Rothschildler ellerindeki hisseleri halka satarak kâra geçiyorlardı. Rothschild ailesi bu süreçten büyük bir servet elde etti. Rothschildler kamu tahvili piyasasında da etkin olmayı sürdürdüler. Fransız hükümeti Fransa-Prusya Savaşı'nı kaybettikten sonra savaş tazminatını ödemek için Rothschildlerden borç aldı. 1875'te İngiliz hükümetinin Rothschildlerden aldığı 4 milyon sterlin borç, İngilizle-ri Süveyş Kanalı Şirketi'nin en büyük hissedarı yaptı.

Londra'nın en eski ticaret bankası ve İngiltere'nin en köklü bankacılık hanedanlığı olma şerefi, tarihi Rothschildlerden bile eskiye dayanan bir bankacılık ailesi olan Baring kardeşlere aittir. Kardinal Richelieu'ye göre Avrupa'da altı büyük güç vardır; İngiltere, Fransa, Rusya, Prusya ve Baring kardeşler.⁵ Baring ailesinin İngiltere'deki kurucusu olan Johann Baring, İngiltere'yi ilk kez 1717'de Kuzey Almanyalı bir yün tüccarı olarak ziyaret etti. İngiltere'de kalmaya karar verdi ve burada evlendi. Oğullarından ikisi Londra'da John and Francis Baring and Company'yi kurdu. İthalat ve ihracat işleriyle ilgilenen şirket daha sonra ticaret bankacılığı yapmaya başladı. Baringlerin başarılarının bir kısmı da siyasi bağlantıları sayesinde gerçekleşti; örneğin William Pitt* (Genç), Francis Baring'in arkadaş çevresindeydi. John Baring'in 1800 yılında emekli olmasından sonra şirketin adı önce 1806'da Francis Baring and Company, ardından da 1806 yılında Baring Brothers and Company oldu. Baringler Napoleon Savaşı'nın ardından Fransız hükümetine 315 milyon frank borç verdi.

Francis Baring'in 1783 yılında Philadelphia'da bir şube açmasının ve oğlu Alexander'ı bir toprak anlaşmasını araştırması için Maine'e göndermesinin ardından Amerika Baringler için ilgi odağı haline geldi. Dede-
sinin yolundan giden Alexander, zengin bir Amerikan ailesinin kızıyla ev-

* Çağdaş Britanya'nın birliğini sağlamasıyla tanınan İngiliz başbakanı. —ç.n.

lendi ve ardından Baring Bankası İç Savaş öncesi ABD'nin en bilyelik bankacılık kurumu haline geldi ve büyük anlaşmalarda Amerikan hükûmetine finansal destek sağladı. Alexander'ın arkadaşları arasında John Quincy Adams ve Daniel Webster gibi devlet adamları vardı.

Baring Kardeşler Arjantin'e büyük yatırım yaptılar, İngiltere'nin dış yatırımlarının neredeyse yarısı buraya yapılıyordu. Bu durum, Arjantin Su ve Kanalizasyon Şirketi'nin kontrat koşullarını yerine getiremediği yıl olan 1890'a kadar sürdü. Daha sonra Arjantin'de yaşanan siyasi devrim, Baringlerin elindeki Arjantin tahvillerinin satılamayacak duruma gelmesine neden oldu. 1890'daki Baring Krizi büyük bir finansal kriz haline dönüşme tehlikesini taşıyordu, ancak Londra tüm finansal kaynaklarıyla Baringlere destek olarak bu krizi atlattımayı başardı. İngiltere Bankası ve diğer tüccar bankalar da dahil olmak üzere tüm Londra bankaları ortak bir çaba harcadılar. Krizin ardından Baring Bankası limitet şirket olarak yeniden yapılandı, şirketin sahiplerinin potansiyel kayıpları yatırmış oldukları sermaye ile sınırlandırıldı. Baring Bankası kredi veren, geleneksel bankacılık hizmetleri sağlayan ve yatırım danışmanlığı yapan bir Londra bankası olarak kaldı. 1995 yılında 27 yaşındaki Singapurlu bir yöneticinin aldığı spekülâtif pozisyon bankaya milyonlarca dolara patladı ve ardından Baring Bankası iflas etti.

Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki yirmi yıl, özel uluslararası bankerlerin güç ve saygınlıklarının doruk noktasına ulaştığı dönem oldu. Bu dönemde ABD'de bir bankacılık hanedanlığı, aile geçmişi ya da aile işlerini taşıyan kuşak sayısı açısından olmasa da bir güç olarak Rothschild ve Baring ailelerine rakip olarak çıktı. Amerikan tarihinin en güçlü bankeri olan John Pierpont Morgan'ın babası Junius S. Morgan, Londra'ya taşınıp orada önce 1854 yılında George Peabody and Company'de işe başlayan, bu şirkette başarılı bir yatırım bankeri olan bir Amerikan vatandaşıydı. İşlerinin çoğunu İngiliz yatırımcılar için Amerikan demiryolu hisseleri almak oluşturuyordu, ancak şirket aynı zamanda Amerikan müşterileri için de hisse ve tahvil alım satımı yapıyordu. Peabody'nin 1864'te işten çekilmesiyle şirketin adı J. S. Morgan and Company oldu. Fransa-Prusya Savaşı süresince, çoğu köklü kurumun çekindiği bir iş olmasına karşın Fransız hükûmetinden tahvil alan şirketin geleceğinin parlak olduğu o günlerden görülebiliyordu.

1861'de oğul John Pierpont Morgan, New York'ta J. P. Morgan and Company adında bir şirket açtı ve bu şirketi babasıyla yaptığı kontratlar ve İç Savaş'ın yardımcılarıyla geliştirdi. 1871'de şirket yeni ortaklar alarak Drexel, Morgan and Company adını aldı ve New York, Philadelphia, Londra ve Paris'te yeni ortaklıklara katıldı. Amerikan hükümeti çoğu finansmanı için bu şirkete başvurdu, yabancı hükümetler de bu şirketten borç aldılar. Şirket aynı zamanda demiryolu tahvilleriyle de ilgileniyordu. 1890'da Junius S. Morgan'ın, 1893'te de Tony Drexel'in ölümleri J. P. Morgan'ı hem Londra hem de ABD'de şirketin başı konumuna getirdi. 1895 yılında şirketin tüm ortaklıkları J. P. Morgan and Company adını aldı. Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki yirmi yılda J. P. Morgan dünya çapında hükümetlere ve demiryolu inşaatlarına kredi sağladı, bazen de Amerikan ya da İngiliz hükümetlerinin istekleri üzerine yabancılara kredi vermeyi reddetti.

Morgan uluslararası bankerler arasında gizli kapaklı bir anlaşma olan para tröstü denilen kavramın simgesi haline gelmişti. Para tröstü, ekonomiyi bankerlerin çıkarına yönlendirmeyi amaçlıyordu, ya da en azından halkın korkusu buydu ve bu korku 1912 yılında Morgan'ın Wall Street egemenliğine karşı yükselen sesleri susturmak için Kongre Komitesi'ne ifade vermesine neden olacak kadar güçlüydü. Para tröstü, müşteriler arasındaki rekabeti yok etmeyi amaçlayarak iflas eden işler yüzünden geri dönmeyen kredilerle zor durumda kalan bankalarını korumayı amaçlayan bankerler için bir güvence oluşturunuyordu. Morgan, kredi verdiği şirketlerin yönetim kurullarına ortaklarını yerleştirerek borcu garanti altına alıyor ve bir borç veren olarak çıkarlarını daha güçlü bir şekilde koruyordu. Aynı işi birden fazla yönetim kuruluna yerleştirerek birbirlerine bağlı yönetim kurulları sistemi yarattı ve bu sistem Morgan'a büyük bir güç verdi. Demiryolu ve imalat şirketlerini birleştirdi. Kurulduğunda dünyanın en büyük şirketi olan United States Steel Corporation varlığını Morgan'ın gerçekleştirdiği birleşmelere borçludur. Morgan belki de vatanında kendisine yöneltilen eleştirilerden kaçmak için Atlantik'in ötesine bir yolculuğa çıktı ve 31 Mart 1913'te Roma'da öldü. Woodrow Wilson yönetiminin ilk döneminde Kongre'nin çıkardığı bankacılık ve antitröst yasalarının bir amacı da başka bir J. P. Morgan'ın ortaya çıkmasını zorlaştırmak, hatta imkânsızlaştırmaktı.

Yirminci yüzyılda tüccar bankerlerin güçlerini kaybetmelerinin ardından, bambaşka nedenlerden dolayı da olsa on dokuzuncu yüzyıl tüccar bankerleri kadar kötü şöhrete sahip bir dünya bankacılık merkezi ortaya çıktı. İsviçre, Avrupa bankacılığına biraz geç katıldı. Cenevre, bankacılık sanayisinin geliştiği ilk İsviçre şehriydi ve İsviçre finans tarihine damgasını vurmuş pek çok bankere ev sahipliği yaptı. XIV. Louis savaşlarını Cenevre'den aldığı borçlarla finanse ediyordu, Fransa da on dokuzuncu yüzyılın sonuna kadar kamu borcunu ödemek için Cenevre'den borç alıyordu.

On altıncı yüzyılda Zürih finansal bir hareketliliğin işaretlerini veriyordu. 1679'da şehir meclisi, faiz oranlarının yüzde 5'ten 4'e indirilmesine karşı gelen bir karar aldı. On sekizinci yüzyılın ortalarında tüccar bankerler yatırım yapmak için mevduat kabul etmeye başladılar. 1786'da Zürih'in ilk tam teşekküllü bankası açıldı ve Zürih'in 1805 yılına ait resmi kayıtlarına göre iki banka sadece bankacılıkla uğraşıyordu. Basel, bankacılığın gelişmesi açısından Zürih'e oranla yavaş kaldı; on dokuzuncu yüzyıla kadar çok az gelişme gösterdi. 1862'deki Basel Kayıtları'na göre sadece bankacılıkla ilgilenen banka sayısı dokuzdu. Yirminci yüzyılın ilk on yılında İsviçre uluslararası finans merkezleri sıralamasında en tepeye yerleşti. İsviçre bankacılığı altı büyük bankanın denetimindeki şube bankalarından oluşan bir merkezi sistem geliştirdi. Bu altı banka, Swiss Credit Bank, Swiss Bank Corporation, Union Bank of Switzerland, Trade Bank of Basle, Federal Bank ve Swiss People's Bank'tı. Avrupa hükümetleri ile Amerikan demiryolu ve sanayi şirketleri bu bankalardan borç aldılar.

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra savaşa katılan ülkelerde ciddi bir enflasyon sorunu başladı ve İsviçre'nin sağlam para birimine güvenen sermaye İsviçre bankalarına aktı. 1930'larda İsviçre hükümetinin bankalarda ki hesap sahiplerinin kimliğini gizleme yönünde karar alması, İsviçre bankalarının çekiciliğini daha da artırdı. Bu bankaların 'numara verilmiş hesaplar'ı hesap sahibinin adını bilen banka çalışanlarının sayısını kısıtlıyordu. İsviçre hükümeti bunun yanında, kendi ya da yabancı ülke vatandaşları hakkında bilgi toplamak amacıyla özel hesapları inceleme hakkını kullanmayacağını açıkladı. Numara verilmiş hesaplar, yabancı ülke bankalarında para tutmanın yasak olduğu ülkelerin vatandaşları için koruma sağ-

lıyordu. Siyasi ya da ırkçı nedenlerle ülkelerinden ne zaman kovulacaklarını bilmeyen yabancı ülke vatandaşları paralarını İsviçre bankalarında saklıyorlardı. Altı büyük İsviçre bankasının üçü (Swiss Credit Bank, Swiss Bank Corporation ve Union Bank of Switzerland) İkinci Dünya Savaşı sonrasında da varlıklarını sürdürdüler. Çok sayıda küçük banka ve kırsal kredi kurumları ile yabancı bankaların şubeleri, İsviçre'nin ekonomik görünümünü belirledi; 1968 yılında her 1.400 İsviçreliye bir banka şubesi düşüyordu. Yabancı hükümetler sürekli olarak İsviçre hükümetinin aldığı gizlilik kuralını protesto ettiler. İsviçre hükümeti de zamanla suç niteliğindeki durumlarda ya da vergi kaçırılmalarda daha çok işbirliği yapar hale geldi.

Uzun süredir tarafsız bir ülke olarak bilinen İsviçre, 1997 yılında gün ışığına çıkan bilgilere göre aslında İkinci Dünya Savaşı sırasında Nazi Almanyası için bir banka görevi gördü. Nazi Almanyası'nın merkez bankası İsviçre bankalarında ilk başlarda bilinenin üç katı kadar altın saklıyordu. İsviçre bankaları soykırım kurbanlarından gelen altınların çoğunu örtbas etmiş olsa da Yahudi grupları bu bankalara karşı yasal mücadele verdiler ve 12 Ağustos 1998'de İsviçre bankaları ve soykırımdan sağ kurtulanların temsilcileri, bankaların soykırımdan sağ kurtulanlara ve mirasçılarına 1,25 milyar dolar tazminat vermeleri konusunda anlaşma sağladılar.⁶

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde uluslararası bankacılık alanında, çok daha kamusal bir yapıya sahip yeni bir tür kurum ortaya çıktı. 1944'teki Bretton Woods Konferansı dünya çapında önemli iki finans kurumunun ortaya çıkmasına yol açtı. Bu iki kurum, bazen Bretton Woods ikizleri de denilen Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'ydı. Dünya Bankası'nın merkezi 25 Haziran 1946'da Washington DC'de açıldı. Resmi adı Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası olan Dünya Bankası'nın kuruluş amacı savaştan zarar görmüş olan Avrupa ve Japonya'yı yeniden yapılandırmak ve kalkınmakta olan ülkelerin finansal ihtiyaçlarını karşılamaktı. Birleşmiş Milletler'in bir kolu olarak faaliyet göstermek üzere tasarlanan Dünya Bankası, üye ülkelerden düzenli ödenekler olarak ve finans piyasalarına tahvil satarak sermaye toplar. Dünya Bankası finans piyasalarında düşük faiz oranlarıyla sermayesini artırabilir çünkü üye hükümetler Dünya Bankası tarafından piyasaya sürülen tahvillere garanti verirler ve

bu da tahvillerin alıcıları çekmesi için önerdiği faiz oranını aşağı çeker. Banka, iktisadi kalkınmayı destekleyen fikirlerin toplandığı bir yer haline gelmiştir ve düzenli olarak dünyanın ekonomik koşulları hakkında istatistiksel veri ve araştırma yayınlamaktadır. Dünya Bankası tarafından ilk kez 1978'de çıkarılan *Dünya Kalkınma Raporu* güncel kalkınma konuları hakkında makaleler ve her ülke için önemli ekonomik istatistikler yayınlar.

Kuruluşundan itibaren ilk çeyrek yüzyıl boyunca Dünya Bankası ilgisinin çoğunu temel ekonomik altyapı yatırımlarına verdi. 1961'den 1965'e kadar Dünya Bankası'nın verdiği borçların yaklaşık yüzde 77'si elektrik ve ulaşım projelerinin finansmanı için ayrılmıştı. Robert MacNamara 1968'de Dünya Bankası'nın başına geçinceye kadar bankanın en büyük borçluları arasında gelişmiş ülkelerin çokluğu göze çarpıyordu. MacNamara'nın yönetimi altında banka, dünyanın kalkınmakta olan bölgele-
rindeki insanları yoksulluktan kurtarmaya önem vermeye başladı. 1968 yılında bankanın verdiği borçların sadece yüzde 18,1'ini oluşturan tarımsal ve kırsal kalkınma projeleri önem kazandı ve bu oran 1981'de yüzde 31'e yükseldi. 1960'da Dünya Bankası çok fakir ülkelere düşük faizli ya da faizsiz borç vermek amacıyla Uluslararası Kalkınma Birliği'ni (IDA) kurdu. Dünya Bankası'nın tutucu felsefesi, bankanın risklerin yüksek olduğu çok düşük gelirli ülkelere borç vermesinin önüne geçiyordu.

Dünya Bankası'nın bir başka yan kuruluşu olan Uluslararası Finans Şirketi (IFC) 1956'da hayata geçti. Bu kuruluşun amacı özel sektörden sermaye toplayarak büyük çaptaki özel girişimlere finansal destek sağlamaktı. Verilen borçlar ticari ilkelere göre yapılandırılıyor ve geri ödemeler yedi ila on iki yıla yayılıyordu.

İlk başlarda Dünya Bankası kendini kamu girişimlerinin finansmanıyla kısıtlamıştı, ancak 1980'lerde banka, güçlü bir özel sektörün iktisadi kalkınmadaki önemini fark etti ve özel girişimlere, hatta kamu kuruluşlarının özelleştirilmesine finansal destek vermeye başladı.

Dünya Bankası'nın kardeş kuruluşu olan IMF, Bretton Woods sabit kur sisteminde ortak bir sorun olan ödemeler dengesi zorluğu yaşayan ülkelerin ihtiyaçlarını karşılamak amacını taşıyan bir borç verme kuruluşuydu. Sabit kur rejimi altında ödemeler dengesi açığıyla karşı karşıya kalan bir

ülke ya parasının değerini düşürüyor, ya da bu açığı kendi rezervlerindeki, ya da IMF'den borç aldığı dövizlerden karşılıyordu. IMF, ödemeler dengesi açığı veren ülkelere kısa vadeli borçlar verme konusunda uzmanlaştı.

IMF sermayesini üyelerinden aldığı ödeneklerden karşılıyordu, her ülke kendi milli gelirine ve dış ticaret düzeyine göre kendi parası cinsinden bir miktar para ödüyordu. Ülkeler döviz piyasalarındaki paralarının fazla miktarını alabilmek için bu fonlardan borç alabiliyorlar ve kendi para birimlerinden bir miktarı da teminat olarak tutuyorlardı. Dünya ekonomisinin gelişimi uluslararası altın rezervlerinin yetersiz kalmasına yol açınca IMF bu duruma, bir tür uluslararası parasal rezerv olan Özel Çekme Hakları'nı (ÖÇH) yaratarak karşılık verdi. 1969'da IMF'ye üye ülkeler ÖÇH'lerin her üye ülkenin katılım kotasına orantılı olarak dağıtılmasını öngören bir anlaşma imzaladılar. Kağıt altın da denilen ÖÇH'ler altın rezervleriyle aynı şartlar altında döviz karşılığı alınıp satılabiliyordu.

1946'dan 1971'e kadar süren sabit kur rejimi IMF'ye açıkça tanınmış bir görev yüklüyordu. Sabit kurun yerini alan dalgalı kur rejimi, ödemeler dengesi açık ya da fazlalarının kapatılmasını kur değerlerinin döviz piyasalarındaki dalgalanmasına bıraktı ve böylece IMF gibi bir kuruma olan acil ihtiyaç ortadan kalktı. 1972'de hızla yükselen petrol fiyatlarının ithal petrole bağımlı olan az gelişmiş ülkeler üzerinde baskı yaratıp bu ülkeleri büyük miktarda dış borca muhtaç bırakmasının ardından IMF kendine yeni bir rol buldu. Özellikle 1980'lerde faiz oranlarının tırmanmasıyla az gelişmiş ülkeler dış borçlarını ödemekte zorluk çekmeye başladılar. ABD'deki resesyon durumu daha da karmaşık hale getirdi çünkü ABD'ye olan ihracat bu ülkelerin dış borç ödemeleri için gereken dolarların kazanılmasında önemli bir kaynaktı.

Bu iki sorunla karşı karşıya kalan az gelişmiş ülke hükümetlerinin çoğu bu ülkelerde dış borç almış olan kesimlerin çıkarlarını tehdit eden enflasyonist politikalar izlemeye başladılar. IMF, elinde olmadan, bu ortamda kendini düzenleyici güç olarak buldu. Sorumlu para ve maliye politikaları, IMF kredilerinin alınması için bir önkoşul haline getirildi. Bir az gelişmiş ülke, IMF'den borç alarak parasında ödemeler dengesi açığından kaynaklanan bir değer kaybının önüne geçiyor ve böylece gelişmiş ülkeler-

den makine ve teçhizat almak için ayrılan paranın satın alma gücü korunuyordu. IMF benzer nedenlerle dünyanın en fakir ülkelerine düşük faizli borç vermeye başladı. IMF kredileri bir ülkenin sermaye çekme yeteneğini artırmasıyla iktisadi kalkınmayı finanse etmenin bir yolu haline geldi.

IMF değişmez biçimde faiz oranlarının yüksek olduğu, paranın döviz karşısındaki değerinin düşürüldüğü ve bütçe harcamalarının azaltıldığı bir politika uyguladı ve bu politikalar sosyal harcamalara kısıtlamalar getirdiği için halktan tepki gördü. IMF'nin koşullarını yerine getiremeyen ülkeler genellikle özel sektör kredilerinden mahrum kaldılar, bu da IMF'nin uluslararası düzenleyici güç olarak konumunu güçlendirdi. Dalgalı kur rejimi altında bir kredi kurumu olarak IMF'ye pek ihtiyaç duymayan gelişmiş ülkeler, az gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılarının çıkarları koruyan bir uluslararası kurumun varlığında son derece hoşnutlar.

Birleşmiş özel sektör bankaları tarafından yapılan uluslararası bankacılık, İkinci Dünya Savaşı sonrasında hızla gelişti ve yenilendi. Savaşın ardından özellikle New York ve Londra, sonra da Tokyo gibi dünya finans merkezlerindeki büyük bankalar uluslararası bankacılığın büyük kısmını yürüttüler. Amerikan bankalarının deniz aşırı işlemlerinin genişlemesi 1950'ler ve 1960'larda uluslararası bankacılığın gelişimini hızlandırdı. 1973 yılında ham petrol fiyatlarının dört katına çıkmasıyla OPEC ülkelerinin birdenbire zenginleşmesi uluslararası bankacılık hizmetlerine olan ihtiyacı büyük ölçüde artırdı. Uluslararası bankacılık, OPEC'in zenginliğini az gelişmiş ülkelere de yaymak amacıyla hızla gelişti. 1980'lerde Japonya'nın sermaye fazlası Tokyo'yu önemli bir bankacılık merkezi yaptı. Japon bankaları Afrika, Asya, Avrupa, Ortadoğu, Güney Amerika, Meksika, hatta ABD'de bile şubeler açtılar. 1980'lerde başlayan dünya çapında yavaşlamayla, ilk önce 1982 yılında Meksika olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin bazıları borçlarını ödeyemediler ve 1980'lerin geri kalanı bu borçların yeniden müzakere edilmesi ve yeni ödeme takvimlerinin verilmesiyle geçti.

Yirminci yüzyılın sonlarına doğru uluslararası bankacılığın gelişiminde, küreselleşmeye de önemli katkısı olan bir eğilim belirdi.⁷ Pek çok ülkede yabancı bankaların şube açıp yerli bankalarla rekabet etmelerini kısıtlayan engeller getirilmişti, ancak 1980'lerde ve 1990'larda bu engeller

ortadan kalkmaya başladı ve böylece uluslararası bankacılığın gelişmesi için fırsat oluştu. Yerli ve yabancı bankaların faaliyet alanlarını eşitleyen bir başka gelişme de 1989 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından sermaye gerekliliklerinin uluslararası olarak standart hale getirilmesiydi. 1998’de otuz beş ülke, bankaların sermaye oranlarının BIS’nin koyduğu kurallara göre oluşturulmasını zorunlu kılmıştı. Bu düzenleyici değişiklikler, yabancı bankaların yerli piyasaya girmelerini ve yerli bankalarla rekabet ederek belli bir pazar payı elde etmelerini kolaylaştırdı. Londra’da 1967’den 1996’ya kadar yabancı bankaların sayısı 88’den 428’e yükseldi. 1997’de on büyük Asya ekonomisi, merkezleri Asya dışında olan 107 bankaya ev sahipliği yapıyordu, üstelik bu bankaların çoğunun da birden fazla şubesi vardı. 1996’nın sonunda ABD’nin en büyük 300 bankası, 681 yabancı şubeye sahipti.⁸

Yabancı şubeler açan büyük bankaların yanı sıra küçük bölgesel bankalar da, yabancı şubeler açmamalarına rağmen, teknolojik gelişmeler sayesinde uluslararası bankacılık alanına girebildiler. 1980’lerdeki ekonomik durgunluk süresince çoğu bölge ekonomisi iktisadi kalkınma sağlayabilmek için yabancı ülkelere ihracatlarını artırma arayışına girdi. Bölgesel sanayiler yabancılarla ilişkiler içine girdikçe ve uluslararası ticarete daha fazla yer aldıkça, elektronik iletişimdeki gelişmelerden yararlanan bölgesel bankalar da bölgesel müşterilerine yabancı ülkelerde de hizmet verdiler, ihracatları finanse ettiler, ihraç ürünlerinin yabancı alıcılarına kredi sağladılar, ellerinde döviz tuttular ve dış piyasalarda risk aldılar. Küçük bankaların uluslararası bankacılık alanına girmesi dünya finans sistemindeki rekabeti artırdı ve bankacılığın birkaç bankanın tekelinde olduğu yerlerdeki faiz oranlarının düşmesini sağladı.

Yirminci yüzyılın bitiminde New York, Londra ve Tokyo dünyanın en önde gelen finans merkezleri olma özelliklerini koruyorlardı. Dünyanın en büyük on bankasının altısı Japonya’da, biri İsviçre’de, biri Almanya’da, biri Hollanda’da ve biri de İngiltere’deydi.

DIŞ YATIRIMIN YOLLARI

Portekizli denizci Bartholomeu Dias 1487’de Afrika’nın güney ucunu dolaştı ve deneyimleri sonucunda buraya Fırtına Burnu adını verdi; herhalde zihni bu geçişin zorluğuna fazlasıyla odaklanmıştı. Portekiz kralı John ise geçmiş deneyimlerin zorluğundan çok, geleceğin getireceği imkânları düşünerek burnun adını Ümit Burnu olarak değiştirdi, bu isim Avrupa’yı saran dünyayı dolaşma ümidini simgeliyordu. Dünyayı sömürgeleştirdikten sonra Avrupa, ana ülkelerin kontrol ettiği sömürgelere dayalı dış yatırım anlaşmalarının küresel bir piyasa sisteminin içinde yer almasına ve emperyalizmden el toymaya, millileştirmeden özelleştirmeye geçişine tanıklık etti.

Venedik’in Avrupa ve İslam dünyası arasındaki baharat ve karabiber ticaretini tekelleştirerek elde ettiği yüklü kârlar Portekiz’i Hindistan’a denizden ulaşım yolu bulmaya ve 1540’tan itibaren de Çin ve Japonya ile ticaret yapmaya itti. Avrupa sermayesi Avrupalı denizcilerin peşinden gelyordu, dış yatırım fırsatları arayışındaki rekabet Avrupa siyasetinde önemli bir etmen haline geldi ve bu durum Birinci Dünya Savaşı’nın başlangıcına kadar sürdü. Avrupa’nın iktisadi ve teknolojik kalkınması dünyanın geri kalanındaki kalkınmanın bir hayli önüne geçerken Portekiz daha sonraları ortaya çıkan dış yatırım fırsatlarından aynı ölçüde yararlanamadı. Portekiz’in dış ticareti monarşik kapitalizm tarafından şekillendirilmişti; kral sermayeyi sağlıyor ve kralın gemileri malları taşıyordu. Portekiz’in kraliyet kapitalizmi kayda değer bir dış yatırım yapılmadan da başarılı oldu çünkü Portekiz dünya ticaretine katılımda kendisinden çok daha uzun bir geçmişi olan gelişmiş ticaret merkezleriyle ticari bağlar kuruyor, askerlikteki ve denizcilikteki gücünü kullanarak bu ticareti Portekiz’e çekiyordu.

Kolomb’un keşiflerinin İspanya’ya Yeni Dünya’daki büyük miktardaki gelişmemiş alanların sömürülmesi yolunu açmasının ardından İspanya tamamen farklı bir zorlukla karşı karşıya kaldı. İspanya, Yeni Dünya ile Portekiz monarşik kapitalizmi modeli çerçevesinde ticaret yapmaya başla-

dı, ancak Portekiz modelinin Yeni Dünya'nın kaynaklarını sömürmeye yetecek miktarda sermaye ve emeği getiremeyeceğinin farkına vardı. Bunun üzerine İspanya kralı, Yeni Dünya'ya giden ya da oradan gelen tüm gemilerin kraliyet gemilerinin refakat ettiği filolar halinde seyahat etmelerini zorunlu kıldı. Kastilyalılara Amerika'ya keşif ve yerleşme amacıyla yapılan seyahatlerde sınırsız özgürlük tanındığı kısa bir dönemden sonra İspanya kralı Casa de Contratación'u (Ticaret Evi) oluşturdu ve gümrükleri denetleyen bu kurum, İspanyol sömürgeleriyle son derece kısıtlayıcı bir ticaret politikasının temel aracı haline geldi. İspanya'nın ticaret politikası ayrıntılı düzenlemeleri, krallığın zenginleştirilmesini ve tekel ayrıcalıklarının verilmesini öne çıkarıyordu ve tüm bu uygulamalar İspanyol sömürgelerindeki ekonomik kalkınma pahasına oluyordu. Tüm sömürge ticaretinin İspanyollar tarafından yürütülmesi ve Sevilla limanından başlayıp bitmesini zorunlu kılan kural, Sevilla tüccarlarına Yeni Dünya ile yapılan ticarete bir tekel gücü sağlıyordu.

Değerli madenlerin bulunması, 1584 yılına kadar Yeni Dünya'daki tüm maden ocaklarının sahibi olan İspanyol krallığının aşırı derecede ilgisi- ni cezbedti. Krallık her maden ocağının hasılatının belli bir oranı üzerinde hak iddia etti, bu oran zamanla beşte bire kadar düştü, ayrıca bir kraliyet görevlisi tüm altınları İspanya'ya gönderilmeden önce damgalıyor ve vergisini kesiyordu. Özel girişimin büyük gücünü serbest bırakmaya henüz hazır olmayan Portekiz ve İspanya'nın feodal toplumları Yeni Dünya'nın sınırsız kaynaklarından yararlanamadılar. Yine de askerî bir ruh bu iki ülkeyi Doğu Hint Adaları ve Yeni Dünya ile olan ticaretlerini açarak tarihte rastlanmamış boyutta bir dış yatırım fırsatı ve sömürge kullanımını keşfetmelerine yol açtı. Portekiz'in Doğu Hint Adaları'ndan gelen baharat üzerindeki tekelinin tüm avantajlarını kullanması sonucu Avrupa'da baharat fiyatlarının fırlaması Hollanda'yı baharat ticaretini Portekiz'in elinden alma arayışına itti. Hollandalılar 1597'de Doğu Hint Adaları'na ulaştılar, 1610'da Japonya, 1613'te de Siyam ile ticarete başladılar ve on yedinci yüzyılın ortalarında Doğu Hint baharatlarının Avrupa pazarlarındaki tekeli ele geçirdiler.

On altıncı yüzyılın son bölümleri İngiltere ve Hollanda'da, bugünün çokuluslu şirketlerinin habercisi olan anonim şirketlerin yükselişine

tanıklık etti. Bunların en tanınmışları İngiliz Doğu Hindistan Şirketi ve Doğu Hindistan Hollanda Şirketi'ydi. Bu şirketlerin temel amacı, Avrupa'daki büyük miktardaki özel sermayeyi bir araya getirerek genellikle Avrupa'dan daha az gelişmiş olan, toprak ve belki de insan gücünün fazlasıyla bulunduğu, ancak sermayenin kıt ve ilkel teknolojiye sahip olduğu bölgelere yapılan ticaret ve üretim faaliyetlerini düzenlemektir. İnsan gücünün yeterli olmadığı bölgelerde ise Avrupa hükümetleri sermayenin getirisini artıran kölelik ve sözleşmeli kölelik gibi zorunlu çalıştırma uygulamalarını hoş görüyordu.

Bir sömürgeye ihraç edilen sermayenin getirisini artıran bol miktardaki doğal kaynak ve işgücü arzının yanı sıra Avrupa hükümetleri ihraç edilen sermayenin ana ülkedeki sermaye ile rekabetçi değil de tamamlayıcı bir ilişki içinde olması yönünde sömürge politikaları uyguladılar. Genellikle sömürgelerin ana ülke dışında bir ülkeden mal ithal etmeleri ve ana ülke dışında bir ülkeye mal ihraç etmeleri yasaklanmıştı. Bu politikalar sayesinde Hollanda, Doğu Hint sömürgeleri ile Avrupa arasındaki baharat ticaretini tekeline aldı. Amerikan sömürgelerinde ise İngiliz Parlamentosu'nun Doğu Hindistan Şirketi'ne sömürge çay ticaretinin tekeli vermesiyle *Boston Tea Party** meydana geldi. İngiltere, sömürgelerini kendi sanayisine hammadde sağlamak için kullandı ve tütün, şeker, pamuk, ağaç ürünleri, kot kumaşı ve denizcilik ürünleri gibi pek çok malın İngiltere dışındaki ülkelere ihracatını yasakladı.

Ana ülkelerin hükümetleri kendi iç sanayileri ile rekabet edebilecek sömürge sanayilerinin gelişmesini engellemeye çalıştı. 1750 yılında İngiliz Parlamentosu Amerikan sömürgelerinde çeşitli demir ürünlerinin yapılmasını ve kullanılmasını yasakladı.¹ Sömürgeler İngiltere'ye ham demir ve çubuk demir ihraç etmekte serbesttiler, ancak kap, tencere, tabanca gibi demir ya da çelikten ürünleri üretmiyorlardı. İngiltere ayrıca yünlu ürünlerin ve kürk şapkaların da sömürgelerde üretimini yasaklamıştı. Ana ülkeler sadece sömürgeleri ile olan ticareti tekelleştirmekle kalmıyor, aynı za-

* 1773 yılında meydana gelen ve Amerikan devriminin başlangıcı sayılan bu eylemde İngiliz gümrük vergilerini protesto eden Bostonlular bir geminin çay yükünü denize dökmüştü -ç.n.

manda sömürge ticaretinin yabancı bir limandan geçmesini ya da kendi vatandaşlarına ait olmayan gemiler tarafından taşınmasını da engelliyordu. Bu kısıtlamalar İngiliz ve Fransız hükümetlerinin yürürlüğe koyduğu denizcilik yasaları ile getirilmişti.

Az gelişmiş bölgelerdeki sanayileşmeye sekte vuran sömürge politikaları dış yatırım fırsatlarını kısıtladı ve bu durum Sanayi Devrimi'nin İngiltere'nin dışına yayıldığı ve tüm dünyada üretim ve ulaşım yöntemlerini dönüştürerek çoğu yerde emeğin yerine sermayeyi geçirdiği on dokuzuncu yüzyıla kadar sürdü. Bu yüzyılda imalat sanayileri Avrupa'da yoğunlaşmış bir şekilde kalmış olsa da, yiyecek ve hammadde arz eden, aralarında yeni bağımsız olmuş Amerika Birleşik Devletleri'nin de bulunduğu ülkelerin mallarını Avrupa limanlarına gönderebilmek için kanala ve demiryoluna ihtiyaçları vardı.

On dokuzuncu yüzyıl boyunca İngiliz tüccar bankerler, ABD'dekilerin çoğu da dahil olmak üzere, neredeyse tüm dünyada kanal ve demiryolu yapımlarının finansmanını gerçekleştirdi. Erie Kanalı'nın maliyetinin büyük kısmı İngiltere tarafından karşılandı. 1870 ile 1872 yılları arasında İngiliz sermayesi Japonya'daki ilk demiryolunun yapımını finanse etti. 1875'te Rothschild ailesi İngiliz hükümetinin Süveyş Kanalı Şirketi'nin en büyük hissedarı olmasını sağladı. Dünya çapındaki hükümetler, hatta ABD'deki eyalet devletleri bile, yol ve köprü gibi iç kalkınmaya yönelik yapıların inşası için Avrupalı tüccar bankerlere bel bağlamışlardı. İngiliz yatırımcılar Çin, Hindistan, Güney Amerika ve Kanada'da demiryolu yapımlarını finanse ettiler.

Süveyş Kanalı ve Bağdat Demiryolu on dokuzuncu yüzyılda Avrupa sermayesi tarafından finanse edilen geniş çaplı sermaye geliştirme projelerinin başında gelir. 1859'da Süveyş Kanalı'nı inşa eden şirket 400.000 hisse senedini piyasaya sürdü ve bu hisselerin yarısından fazlası Fransa'da satıldı. İngiliz yatırımcılar bu satışa az ilgi gösterdiler. Mısır hükümeti projeyi başlatabilmek için 85.000 hisseyi almak zorunda kaldı. 1875 yılında ağır borç batağındaki Mısır hükümeti hisselerini İngiliz hükümetine sattı; Lionel Rothschild'in verdiği finansal destekle yapılan bu alım İngiliz hükümetini en büyük hissedar haline getirdi.

Bağdat Demiryolu yapım projesi 1888'de, Türk hükümetinden büyük bir demiryolu yapma yetkisi alan Alman merkez bankasının girişimiyle başladı. İngilizler aslında bu projeyle ilgilenmiyorlardı, ancak Osmanlı İmparatorluğu üzerindeki Fransız etkisinin fazlalığından endişe ettikleri için projede Almanlara destek verdiler. Basra Körfezi'nin petrol üreten bir bölge olarak öneminin artmasıyla İngiltere tavrını değiştirdi ve Birinci Dünya Savaşı'nın hemen öncesinde Bağdat Demiryolu İngiltere, Fransa ve Rusya'dan yatırımcıların da yer aldığı bir uluslararası projeye dönüştü. Bu dönemde Arjantin İngiliz sermayesinin gözdesi haline geldi, 1890 yılında İngiliz dış yatırımlarının yarısından fazlası bu ülkeye yapılıyordu. İngiliz dış sermayesinin bir ülkede yoğunlaşmış olması İngiltere'yi tehlikeli bir şekilde dünyanın küçük bir bölgesindeki istikrar ve düzene bağlı bırakmıştı ve bu tehlike sekizinci bölümde değinilen 1890'daki Baring Krizi sırasında yoğun bir şekilde hissedildi.

Dış yatırımlar on dokuzuncu yüzyılın sonuna doğru emperyalizmin bir aracı haline geldi. Avrupa sermayesinin geldiği ülkelerin hükümetleri genellikle belli şehirlerinden demiryollarının geçmesini istiyorlar ve böylece Avrupalı yatırımcılara var olan imtiyazlarını daha da genişletecek haklar veriyorlardı. Her borç verenin doğal olarak borç alana bazı koşullar öne sürmesi gibi Avrupalı yatırımcılar da kendi hükümetlerine ve sanayilerine en uygun olan koşulları yaratmak için ellerindeki gücü kullandılar.

Jön Türklerin finansal tarihinden bir sayfa iplerin nasıl da sermaye ihraç eden ülkenin çıkarlarını öne çıkaran yabancı sermayenin elinde olduğunu gözler önüne serer.² Jön Türkler 1908 ve 1909 yılları arasında anayasal monarşiye dayanan yeni bir hükümet kurdular. 1910'da Maliye Bakanı Cavit Bey, Fransa'ya giderek hükümeti adına bir borç pazarlığına oturdu. İlk başta istekleri Fransız yatırımcılar tarafından reddedildi, ancak Paris'teki Crédit Mobilier teklifi kabul etti. Ancak 1880 yılında yürürlüğe konan bir yasaya göre dış ülkelere verilecek kredilerde son sözü Fransa Maliye Bakanı söylüyordu ve bu borcun da Paris Borsasında işlem görebilmesi için Fransız hükümeti tarafından onaylaması gerekiyordu. Jön Türklere verilen borcu onaylamak için Fransız hükümeti daha fazla güvence istedi: sürekli kötüleşen bütçe açığına son vermek için finansal reformlar, borcun yaban-

cı mal ve hizmet satın almak üzere alınan kısmından Fransız sanayisinin de pay alacağına ilişkin güvence ve Fransa ile Türkiye arasında uzun süredir devam eden siyasi çekişmenin sona erdirilmesi. Türk hükümetinin finansal reformlar uyguladığı konusunda Fransız hükümetini tatmin etmek için de Fransız hükümeti iki Fransız vatandaşının Türk Maliye Bakanlığı'nda görevlendirilmesini istedi. Jön Türkler bu koşulları reddetti, borç alınamadı, ama bu öykü Avrupa hükümetlerinin siyasi nüfuz elde etmek için Avrupa sermayesini nasıl kullandığını gösterir.

İngiliz hükümeti İngiliz etkisi altına sokmak istediği bölgelerde bankaların kurulmasında etkin rol oynadı.¹ Bu bankalar da İngiliz dış politikasının sadık destekleyicileri oldular. Osmanlı Bankası İngiliz yatırımcılarını cesaretlendiren İngiliz hükümetinin büyük desteği ile kuruldu. İran İmparatorluk Bankası da aynı şekilde İngiliz yatırımcılarını çeken İngiliz hükümetinin desteği ile kuruldu. Hem Osmanlı Bankası hem de İran Bankası kendi hükümetlerinin finansmanlarında yoğun şekilde yer almışlardı.

İngiliz hükümeti, Çin hükümetine finansal destek sağlayan Hong Kong ve Şanghay Bankacılık Şirketi'nin kuruluşunda yer almamış olsa da bu bankayla aralarında özel bir çalışma ilişkisi kurulmuştu. Bu banka yoluyla İngiliz hükümeti Çin'in Avrupa sermayesine ulaşımını denetliyor ve bu gücü sayesinde Çin'in iç işlerinde söz sahibi oluyordu.

Kapitalizmi eleştirenler, emperyalizmin on dokuzuncu yüzyılın sonlarındaki yükselişini sermaye birikimini gelirin küçük bir grup ayrıcalıklı ailenin elinde toplanması yoluyla elde etmeyi amaçlayan yeni olgunlaşan bir kapitalizm sisteminin kaçınılmaz bir sonucu olarak gördüler. Kapitalist ekonomi sistemi olgunlaştıkça iç piyasaya yatırım olanakları azaldı ve tasarrufların en çok olduğu dönemlerde bu kapitalist ülkeler sermaye fazlalarını aktaracak yerler aramak zorunda kaldılar. Avrupa hükümetleri dış ülkelere giden Avrupa sermayesini korumak amacıyla yabancı hükümetler üzerinde denetim kurma yolları aradılar.

Kapitalizm eleştirileri sermayenin etki altına aldığı ülkelerdeki yabancı yatırıma ve bu yabancı yatırımı korumak amacıyla hükümetleri üzerinde oluşturulan yabancı baskıya karşı tepkileri güçlendirdi. 1897'de Rusya yabancı yatırımlar için güvenilir bir sığınak olabilmek için altın standar-

dını kabul etti. Altın standardı yabancı yatırımcılara yatırımlarının ve bu yatırımlarından gelecek faiz alacaklarının kâğıt para gibi piyasaya süren ülke dışında hiçbir değeri olmayan bir varlık dışında bir şeye çevrilmesi güvencesini veriyordu. Rusya'nın Sibiryada demiryolu, diğer demiryolları ve diğer yurtiçi kalkınma çalışmaları için yabancı sermayeye ihtiyacı vardı. Yine de Rus hükümeti altın standardını kabul ederken sert bir muhalefetle karşılaştı, eleştiriler Rusya'nın Avrupa'nın bir sömürgesi haline geldiğini öne sürüyordu. 1905'te Rusya'daki hükümete karşı geniş çaplı işçi ayaklanması yakında olacakların habercisiydi.

Savaş ve bunalım rüzgârları yirminci yüzyılın ilk yarısı boyunca yabancı yatırımlar alanındaki önemli gelişmelerin önüne geçti. 1918'den sonra finansal ve parasal ilişkilerdeki dünya liderliği İngiltere'den ABD'ye geçmeye başladı. 1930'lar boyunca çoğu ülke tarifeler, ithalat kontrolleri, takas anlaşmaları, döviz kuru kontrolleri ve paranın değerinin düşürülmesi gibi uygulamalarla bunalımlardan uzak durmaya çalıştı. 1931 ve 1937 arasındaki her yıl, borçlu ülkeler sermayenin başta ABD olmak üzere güvenli limanlar arayışında olması yüzünden büyük çaplı sermaye çıkışları yaşadı. 1933'ten 1938'e kadar ABD'ye net sermaye girişi 1921 ve 1934 yılları arasındaki net girişten fazlaydı, bu durum ABD'nin dünya altın stokları içindeki payının 1929'da yüzde 38 iken 1934'te yüzde 71'e nasıl yükseldiğini açıklamaya yeter.

On dokuzuncu yüzyıl boyunca büyük Avrupalı güçler, Avrupa içinde rakip olsalar da, yatırım yaptıkları Avrupa dışı ülkelerdeki siyasi istikrarın sağlanması ve böylece bu ülkelerdeki yatırımcılarının çıkarlarının korunması konusunda ortak hareket ediyorlardı. Yirminci yüzyılda komünizm ve kapitalizm arasında bazen gizli bazen de açıktan bir savaş vardı ve bu rakipler yabancı yatırım ihtiyacındaki ülkelerdeki huzursuzluğu körüklemek için ellerinden geleni yaptılar. Bu siyasi rekabet az gelişmiş ülkelerde yabancıların mallarını kamulaştırma dalgasına yol açtı. Karl Marx ve Vladimir Lenin'in ideolojisi, az gelişmiş ülkelerin yabancı yatırımlara el koyarken hissedebilecekleri vicdan azabını duymamalarını sağlıyordu. Az gelişmiş ülkelerin hükümetleri yabancı yatırımları iktisadi kalkınmalarına bir katkı değil de sömürünün yoksullaştırıcı bir aracı olarak görüyorlardı, do-

layısıyla yabancıların mallarına el koymanın gelecekteki yabancı yatırımları kaçırabileceği endişesini taşıyorlardı.

Latin Amerika'nın siyasi ortamı yabancı yatırımın kamulaştırılmasına olanak sağlıyordu. 1936 ile 1938 yılları arasında Meksika hükümetinin yürüttüğü kamulaştırma programı Latin Amerika'nın tamamına sıçradı ve Sinclair Oil Group ve Standard Oil şirketlerinin petrol kuyularına ve mallarına el konuldu. 1959 ile 1960 arasında Küba'yı komünist bir ülke yapan devrim sırasında Amerikan vatandaşlarının mülkiyetindeki büyük miktardaki mallar kamulaştırıldı. 1959 ile 1962 arasında Brezilya'daki American and Foreign Power Company ve International Telephone and Telegraph şirketleri hükümetin kamulaştırma politikasının kurbanları oldular. 1963 yılında Standard Oil of New Jersey de dahil olmak üzere on bir petrol şirketi Arjantin'deki malvarlıklarını hükümete kaptırdılar. 1969 ve 1971'de Bolivya hükümeti Gulf Oil ve United States Steel şirketlerinin mallarına el koydu. Peru'da W. R. Grace'e ait bir şeker üretim çiftliği ve diğer tarım arazileri, maden ve eritme sanayileri 1969 ile 1974 yılları arasında kamulaştırmaya maruz kaldı. 1971 ile 1973 arasında Şili hükümeti International Telephone and Telegraph ve Amerikan bakır şirketlerinin malvarlıklarına el koydu. Kimi durumlarda da hükümetler kamulaştırılan malvarlıkları için şirketlere tazminat ödediler, ancak şartlar şirketleri tatmin etmiyordu.

Kamulaştırma dalgası 1970'lerde sona erdi, sosyalist reformcuların hayalleri suya düştü ve kapitalizm yeniden güç kazandı. Az gelişmiş ülkelerdeki ekonomik standartları yükseltmek için uygulanan kamulaştırmanın ve sosyalist politikaların yerini ticaret blokları aldı. Uluslararası ticaretteki yeni fırsatlardan tamamıyla yararlanabilmek için ülkelerin ABD gibi büyük ülkelerle işbirliği içinde olmaları ve yabancı yatırımları kendilerine çekmeleri gerekiyordu, merkezleri ticarete güçlü ülkelerde bulunan çokuluslu şirketler kamulaştırma tehdidiyle karşı karşıya kaldıkları sürece bunların hiçbiri mümkün değildi. Kamulaştırma, yabancı yatırımlara potansiyel ev sahibi olan bir ülkeye verdiği ciddi zararların yanı sıra üretim faaliyetlerini genellikle deneyimsiz hükümet çalışanlarının yönetimine bırakarak verimlilikte kayda değer bir düşüşe yol açıyordu. Tazminatlar söz konu-

su olduğunda, kamulaştırma sadece sermayeyi diğer projelerden uzak tutuyor ve iktisadi kalkınmayı önemli ölçüde engelliyordu.

Kamulaştırma uygulamaları sona erdikten sonra ülkeler yabancı yatırımlara karşı tedbirli olmayı sürdürdüler; Meksika'nın uzun süre uygulanan yabancı sermayenin var olan işletmelerin değerinin yüzde 50'sini geçemeyeceği kuralı gibi pek çok kısıtlama getirdiler. Batı yarımküredeki ülkeler ABD'nin iktisadi, siyasi ve kültürel egemenliğini güçlendiren bir araç olarak gördükleri Amerikan sermayesinin yaygınlaşmasından endişe duyuyorlardı.

On dokuzuncu yüzyıl boyunca İngiltere az gelişmiş ülkelere en fazla sermaye ihraç eden ülkedydi ve ABD'nin refah seviyesi ve siyasi hegemonyası ile yirminci yüzyılda aynı rolü oynaması bekleniyordu, ancak öyle olmadı. 1950'lerde ABD, İngiltere'nin on dokuzuncu yüzyıldaki kişi başına sermaye ihracatını yakalayabilmek için sermaye ihracatını on kat artırmalıydı. Birinci Dünya Savaşı'nın sonundan itibaren net sermaye ihracatçısı olmuş olan ABD, 1980'lerin ortalarında, Japonya gibi ülkelere sermaye çeken ve bu ülkelerin gelişmekte olan ülkelere sermaye sağlamasını engelleyen bir sermaye ithalatçısı haline geldi.

On dokuzuncu yüzyılda İngiltere'den dışarıya sel gibi akan sermaye ile karşılaştırıldığında İkinci Dünya Savaşı sonrasında ABD'den çıkan sermaye sızıntı gibi kalır. Yine de ABD yoksul ülkelerdeki ekonomik büyümeyi desteklemek için büyük çaplı dış yardım programlarını gerçekleştirmiştir. Mutlak rakamlarla ABD diğer ülkelere açık arayla daha fazla yardım sağlamıştır, ancak değerlere ülkelerin gayri safi yurt içi hasıllarına oranla bakıldığında İngiltere, Fransa, Batı Almanya, Hollanda, Avustralya, Japonya ve Norveç'in de önemli ölçüde dış yardım verdiği görülür. 1961'de Fransa'nın GSYİH'sının yüzde 1,5'ini dış yardımlar oluştururken bu oran ABD'de yüzde 0,67, Kanada'da yüzde 0,17'di. GSYİH'ya olan orana göre en büyük payı Fransa, en küçük payı da Kanada ayırıyor, diğer gelişmiş ülkeler bu iki ülkenin arasında yer alırken ABD bu sıralamada üstlerde bulunuyordu. Dış yardım girişimleri varlıklı ülkelere sermaye çıkışlarının eskiye oranla cılız oluşu gerçeğini değiştirmiyor olsa da, varlıklı ülkelerin daha yoksul ülkelerdeki iktisadi kalkınmayı finanse etmeleri konusunda his-

settikleri manevi yükümlülükleri gün ışığına çıkartır. Doğu bloku ülkeleri de gelişmekte olan ülkelere yardım göndermişlerdir.

İngiltere ve Fransa, dış yardımlarının çoğunu eski sömürgelerine gönderdi. ABD kapitalist ülkelerin komünist ülkelere daha hızlı bir büyüme kaydedeceğini göstermek amacıyla yardımlarını genellikle komünist rejimlere coğrafi olarak komşu olan ülkelere aktarma yolunu seçti. Komünizmin yoksulluktan besleneceğinden korkan ABD ayrıca kendisi için stratejik önem taşıyan bölgelerdeki yoksullukla mücadeleye yönelik dış yardımlar gönderdi. Doğu bloku ülkeleri Batı'nın müttefiki olan ülkelere yardım göndermemiş olmasına karşın, ABD o günlerde Doğu blokunda yer alan Polonya ve Yugoslavya'ya bir miktar yardım gönderdi. Doğu blokundan en fazla yardım alan ülke Mısır'dı.

Yirminci yüzyılın son on yılında özel sermaye akımlarında büyük bir artış yaşandı. Geçen on yılın başlangıcında gelişmekte olan ülkelere akan özel sermaye yaklaşık olarak bu ülkelere resmi kaynaklardan, yabancı hükümetlerden ve Dünya Bankası gibi resmi kuruluşlardan gelen sermayeye eşitti. Bu on yıl süresince gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırımlar yedi kat arttı ve büyük bir uluslararası finansal krizden sonra bile, 1990 ile 1998 yılları arasında, özel portföy yatırımları iki katına çıktı. Yüzyılın sonunda özel sermaye akımları, on dokuzuncu yüzyılın sonundan bu yana en büyük artışın gerçekleştirerek resmi sermaye akımlarını geride bıraktı.⁴ Çoğunlukla demiryolları gibi altyapı yatırımlarına giden on dokuzuncu yüzyıldaki sermaye akımlarının aksine, yirminci yüzyılın sonlarındaki sermaye akımları yabancı ülkelere bu ülkelerdeki girişimlerini finanse eden çokuluslu şirketler yoluyla girdi.

Amerikan çokuluslu şirketleri doğrudan yabancı yatırımların önemli bir kısmını gerçekleştirmiş olsa da yabancı sermayenin ABD'ye girişi Amerikan sermayesinin çıkışından daha fazla olmuş ve böylece ABD net borçlu ülke konumuna gelmiştir. Yirminci yüzyılın sonunda Japonya dünyanın geri kalanına önemli ölçüde özel sermaye sağlayan bir ülke konumuna gelmiştir; ABD'deki doğrudan yabancı yatırımların yüzde 24'ü Japonya kaynaklıdır.

SERBEST TİCARET MÜCADELESİ

Bir yandan anonim şirketler, uluslararası bankalar, döviz kurları ve finans ve para piyasaları bölgesel ekonomilerin ötesine geçen birleşmiş bir küresel finans sistemi için gerekli olan zemini hazırlarken, öte yandan ticari kısıtlamalar bu zeminin çevresine dikenli teller örerek küresel finans sisteminin hızla yayılmasını engellemeye çalışıyordu. Küresel bir finans sisteminin var olabilmesi için mal ve kaynakların ulusal sınırların ötesine geçebilmesi gereklidir, bu geçiş tarih boyunca hükümetlerden ve diğer kamu kurumlarından farklı şekillerde destek görmüştür. Uluslararası ticaret yerli kaynakları bu kaynakların daha büyük miktarlarda bulunduğu ya da daha yüksek kalite standartlarını tutturduğu diğer ülkelerle acımasız bir rekabet içine sokabilir. ABD gibi tarih boyunca kısıtlı miktarda emek gücüne sahip olan ülkelerdeki işçiler ve işçi örgütleri, emek arzının çok ve ücretlerin düşük olduğu ülkelere mal ithal edilmesine genellikle karşı çıkarlar. Aynı şekilde sanayileşmiş ülkelerdeki çiftçiler, toprağın bol ve daha ucuz olduğu az gelişmiş bölgelerden ithal edilen tarım ürünleri karşısında sessiz kalmayı reddederler. Üretici olarak, oy verenler ve siyasi güç grupları, tehdit altındaki kaynakları ve yetenekleri koruyan bazı ticaret engellerini desteklerler. Tüketici olarak ise, oy verenler ve siyasi güç grupları, mal ve hizmetleri dünyadaki en ucuza satan üreticiden alabildikleri için uluslararası ticaretten yararlanacaklardır. Tüketimin iktisadi faaliyetlerin en önemli amacı olmasına ve üretimin bu amaca varmak için katlanılan bir zorluğa benzetilmesine karşın hükümetlerin genellikle uluslararası ticareti kısıtlayarak tüketicilerin çıkarları pahasına üreticileri ve kaynakların sahiplerini koruması hayli şaşırtıcı. Tıpkı işçilerin satın aldıkları mal ve hizmetlerin fiyatından çok, kendi ücretlerine önem vermeleri gibi hükümetler de tüm tüketiciler için düşük fiyatlar elde etmeye yoğunlaşmak yerine genellikle belirli bir grup kaynak sahibinin gelirlerini koruyacak politikalar uyguladılar.

On dokuzuncu ve yirminci yüzyıllar boyunca gelişmiş iktisadi düşünce ve doktrinler serbest ticaretin yanında yer aldılar, oysa on yedinci ve

on sekizinci yüzyıllarda Avrupa'daki iktisadi düşünceye hâkim olan görüş merkantilizmdi. Son derece kapsamlı bir düşünce okulu olan merkantilizm on dokuzuncu yüzyıl *laissez faire* iktisat görüşünün tam karşısında yer alıyor ve iktisadi faaliyetin her aşamasında kapsamlı bir hükümet müdahalesi öngörüyordu. Tüketicilerin, işçilerin ve çevrenin korunmasına dayanan bugünün hükümet düzenlemelerinin aksine merkantilizm iktisadi kalkınmayı ve çalışma faaliyetlerinin güçlendirilip korunmasını ön plana çıkarttı. Merkantilizmin en tanınmış savunucularından biri, XIV. Louis'nin maliye bakanı olan Jean Baptiste Colbert'di. Colbert vergilendirme sanatını kaz yılmaya, olabilecek en az bağtırtmayla en fazla tüyü elde etmeye benzetmişti.

Öncelikli hedefi iktisadi kalkınma olan merkantilizmin katı mantığına göre hükümetler ihracatı ithalatın üzerinde tutarak dış ticaret fazlası vermeli ve değerli madenlerin ülke içine akışını sağlamalıdır. (İhracatçılar kazançlarını değerli madeni para cinsinden aldıkları için yerli değerli maden arzına katkıda bulunuyorlar, ithalatçılar ise yabancı satıcılara değerli madeni para cinsinden ödeme yaptıkları için yerli değerli maden arzında düşüşe neden oluyorlardı.) Bir dış ticaret fazlası (ihracatların ithalatlardan daha fazla olması) sermaye piyasalarının gelişmesi yolunda gerekli olan sermaye birikimini sağlıyordu. Sermaye piyasaları imalat sanayisinin kalkınmasını finanse edecek sermayeyi yönlendiriyor, hükümetler ihtiyaç duyduklarında savaş masraflarını karşılamak için bu piyasalara yöneliyorlardı. Günümüzde Japonya bilinçli olarak ya da olmadan benzer bir politika izlemektedir, bu da Japonya'nın neden dünyanın en büyük bankalarına ev sahipliği yaptığını açıklar.

İthalatı kısıtlamak için hükümetler vergilere ve kotalara başvuruyor ya da özellikle yerli üretimi olan mallarla rekabet edebilecek yabancı malların ithalini tamamen yasaklıyorlardı. İstisnai durumlar yeniden ihracatı yapılmak üzere ithal edilen mallarda geçerliydi. İhracatı teşvik etmek için hükümetler, ihracat piyasası olan malların üretim maliyetlerini azaltacak sübvansiyonlar veriyor, yerli ürünlere kalite standartları getiriyor, avantaj yaratacak ticari anlaşmalarda bulunuyor ve sömürge kurulması için yapılan seferleri finanse ediyorlardı. Sömürgeler yerli üretime hammadde sağlıyor ve

yerli nihai malları satın alıyorlardı. Hükümetler genellikle gerekli hammaddeleri ithalat kısıtlamalarının dışında bırakıyorlardı. Aynı şekilde hükümetler, yerli üreticinin ihtiyacı olan yerli hammaddelerin ihracatına kısıtlama getiriyor ya da tamamen yasaklıyorlardı.

Uzun vadede daha serbest bir ticarete yönelik eğilim merkantilist çağda bile kendini hissettiriyordu. Merkantilist politikalar izleyen hükümetler, ulusal sınırlar içindeki eyaletler arasındaki ticareti kısıtlayan iç tarifeleri ve geçiş ücretlerini ortadan kaldırdılar ve ülke içi ulaşımı geliştiren yollar ve kanallar yaptılar. Gemi inşa sanayisi de dış ticareti geliştirmek amacıyla en fazla hükümet desteği yapılan alanlardan biriydi.

Merkantilizm en parlak günlerinde bile büyük başarısızlıklar yaşadı. 1614 ile 1617 yılları arasında İngiliz hükümeti, kumaş tüccarı Alderman Cockayne'in teşvikiyle, İngiltere'yi ham patiska ihracatçılığından boyanmış kumaş ihracatçılığına geçirmeyi amaçlayan bir planı yürürlüğe koydu. 1614'te İngiltere, Almanya'ya ve Hollanda'ya patiska ihraç ediyor, bu kumaşlar da buralarda boyanarak tekstil ürünü haline geliyordu. İngiliz tüccarlar, kıtadaki tekstil sanayisini kısıkdılar ve bu sanayinin aslında hammadde kaynağı olan İngiltere'nin elinde olması gerektiğini düşündüler. Bitmiş, boyanmış kumaş, İngiltere'den ihraç edilen ham beyaz kumaşın değerinin yaklaşık iki katına satılıyordu ve İngiltere üretim zinciri içinde bitmiş ve boyanmış tekstil piyasasının önemli bir oyuncusu olabilecek stratejik bir konumdaydı.

1614 Temmuz'unda İngiliz hükümeti ham patiska ihracatını yasakladı; bu hareket, İngiliz patiskası yurtdışına çıkmadığı takdirde boyanmış kumaş sanayisinin İngiltere'ye kayacağı umuduyla oynanmış bir kumardı. Hükümet ayrıca eş zamanlı olarak İngiltere'den bitmiş ve boyanmış kumaş ihracatının tekeli verdiğ Kralın Tüccar Maceracıları adında bir şirket kurdu. Böylece, Tüccar Maceracılar adlı şirket patiska ihracatındaki tekeli kaybetti, ancak daha önce hükümeti İngiliz boyalı tekstilinin Almanya ve Hollanda'da üretilenlerden büyük ölçüde farklı olduğu ve İngiliz tekstil ürünlerinin yüksek talebi karşılayamayacağı konusunda uyardı. Gerçekten de Almanya ve Hollanda, başka ham patiska kaynakları buldular, hatta Hollanda, işi İngiltere'den gelen boyanmış kumaşın ithalatını yasaklama-

ya kadar vardırdı. 1616 yılına gelindiğinde İngiliz tekstil sanayisi tamamen karmaşa içindeydi, bazı bölgelerde dokuma tezgâhlarının üçte birinden yarısına kadarı atıl kalmıştı. Patiska fiyatı hızla düştü ve işsizlik yaygınlaştı. Hükümet patiska ihracatının durmasıyla gümrük gelirlerinin azaldığını gördü. İngiltere'yi ham kumaş ihracatçılığından bitmiş kumaş ihracatçılığına geçirme çabalarının başarısız olduğunu kabul eden İngiliz hükümeti Aralık 1616'da patiska ihracatı üzerindeki yasağı kaldırdı.

Merkantilizmin, ticaret ortaklarının birbirlerinin ticaret kısıtlamalarına aynı şekilde karşılık vermediği ideal koşullarda bile geçerli olup olmadığı tartışma konusudur. Ülkeler diğer ülkelerden gelen ithalatı yasaklayarak ya da kısıtlayarak birbirlerine karşılık verdiklerinde merkantilizmin net etkisi hiçbir ülkenin ihracat yapamaması ve ülkelerin merkantilist doktrine göre iktisadi kalkınmanın motoru olan ihracattan mahrum kalmaları olurdu. Dolayısıyla merkantilizm bir istisna dışında saçmalığa dönüşüyordu, bu istisna da sömürgeleşmeydi. Sömürgelerin elde edilmesi ile hükümetler kendi ticaret politikalarını belirlemelerinin yanı sıra ticaret yaptıkları sömürgelerinin de politikalarını belirliyorlardı.

Bu şekilde merkantilizm kendini tam olarak ana ülkeler ve sömürgeler arasındaki sömürü ilişkisine dayanan sömürge politikaları altında göstermiştir. Yalnızca ana ülkelerin ihracatlarının sömürge pazarlarına açık olmasıyla yetinilmemiş, aynı zamanda ana ülkeler sömürgelerin kendisinden başka ülkelere ithalat yapmalarını da kısıtlamışlardır. Bu kısıtlamaların en bilineni 1773'teki Çay Kanunu'dur. Bu kanunla Doğu Hindistan Şirketi'ne İngiliz hükümeti tarafından Amerikan sömürgelerine çay satma tekeli verilmiş, bu durum da Boston Tea Party eylemine yol açmıştır. 1773'teki Melas Kanunu ile Parlamento, Batı Hint Adaları'ndan Amerikan sömürgelerine gelen melas (şekerkamışı posası) üzerine ağır ithalat vergileri koymuştur. Sömürgeler nadir olarak başka ülkelerden mal ithal ediyorlardı, bu ithalat da malların ana ülkeye ait gemiler tarafından taşınması ya da ana ülkenin limanlarından geçmesi koşuluyla gerçekleşiyordu.

Ana ülkeler sömürgelerinin kendisinden başka ülkelere mal ihraç etme özgürlüklerini de kısıtlıyorlardı. İspanya Yeni Dünya'daki sömürgelerinin değerli maden ihracatını, Hollanda da Güney Pasifik'teki sömür-

gelerinin baharat ticaretini tekelleştirmişti. İngiliz Denizcilik Kanunları, sömürgelerinden gelen tütün, şeker, pamuk, ağaç ürünleri, kot kumaşı, piring, melas gibi malların İngiltere dışındaki bir ülkeye ihracatını yasaklıyordu. Sömürgelerin ana ülkelere yabancı limanlar yoluyla mal ihraç etmeleri, özellikle bu limanlar ana ülkenin limanlarıyla rekabet içindeyse, yasaklanmıştı.

Adam Smith merkantilist düşünce sisteminin mantığını ağır bir şekilde eleştirdi.¹ Smith bir ulusun zenginliğini ve ekonomik refahını belirleyen etmenin değerli maden stoku değil, kişi başına düşen gelir olduğunu öne sürdü. Yeni Dünya'daki geniş miktardaki hazineler ve değerli madenler, İspanya'da sınai ve ticari kalkınmaya yol açmamış ve Smith'in zamanında İspanya, iktisadi kalkınmada İngiltere ve Fransa'nın gerisinde kalmıştı. İspanya deneyimi, değerli maden hazinelerinin toplanmasının ne İspanyol vatandaşlarının ekonomik refahının bir göstergesi ne de gelecekteki bir büyümenin habercisi olduğunu kanıtlıyordu. Smith'e göre serbest ticaret, ülkeleri kaynakların en iyi şekilde kullanıldığı mal ve hizmetlerin üretiminde uzmanlaşmaya zorlayarak kaynak başına en fazla ürün miktarını ve kişi başına en fazla gelirin elde edilmesini sağlayacaktı. Kişi başına gelir arttıkça da piyasadaki mal miktarı artacak ve vatandaşların yaşam standartları yükselecekti.

Adam Smith İngiltere'de serbest ticareti savunurken Fransa'da hükümet yeni bir iktisat okulunun, Fizyokratların etkisi altına girmişti. Smith'in düşüncelerinde önemli etki bırakmış olan Fizyokratlar serbest ticaret kavramına sıkı sıkıya bağlı kalıyorlar ve uluslararası ticaretin vergiler, kotalar ve benzeri araçlarla kısıtlanmaması gerektiğine inanıyorlardı. Merkantilist doktrinin ortadan kaldırılmasına ve ticaretin serbestleşmesine yönelik ilk adım 1786'daki İngiliz-Fransız Ticaret Anlaşması ile atıldı. (İngiltere ve Amerikan sömürgeleri arasındaki Bağımsızlık Savaşı'nın bitimiyle İngiltere ile Fransa arasındaki ticaret kısıtlamalar, ticaret politikalarındaki misillemeler ve süregelen savaşlar yüzünden sekteye uğramıştı.) Karşılıklı anlaşma ile İngiltere ve Fransa ticaret kısıtlamalarını azaltmaya karar verdi. Bu anlaşma sonucu, tereddütlü ve dikkatli de olsa bir serbest ticaret deneyimi yaşandı. Bu dönem Fransız İhtilali tarafından

kesildiği için kısa sürdü, ama yine de günümüze kadar güçlenerek gelen bir eğilimin başlangıcını oluştuyordu.

1786 anlaşması ile Fransa, İngiliz mallarının ithali üzerindeki yasağını kaldırdı. Anlaşmanın maddeleri, Fransa ve İngiltere arasındaki ticarete Fransız gemilerinin kullanımına olanak tanıyordu, oysa bu uygulama önceden İngiliz Denizcilik Kanunları ile yasaklanmıştı. Her iki ülkenin de keten için ödediği ücret Hollanda'nın aynı mala ödediğini aşamayacaktı, ayrıca pamuk, hırdavat, porselen, çömlek ve cam eşyalara da sadece yüzde 12 vergi getirilecekti. Mamul mallar ithalatındaki düşük vergiler İngiltere'nin işine geliyordu çünkü sanayisi Fransa'ya göre çok daha gelişmişti. Üstelik Fransa'nın İngiltere'ye kârla satabileceği tek ürün olan Fransız ipeğindeki kısıtlamalar kaldırılmamıştı. Fransız tarım kesimi ise şarap, bren-di ve zeytinyağı ihracatı sayesinde kâr geçmişti. İngiliz imalat sanayisinin ve Fransız tarımının çıkarlarının kollanması büyük bir hataydı. Fransa'ya İngiltere'den ihraç edilen mamul malların değerinin 1784'te 13 milyon livreden 1787'de 58,5 livreye çıkmasıyla Fransız imalat sanayisi ağır bir bunalıma girdi. Fransa, İhtilal'den hemen önce on sekizinci yüzyılın en derin bunalımlarından birini yaşadı.

Fransa'daki bunalımın ağırlaşmasıyla çoğu tekstil bölgesinde çalışan dokuma tezgâhlarının sayısı yüzde 50 kadar azaldı ve tekstil işçilerinin yarıdan fazlası işlerini kaybetti. İflas olaylarının doruğa çıkması ve ekonomideki bunalım hükümetin gelir ihtiyacını artırdı. Fransa kralı yeni vergilerin onaylanması için Millet Meclisi'ni (États Généraux) toplantıya çağırdı. Millet Meclisi ilk kez 4 Mayıs 1789'da toplandı ve haziranın sonunda kendisini Fransız İhtilali'ni başlatan devrimci meclise dönüştürdü. Millet Meclisi'nin üyeleri İngiliz-Fransız Ticaret Anlaşması'ndan yakındılar, hatta bir hükümet kurumu olan Ticaret Bürosu'nu Fransa'yı harap eden sınai bunalımın sorumlusu olarak gösterdiler.

Fransa'da art arda devrimci meclisler kuruldu: Ulusal Kurucu Meclis, Yasama Meclisi ve 21 Eylül 1793'te Konvansiyon. 1 Ocak 1793'te Konvansiyon İngiltere'ye savaş ilan etti ve İngiliz-Fransız Ticaret Anlaşması'nı feshetti. Birkaç ay içinde Konvansiyon sayısız İngiliz malının ithalatını yasakladı ve böylece Fransa, on dokuzuncu yüzyılın büyük bölümü boyunca

sürecek olan sıkı korumacı ticaret politikasına dönmüş oldu. 21 Eylül 1793'te Konvansiyon, İngiliz Denizcilik Kanunlarından esinlenerek ilk Fransız Denizcilik Kanunu'nu yürürlüğe koydu. Denizcilik Kanunları, dış ticaretin işleyişinde yabancı gemilerin zararına bir uygulamayla yerli gemilere tekel hakkı veriyordu. Bu kanunlar, Adam Smith'in övdüğü nadir ticaret kısıtlamalardan biriydi, Smith'e göre gemicilik sanayisini korumak ulusal savunma için gerekliydi.² İngiliz Parlamentosu 1651, 1660, 1662 ve 1663 yıllarında Denizcilik Kanunlarını geçirdi. Hollanda ve İngiltere arasındaki gerilim 1651'de doruğa ulaşmadan ve 1652'de savaşa yol açmadan önce dünya ticaretinin büyük kısmı Hollanda gemileri tarafından taşınıyordu. Hollanda deneyimi gemiciliğin, gemi yapımı, denizcilik sigortası, donanım ve benzeri sanayilerde büyüme sağlayan stratejik önemde bir sanayi olduğunu gösteriyordu. İngiltere ilk Denizcilik Kanunu'nu yürürlüğe koyduğunda İngiliz deniz ticaretinin yansı Hollanda gemileri tarafından yürütülüyordu. 1791 yılına geldiğimizde ise İngiliz deniz ticaretinde yabancı gemilerin payı on dörtte bire düşmüştü.

İngiliz Denizcilik Kanunları'na göre sadece İngiliz gemileri, mürettebatının dörtte üçü İngiliz olmak şartıyla, İngiltere kıyılarında ya da İngiltere ve İngiliz sömürgeleri arasında ticaret yapma hakkına sahipti. Kanunlar ayrıca bir mal listesi oluşturuyordu. Bu listedeki malların ithalatı üçüncü bir ülkenin gemileriyle yapılamıyor, bu mallar sadece malın alındığı ülkenin gemileriyle getirilebiliyordu ve bu gemiler de İngiliz gemilerinin tanımlandığı kriterlere uygun olmak zorundaydı. Ne İngiliz gemileri ne de yabancı gemiler bu listedeki malları malın geldiği ülke dışındaki bir limandan getirebilirlerdi. Bu yönetmelik, doğrudan Amsterdam gibi büyük entrepôt (gemiden gemiye ticaret) hacimleri olan ticaret merkezlerini hedef alıyordu. İngiliz otoriteleri Denizcilik Kanunlarını ihlal eden gemilere ve yüklerine el koyuyordu.

1793 Fransız Denizcilik Kanunu'nun yürürlüğe girdiği dönemde Fransız deniz ticaretinin beşte ikisi İngiliz gemileri tarafından yürütülüyordu ve Fransız deniz ticaretindeki malları taşıyan 16.255 gemiden sadece 3.373'ü Fransa'ya aitti. 1793 kanunuyla tüm Fransız ihracatının Fransız gemileri tarafından, Fransız ithalatının da Fransız ya da malın geldiği ül-

kenin gemileri tarafından taşınması zorunluluğu getirildi. Fransa kıyıları boyunca ve Fransa ile Fransız sömürgeleri arasındaki ticaret Fransız gemileriyle yapılmak zorundaydı. Fransa'ya mal taşıyan yabancı gemiler bu ayrıcalığı elde etmek için ek bir vergi ödüyorlardı. Fransız hükümeti bu kanunun İngiliz deniz ticaretine tıpkı İngiliz Denizcilik Kanunlarının Hollanda denizciliğine yaptığı gibi bir darbe indireceğini umuyordu.

Fransız İhtilali'nin hükümetleri kısa bir süre için Denizcilik Kanunlarını yürürlükten kaldırsa da 1814'ten 1869'a kadar bu kanunlar Fransız deniz ticareti düzenlemelerinin temelini oluşturdu. 1816'da hükümet, üçüncü ülkelere, yani malın geldiği ülkenin dışındaki ülkelere ait gemilerin Fransa'ya mal taşıması önündeki kısıtlamalarını gevşetti. Hükümet ayrıca yabancı gemilerin diğer Avrupa ülkelerinden Fransa'ya Avrupa dışından malları getirmelerine, özel bir vergi ödenmesi kaydıyla, izin verdi. Bu vergi, Avrupa dışı malların diğer Avrupa ticaret merkezlerine uğramadan doğrudan Fransa'ya ithalini teşvik etti.

Fransa 1845 yılında Denizcilik Kanunlarını gevşetmeye başladı, sadece Fransızların sahibi olduğu ve Fransa'da imal edilmiş gemileri Fransız gemisi olarak tanımlayan yönetmeliği kaldırdı. Bu tarihten sonra Fransız gemileri, mülkiyetinin yüzde 50'sinden fazlası Fransız vatandaşlarına ait olan gemiler olarak tanımlandı. 1860 İngiliz-Fransız Anlaşması ile de sadece Fransa'da imal edilen gemilerin Fransız bayrağı taşıyabileceği zorunluluğu kaldırıldı. Bu anlaşma, İngiliz yapımı gemilerin özel bir ücret ödeyerek Fransız gemisi olmalarına olanak tanıdı. 1866 yılında ise her ulusun gemisi, küçük bir ücret karşılığında Fransız gemisi olabiliyordu. 1869'da Fransa, Denizcilik Kanunlarının tüm kalıntılarını da ortadan kaldırdı; bu durum, serbest ticaret ile III. Louis Napoleon'un iktidarı döneminde kurulan yakın ilişkilerle uyumluydu.

Serbest ticaret düşüncesi İngiltere'de çok daha yerleşikti. Parlamento on dokuzuncu yüzyılın başlarında Denizcilik Kanunlarını gevşetmeye başlamıştı. 1783 yılından sonra Parlamento kısıtlamalarını Amerika Birleşik Devletleri'nin lehine azalttı. 1822'de Parlamento, yeniden ihraç etmek üzere İngiltere'ye ithal edilen malları vergiden muaf tuttu ve bu uygulama sayesinde İngiltere'nin entrepôt ticareti gelişti. Aynı yıl Parlamento

sadece ithal edilen malın geldiği ülkenin gemilerinin İngiliz limanlarına mal taşıyabileceği kısıtlamasını da kaldırdı. Artık yabancı gemiler her ülkeden malı İngiltere'ye getirebiliyordu. 1849'da Parlamento, İngiliz kıyı ticaretinin İngiliz gemilerinin tekeline tutulması dışında tüm Denizcilik Kanunlarını ortadan kaldırdı.

Fransız Denizcilik Kanunları, Fransa'nın Napoleon dönemi boyunca İngiltere'ye karşı izlediği saldırgan ticaret politikasında çok az yer tutmuştur. 21 Kasım 1806'da Napoleon, Berlin Kararı ile İngiltere'yi Avrupa ekonomik sisteminin dışında tutmayı amaçlayan Kıta Ablukası Sistemini uygulamaya başladı.³ Bu sistem, tüm Fransız ve Fransız müttefiki limanları İngiltere ya da sömürgelerinden gelen gemilere kapatıyor ve Fransa'da ya da o dönemde Kıta Avrupası'nın büyük bölümünü kapsayan Fransız işgalindeki topraklarda bulunan İngilizleri hapis cezasına çarptırıyordu. İngiltere bu duruma Kıta Avrupası ile ticaret yapan tüm gemileri ilk önce İngiliz limanlarında durmaya zorlayarak karşılık vermeye çalıştı. İngiltere'ye yeniden ihracat amacıyla gelen mallar gümrük vergisinden muaf oluyorlardı. 17 Aralık 1807'de Napoleon Milano Kararı ile Kıta Ablukası Sistemini genişletti ve İngiliz limanlarından ya da İngiliz işgalindeki limanlardan gelen gemilere el konulacağını açıkladı. İngiliz limanlarından gelen malları tamamen yasaklama çabası sonuç vermeyince Napoleon İngiltere'den kıta ya gelen mallara yüzde 50 tarife koydu ve İngiliz mallarının belirlenmesini emretti. Ekim 1810'da Bayonne, Nantes, Anvers, Zürih, Civita Vecchia, Leipzig, Königsberg ve Memel'de İngiliz malları törenle yakıldı.

Kıta Ablukası Sistemi, belki de iktisadi gerçeklikleri bastırmaya çalışmada fazla ileri gittiği için, tamamen başarısız oldu. Yiyecek kıtlıkları, işsizlik, ücret azalmaları ve iflaslarla mücadele eden İngiltere, Napoleon'u alt etmek için İspanya ile ittifak kurdu ve İspanyol sömürgelerindeki hammaddelere ve tüketicilere ulaşma imkânı buldu. Buhar makinesinin gelişmesi sayesinde canlanan İngiliz imalat sanayisi Yeni Dünya ile olan ticaretini geliştirdi. Napoleon, İspanya ve Rusya'ya savaş açarak bu ülkeleri Kıta Ablukası Sistemine uymaya zorlamak istedi. Sistem, Napoleon'un imparatorluğu ile birlikte 1815 yılında çöktü, ancak Fransa serbest ticaret fikirlerinin pek az kabul gördüğü korumacı bir ülke olmaya devam etti.

Fransa'nın korumacılığı, zamanla Alman ulusuna dönüşen bir gümrük birliğinin oluşumundaki itici güç olmuştur. Gümrük birliği, üyeleri arasında serbest ticarete olanak tanır ve dışarıda kalan alanlardan ithal edilen mal ve hizmetlere ortak bir tarife duvarı koyar. On dokuzuncu yüzyılın ilk yıllarında Almanya, Kutsal Roma İmparatorluğu'ndan geriye kalan bir grup bağımsız küçük devlet, düklük ve belediye verilen ortak isimdi. Bu bağımsız siyasi yapıların her biri kendi ticaret engellerini belirliyor, bu yüzden de Alman üreticiler Avrupa'nın diğer bölümlerindeki rekabetten korunsada Almanya içindeki ticaret kısıtlanıyordu. Yaklaşık olarak 1.800 yerel tarife Alman yerleşimleri arasındaki ticareti köstekliyor, aynı zamanda Prusya'da 67 farklı iç tarife uygulanıyordu. Her iç tarife sadece küçük bir piyasayı koruyor ve Fransa gibi büyük ekonomik güçlerin korumacı ticaret politikalarına aynı şekilde karşılık vermeye yetmiyordu. Fransa'nın 1818'deki yenilgisinin ardından Prusya tüm iç tarifeleri kaldırdı ve ithal edilen mamul mallara ortalama yüzde 10 vergi getiren bir dış tarife koydu. Bu yeni tarife sadece ılımlı bir şekilde korumacıydı, Adam Smith'in serbest ticaret fikirlerinin Almanya'daki etkilerini yansıtıyordu ve tarım ürünleri ithal vergilerinden tamamen muaf tutulmuştu.

Daha küçük Alman devletleri 1828 yılında Güney Alman Birliği adında kendi gümrük birliklerini kurdular. Aynı yıl Prusya ve Hessen, Kuzey Gümrük Birliği çatısında bir araya geldiler. 1834'te bu iki birlik, *Zollverein* adında tek bir gümrük birliği altında birleşti. 1840'larda *Zollverein* uluslararası arenada sözü geçen bir güç haline gelmişti ve 1850'lerde Alman devletleri birliğe katılmaya devam etti. Adam Smith'in serbest ticaret fikirleri *Zollverein*'in tarife politikasını şekillendiren etkili güç oldu ve Almanya 1860'lar boyunca Avrupa'yı saran ticaret serbestleşmesi akımında önemli yer aldı. Fransız-Prusya Savaşı'ndan (1870-71) sonra Almanya korumacılığa dönmeye başladı ve 1879'da *Zollverein*'in korumacı politikaları Avrupa'da yeni bir korumacılık dalgasına yol açtı. İktisadi olarak birleşerek Almanya Fransa ve diğer Avrupa güçlerinin ticaret duvarlarına aynı şekilde karşılık verebilir hale geldi. Almanya'nın tamamen korumacı politikalar izlemesiyle Avrupa'daki ticaret serbestleşmesi rüzgârı da dinmiş oldu.

Serbest ticaret yolunda bir sonraki zafer İngiltere’de gerçekleşti. 1838’de kendisini Tahıl Yasaları’nın kaldırılmasına adan Manchesterli bir siyasi eylem grubu, Tahıl Yasasına Karşı Birlik’i kurdu. Tahıl Yasaları, tahıl ithalatındaki ve ihracatındaki vergileri düzenliyordu. 1670’te çıkartılan ilk Tahıl Yasası yerli tahıl fiyatıyla ters orantılı olarak tahıl ithalatındaki vergileri belirliyordu. İç piyasalarda tahıl bollaşıp fiyatlar yasal taban fiyatın altına indiğinde ithal tahıla en fazla vergi ödeniyordu. İç piyasaların daralıp da tahıl fiyatlarını aşağı çektiği durumda ise ithal tahıl en düşük vergi oranıyla geliyordu. Tahıl Kanunu üç kademeli bir taban fiyat sistemi getiriyordu. 1869’da Parlamento vergi sistemini yerli tahıl fiyatı belli bir eşğin altına düşüğünde devreye giren bir ihracat sübvansiyonu ile destekledi. Bu ihracat sübvansiyonu, tahıl ihracını teşvik ediyor ve iç piyasada tahıl fiyatlarının yükselmesine neden olan arz fazlasını eritiyordu. Kanunun amacı yerli tahıl fiyatlarındaki dalgalanmaları önlemek ve tahıl fiyatlarını hem tüketiciler hem de çiftçiler için adil bir seviyede tutmaktı. Bu kanunla tüketiciler ve çiftçiler on sekizinci yüzyılın ikinci yarısına kadar memnun tutulabildiler.

1750 yılından itibaren İngiltere’nin nüfusu tarımsal verimliliğin üzerine çıkmaya başladı ve yerli tahıl arzı üzerinde bir baskı oluştu, bu yüzden ihracat sübvansiyonu uygulaması durduruldu ve tahılın ülkeye vergisiz girmesine izin verildi. 1773’te Parlamento eşik fiyatları değiştirdi ve fiyatlar tavan fiyatın üzerine çıktığında ihracat yapılmasını yasakladı. Yerli tahıl arzı üzerindeki baskı gitgide arttı ve fiyatlar sık sık tavan fiyatın üzerine çıktı. On sekizinci yüzyılın sonuna doğru İngiliz toprak sahipleri düşük fiyatların tahıl üretimine zarar verdiğini ve eşik fiyatların yükseltilmesi gerektiğini söylemeye başladılar.

1815’te Parlamento, toprak sahiplerinin lehine yenilenmiş bir Tahıl Kanunu’nu yürürlüğe koydu. Bu yeni kanunun getirdiği yeni eşik fiyatın altında tahıl ithal etmek yasadışı kabul ediliyor ve böylece yerli tahıl üreticileri fiyatlar belli bir seviyenin altına düştüğü zaman yabancıların rekabetinden korunuyorlardı. Yerli tahıl fiyatları eşik değeri aştığı zaman yabancı tahıl vergisiz olarak ülkeye girebiliyordu. Tahıl Yasasına Karşı Birlik, daha mantıklı bir politikayla imalat sanayisinin korunabileceği bir dönemde Tahıl Yasaları’nın tarımı korumasından endişe duyan sanayicilerin seslerini

duyuruyordu. 1846'da Parlamento Tahıl Yasalarını kaldırdı ve bu, 1930'lar-daki bunalıma kadar sürecek bir serbest ticaret politikasının başlangıcı oldu.

Avrupa'da daha serbest ticaret için bir sonraki önemli adım 1860 İngiliz-Fransız Ticaret Anlaşması'nın müzakereleri ile atıldı. İngiltere, on dokuzuncu yüzyılın ilk yarısında ticaretini yavaş yavaş serbestleştirmiş, yüzyılın ortalarında serbest ticaret uyguluyor denebilecek bir konuma gel-mişti, ancak Fransa korumacı politikalarında ısrar ediyordu. Fransa'nın mamul mallar üzerinde uyguladığı tarifeler yüzde 50 ile yüzde 100 arasın-da değişiyordu ve demir ürünleri gibi seçilmiş malların ithalatı tamamen yasaklanıyordu. İthal buhar makineleri ve lokomotifler üzerindeki tarifeler yüzde 50'de tutuluyor, ağırtılmamış pamuk ipliğin tarife oranı ise yüzde 300 ile 400 arasında belirleniyordu.

Fransa 1853 yılında ticaretin serbestleşmesi yolunda deneme niteliğinde bazı adımlar atmıştı, ancak korumacılık ruhundan keskin bir sapma 1860 İngiliz-Fransız Ticaret Anlaşması ile gerçekleşti. Bu anlaşma Fransa'ya tüm tarifelerini en fazla yüzde 25'e indirmesi için beş yıl süre tanıdı. İngiltere, birkaç istisna dışında, Fransız mallarına uyguladığı tüm it-hal vergilerini kaldırdı; en kayda değerleri şarap ve ispiroto olan bu istisna malların üzerindeki vergiler ise aşağı çekildi. Zaten serbest ticaret hareke-tinin ön saflarında bulunan İngiltere'nin yapacak fazla bir değişikliği yoktu.

Anlaşma ile Fransa ve İngiltere birbirlerine ticarette 'en çok kayırılan ülke' statüsü verdiler ve her iki ülkeye de diğer uluslara bu statüyü verme hakkı tanındı. Fransa hemen Avrupalı ticaret ortakları ile benzer anlaşmaların müzakerelerine başladı ve 1861'de Belçika, 1862'de Prusya, 1863'te İtalya, 1864'te İsviçre, 1865'te İsveç, Norveç, Mecklenburg Düklüğü, İspanya ve Hollanda, 1866'da Avusturya, 1867'de Portekiz ve Papalık Devletleri ile anlaşmalar imzaladı. 1864'te, Alman devletlerinin ticaret bloku olan Zollverein, Prusya ile eşit ticaret haklarını elde etti. Kıta Avrupası serbest ticaret macerası yaşadığı kısa bir dönemin ardından Fransızların liderliği altında 1880'e kadar sürecek olan ılımlı korumacı bir döneme girdi.

Anlaşmanın, tıpkı 1786 anlaşmasından sonra olduğu gibi, Fran-sa'da bir ekonomik bunalımı tetikleyeceği korkuları yersiz çıktı. Sınai üre-

tim gücünü korudu ve dış rekabetin harekete geçirici etkisinden yararlandı. 1860 ile 1864 arasında işleyen buhar makinelerinin sayısı 178'den 242'ye çıkarken el tezgâhlarının sayısı ciddi şekilde azaldı. İthalattan kaynaklanan rekabet yerli fiyatlar üzerindeki çıkış baskısını hafifletti. İngiltere-Fransa Ticaret Anlaşması, Kıta Avrupası'nda rüzgârın korumacılık yönüne döndüğü 1881 yılına kadar etkisini sürdürdü. Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa'nın bu ticaret serbestleşmesi deneyimi sırasında korumacılığı sürdürdü, İngiltere ise 1930'lardaki bunalıma kadar serbest ticaret politikalarına bağlı kaldı.

1873'teki derin ticari krizin ardından Almanya, İngiltere-Fransa Ticaret Anlaşması'nı izleyen serbest ticaret deneyiminden ilk sapan Avrupa ülkesi oldu. İngiliz demir ürünleri yüzünden demir sanayisindeki fiyatların düştüğünü ve Rusya'dan demiryolu ile ya da ABD'nin iç bölgelerinden demiryolu ve gemi ile gelen tahılın tarım kesiminde rekabete yol açtığını gören Almanya, serbest ticaret savunucularını görmezden geldi. Tarihsel olarak üretimin çıkarları korumacı ticaret politikalarında, tarımın çıkarları ise serbest ticarete olmuştur. Ancak on dokuzuncu yüzyılın ortalarından sonra ulaşımda gerçekleşen hızlı ve ani ilerleme, tarım için yabancı rekabet tehdidini artırdı ve böylece hem tarım hem de üretim kesimlerinin çıkarı korumacılıktan yana oldu.

Almanya'yı doğrudan korumacılık yoluna sokan bir başka etmen de finans kesiminde bir yeniden yapılanma ve yeni gelir kaynakları bulma ihtiyacıydı. Almanya'daki imparatorluk hükümeti, masraflarını finanse edebilmek için küçük Alman devletlerini katkoda bulunmaya zorladı, ancak katkılar büyüdükçe bu uygulama dirençle karşılanmaya ve bir hoşnutsuzluk kaynağı haline gelmeye başladı. İthal malları vergilendirmek, vatandaşlarından aldığı geliri yükseltmek isteyen merkezi hükümet için daha makul bir yol gibi göründü. İmparator, Şubat 1879'da yenilenmiş bir tarife yasası teklifinde bulundu, Reichstag da Temmuz 1879'da bu tasarıyı yasalaştırdı. Bu yasa, tüm yerli sanayilerin yabancı rekabete karşı korumadan faydalanması ilkesine dayanıyordu, böylece tarifelerin seçilmiş sanayileri koruyan özel çıkara yönelik yasalar olduğu eleştirileri bertaraf edilmeye çalışılıyordu.

Yenilenmiş tarife yasası, ücretler artarken ve ihracat sürekli tırmanırken istikrarlı fiyatlar sağlayarak Alman ekonomisinin ekonomik durgunluklardan sıyrılmasını sağladı. 1879 ile 1884 yılları arasında demir sanayisinde istihdam yüzde 35 oranında arttı. Ancak düşük fiyatların tarım kesimine zarar vermeyi sürdürmesi Reichstag'ı 1885 yılında yerli tarımsal üretimi korumaya yönelik yeni bir tarife yasası geçirmeye zorladı. Almanya, gurur duyulacak bir şekilde, on dokuzuncu yüzyılın ekonomik mucizelerinden biri oldu, bu da korumacı ticaret politikalarının geçerliliğine bir katkı olarak değerlendirilebilir.

Çoğu Avrupalı güç karşılıklı anlaşmalar ile ticaret duvarlarını indirirken, ABD ve Avrupa'nın sömürgeci güçleri Japonya'ya ithal mallar üzerinde an az vergi uygulayarak piyasasını Batı mallarına açması yönünde baskı yaptılar. 1853'te Amerikan hükümeti Matthew Perry'yi dört gemilik bir filo ile Japonya'nın içe kapanmışlığına son vermek ve Japon piyasalarını dışa açmak göreviyle Japonya'ya gönderdi. Amerikan gemilerine erzak sağlanması, Amerikan denizcilerinin ağırlanması ve resmi ilişkilerin kurulması Perry'nin anlaşma zemini aradığı koşulların başında geliyordu. Perry bir sonraki ilkbaharda, bu sefer dokuz gemiyle, Japonya'ya yanıt almak üzere tekrar gitti ve bu konuları kapsayan, ancak gelecekte karşılıklı konsolos atanacağı taahhüdü dışında ticaretle ilgili konulara değinmeyen bir anlaşmayı kabul ettirdi. İngiltere ve Rusya da Japonya ile benzer anlaşmalar imzaladılar.

1856'da Japonya'daki ilk Amerikan konsolosu Townsend Harris Tokyo'ya geldi ve Japonları ticari ilişkilerini açmaları konusunda sıkıştırma başladı. 1858'de ABD ve Japonya bir ticari anlaşma imzaladılar ve hemen ardından pek çok Batılı güç benzer anlaşmaların pazarlığına başladı. Japonya'da bu anlaşmalara 'Eşitsiz Anlaşmalar' deniyordu çünkü verilen taahhütlerde karşılıklılık yoktu. Batılı tacirler işin içinde Japonların olduğu durumlarda bile Japon yasasına tabi tutulamıyorlardı. Japon vatandaşları ve Batılı tacirler arasındaki davalar, davacı tarafın konsolosunun yargıç olarak görev yaptığı mahkemelerde yürütülüyordu. Batı ülkelerindeki Japon vatandaşlarına ise yerli kanunlardan muafiyet verilmemişti. Ayrıca anlaşmalar, Batılı tacirlerin önceden belirlenmiş yabancı yerleşim-

lerinde yaşamalarını sağlıyordu. Daha sonra Japonya, ithal edilen mallara en fazla yüzde 5 tarife uygulamayı ve 'en çok kayırılan' ülke statüsünü tüm Batılı güçlere vererek belli bir ülkeye sağlanan ticaret ayrıcalıklarının yaymayı kabul etti.

1871'de Japonya, anlaşmayı daha iyi koşullarla yeniden müzakere etmek için ABD ve Avrupa'ya bir diplomatik delegasyon gönderdi. Delegasyon öncelikli amacına ulaşamadı, ancak yurda Batı teknolojisi karşısında şaşkınlığa uğramış bir şekilde döndü. Bu gezi sonucu varılan sonuçlar Japonya'nın hızla bir sanayileşme programı uygulamasına yol açtı. Japonya ancak 1911 yılında tarife politikası üzerinde tam kontrol sağlayabildi. Eşitsiz Anlaşmalar sonucunda Japonya kendi ülkesinde mamul mallar için bir piyasa bulan Batı ülkelerine ham ipek, çay, kömür ve diğer hammaddeleleri ihraç etti. Henüz gelişmemiş sanayisi için bir tarife korumasının olmaması Japonya'yı düşük ücretlere ve sanayide hükümet desteğine dayanan bir ekonomi oluşturmaya itmiş olabilir. Her ne kadar Eşitsiz Anlaşmalar kısıtlayıcı olsa da, Çin ile yapılan anlaşmalar kadar katı değildi.

Amerika Birleşik Devletleri, Batı mallarının Japonya'ya çok az kısıtlamayla girmesini sağlayan anlaşmalar imzalaması için Japonya'yı sıkıştırma başı çekmiş olsa da on dokuzuncu yüzyıldaki ticaret serbestleşmesine yönelik hareketin lideri değildi. Tam aksine, 1890'daki McKinley Tarifesi dünyanın Birinci Dünya Savaşı'na kadar süren bir korumacılık dönemine girmesine yol açtı. ABD on dokuzuncu yüzyıl boyunca korumacı kaldı. İlk Hazine Bakanı Alexander Hamilton tarifeyi federal hükümetin bir numaralı gelir kaynağı ve imalat sanayisinin gelişimini teşvik için bir araç olarak tanımlamıştı.⁴ Kongre ilk tarifeyi 1789'da yürürlüğe koydu ve I. Savaş öncesi dönemde hükümet gelirlerinin yüzde 80'ini oluşturdu.

Tarifelerin yanı sıra Amerikan hükümeti 1807 ile 1809 arasında İngiltere ve Avrupa ile yapılan tüm ticareti yasakladı. Bu yıllarda Napoleon cüretkâr bir şekilde Kıta Ablukasını uyguluyor, İngiltere de Kıta Avrupası ve Yeni Dünya arasındaki tüm ticaretin kendi limanlarından yapılması için uğraşıyordu. İngiltere tarafsız gemilerin kıtaya hangi kargoyu taşıyabileceğine karar veriyor ve savaş zamanında tarafsızların haklarını hiçe sayarak bu gemilere el koyma hakkını kendinde görüyordu. Fransa ise

İngilizlerin denetimi altına girmiş olan tarafsız gemileri ele geçirme hakkına sahip olduğunu iddia ediyordu. Başkan Thomas Jefferson, tarafsızların haklarını askeri eylemle kabul ettirmeye çalışmak yerine Avrupa ve İngiltere ile tüm ticarete ambargo koymayı seçti. Ambargo, öncelikli hedefi olan tarafsızların haklarının tanınması konusunda başarılı olamadı, ancak Amerikan imalat sanayisinin gelişmesi için itici bir güç yaratmayı başardı. O zamana kadar ABD, Avrupa'ya hammadde ihraç ediyor ve oradan mamul mallar ithal ediyordu. Anonim şirket halindeki fabrika işletmelerinin sayısı 1808'de yedi iken 1809'da 26'ya çıktı.⁵

1860 İngiltere-Fransa Ticaret Anlaşmasının serbest ticaret ruhu ABD'de hissedilmedi. Bunun en önemli nedeni İç Savaş'ın kamu gelir kaynakları üzerinde ağır bir talep oluşturmuş olmasıydı. İç Savaş'tan sonra federal bütçenin üzerindeki yük, ticaret duvarlarının kaldırılmasını engelleyen bir etmen olarak kaldı. Tarifeler de Kuzey ile Güney'i bölen siyasi çekişmelerde önemli bir savaş alanı olmuştu. Kuzey, tarifelerin kendi imalat sanayisinin çıkarlarını korumasını isterken Güney, Amerikan piyasalarını İngiliz mamul mallarına, İngiliz piyasalarını da pamuk gibi Güney'in ihraç mallarına açık tutmak umuduyla serbest ticaret istiyordu. İç Savaş'ın sonunda tarife yanlısı güçler galip geldi.

İç Savaş sonrası dönem boyunca tarife gelirleri, ithalat vergilerine tabi ithal malların değerinin yaklaşık yüzde 45'ine eşitti. Cumhuriyetçiler yüksek tarifelerden geri adım atmasalar da Demokratlar daha düşük tarifeler istiyorlardı ve sonunda 1882'de Kongre'yi tarifeleri tartışmak ve reform önerileri yapmak için Tarife Komisyonu'nu toplamak zorunda bıraktılar. Komisyon, yüzde 20 ila 25 arasında tarife indirimleri yapılmasını önerdi, ancak Kongre 1883 Tarife Yasası ile sadece yüzde 4 indirime gitti; bu, tarife reformu için ciddi bir çabadan çok, sembolik bir tavizdi. 1884'te, bir Demokrat olan Grover Cleveland tarife reformu önerisi getirdi, ancak Kongre bu öneriyi yine kabul etmedi. 1888'de Cumhuriyetçiler, korumacılık yanlısı bir platform oluşturarak viski tröstünü ve yabancı üreticileri serbest ticaret propagandası yapmakla suçladılar. Cumhuriyetçiler seçimi kazandılar ve işe ABD'de şimdiye kadar uygulanmış en kısıtlayıcı ticaret politikası yasalarını geçirmekle başladılar.

Tarife yasasının Kongre'den geçtiği dönemde Usul ve Esaslar Komitesi'nin başkanı olan William McKinley, yasaya adını verdi. Cumhuriyetçiler sert bir şekilde tarifeyi kalıcı bir politika olarak savunuyorlar, tarifelerin yeni oluşan ya da olgunlaşmamış sanayileri korumaya yönelik geçici tedbirler olduğu fikrini reddediyorlardı. McKinley Tarifesi, bazı kumaşlara yüzde 100'ün üzerinde vergi getiriyor, ilk kez olarak da yabancı ülkelere seyahatten dönerken evine mal getiren bireyler vergi ödemek zorunda kalıyordu. Kongre, tarımsal ürün ithalatına vergi getirerek çiftçilerin lehine bir düzenleme yaptı, ancak ABD tarımsal ürün ihraç ettiği için bu hareket anlamsızdı. Üstelik ithal edilen tarım makineleri üzerindeki yüksek tarife oranları kalmıştı. Tarifenin en gelecek vaat eden özelliklerinden biri, idari kolunun Senato'nun onayı olmaksızın ülke bazında tarifeleri indirecek karşılıklı anlaşmalar içine girebilmesiydi. 1894'te Kongre bu hükmü kaldırdı, ancak bu kavram 1934'te çıkarılan bir kanunla yeniden ortaya çıkacaktı. Kongre, Woodrow Wilson yönetiminin ilk döneminde tarife yapılarında reforma gitmeden önce, 1897'de oranları tekrar yukan çekti.

Korumacılığın bayrağını daha da yukarılara taşıyan bir sonraki ülke Rusya oldu. Rusya'nın 1891'de uyguladığı yüksek tarifeler bazı sanayilerde ithalatı tamamen durdurdu; bu, tarifelerin Avrupa'da o güne kadar görül-müş etkilerinin üzerindeydi. Tıpkı Almanya ve ABD gibi, Rusya da tarifeleri vergi gelirinin temel kaynağı olarak görüyordu. Rus hükümeti, 1850'ler ve 1860'larda Avrupa'yı saran ticaret serbestleşmesi rüzgârın kapıldık-tan sonra, 1877'de korumacılığa doğru gitmeye, üstelik tarife ödemelerini altın cinsinden istemeye başladı. O dönemde Rus hükümeti büyük olasılıkla altın rezervi toplanmasına yerli üretimin yabancı rekabetinden korunmasın-dan daha fazla önem veriyordu. Rusya 1839'a kadar resmi olarak gümüş standardındaydı, ancak Kırım Savaşı'nın (1853-6) yarattığı finansal baskı hükümeti Rus rublesinin gümüşe konvertibilitesini kaldırmaya zorladı ve böylece Rusya dönüştürülemeyen kâğıt standardına geçti. Kırım Savaşı'nı izleyen dönemde gümüş ruble döviz piyasalarında zayıf bir para birimi olarak kaldı ve büyük değer dalgalanmaları yaşadı. Rublenin bu zayıflığı biraz da, hızla dünya çapında ticaret yapan ülkelerin parasal standardı haline gelen altın standardının yaygınlaşması yüzündendi. Rusya'nın

yabancı sermayeye ihtiyacı vardı, ancak yabancı yatırımcılar sermaye, faiz ve kârların sadece değeri sürekli dalgalanan gümüş ruble cinsinden geri alınabileceği gümüş standardı uygulayan bir ülkeye yatırım yapmaya çekiniyorlardı. Rusya, yabancı yatırımcıların güvenini kazanmak için altın standardını kabul etmek zorunda kaldı.

Tarifeler iki nedenden dolayı Rusya'nın altın rezervlerinin artmasını sağlıyordu. Birinci neden, tarife ödemelerinin Rusya'ya altın girişi sağlamasıydı. İkincisi ise tarifelerin ithalatı kısıtlayarak altın çıkışını azaltmasıydı. Rus hükümeti tarifeleri önce 1881'de, sonra da 1885'te yükseltti, 1891'de de daha önceki tüm oranların üzerinde bir seviyeye çıkardı. Merkantilizmin bu modern uygulaması hedefine ulaşmış gibi görünüyordu; ihracat ithalatın üzerine çıkarılarak Rusya'ya altın akışı sağlanmıştı. 1897 yılında Rusya, altın standardına geçmeye yetecek altın rezervine erişmişti, kısa bir süre sonra da yabancı sermaye Rusya'ya akmaya başladı. Tarife gelirleri aynı zamanda hükümetin kamu işlerini ve iktisadi kalkınma projelerini finanse etmesine yardımcı oluyordu.

Rus tarifesinin yürürlüğe girmesinden bir yıl sonra Fransa, tarife komisyonlarından birinin genel sekreteri Felix Jules Meline'nin adını alan 1892 Meline Tarifesi'ni kabul ederek korumacı duruşunu daha da güçlendirdi. Meline, korumacılığın çok sıkı bir savunucusuydu ve korumacı politikaların sermaye sahiplerinin olduğu kadar işçi sınıfının da yararına olduğunu iddia ediyordu. Meline Tarifesi'nin yürürlüğe girmesi, Alman *Zollverein* ile başlayan dünya çapındaki korumacılık eğilimine yeni bir hareket kazandırdı. Almanya'nın büyük bir üretici güç olarak yükselmesi Fransa'yı korumacılığa itti.

Meline Tarifesi ithalat vergilerini eski oranlara göre yaklaşık yüzde 80 artırdı. Daha önceki Fransız tarifelerinin aksine Meline Tarifesi, tarımdaki oranları mamul malların ödediği oranlardan düşük tutmuş olsa da yine de tarıma kayda değer bir koruma sağlıyordu. Demiryolu ve gemi taşımacılığındaki gelişmeler, ABD ve Rusya'dan gelen tarım ürünlerinin rekabetini artırmış ve geleneksel olarak serbest ticaretin sıkı savunucusu olan tarım kesimi içinde korumacı ticaret politikaları daha fazla destek bulmaya başlamıştı. Yeni tarife, Fransa ile ticari anlaşmalar içine giren ve en

çok kayırlan ülke statüsünü elde eden ülkelerden gelen ithalattan en düşük orandan vergi alıyordu. Diğer ülkelerden gelen ithalat ise en yüksek tarifeyi ödüyordu. Meline Tarifesi'nin olumlu etkisi, uygulanışının ardından yaşanan refah dönemiyle doğrulanmış gibiydi, ancak bu tarife aynı zamanda Avrupa'nın sıkı bir korumacılık dönemine girmesine neden oldu.

İngiltere, diğer Batılı ticari ortaklarının yaptığı gibi, yüzyılın sonuna doğru tarife oranlarını yükseltmenin cazibesine direndi ve ticaret politikalarını yönlendiren serbest ticaret ilkelerine bağlı kaldı. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra İngiltere, korumacı ticaret politikası yanlılarına bazı tavizler verdi, ama yine de bir serbest ticaret ülkesi olmayı sürdürdü. ABD ise Birinci Dünya Savaşı'nın hemen öncesinde tarife oranlarını indirdi ve böylece dünya, ticaret duvarlarının daha da fazla yükselmesinden kurtuldu. Ne var ki şimdiye kadar Amerikan hükümeti tarafından uygulan en korumacı tarife olan 1930 Smoot-Hawley Tarifesi ile işler tersine döndü.

1930'larda dünyanın iyi eğitim almış kesimi çoğunlukla serbest ticaret doktrinini kabul etmiş ve ticaret duvarlarını üretkenliğin önünde kısa görüşlü bir engel olarak görmeye başlamıştı. 1928-32 yılları arasında ABD başkanı olan Herbert Hoover normalde liberal ticaret politikalarından yanaydı ve Smoot-Hawley yasa tasarısı Kongre'ye geldiğinde Amerikan İktisatçılar Birliği'nin bin üyesi bu tasarımı kınayan bir bildiri imzaladı. Yine de 1929'daki borsa çöküşünün ardından iş dünyasının güvenini yeniden kazanmanın arayışında olan Amerikan hükümeti, sert bir tarifenin ABD ekonomisinin yeniden canlanmasının yolunu açacağına inanıyordu.⁶ Bu düşünce, iktisat politikaları tarihindeki en yanlış tespitlerden biri oldu.

Yerli üreticileri korumak için getirilen tarife engellerinin daha esnek olması yönündeki ilk baskı, Birinci Dünya Savaşı'nı izleyen bunalımdan sonra bir türlü toparlanamamış bir kesim olan tarımdan geldi. Smoot-Hawley Tarifesi adını son derece korumacı olan ve yerli tarım ürünlerinin korunması amacıyla bir yasa tasarısı sunan iki Kongre üyesi, Utah Senatörü Reed Smoot ve Oregon Milletvekili Willis C. Hawley'den aldı. Yasa tasarısı Kongre'de tartışılırken bu tasarıdaki daha fazla korumadan yararlanacak ürünlerin listesi, mamul malları da içine alacak şekilde genişledi ve korumanın derecesi arttı. Tasarının yasalaşan halinde Küba şekeri,

büyükbaş hayvan, koyun ve kuzu, pamuk, süt, limon, deri, keten, kenevir, yün, giysi, kereste, bot ve ayakkabı, ipek ve yün mallar, çimento ve tuğlanın tarife oranlarını yükseltti. Bu yasa, Amerikan tarife oranlarını ortalama yüzde 25,9'dan yüzde 50,02'ye çıkarttı. 17 Haziran 1930'da Herbert Hoover yasayı altı tane altın kalemle imzaladı. İlk zamanlarda tarife, kendisini destekleyenlerin beklentilerine yanıt veriyordu. 1930'da ABD'de fiyatlar düştü, ancak bu düşüş diğer ülkelerde olandan daha az bir orandaydı, böylece Amerikan ödemeler dengesi açıktan fazlaya döndü ve altın stoku yükseldi.

Yeni politikaya dışarıdan aynı şekilde karşılık verilmesi bu başarıların ömrünün kısa olmasına neden oldu. 1931'de İngiltere, Kanada, Küba, Meksika, Fransa, İtalya, İspanya ve pek çok küçük ülke, ithalat vergilerini artırarak ABD'ye karşılık verdiler. Bir başka misilleme dalgası da bir sonraki yıl gerçekleşti. Bazı ülkeler, ithalat vergilerine göre daha katı olan ve ithalatı daha az kârlı hale getiren sayısal kısıtlamalar ve kotalar uygulamaya başladı. Dünya ticareti ciddi şekilde yavaşladı ve 1929'daki seviyesinin üçte birine düştü. Dünyanın geri kalanının Amerikan mallarına karşı ticaret duvarlarını yükseltmesiyle ABD'nin ihracatı hızla azaldı ve 1929'da 842 milyon dolarken 1933'te 225 milyon dolara düştü; yüksek tarifelere karşın ihracattaki düşüş ithalattakinden çok daha fazlaydı.

Tüm dünyayı saran bunalımın baskısıyla İngiltere bile serbest ticarete olan neredeyse yüz yıllık bağlılığından saptı. 1932 İthalat Vergileri Kanunu ile Parlamento İngiltere'yi bir serbest ticaret ülkesi olmaktan çıkarıp korumacı bir ülke haline getirdi. Kanun çoğu yiyecek ve hammaddeyi vergiden muaf tutmuş olsa da kalan mal ve hizmetlere yüzde 10 değer vergisi getirdi. Ayrıca ek koruma ihtiyacı olan sanayileri belirlemek ve bu konularda tavsiyelerde bulunmak üzere İthalat Vergileri Tavsiye Komitesi kuruldu. Bu tavsiyeler üzerine son kararı Maliye Bakanlığı veriyordu. Her sanayi bu komisyona ek koruma için başvurdu. İngiliz dökme demir üreticileri ile ip ve ağ üreticileri komiteyi sırasıyla yüzde 30 ve yüzde 33 tarife oranlarını tavsiye etmeye ikna ettiler. 1933'ten sonra Maliye Bakanlığı karşılıklı çıkarların olduğu anlaşmalar içine girerek diğer ülkelere bazı ayrıcalıklar tanıma hakkını elde etti.

1920'ler boyunca sterlinin aşırı değeriyle sonuçlanan savaş öncesi dönemi değeri sabitlenmiş olmasının doğal bir sonucu olarak İngiliz ihracatının ithalata oranla azalması, korumacılığın altyapısını hazırlıyordu. Serbest ticaret yanlısı olduğu bilinen ünlü iktisatçı John Maynard Keynes'in İngiltere'nin zayıf düşmüş ekonomisini canlandırmak için tarifeleri ve ihracat primlerini önermesi büyük yankı uyandırdı.⁷ 1930'lardaki Bunalım ile İngiliz hükümeti, işsizlik sigortası harcamaları artarken gelirlerin düşmesiyle karşı karşıya kaldı. Bunalım zaten 1920'lerde hasta olan demir ve çelik gibi sanayileri vurdu. ABD'nin Smoot-Hawley Tarifesi'ni yürürlüğe koymasıyla korumacılığı savunanlar öne çıktı ve İngiltere uzun süren serbest ticaret dönemine böylece son verdi.

Tarih boyunca serbest ticaretin dünyada en tutarlı ve en sadık savunucusu olan İngiltere korumacılığa yenik düşmüş olsa da tarih dış ticarette serbestleşmenin yanındaydı. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra tüm dünyada birbirleriyle ticaret yapan ülkeler, ticaret duvarlarını indirmek için çok taraflı pazarlıklara giriştiler. Bunalım yılları boyunca yıkıcı etki yaratan ticaret engellerinin hatırası, İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda canlıydı ve çok taraflı tarife indirimlerine olan ilgiyi teşvik etti.

1947 yılında, çoktaraflı pazarlıklar yoluyla ticaret engellerinin azaltılması konusunda anlaşılan 29 ülkenin oluşturduğu GATT (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması) kuruldu. Aynı yıl görüşmelerin ilk turu Cenevre'de yapıldı. Görüşmeler meyvesini verdi ve ticaret engelleri çoktaraflı olarak ciddi oranda indirildi. Görüşmelerin ikinci turu 1949'da Annecy'de (Fransa), üçüncü turu da 1951'de Turkuay'da (İngiltere) yapıldı. 1956'da Cenevre, ticaret duvarlarının indirilmesi için çok taraflı görüşmelere yeniden ev sahipliği yaptı.

1958 yılında Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun (AET) kurulması, bu görüşmelerin ABD açısından aciliyetini artırdı. AET, üyeleri arasındaki ticaret politikalarını serbestleştiren, topluluk dışında kalan ülkeler için de ortak bir tarife duvarı belirleyen bir ortak pazardı. 1962'de Amerikan Kongresi, başkana yüzde 50 civarındaki tarife indirimi görüşmelerini yürütme yetkisi veren Ticari Genişleme Kanunu'nu çıkardı. Ayrıca başkana geniş ürün kategorilerini tek bir ürün gibi görme yetkisi de verilerek indirimleri teker teker

mallar cinsinden değil, toplu olarak görüşebilmesi sağlandı. Bu kanun ayrıca yabancı rekabet yüzünden işini kaybeden çalışanlara, genişletilmiş işsizlik sigortası ve yeniden iş bulma desteğini de içeren finansal yardımlar yapılmasını sağlıyordu. Ticari Genişleme Kanunu çoktarafli ticaret pazarlıklarını yeniden canlandırdı. 1962 ile 1967 arasında, adını başkan Kennedy'den alan Kennedy Görüşmeleri 70 ülkeyi bir araya getirdi ve mamul mallarda ortalama yüzde 35'lik bir tarife indirimini gerçekleştirdi. İndirimler geniş bir mal çeşidine yayılmıştı, mamul malların yüzde 64'ünü kapsıyordu.

Tarife oranlarındaki indirimlerin başarılması, gözleri tarifelerin düşmesiyle sayılarının çok daha fazla olduğu anlaşılan diğer, tarife dışı ticaret engellerine çevirdi. 1973'te Tokyo'da, yeni bir ticaret görüşmeleri turu düzenlenmesi kararını alan bir ön görüşme yapıldı. Esas görüşmeler 1974 ile 1979 yılları arasında Cenevre'de yürütüldü, ancak yine de bunlar Tokyo Görüşmeleri olarak bilindi. ABD başkanı yine Kongre'den ticaret duvarlarının büyük ölçüde indirilmesi için yetki aldı. Tokyo Görüşmeleri, mamul mallar üzerindeki tarife oranlarının sekiz yıl içinde yüzde 33 oranında indirilmesini başardı, böylece büyük ticari ortaklardaki ortalama tarife oranları, Japonya'daki yüzde 2,9 ile Batı Almanya'daki yüzde 6,3 oranları arasında değişiyordu. Bu oranlar, sanayileşmiş dünyanın tarihindeki en düşük tarife değerleriydi. Tokyo Görüşmeleri'nin getirdiği bir yenilik, yeterince olgunlaşmamış imalat sanayilerinin hâlâ tarife korumasına ihtiyaç duyduğunu düşünen gelişmekte olan ülkelerin tarife indirimlerinin karşılıklılikten muaf tutulmasıydı.

GATT'ın ticaret görüşmelerinin son turuna Punta del Este (Uruguay) ev sahipliği yaptı. Bu görüşmeler, Uruguay Görüşmeleri olarak anıldı ve 1986'dan 1990'a kadar sürdü. Gündemin ilk maddeleri, tarım ürünlerinde tarife indirimleri ve tarife dışı engellerdi. İddialı gündemine karşın bu görüşmelerden ticareti serbestleştirecek önemli anlaşmalar çıkmadı. ABD de dünya çapında patent ve telif haklarının korunması konusunda anlaşmanın olmamasından hayal kırıklığına uğradı.

GATT görüşmeleri, Adam Smith'in ticaret engellerine ve benzeri hükümet düzenlemelerine saldırdığı klasik eseri *Ulusların Zenginliği*'ni yazmasından bu yana daha serbest bir ticaretin oluşmasına yönelik en cid-

di ve en sürekli harekettir. Serbest ticaret geleceğe damgasını vuracak gibi görünür, ancak bir eğilim bu görüntüyü bozmaktadır: Serbest ticaret bölgelerinin, gümrük birliklerinin ve ortak pazarların gelişmesi. Bu ticaret blokları, dışlarında kalan ticarete tarife duvarları koyarak yeni bir korumacılık çağı başlattılar.

Bu İkinci Dünya Savaşı sonrası ticaret bloklarının ilki Avrupa'da hayat buldu. Tuhaf bir şekilde serbest ticarete doğru bir gidiş oldukları iddia edilen bu ticaret blokları, resmen 1 Ocak 1958'de kurulan AET ile yeni bir yola girdiler. AET, Ortak Pazar adı verilen ve bir serbest ticaret bölgesi ya da gümrük birliğinden daha üst derecede bir ekonomik bütünleşme getiren bir ticaret bölgesini oluşturdu. Serbest ticaret bölgesi, mal ve hizmetlerin üyeleri arasında ticaret kısıtlamaları olmadan dolaşmasını sağlar. Gümrük birliği, bütünleşmeyi bir adım ileri götürür ve birliğin dışından ithal edilen mallar için ticaret kısıtlamalarını (birliğin tüm üyelerine aynı olacak şekilde) artırır. Ortak pazar ise üyeleri arasında sermayenin ve emeğin dolaşımı üzerindeki yasal engelleri kaldırarak işçilerin diğer üye ülkelerde çalışmalarına olanak sağlar.

Avrupa Ortak Pazarı, Avrupa Kömür-Çelik Topluluğu'nun yerine kuruldu. 1951'deki Paris Anlaşması ile kurulan Avrupa Kömür-Çelik Topluluğu, aralarındaki kömür ve çelik üretimini ve dağılımını düzenlemeyi amaçlayan altı ülkeden (Belçika, Fransa, Batı Almanya, İtalya, Lüksemburg ve Hollanda) oluşuyordu. 1957'de aynı altı ülke imzaladıkları Roma Anlaşması ile ileride Avrupa Birliği'ne dönüşecek olan AET'yi kurarak Avrupa'yı ekonomik bütünleşme yolunda çok daha ileriye taşıdılar. Aynı yıl yine Roma'da imzalanan bir anlaşma ile kurulan Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu, Avrupa'da atom enerjisinin koordinasyonunu ve geliştirilmesini amaçlıyordu. AET varlığını bu anlaşmalarda ve daha önceki Paris Anlaşması'nda belirlenen ilkelere borçluydu. Bu yeni oluşumun temel hedefi, Avrupa'da malların, hizmetlerin, sermayenin ve insanların serbestçe dolaşabileceği bütünleşmiş bir pazarın geliştirilmesiydi. 1967 yılında AET, adını Avrupa Topluluğu (AT) olarak değiştirdi. Topluluğa ilk baştaki altı ülkeden başka ülkeler de üye oldu; 1973'te Danimarka, İrlanda ve İngiltere, 1981'de Yunanistan, 1986'da da Portekiz ve İspanya topluluğa katıldı.

1968 yılına gelindiğinde AT üyeleri arasındaki ticaret tarifelerle engellenmiyor, ayrıca ortak bir dış tarife AT içindeki sanayileri yabancı rekabetten koruyordu. Hem AT'nin ticaret politikaları sayesinde hem de bu politikalara karşın, üye ülkelerin ticaret hacimleri 1960'lar boyunca hızla arttı, ancak 1970'lerdeki durgunluk Avrupa ekonomilerini vurdu ve ticaret politikalarının yeniden değerlendirilmesine neden oldu. AT'nin bir politika raporunda, AT ülkeleri arasındaki ticareti kısıtlayıcı etki yaratan pek çok tarife dışı ticaret engeline dikkat çekildi. Üye ülkelerin hükümetleri diğer AT ülkelerindeki üreticilerin aleyhinde yerli üreticilerini kayınyorlardı. Ticaret genellikle gümrüklerdeki gecikmeler, idari güçlükler ve teknik jargondaki farklılıklar yüzünden sekteye uğruyordu. Üye ülkeler arasındaki üretim maliyeti farkları, çok sayıda katma değer vergisi (KDV) oranlarının yarattığı çarpıklık yüzünden anlaşılmaz hale geliyordu. Bu politika raporunda AT üyeleri arasındaki ticareti engelleyen kısıtlamaların kaldırılması için 282 öneri vardı. Bu öneriler AT'den destek görüyordu, ancak bazı ulusal hükümetler işi ağırdan alarak önerilerin uygulamalarını uzun bir sürece yayınyorlardı.

AT liderleri tarafından Aralık 1991'de imzalanan Maastricht Anlaşması, AT'nin adını Avrupa Birliği (AB) olarak değiştirdi ve bu yeni oluşumu, Ocak 1999'da gerçekleşen Avrupa para birliğinin kurulması temeline dayandırdı. Bu anlaşma 1993'te tüm üye ülkelerin onayını aldı. 1995'te Avusturya, Finlandiya ve İsveç AB'ye katıldı, ayrıca eski Sovyet blokunun Avrupalı üyelerinin de katılmaları bekleniyor. AB'nin yönetimi siyasi bir organizasyonun izlerini taşır. Her üye ülke Avrupa Parlamentosu'na temsilcilerini seçer. Her ülkenin nüfusu, Parlamento'ya göndereceği temsilci sayısını belirler. Avrupa Parlamentosu'nun yasa tasarıları, anlaşmaların uygulanmasından da sorumlu bir yönetim organı olan Avrupa Komisyonu'na gelir. Üye ülkelerin siyasi liderlerinden oluşan bir Bakanlar Kurulu tüm birliği ilgilendiren konularda karar veren merci olarak görev yapar. Uyuşmazlıklar Avrupa Topluluğu Adalet Divanı'nda görüşülür. Adalet Divanı aynı zamanda AB anayasasının yorumlanmasından da sorumludur.

AB'nin yapılanması, Kanada, Meksika ve ABD arasında imzalanan ve Kuzey Amerika'da bir serbest ticaret bölgesi oluşturan Kuzey Amerika

Serbest Ticaret Anlaşması'nın (NAFTA) ardındaki itici güç oldu. Serbest ticaret bölgesi, ekonomik bütünleşmeye doğru atılan daha temkinli bir adımdır; üye ülkeler arasındaki tarifeler ve kotalar kalkar, ancak her ülke alan dışındaki ülkelere gelen ithal mallara kendi tarifelerini belirleyebilir ve kaynakların, özellikle de işgücünün yer değiştirmesi konusunda kendi kurallarını koyabilir. 1993'te NAFTA'nın yürürlüğe girmesiyle Kanada, Meksika ve ABD arasındaki ticareti kısıtlayan çoğu tarife ve kota ortadan kalktı, bazı durumlarda da tarife ve kotaların kaldırılması beş ila on yıl arasında bir süreye yayıldı. Bu ülkelerde üretilen mallar Kuzey Amerikan malları olarak görülüyor ve sınırların ötesine NAFTA'nın koşullarına tabi olarak çıkartılıyorlardı. Otomotiv ürünlerinin ticareti, içindeki Kuzey Amerikan malı oranının yüzde 60 ile 62,5 arasında değişen üst sınırı karşılaması kaydıyla, NAFTA koşulları altında yapılabiliyordu. NAFTA ayrıca üyeleri arasındaki dış yatırımı kısıtlayan, örneğin General Motors'un Meksika'da bir fabrika kurmasının önündeki engelleri kaldırdı ve yabancı yatırımcılar ile NAFTA ülkeleri arasındaki uyuşmazlığı çözmek için yöntemler geliştirdi. Tüketici sayısı ve birleşik GSYİH'sı hesaplandığında NAFTA dünyanın en büyük pazarlarından biri olarak AB ile kıyaslanabilir.

Büyük ticaret bloklarının oluşturulması eğilimi hem dünyayı yeni bir korumacılık dönemine sokabilir, hem de Hong Kong gibi hiçbir ticaret blokunda yer almayan küçük ekonomilere zarar verebilir. Bugünlerde büyük ticaret blokları ve serbest ticaret, sonu çatışmayla bitecek bir yolda gibi görünüyorlar.

KAPİTALİZMİN İNİŞ ÇIKIŞLARI

Küreselleşme ekonomide küresel durgunluk ve küresel büyüme, küresel enflasyon ve küresel deflasyon, küresel güven ortamı ve küresel panik gibi yeni kavramlar yaratarak, ekonomik konjonktür dalgalanmalarının ülkeler arasında eşzamanlı olarak yaşanmasına yol açtı. Konjonktür dalgalanmaları enflasyon ve deflasyon yoluyla küresel finans sisteminin evrimini etkiler. Deflasyon her zaman akıllı satıcıları hükümet tarafından sabitlenmiş fiyatlar ya da rakiplerle yapılan fiyat sabitleyici anlaşmalar yoluyla fiyatlarını yüksek tutmaya teşvik etmiştir. Deflasyonist dönemler, fiyat rekabetini ve aşağı doğru fiyat esnekliğini önlemeye çalışan bir hükümet düzenlemeleri karmaşası yaratır. On altıncı yüzyılın sonlarında İngiltere, on dokuzuncu yüzyılın sonlarında Almanya ve 1930'larda ABD deflasyonla karşı karşıya kalan, fiyat esnekliğini önleyen ve daha fazla düzenleme içeren politikalar uygulayan hükümetlere örnek oluşturur. Enflasyonist dönemler ise geliri borç verenin aleyhine ve borçlananın lehine, risk alan kişiler ve genellikle enflasyon ile oluşan spekülasyon olanaklarından yararlanarak yeni oluşturdukları zenginlikler için ucuza borçlanan işyerlerini gözeterek yeniden dağıtır. Bu yeni zenginliklerin sesinin hükümet koridorlarında duyulmaya başlamasıyla hükümetler yeniden *laissez faire* politikalarına dönerler. Enflasyon, işyerlerinin mallarını aldıkları fiyatın üzerinde satmalarını kolaylaştırarak piyasaları çalıştırma arzusunu ortaya çıkarır. 1970'lerde küresel ekonomi bir enflasyon dalgasına girdi, 1980'lerde ise hükümetler keskin bir şekilde düzenlenen ekonomilerden özelleştirmenin, serbest pazarların, daha serbest döviz kurlarının, kısıtlanmayan sermaye akımlarının ve daha düşük vergilerin öne çıktığı politikalara kaydılar. Günümüzde ise Doğu Asya ülkeleri, 1997'de yaşadıkları ciddi finansal krizin ardından finansal ve ticari serbestleşme politikalarını fazla acele ve uygun bir süreç geçmeden uyguladıkları endişesiyle yeniden değerlendiriyorlar ve hükümet düzenlemelerinin bir krizin tekrarlamasını engelleyeceğini umuyorlar.

Konjonktür dalgalanmalarıyla ilgili ilk bilgiler İtalyan Rönesansına kadar uzanır. Machiavelli'ye göre, Cosimo de' Medici'nin gayri meşru oğlu Piero de' Medici'nin, Cosimo'nun ölümünün ardından Medici Bankası'nın yönetimine geçtiğinde bankanın verdiği borçları geri çağırması, kredi hacminde bir daralma ve iflas dalgası yaratmıştı.¹ Tarihte pek sözü edilmeyen büyük çaplı iniş çıkışlar, on altıncı yüzyıl boyunca İngiltere'nin tarihine bakıldığında belli belirsiz görülebilir. Yüzyılın ilk yarısında kumaş üretiminde büyük bir patlama yaşandı ve 1500 ile 1550 yılları arasında kumaş ihracatı yüzde 50 arttı. 1550'de tepe noktasına ulaşıldıktan sonra kumaş üretimi zor günler yaşamaya başladı ve yüzyılın son yarısında, yüzyıl ortasındaki en yüksek değerin yaklaşık yüzde 20 altına indi. Ayrıca yüzyılın ikinci yarısında yaşanan iki ciddi daralmayla kumaş ihracatı yüzyıl ortası tepe değerinin yüzde 50 altına indi. Yüzyılın ilk yarısındaki genişleme dalgası, sterlinin diğer paralar cinsinden değerinin düşürülmesi sonucu İngiliz ihraç mallarının yabancılar için ucuz hale gelmesiyle daha da güç kazandı. Ancak 1550'de İngiliz sterlininin değer kazanması ve İngiliz ihraç mallarının yabancılar maliyetinin artarak İngiliz mallarına olan talebin azalmasıyla bu genişleme yerini daralmaya bıraktı. Sterlinin değer kazanması aynı zamanda yabancı malları, merkantilist politikaların ithalata izin verdiği ölçüde, İngiltere'de daha ucuz hale getirdi.

Ekonomik bunalımın zorluklarıyla başa çıkabilmek için İngiliz Parlamentosu üretimi kısıtlayan ve yoksulların durumlarına çare bulmaya çalışan bir yasa çıkardı. Ülkelerinde gitgide kötüleşen ekonomik koşullar İngilizleri yeni pazarlar arayışı içinde 1551'de Fas'a, 1553'te de Gine'ye gemiler göndermeye itti. Bu dönem boyunca İngilizler, Rusya ile ticaret yapmaya başladılar ve Levant* ile doğrudan ticaretlerini yeniden kurdular.

Hem İngiltere hem de Fransa, 1720 yılı civarında, sarsıcı finansal çöküntüler ve güven ortamı sarsıldığı için yatırım harcamalarındaki daralmanın neden olduğu uzun ekonomik durgunluk dönemleri yaşadı. On sekizinci yüzyılın sonlarına doğru konjonktür dalgalanmalarına ait bilgiler çok daha fazladır. T. S. Ashton'a göre İngiliz ekonomisi 1762, 1765-9, 1773-4,

* Akdeniz'in doğu kıyıları -ç.n.

1778-81 ve 1788 yıllarında bunalımlar yaşamıştır.² On sekizinci yüzyılın son otuz yılı İngiltere için bir ekonomik bunalım havasında geçti. Ara sıra hafif toparlanmalar yaşansa da bu inişler 1763, 1772-3, 1778, 1783-4 ve 1778 yıllarındaki finansal krizlerle en alt noktalarına ulaştı. Fransa da benzer bir deneyim yaşamıştır, ancak Fransa'daki dalgalanmalar İngiltere'dekileri yaklaşık on yıllık bir ara ile izlemiştir. Fransa'nın on sekizinci yüzyıl boyunca yaşadığı ekonomik daralmalardan en ciddilerinden biri 1787 ile 1789 yılları arasında yaşandı, bu bunalım 1789 Fransız İhtilali'nin çıkışına yol açan etmenlerden biri oldu. İngiltere ve Fransa'nın sömürgeleri de ana ülkelerdeki ekonomik çalkantılardan paylarını aldılar.

On sekizinci yüzyılın sonlarındaki ekonomik bunalımın temel nedeni Yeni Dünya'dan gelen altın üretiminin azalması gibi görünür. Bu açıklama, konjonktür dalgalanmalarının parasal teorilerinin günümüzde öne çıkmasıyla daha da akla yatkındır. Brezilya'nın altın üretimi on sekizinci yüzyılın ilk yıllarından itibaren sürekli bir tırmanışa başladı, 1740 ile 1760 arasında yıllık üretim 1.000 kg'dan tepe noktası olan 15.000 kg'a yükseldi. 1760 ile 1780 yılları arasında ise Brezilya altın üretimi ciddi bir düşüş yaşadı, bu yıllarda ortalama üretim 10.000 kg oldu. Yüzyılın geri kalanında ise üretim ortalama 5.000 kg'da kaldı. Sterlin cinsinden hesaplandığında ise, Brezilya'nın altın ihracatı 1760 ile 1780 arasında 2,5 milyon sterlinden 1 milyon sterline düştü. Tüm dünya çapında altın üretimi de bu yıllarda aynı kaderi paylaştı; 1741 ile 1760 arasında yıllık ortalama 781.000 ons olan altın üretimi, 1761 ile 1780 arasında 665.000 onsa düştü. Dünya çapında altın üretimindeki azalma on dokuzuncu yüzyılda da sürdü. Dünya gümüş üretimi, altının doğurduğu parasal boşluğu doldurabilmek için iki katına çıktı, 1721-40 arasında yıllık 14 milyon ons olan üretim 1781-1810 arasında yıllık 28 milyon onsa yükseldi. Altın üretiminin azalmasıyla hem Yeni Dünya'da hem de Eski Dünya'da değerli maden kıtlığına bir tepki olarak kâğıt para uygulamaları ortaya çıktı.

On sekizinci yüzyılın sonlarındaki bunalıma ilişkin veriler bugünün kriterlerine göre yetersiz olsa da, bu dönemdeki gelişmelerin ana hatları, ünlü Rus konjonktür dalgalanmaları kuramcısı Nikolay Dimitriyeviç Kondratyev'in fikirlerinde görülebilir.³ Kondratyev, kon-

jonktür dalgalanmalarının tam olarak 50 yılda bir tekrarladığını öne sürdüğü Kondratiyev Dalgaları ile tanınır. Kondratiyev Dalgaları, daha sonraki araştırmalar tarafından doğrulanmamıştır. Yine de Kondratiyev'in gözlemlerinin çoğu kolay anlaşılır ve daha derin araştırma gereken pek çok alana ışık tutar.

1892'de doğan, Moskova Çalışma Koşulları Enstitüsü'nün kurucusu ve başkanı olan Kondratiyev, üretim ve fiyatlar üzerindeki zaman serisi çalışmalarında kapitalist sistemlerde konjonktür dalgalanmaları türü uzun dönemli dalgalanmalar olduğuna ilişkin kanıtlar bulduğunu düşünüyordu. Teorileri, kapitalist sistemi yok edecek kadar etkili bir ekonomik krizin gerçekleşebileceğine olasılık tanımadığı için ortodoks Marksist görüşlerin dışında kalıyordu. Bu durum, 1919'dan beri elinde tuttuğu Moskova Çalışma Koşulları Enstitüsü başkanlığından 1928 yılında alınmasına neden oldu. Kondratiyev, bir daha hiç eski konumuna gelemedi ve hayatının geri kalanını 1930'da sürüldüğü Sibiry'a geçirdi.

Kondratiyev'in kanıtlarını ortaya koyduğu 50 yıllık dalgalara göre, Avrupa ekonomilerinin çıkışı 1780'lerde başladı ve sürekli bir genişlemenin ardından 1810-17 yılları arasında doruk noktasına ulaştı. Bu nokta aynı zamanda 1844-51 dönemine kadar sürecek olan bir inişin başlangıç noktasıydı. İlk dalganın sonu, ikinci dalganın başlangıcına işaret ediyordu; sürekli bir genişleme 1870-75 arasında doruk noktasına ulaştı, ardından gelen daralma dönemi ise 1890-96 yılları arasında dibe vurdu. Kondratiyev'in elindeki 1920 sonrasına ilişkin veri olmadığı için üçüncü bir dalgayı tanımlayamadı, ancak 1890-96 taban noktasından başlayan genişlemenin 1914-20 döneminde doruk noktasına ulaşacağını iddia etti. Bu dalgalar uluslararası nitelik taşıyorlar, teker teker ülkelerde yaşanmış eşzamanlı tavan ve taban noktalarıyla tanımlanıyorlardı.

Profesyonel iktisatçılar Kondratiyev'in teorilerine en iyi deyimle kuşkucu yaklaşırlar ve tam 50 yıl süren ekonomik dalgalanmalar olduğunu beklemek için teorik bir neden olmadığını öne sürerler. Zaman serisi verileri analiz etmek için daha karmaşık yöntemlerin geliştirilmesiyle Kondratiyev dalgaları üzerinde yeni çalışmalar yapıldı, ancak 50 yıllık dalgaların varlığını kanıtlayacak geçerli sonuçlar bulunamadı. Kondratiyev, düşün-

celeri modern ampirik testlerle doğrulanmamış da olsa, dalgalanmaların özellikleri üzerine düşünmeyi teşvik eden görüşleriyle önemli açılımlar sağlamıştır. Kondratiyev'e göre teknik yenilikler bir itici güç yatarıyor gibi görünse de tanım, sürekli olarak bir iniş yaşamaktadır. İnişleri izleyen çıkışlar güçlerini kısmen inişlerde ortaya çıkan ve çıkışlarda kullanılmaya başlanan teknolojik yeniliklere borçludur. İnişler fabrika, depo ve taşıma araçları gibi sermaye mallarının yıpranmasına neden olur, bu malların yenilenmesi de çıkışlar sırasında olur ve çıkışlara ivme kazandırır. Ayrıca, uzun genişleme dönemleri savaşlar ve devrimler için uygun zemin hazırlar.

Kondratiyev'in teorileri, özellikle olası açıklamalar ve tahminler peşindeki popüler basın tarafından hâlâ ilgiyle karşılanmaktadır.⁴ Eğer 1914-20 döneminde başlayan iniş 1930'larda dip noktasına indiyse, bir sonraki inişin 1980'lerde taban yapması gerekir; gerçekten de 1980'ler ciddi bir bunalıma tanık olmuş, aynı zamanda da sadece bir sapma dışında yüzyılın sonuna kadar süren uzun süreli bir genişlemenin de başlangıcını oluşturmuştur. 1990'ların uzun genişlemesinin itici gücü büyük oranda 1970'ler ve 1980'lerde geliştirilen yeniliklerin uygulanması olmuştur.

Tüm hatlarıyla belirgin bir şekilde uluslararası boyuta ulaşan ilk finansal kriz 1857 yılında ABD'de başlayıp küresel hale gelen krizdi. 1857'de demiryolu hisse ve tahvilleri, hükümet kâğıtlarının ve banka tahvillerinin yerini alarak Wall Street'te finansal spekülasyonun en önemli aracı haline gelmişti. Hükümet kâğıtları ve banka tahvilleri Wall Street'in 1837'de yaşadığı ilk finansal krizde önemli rol oynamışlardı. Demiryolu yapımındaki artış sürünce demiryollarından, özellikle de eski hatlardan gelen kârlar, ABD'nin doğusundan batısına göçlerin azalmasının da etkisiyle düşmeye başladı. Batıdaki toprak fiyatları düşmeye başladı ve 1857'nin ortalarında demiryolu tahvillerinin fiyatları en yüksek değerine ulaştı ve düşmeye başladı.

Ağustos 1857'de, New York şubesi büyük oranda demiryolu tahvillerine yatırım yapan Ohio Life Insurance and Trust Company'nin iflasını ilan etmesiyle kriz şekillenmeye başladı. New York'taki şube, yatırımlarının dörtte birini batan bir demiryolu şirketine bağlamıştı. Bu krizde batan demiryolu hatları arasında Illinois Merkez, Fort Wayne-Chicago,

Erie-Pittsburgh ve Reading hatları vardı. Ohio Life Insurance and Trust Company'nin iflası, hisse senedi piyasası spekülasyonlarıyla bilinen New York bankalarına bir akın başlattı. Finanse edilmiş hisse senetleriyle borçlarını yenileyemeyen aracılardan piyasaya tahvil satmaları Wall Street'te panik ortamı yarattı. Borçlara karşılık elde tutulan hisse senetleri hızla değer kaybetti ve böylece New York bankaları ellerinde yeterli karşılığı olmayan borçların olduğu bir duruma geldiler; bu durum bankaların borçlarını ödeme güçlerini tehdit ediyordu. 10-14 Ekim arasında New York bankaları değerli madeni para rezervlerinin yarısını kaybettiler ve değerli madene olan bu akın pek çok bankayı maden cinsinden ödemelere son vermeye itti; bundan böyle banknotlar ve banka hesapları altın ve gümüşe dönüştürülemedi.

İngiltere'nin ihracatının beşte birini ABD'nin alması ve İngiliz yatırımcıların büyük miktarlarda Amerikan tahvillerine sahip olmaları, ABD'deki ekonomik kargaşanın İngiltere'de doğrudan hissedilmesine neden oldu. Liverpool'daki Borough Bank ve en az iki İskoç ticaret şirketi 27 Ekim'de kepenk kapatmak zorunda kaldı, ayrıca tüm İskoçya'da bankalar geri ödemeleri durdurdular, bazen de battılar. İngiliz Parlamentosu'nun 1844'te Banka Tüzük Yasası'nı yürürlükten kaldırmasıyla altın rezervleri serbest kalınca İngiltere Bankası, en son borç veren merci olarak İskoç bankalarını desteklemek amacıyla İskoçya'ya altın gönderdi. 1844 Banka Tüzük Yasasına göre İngiltere Bankası, dolaşımda yasal sınırın üzerinde miktardaki tüm İngiltere Bankası banknotlarına karşılık olarak rezervlerinde altın külçe tutmak zorundaydı. İngiltere Bankası, ayrıca, bir Amerikan bankacılık ve ticaret şirketi olan George Peabody and Company'ye de yardım etti.

İskandinavya ve Hamburg'da krizin şok dalgaları yaşandı, Almanya'da ise bankaların mantar gibi türediği bir dönemin ardından gelen bu kriz bankacılık kesiminde büyük çaplı iflaslara yol açtı. Fransa'da, Fransa Bankası'nın altın rezervlerindeki azalmaya önlem olarak faiz oranlarını yükseltmesi sonucu hisse senedi piyasasında çöküntüye neden oldu.

Dünyayı finans sisteminden başlayarak bir daralmaya iten ilk şokun kaynağı, 1856 Kırım Savaşı'nın sonunda bulunabilir. Bu savaşın bit-

mesi Amerikan buğdayına olan talebi düşürdü, böylece Amerikan buğday fiyatları tepetaklak oldu, batılı buğday üreticilerinin üzerine bir likidite baskısı oluştu ve batıda toprak spekülasyonu başladı. Batı bankaları, doğu bankalarındaki mevduatlarında bulunan fonlarını geri çekmeye başladılar ve bu bankaların rezervlerini eriterek doğuda kredilerin daralmasına neden oldular. Bu bunalıcı ekonomik gelişmeler, demiryolu hisselerindeki spekülasyonla birleştiğinde ortaya finansal kriz için uygun bir ortam çıktı, Ohio Life Insurance and Trust Company'nin iflasının yarattığı psikolojik şok da bu durumu körükledi. Kriz kısa sürdü, Amerikan bankalarının çoğu değerli maden cinsinden ödemelere 1858'de yeniden başladı ve ardından gelen Amerikan İç Savaşı dünyayı bir ekonomik çöküntüden kurtardı.

1873'te çoğu Avrupa ülkesinde ve ABD'de baş gösteren bir finansal panik, 1896'ya kadar sürecek olan uzun bir deflasyonist dönemin başlangıcı oldu; 1930'lardaki deneyimin bu yıllarda yaşananları gölgede bırakmasından önce bu dönem 'Büyük Bunalım' diye de anılıyordu. Panik, mayıs ayında Viyana'daki hisse senedi piyasasının çöküşüyle başladı, Amerikan demiryolu hisselerinin Alman ve Avusturyalı yatırımcılar arasında hayli popüler olması bu çöküşün ABD'yi de etkilemesine neden oldu. Hisse senetlerinin elden çıkarılmasıyla onaylı çekle satış uygulamalarının yaygınlaşması sisteme büyük bir yük getirdi ve ABD'nin en büyük finans kuruluşlarından Jay Cooke & Company iflas etti, bu yüzden Amerikan borsası on gün boyunca kapalı kaldı. 1872'deki spekülasyon dalgasının ardından Alman hisse senedi piyasaları 1873 yılında çöktü. İngiltere bu dönemi finansal kriz yaşamadan atlattı, ancak kısa süre sonra bir ekonomik bunalımla karşı karşıya kaldı.

Çeyrek yüzyıl süren ekonomik bunalım 1873 çöküşüyle başladı. Ancak bu bunalımın olumlu sayılabilecek yönleri de vardı. Fiyatlar ve ücretler düştü, ancak perakende fiyatları ücretlere oranla daha fazla düştü, bu da işçilerin reel satın alma güçlerini artırdı. Sınai çıktı miktarı da arttı, ancak artış oranı yavaştı ve hafif yükselişleri çok daha keskin inişler takip etti. Ekonominin genel görüntüsü umut vaat etmiyordu, yine de bazı tarihçilere göre bu dönemdeki Büyük Bunalım bir efsanedir, çünkü gelir artmaya devam etmiştir.

Uzun süren bunalımın esas altında yatan, yatırım harcamalarındaki, özellikle de demiryolu imalatı yatırımlarındaki ciddi düşüştü. 1873'ten önceki on yılda demiryolu imalatında bir patlama yaşanmıştı, ABD'deki demiryollarının uzunluğu iki katına, Avusturya'dakiler üç katına çıkmış, 1868 ile 1873 yılları arasında Rusya'da 12.000 mil uzunluğunda ray döşenmişti. Demiryolu imalatı ve su yolundan hızlı buharlı ulaşım, Avrupalıların ABD ve Rusya'nın iç bölgelerindeki yiyecek arzına erişimlerini büyük ölçüde artırdı ve tarımsal fiyatlarda yüzyılın sonuna kadar sürecek olan bir düşüş eğilimini başlattı. Demiryollarının gereğinden fazla genişleyerek nüfus yoğunluğunun az olduğu bölgelere de gitmesi demiryollarından gelen kârı düşürdü, bu yüzden demiryolu şirketleri bankalara olan borçlarını ödeyememeye başladılar ve banka iflasları gerçekleşti.

1890'dan 1895'e kadar İngiltere ve Almanya'da, 1893'ten 1897'ye kadar ABD'de kendini gösteren kronik ve derin son bir ekonomik daralma, uzun süren krizin biteceğinin işaretini verdi. Bu son daralmadan hemen önce, 1880'lerin sonunda hafif bir genişleme yaşandı. ABD'deki 1893 paniği ve borsadaki çöküntü ile bankaların batması ve ödemelerini ertelemeleri hiç görülmemiş bir düzeye ulaşmış, 1864'ün ortalarında Amerikan demiryollarının dörtte biri haczedilmişti. ABD'de fiyatlar 1893 ile 1896 arasında öylesine hızlı düştü ki yüzyılın sonuna gelindiğinde yaşam maliyeti 1890'daki seviyenin altına inmişti. Deflasyon Almanya'da kartellerin büyümesini kolaylaştırdı, ABD'de ise rakip şirketler arasında fiyatı sabitleyen ve böylece deflasyonist bir ortamda kolayca bir fiyat savaşına dönüşen fiyat rekabetini engellemenin bir yolu olarak tröstler ve birbirine bağlı yönetim kurullarına sahip şirketler ortaya çıktı. Deflasyona bir tepki olarak ABD, Fransa, Rusya ve Almanya, yerli üreticilerini yabancılardan rekabetinden korumak için ticaret duvarlarını güçlendirdiler.

1896'da Alaska, Avustralya ve Güney Afrika'da altın bulunması, dünyanın deflasyon ve bunalımdan biraz sıyrılıp nefes almasını sağladı. 1896 ile 1910 arasında ABD'de fiyatlar yüzde 35 yükseldi. Almanya'da sınai çıktındaki büyüme 1849 ile 1873 arasındaki orana geri döndü.

Birinci Dünya Savaşı'nı izleyen on yıl, ABD haricinde düşük büyüme oranlarıyla dikkat çeker. İngiltere döviz piyasalarında sterlini aşırı

değerlenmiş bir oranda tutarak ihracatını çok pahalı, ithalatını da çok ucuz hale getirdi. Fransa da aynı şekilde frankı 1926'ya kadar değerinin üzerinde tuttu. Yüzyılın iktisadi çöküşünün ilk işaretleri 1929 yazında ABD'deki Merkez Bankacılığı Sistemi'nin sanayi üretiminin yüzde 5 azaldığını açıklamasıyla su yüzüne çıktı. Amerikan yatırım harcamaları, 1926'da en yüksek değerine ulaştıktan sonra, zaten bir azalma eğilimine girmişti. Borsada aşırı spekülasyonu önlemek isteyen Amerikan Merkez Bankacılığı Sistemi 1928'de para piyasasının dizginlerini sıkıya başlandı, açık piyasada tahvil sattı ve üç kez iskonto oranlarını yükseltti; böylece para arzı Nisan 1928 ile Kasım 1929 arasında yıllık yüzde 1'in üzerinde bir düşüş yaşadı.

Hisse senedi fiyatları 7 Eylül 1929'da en yüksek değerine ulaştı, ardından da ekim ayı ortasındaki hızlı düşüşüne kadar yüzde 10 değer kaybetti. 24 Ekim 'Kara Perşembe' günü borsadaki düşüş paniğe dönüştü ve yaklaşık on üç milyon hisse senedi el değiştirdi. Değişimlerin bilgi akışına bu aşırı yüklenme yüzünden satıcılar sattıkları hisse senetlerinin fiyatlarını ancak o gün akşamüstü öğrenebildiler. Satış dalgası devam etti ve kasım ayının ortalarına gelindiğinde hisse senetleri değerlerinin yüzde 40'ını kaybetmişlerdi. Wall Street'teki panik yabancı borsaları da vurdu; tetiklediği Londra'daki çöküş Berlin, Paris ve Tokyo'ya da sıçradı.

1929'daki çöküş dünyayı uzun sürecek bir düşük üretim ve yüksek işsizlik dönemine soktu. 1929'un sonunda faal olan Amerikan bankalarının üçte birinden fazlası 1933 yılına gelindiğinde iflas etmişti. ABD'nin reel mal ve hizmet üretimi 1929 ile 1933 arasında yüzde 29 daraldı; ABD'nin uzun dönem büyüme oranının yüzde 3 olduğu dikkate alındığında bu düşüşün ne kadar ciddi olduğu görülebilir. ABD, gelir düzeyinin 1929 seviyesine döndüğünü görebilmek için 1937'ye kadar bekledi. Tarihsel olarak ABD'de reel gelirin yaklaşık yüzde 15'i olan toplam yatırım harcamaları 1932 ile 1933 arasında reel gelirin sadece yüzde 1'i kadar tutuyordu. Malların toptan fiyatları 1929 ile 1933 arasında yüzde 23 azaldı. Bir önceki on yılda yüzde 3,2'ye kadar düşmüş olan işsizlik oranları 1933 itibarıyla yüzde 25'e yükseldi, işsiz Amerikalıların sayısı 1,5 milyondan 12 milyona çıktı. 1930'ların sonlarına doğru yüzde 20'nin altına düştü, ancak hâlâ alışılmışın üzerinde seyrediyordu.

Avrupa'da zaten zayıf olan ekonomik durum yüzünden Bunalım Avrupa'ya her halükârda sıçrayacaktı, ancak ABD 1930'da Smooth-Hawley Tarifesi'ni geçirerek Bunalım'ın uluslararası yayılma etkisini ciddi şekilde güçlendirmiş oldu. Smooth-Hawley Tarifesi dünyayı bir ticaret saavaşına sürükleyerek dünya ticaret hacmini yüzde 20 azalttı. 1932'nin sonunda Batı Avrupa'da işsiz sayısı 15 milyona yükselmişti, oysa 1920'lerin ortalarında bu rakam 3,5 milyondur. Almanya'da işsizlik oranı 1932'de yüzde 43'e yükselmişti.

1930'lar, ekonomi politikaları ve kurumlarının daha sonraki gelişmeleri ışığında değerlendirildiğinde, yirminci yüzyılın en çok iz bırakan on yılı olmuştur. İnsanlar, kapitalist sistemlerin ekonomik kriz ve güvensizlik dönemlerine maruz kalmadan refah ve gelirden istikrarlı ve uzun vadeli büyüme sağlama yetisini sorgulamaya başladılar, çoğu hükümet de kamu kesimini dalgalanmalara daha az maruz kalacak hale getiren ve ekonomide güven ortamı yaratan reformlar gerçekleştirdi. Aynı zamanda hükümetler, kendi ülkelerinde kapitalist modellere çok sıcak bakmasalar da 1930'ların maliyeti çok yüksek olan ticaret savaşlarını hatırlayarak serbest ticaret ilkeleriyle şekillenmiş bir uluslararası ticaret rejimini uyguladılar.

İkinci Dünya Savaşı, Bunalım'a son verdi, ancak çoğu gözlemci, bütün savaşlardan sonra olduğu gibi bu savaşın ardından da yeni bir bunalım ya da ciddi bir durgunluk olacağını tahmin ediyordu. Ne var ki, Avrupa'nın harap olmuş sanayi sermayesini yeniden oluşturma çabası, Soğuk Savaş, silahlanma yarışı ve Kore, ardından da Vietnam'daki savaşlar İkinci Dünya Savaşı sonrası ekonominin genişlemesini sağladı. Batı Almanya ve Japonya'daki hızlı büyüme bu ülkeleri ekonomik mucizeler statüsüne yükseltti. 1948 ile 1972 arasında Japonya'nın kişi başına geliri yıllık ortalama yüzde 8,2, Almanya'nın ise yüzde 5,7 arttı. Oysa aynı dönemde ABD'nin kişi başına geliri yıllık ortalama yüzde 2,2 artmıştı.

1970'lerde bazı mallardaki, özellikle de ham petroldeki kıtlıkların dünya çapında bir enflasyon dalgası yaratmasıyla birlikte büyüme hızı ciddi ölçüde düştü. Ham petrolün varil fiyatı on yılın başında 3 dolarken belli ölçüde Ortadoğu'daki savaşlar ve devrimler yüzünden on yıl sonunda 30 doların üzerine çıktı. Sanayinin emekten tasarruf edilmesini sağlayan

makineleri kullanmayı pahalı, dolayısıyla daha az kârlı bulmasıyla verimlilik artışı yavaşladı. Sanayileşmiş ülkelerde, verimliliğin düşük bir hızla artması ya da hiç artmaması, yüksek enflasyon ve yüksek işsizlikle tanımlanan 'stagflasyon' denilen durum ortaya çıktı.

Stagflasyona sorumlu ararken bütün parmaklar ekonomi politikalarının Bunalım sonucu girdiği yeni yola, yani kamu kesiminde büyümeye, piyasaların serbestliği pahasına yapılan ekonomik düzenlemelere ve insanları ekonomik belirsizlikten koruyan sosyal refah programlarının genişlemesine çevrildi. Bu politikaların çoğunun dayandığı iktisadi paradigma olan ve yüksek talep seviyesini ekonomik refahın temel taşı olarak gören Keynesci iktisat bu dönemde güvenilirliğini kaybetti ve üretim olanaklarını hükümet harcamalarıyla talebi güçlendirmek yerine vergi indirimleri yoluyla artırmaya çalışan politikalar öne çıktı.

Serbest piyasacı politikaların yeniden gündeme gelmesi, kapitalizmin 1980'lerde yaşadığı ılımlı rönesansın yolunu açtı. Para stokundaki kısıtlı büyüme şeklindeki sıkı enflasyon karşıtı politikalar dünya çapında enflasyon oranlarını indirerek ham petrol fiyatlarında 1986'daki ani düşüşün gerçekleşmesini hızlandırdı. 1980'lerin başları, enflasyon karşıtı politikaların bir yan etkisi olan yüksek işsizlik oranlarına tanıklık etti, işsizlik ABD'de çift haneli rakamlara ulaştı. 1980'lerin ortalarından itibaren Amerikan ekonomisi toparlanmaya başladı. 1987'deki bir borsa çöküşünün tetiklediği ve pek çok tasarruf bankasının iflas ettiği bir kesinti dönemi dışında bu olumlu gidiş yüzyılın sonuna kadar devam etti. 1988 ile 1991 arasındaki dönemde ABD'deki tasarruf ve kredi kuruluşlarının yaklaşık üçte biri iflas etmişti.

Amerikan ekonomisi 1990'larda küresel ekonomiyi devamlı ve sürdürülebilir bir büyüme dönemine sokmuş olsa da bu büyüme sağlıklı değildi ve dünyanın büyük ticari ortaklarının hepsi tarafından eşit oranda paylaşılmadı. ABD'nin 1990 ile 1998 arasındaki ortalama büyüme oranı yüzde 2,9'du; aynı dönemde dünya ortalaması yüzde 2,4'tü. 1990'da Japonya, Tokyo borsasındaki çöküşle başlayan bir ekonomik durgunluk dönemine girdi. Borsadaki bu çöküşün nedeni, büyük olasılıkla, Japon yenini zayıf tutarak doları güçlendirmeye yönelik aşırı gevşek para politikalarıydı.⁵ Nikkei

endeksi 1986'da 12.000 puandayken çöküşten önce, 1989'da 39.000 puan gibi baş döndürücü bir seviyeye yükselmmişti. Yüzyılın sonunda ise Nikkei 20.000 puanın etrafında dalgalanıyordu. Emlak fiyatlarının hızla düşmesi Japonya'daki çoğu banka ve sigorta şirketini uçurumun kenarına getirdi, bu durum 2000 yılında biraz düzeldi. 1990 ile 1998 arasında Japonya yıllık ortalama yüzde 1,3 oranında bir büyüme kaydetti.

Almanya 1948'den 1972'ye kadar ekonomik başarının ön saflarında yer aldı. Ne var ki, iki Almanya'nın birleşmesinin getirdiği sorunların yanı sıra tüm Avrupa'nın da yaşadığı ekonomik birleşmeden ve 1970'lerdeki enflasyonist dönemin ardından gelen sıkı para politikalarından kaynaklanan bazı zorluklar Almanya'nın geride kalmasına neden oldu. 1990 ile 1998 arasında Almanya yıllık ortalama yüzde 1,6 oranında büyüdü.

Avrupa 1990'larda genellikle yetersiz büyümeden şikâyetçiydi. 1990 ile 1998 arasında Fransa ortalama yüzde 1,5, İngiltere yüzde 2,2, İtalya yüzde 1,2, İsviçre yüzde 0,04, Hollanda yüzde 2,6 ve İspanya yüzde 1,9 büyüdü. Öte yandan, aynı dönemde İrlanda yıllık ortalama yüzde 7,5 ile o yılların en hızlı büyüyen ülkeleri olan Malezya, Singapur ve Tayland'ın büyüme oranlarıyla karşılaştırılabilecek bir oran yakaladı. Avrupa'nın bu yavaş büyümesinin sorumlusu belki de her Avrupa ülkesinin ekonomisini yüksek düzeyde hükümet düzenlemelerine maruz kılan ve bu ekonomilerin birbirleriyle olan rekabetlerini artıran ekonomik bütünleşme eğilimiydi. Avrupa, geniş çaplı hükümet düzenlemeleri ile bilinir. Bu düzenlemeler özellikle işgücü piyasasında etkindir; bu durum Avrupa'daki yüksek işsizlik oranlarının bir nedeni olabilir. Ayrıca, Avrupalı hükümetler enflasyonun tekrarlamasına karşı en iyi güvence olarak aşırı sıkı para politikaları uygulamakla işsizliği azdırmış da olabilirler.

Yirminci yüzyılın son on beş yılı, yeni bir grup 'ekonomik mucize'nin ortaya çıktığı Doğu Asya'da büyümeden çöküşe tam bir ekonomik ve finansal dalgaya tanıklık etti.⁶ 1989 ile 1994 arasında Endonezya yıllık ortalama yüzde 6,9 reel GSYİH büyüme oranı yakaladı, 1995 ve 1996'da ise büyüme oranı yıllık yüzde 8'e çıktı. Tayland'da reel GSYİH büyüme oranları 1992'den 1995'e kadar her yıl yüzde 8'in üzerindedi. Güney Kore 1995 ve 1996'da yıllık yüzde 8'in üzerine reel GSYİH

büyüme oranı kaydederken aynı yıllarda Malezya'nın büyüme oranı yüzde 9'un üzerindeydi. 1994'te Singapur'un reel GSYİH'sı yüzde 11,4 büyüdü ve takip eden üç yılda da büyüme oranları yüzde 7,5 ile yüzde 8,4 arasında değişti. Hong Kong'un reel GSYİH büyüme oranları daha normal sınırlar içinde kaldı ve 1994'ten 1997'ye kadar yüzde 3,9 ve yüzde 5,4 arasında değişti. Yine de bir dönem bu finansal mutluluk virüsü Japonya'dan Hong Kong'a bulaştı. Hong Kong borsasının Hang Seng endeksi 1988'de 2.200 puan civarındayken hızla tırmanıp 1997'de ürkütücü bir yükseklik olan 16.000 puan seviyesine geldi. Hong Kong'da ayrıca borsa patlamasını yansıtan bir emlak fiyatları patlaması da yaşandı. Doğu Asya ülkelerindeki bu yüksek büyüme oranlarının sırrı güçlü ihracat taleplerinde yatar. Bu ülkeler para birimlerini Amerikan dolarına bağlı tutuyorlardı, doların 1990'ların ilk yarısı boyunca değer kaybetmesi bu ülkelerin ihraç ürünlerini diğer ülkelerin paralarıyla karşılaştırıldığında daha ucuza satmalarına olanak sağladı. Örneğin Singapur'un ihracatı sadece 1994'te yüzde 25 arttı, hatta Hong Kong'un ihracatı bile 1995'te yüzde 14 arttı.

1997 yılında Doğu Asya'da patlak veren ve neredeyse küresel çapta bir finansal çöküntü haline dönüşecek olan finansal kriz Doğu Asya ekonomik mucizesine bir nokta koydu.⁷ 1996 ve 1997'de doların değerinin yükselmeye başlamasıyla Doğu Asya ülkelerinin ihracatları zarar gördü, ayrıca bu ülkeler paralarının değerinin dolara paralel gitmesini sağlayabilmek için sıkı para politikası uygulamak zorunda kaldılar. İhracatlar azaldı, hisse senedi piyasaları olumsuz tepki verdi ve sıkı para politikaları yabancı borç girişlerini teşvik etti. Doğu Asya'daki şirketler zaten hisse senedi satarak öz kaynak finansmanı yapmak yerine borç finansmanına bağımlıydılar, bu yüzden de bir ekonomik kötüye gidiş durumunda iflasa karşı çok korunmasız hale gelmişlerdi. (Hisse senedi sahipleri, ellerindeki senetlerin fiyatındaki düşüş için şirketi dava edemezler, ancak borç verenler faiz ödemeleri gerçekleşmediğinde şirkete dava açabilirler.) İhracatın azalmasının kârlarda bir düşüş yaratmasıyla zaten çoğu kısa vadeli olan yabancı sermaye akımı kesildi. Yabancı sermaye girişi olmadan ülkeler para birimlerinin değerini dolara karşı daha fazla koruyamazlardı. Tayland, parasının değerini düşüren ilk Doğu Asya ülkesi oldu, bunu diğer

devalüasyonlar izledi. Bölgedeki finans piyasaları çöktü ve sermaye bu ülkeleri terk etmeye başladı.

Bir negatif büyüme devresinden sonra Doğu Asya ülkeleri kalıcı bir toparlanma sürecine girmiş gibi görünüyorlar. Yirmi birinci yüzyıla girdiklerinde hisse senedi piyasaları kriz öncesi seviyesine döndü, eskiye oranla az, ancak kesinlikle pozitif bir büyüme yakaladılar. Finansal krizin uzun vadedeki etkileri bir soru işareti olmaya devam etmektedir, ancak kriz Doğu Asya'da normalin üzerindeki büyüme oranlarına son vermiştir.

FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ÇAĞI BAŞLIYOR

Günümüzde küresel finans sisteminin geçirdiği değişim, hızı, karmaşıklığı ve çok çeşitliliğiyle geçmişte yaşanan tüm değişimleri gölgede bırakmakta, hatta gitgide bir devrim niteliği kazanmaktadır. Küresel finans kurumları ve sistemleri gelişip evrimleştikçe, eski alışkanlıklar ve uygulamalar da tarihe karışmakta; borçlu ve alacaklı, emek ve sermaye, zengin ve yoksul, vasıflı ve vasıfsız, gelişmiş ve gelişmekte olan arasındaki ilişkiler de farklı kimlikler kazanmaktadır. Küresel finans sisteminin bütünleşmesi, ekonomik ve finansal ortamlarda güçlü ve sağlam alışkanlık ve eğilimlerin belirmesine meydan vermeyecek ölçüde hızlı bir değişime yol açarken bireyler bu yeni ortama ayak uydurmak için ulaşabildikleri her tür bilgiyi değerlendirmek zorundalar. Tarih boyunca finansal sistemler hem ulaşım ve iletişim teknolojilerinin sağladığı olanaklar çerçevesinde, hem de dahil oldukları kültürel ve yasal ortamların sermaye ve malların yasal varlıklar arasında dolaşımına el verdiği ölçüde birbirlerine bağlıydılar. Örneğin Rönesans İtalyası'ndaki şehir devletlere baktığımızda, günümüzdeki bütünleşmiş küresel finans sistemine benzer bir yapı görübiliriz. Merkezi Floransa'da bulunan Medici Bankası sadece Milano, Roma ve Venedik'te değil, Londra, Lyon, Cenevre, Brugge ve Avignon'da da şubeler işletiyordu. İtalya'yı örnek alan Avrupa da, bu kez şehir devletler yerine ulus-devletler arasında, yine iletişim ve ulaşım sistemleriyle birbirlerine bağlı siyasal varlıkların rol aldığı uluslararası bir finans sisteminin sinyallerini veriyordu. Rothschild tüccar bankerleri Almanya, Londra ve Paris'te şubeler açmış, Londra'nın tanınmış Baring Bankası I. Dünya Savaşı'ndan önce ABD'deki en büyük banka konumuna yükselmişti.

On dokuzuncu yüzyılda Avrupa hem kültürel hem de finansal açıdan tüm dünyayı saran ağlarını örmeye başlamış, Londra ve birkaç Avrupa şehri dünya finans sahnesinin baş aktörleri haline gelmişti. 1840'ların sonunda telgrafın icadıyla birlikte borsalar arasında kurulan bağlantı, farklı bölgesel piyasalardaki kapanış fiyatlarının birbirleriyle olan

ilişkilerini artırdı. Yirminci yüzyıla sadece finansal işlemlerin önündeki zaman ve uzaklık engellerini kaldıracak teknolojik gelişmeleri sağlamak kaldı. Avrupa ülkelerinin artık keşfedecek ve sömürge haline getirecek yeni yerleri kalmayınca teknolojik ilerlemeler, dünyanın önde gelen finans merkezleri arasında belirli ve sabit sınırları olan bir gezegende daha sıkı bir iletişim ağının oluşmasına yol açtı. Madeni paraların artık uluslararası alışverişlerde değişim aracı olmaması ve altın standardının çöküşü, ulaşım maliyetlerinin küresel finans sisteminin bütünleşmesini engelleyici rolünün ortadan kalkmasına neden oldu. Elektronik muhasebenin, dijital paranın ve elektronik fon transferinin gelişmesiyle küresel finans sisteminin tam anlamıyla bütünleşmesinin önünde sadece yasal ve kültürel engeller kaldı.

Finansal krizlerin uluslararası nitelik kazanma eğiliminin kökleri, ABD'deki bir borsa çöküşünün İngiltere, Fransa, Almanya ve İskandinav-ya'ya sıçradığı 1857 yılına kadar uzanır. 1873'te Viyana borsasındaki bir çöküşün tüm Avrupa'ya ve ABD'ye sıçraması, bir finansal sistemdeki bozukluğun diğer finansal sistemlerde de hızla hissedildiğini yeniden göstermişti. 1890'daki Baring krizinde bir Arjantin şirketinin Londra'daki Baring bankacılık şirketine karşı yükümlülüklerini yerine getiremediğinde Londra bankaları bir finansal krizi son anda önleyebildiler. 1929'da ise dünya finans sisteminin acımasız yapısı, ABD'deki borsa krizini dünya çapında bir finansal çöküşe dönüştürdü ve dünyayı bir bunalımın içine itti.

Yirminci yüzyılın sonlarına doğru küresel finansal bütünleşme eğilimi, elektronik iletişim teknolojisindeki gelişmelerle iyice ivme kazandı. Günümüzde kırsal bir bölgedeki en küçük banka bile dünyanın herhangi bir yerindeki bir bankaya elektronik olarak fon aktarabilir. Nasıl barutun bulunması yüksek duvarlı kaleleri işlevsiz bıraktıysa, küresel bilgisayar ve telekomünikasyon sistemleri de finansal çevrelerde benzer bir etki yaptı ve küresel finans sisteminde siyasi sınırların yarattığı engellerin çoğunu ortadan kaldırdı. 1970'lerde sanayileşmiş ülkelerin finans piyasalarını serbestleştirmeye ve her türlü müdahaleden arındırmaya başlamalarıyla birlikte uluslararası finans piyasaları çok daha geniş bir şirket ve birey yelpazesine açık hale geldi. Gelişmekte olan ülkeler ise sermaye akışlarını kısıtlamaya daha yatkındılar; sermaye girişlerini belli yatırım türleriyle

kısıtlamaya ve böylece ani sermaye çıkışlarından kendilerini korumaya çalıştılar, ancak temel politikası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi olan Uluslararası Para Fonu (IMF), yürüttüğü görüşmeler sonunda elindeki yetkileri bu serbestliği etkileyecek politikaları da içerecek şekilde genişletti.'

Küresel finans sistemindeki büyümenin bir ölçütü, sınır ötesi bono ve tahvil işlemlerinin GSYİH'ya göre yüzdelik oranıdır. ABD'de bu oran 1980 ile 1995 yılları arasında yüzde 9'dan yüzde 164'e yükselmiştir.² ABD'de günlük döviz dolaşımı ise 1973 ile 1998 arasında 15 milyar dolardan 1,4 trilyon dolara yükselmiştir. 1986 ile 1998 arasında uluslararası sermaye piyasalarından gelen finansman faaliyetleri yüzde 354,2 arttı. Bu büyüme krediler ve tahviller arasında neredeyse eşit oranda gerçekleşti; krediler yüzde 341,1, tahviller ise yüzde 368,9 arttı.

Küresel finans sisteminin tam bir bütünleşmeye doğru ilerlemesiyle, tüm geniş çaplı sistemlerde olduğu gibi, uzmanlaşma ortaya çıktı. Örneğin, günümüz küresel finans sisteminin araç para birimi Amerikan dolarıdır, dünyanın en büyük bankaları Avrupa ve Japonya'da olmalarına karşın Amerikan doları ile büyük çaplı işlemler yaparlar. Bu bankaların döviz rezervlerinin yaklaşık yüzde 48'ini dolar oluşturur. Doların önemi sayesinde dolar cinsinden bir bono, işin içinde hiçbir Amerikan vatandaşı ya da şirketi olmadan, örneğin Japonya'da basılıp Avrupa'da satın alınabilir. Dolardan sonra diğer önemli para birimleri Alman markı (günümüzde Euro) ve Japon yen'idir. Bu paralara uluslararası ticaretin işleyişinde genel kabul gördükleri için araç para adı verilir.

On dokuzuncu ve yirminci yüzyıllar boyunca teknolojik gelişmeler, siyasi olarak birbirinden ayrı ekonomiler ve sömürgelerle büyük güçler arasındaki finansal bütünleşmeyi kalıcı biçimde yoğunlaştırdı. Finans piyasalarının serbestleştirilmesine ve sermayenin farklı ekonomiler arasında serbestçe hareket etmesine giden yol biraz dolambaçlı da olsa Avrupa'da bir barış, güvenlik ve teknolojik ilerleme dönemi olan on dokuzuncu yüzyıldaki liberalleşme rüzgârı ile başladı.

On dokuzuncu yüzyılın başlarından Birinci Dünya Savaşı'na kadar Londra, Avrupa'dan sömürge ülkelere sermaye taşıma ihtiyacındaki dünya

finans sisteminin merkezi konumundaydı. Coğrafi olarak küçük sayılabilecek bir ülke olan İngiltere, Sanayi Devrimi'nin gerçekleştiği yerd ve sanayisinin kaynak ve pazar ihtiyacını dünya çapında bir sömürge imparatorluğu kurarak ve serbest ticaret sistemini öne çıkararak karşılayabildi. Büyük çapta sermayeyi ve İngiltere ve Avrupa sanayileri için gerekli olan kaynakları bol miktarda barındıran sömürgeleri elinde bulunduran İngiltere, Avrupa'daki sermaye fazlası için bir çıkış alanı yaratan, Avrupa sanayisine hammadde ve yeni pazarlar sağlayan bir sömürge sisteminin önderi konumuna geldi. Diğer Avrupalı güçler de, özellikle Fransa ve Almanya, Avrupa sermayesini dünyanın daha az gelişmiş bölgelerindeki hükümetleri kontrol etme aracı olarak kullanan bir finansal emperyalizm sisteminin başlıca oyuncularını oldular. Finansal alanda uluslararası işbirliği güçlendi ve dünya çapındaki bir altın standardının kurulması, yabancı ülkelerdeki yatırımcılara yaptıkları yatırımları her istediklerinde altına çevirebilme garantisini verdi. ABD, Rusya ve Japonya gibi ülkeler, Avrupa sermayesi için güvenli birer liman haline gelebilmek için altın standardını benimsediler, Avrupa hükümetleri de altın standardı sayesinde tahvillerini uluslararası piyasalara sürebildiler.

On dokuzuncu yüzyıl, Avrupa'da büyük savaşların yaşanmadığı bir barış ve güvenlik zamanıydı ve bu yüzyılda uluslararası işbirliği, sermayeyi hammaddenin olduğu yere taşıma gerekliliği ve altın standardının benimsenmesi, sermayenin siyasi sınırlar arasında hiç bir engelle karşılaşmadan hareket etmesini kolaylaştırdı. Tokyo (1858) ve Hong Kong (1891) gibi uzak bölgelerde bile borsalar gelişti ve Avrupalı yatırımcılar buralardan hisse senedi almaya başladılar. New York'un dünya çapında bir finans merkezi olduğu dönemde (yirminci yüzyılın başlarında) uluslararası sermaye hareketlerinin yüzde 90'ını, sahiplerinin dışında bir yönetim tarafından kontrol edilen şirketlerin hisselerinin elde tutulmasıyla gerçekleşen portföy yatırımları oluştuyordu.

Birinci Dünya Savaşı'nın ardından Avrupa ciddi şekilde sermayeye ihtiyaç duyuyordu ve bu sayede ABD net sermaye ihracatçısı haline geldi. Hammadde üretiminde uzmanlaşmış ülkeler bu dönemde sermaye ithalatçısı oldular. Ülkelerin madeni para standartlarından çıktığı, tahvil fiyat-

larının tepetaklak düştüğü ve ülkelerin dış borçlarını ödeyemez hale geldiği 1930'lardaki Bunalım süresince, siyasi olarak bağımsız ekonomik sistemler arasındaki sermaye hareketlerinin önünde birtakım yasal kısıtlamalar kendini göstermeye başladı. Ülkeler ani sermaye çıkışlarının krizi daha da ağırlaştırdığını anlamışlardı. Bunalım yıllarının kriz safhası sona erdiğinde uluslararası piyasalardaki hareketli sermaye, nispeten güvenilir gördüğü ABD'ye akmaya başladı ve sermayenin bu eğilimi dünyanın daha az zengin bölgelerinde tepki yarattı. Bunalım, kaynakların toplumsal dağılımından sorumlu araçlar olarak görülen serbest piyasaların güvenilirliğini zedeledi.

Bunalımın izleri ve serbest piyasa çözümlerine güvensizlik, İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen otuz yıl boyunca etkisini sürdürdü. Pek çok ülke 1930'lar boyunca döviz kuru denetimleri uyguladı ve az gelişmiş bölgeler de 1970'ler ve 1980'lerde bu denetimleri benimsedi. Bu denetimlerle ya yerli ve yabancı para birimleri arasında dövizin alış ya da satış nedenine bağlı olarak çoklu döviz kurları oluşturuldu, ya da dövizin belli amaçlar, örneğin lüks malların alımı için satın alınması yasaklandı. Genellikle döviz kurunun düşük olması, yani yerli paranın değerinin yabancı para cinsinden düşük olması ihracatı ucuz, ithalatı da pahalı hale getirirken döviz kurunun yüksek olması tam tersi bir etki yaratır. Sanayileşmek isteyen bir az gelişmiş ülke, yeni oluşan bir sanayisinin ürünlerini ihraç edebilmek için döviz kurunu düşük tutmak isteyebilir, ancak aynı zamanda şeker gibi geleneksel ihraç malları için de yüksek bir döviz kurunu tercih edebilir. Aynı şekilde, bu tür bir ülke yeni gelişen sanayilerine gerekli olan hammadde ve sermaye mallarının ithalinde yüksek bir döviz kuru, tüketici mallarının ithalinde ise düşük bir döviz kuru tercih edebilir. Kademeli döviz kurunu uygulayabilmek için ülkelerin tüm döviz alım satımlarının serbest piyasalardan değil, merkez bankalarından geçmesi ve döviz kazanan ihracatçıların bu dövizlerini merkez bankasına satmaları gerekiyordu; böylece dövizin kullanımı denetim altında tutulabiliyordu. Bretton Woods sabit kur rejimi altında (1946-72) merkez bankaları, yerli paraların resmi döviz kurlarında kalmasını sağlayabilmek için döviz rezervleri tutuyorlardı.

Gelişmiş ülkeler İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra tekli döviz kurlarını sürdürdüler, ancak sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerini bir

politika silahı olarak kullanmaktan vazgeçmek istemediler. 1960'lar boyunca ABD, yüksek getirili yabancı tahvillere 'faize eşitleyen vergi' adında bir vergi getirerek onları Amerikan tahvilleriyle aynı getiri seviyesine çekti. 1973'te sabit döviz kurlarının kaldırılmasıyla ABD, var olan sermaye kontrollerini ya kaldırdı ya da büyük ölçüde gevşetti, ancak diğer ülkeler bu konuda çok daha yavaş davrandı. İngiltere 1979'a kadar sermaye çıkışları üzerindeki bazı kısıtlamaları korudu, Fransa ve İtalya da sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerini 1986 yılına kadar sürdürdü.

1970'lerde Almanya, markın döviz piyasalarındaki talebini ve dolayısıyla da fiyatını düşürmek amacıyla sermaye girişlerini kısıtladı. Döviz kurlarını düşük tutmaya yönelik bir politika, ihraç mallarının dış piyasalardaki rekabet gücünü artırır. Almanya yabancıların sahip olduğu büyük mevduatlara faiz ödenmesini ve yabancıların tahvil satın almalarını yasakladı. Bu kısıtlamalar 1981 yılında kaldırıldı. Tıpkı Almanya gibi Japonya da ihraç sanayilerine destek olmak için düşük kur politikası izledi, 1980 yılına kadar yabancıların Japon tahvilleri almasını yasakladı. Japonya da 1984'te bu sermaye kontrollerini kaldırdı.

1990'larda finans piyasalarında liberalleşme eğilimi gelişmekte olan ülkelerde güç kazandı, bu ülkelerin hemen hemen tümü vatandaşlarını hisse senedi, bono, para piyasası araçları ve karşılığı yabancı para birimleri, örneğin Amerikan doları olan finansal olmayan varlıkları alıp satmaya teşvik ediyorlardı.³ Gelişmekte olan ülkeler ise yabancı ülke vatandaşlarını da kendi finans piyasalarında hisse senedi, bono ve karşılığı kendi para birimleri olan diğer finansal varlıkları alıp satmaya teşvik ediyorlardı. Günümüzde çoğu gelişmekte olan ülke vatandaşı kendi ülkelerinin merkez bankalarından bağımsız olarak uluslararası piyasalarda döviz alıp satabilirler ve yabancı ülkelerdeki bankalardan karşılığı yabancı para birimleri olan fon alabilirler.

Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal açıklık eğiliminin birinci nedeni yatırımcıların tüm dünyadaki finansal varlık fiyatları hakkında bilgi edinmelerini kolaylaştıran ve hükümetlerin sermaye akışı ve döviz alım satımları üzerindeki denetimini zayıflatan bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı değişim, ikinci nedeni emeklilik ve tasarruf fonları gitgide artan

gelişmiş ülkelerin dünya çapında yatırım yaparak riski dağıtmak istemeleri, üçüncü nedeni Dünya Bankası'nın ve IMF'nin yeni finans piyasaları açmaya yönelik baskıları, dördüncü nedeni ise az gelişmiş ülkelerin uluslararası piyasalarda var olan devasa boyutlardaki sermayeden faydalanarak daha hızlı kalkınabileceklerini keşfetmiş olmalarıydı.

Öte yandan hükümetler de doğrudan yabancı yatırımı engellemeyi amaçlayan denetim mekanizmalarını birer birer ortadan kaldırmaya başladılar. Çoğunlukla hisse senedi ve bonolardan oluşan portföy yatırımlarının aksine, doğrudan yabancı yatırım fabrikaların ve diğer gelir kazandıran finansal olmayan varlıkların edinilmesi üzerinde yoğunlaşır. Geçmişte pek çok ülke ekonomik süper güçlerin siyasi ve kültürel hegemonyası altına girmekten korktuğu için ülkelerindeki yabancı yatırımları mevcut sermaye yatırımlarının yüzde ellisinden de düşük bir oranla sınırladı. Kamulaştırma tehdidi, özellikle sosyalist ve komünist partilerin yabancılara ait arazilere, fabrikalara ve maden ocaklarına el koydukları Latin Amerika ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımın karşısındaki en büyük engeldi. 1990 ile 1997 yılları arasında gelişmekte olan ülkeler yabancı yatırımcıların haklarını koruyan ve yabancı yatırıma elverişli yasal ortam sağlayan 1.035 adet çok taraflı yatırım anlaşması yaptılar.⁴

Finans piyasalarının liberalleşmesi ve yabancı yatırımı çekme çabaları 1990'lı yıllarda küresel finans sisteminin adeta bir patlama yaşamasına yol açtı. 1990 yılında yılda 20 milyar dolar olan gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırım miktarı 1997 yılında küresel finans krizini uluslararası yatırımcıları ürkütmesinden önce 140 milyar dolara ulaşmıştı.⁵ Günümüzde bu miktar halen 100 milyar doların üzerindedir. Yine 1990 yılında yaklaşık 20 milyar dolar olan gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı miktarı 1994 yılında 120 milyar dolara yaklaşmış, daha sonra 40 milyar dolara dek düşmüştür. Meksika'nın 1994 yılında yaşadığı borç krizi ve 1997-98 yıllarındaki Doğu Asya finansal krizi, uluslararası yatırımcılara gelişmekte olan ülkelerdeki finansal varlıkların barındırdığı riskleri anımsatarak her geçen yıl bu ülkelerdeki portföy yatırımlarının azalmasına yol açtı.

1997-98 yıllarındaki Doğu Asya krizi, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerine fazlasıyla bağımlı olan ekonomilerin ne denli kırılgan

olduğunu gözler önüne serdi. Uluslararası yatırımcıların eğilimlerindeki ani bir değişiklik hızlı bir sermaye çıkışını tetikliyor ve ülkenin para biriminin değer kaybetmesine ve dolayısıyla yabancı para birimleri cinsinden yapılan borç anlaşmalarının yükünü artırıyordu. Endonezya şirketleri 1997'de çoğu Amerikan doları cinsinden olmak üzere 56 milyar dolar dış borç almışlardı. Rupinin Amerikan doları karşısında yüzde 40 değer kaybetmesinin ardından bu şirketlerin borçları rupi cinsinden hesaplandığında akıl almaz miktarlara ulaştı. Dış borcu ödemek için gerekli olan bunca parayı bulamayan şirketlerin iflastan başka seçenekleri kalmadı.

Doğu Asya'dakine benzer finansal krizler bulaşıcı özellik gösterebilirler. Finansal kriz yaşayan bir ülkenin para birimi değer kaybettiğinde bu ülkenin ihraç ettiği malların yabancı piyasalardaki değeri de düşer. Bu durum kendilerini ucuz ithal malların istilasından koruma çabasındaki diğer ülkelerin de kendi para birimlerinin değerini düşürmelerine yol açabilir. Para biriminin değer kaybına uğraması beklenen ülkelerdeki yabancı yatırım sahipleri yatırımların en kısa sürede kendi para birimlerine çevirerek risk taşıyan ülkelere ani bir sermaye çıkışına neden olurlar, bu da söz konusu ülkenin finansal krize girme olasılığını artırır. Kısacası, bir ülkedeki finansal kriz diğer ülkelerdeki finansal krizleri tetikleyerek küresel ekonomiyi yutabilecek büyüklükte bir küresel finans krizi dalgası için elverişli ortamı hazırlar.

Finansal krizleri derinleştiren bir başka faktör de gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların gelişmekte olan piyasalardaki şirketler hakkında bilgi edinmek için gerekli olan masraftan kaçınma eğiliminde olmalarıdır. Bu eğilim, yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara yatırım yapmalarını engellemese de diğer yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini sattıklarına dair en ufak bir izlenime kapıldıkları anda aynı yönde hareket etmelerine neden olur. Bu, yabancı hisse senetlerinde yatırım yapanlar arasında bir tür sürü psikolojisi olarak tanımlanabilir. Bir yatırımcı gelişmekte olan bir piyasada büyük miktarda hisse senedini elden çıkarırsa diğer yatırımcılar da henüz haberdar olmadıkları bir gelişme yaşandığını varsayarak ellerindeki hisse senetlerini satma yoluna giderler.

Doğu Asya krizinin doğurduğu sonuçlar küresel finans sistemine yeni bir şekil verecek güçtedir.⁶ Hükümetler ani sermaye çıkışlarını önlemek için kısa vadeli borçlardan ziyade uzun vadeli borçlara ağırlık vererek yabancı yatırımcıların daha riskli hisse senetlerine yatırım yapmalarını engelleme yoluna gidebilirler. Bankalar daha büyük miktarlarda döviz rezervi bulundurmamak zorunda kalabilir ve gelişmekte olan piyasalar-daki tüm finansal kurumlara dolandırıcılık ve sahtekarlığı engellemeyi amaçlayan sıkı yasal düzenlemeler getirilebilir. Finans piyasalarının liberalleşme hareketi bir ölçüde yavaşlasa da sermayenin küresel dağılımını sekteye uğratacak bir gerilemeye yol açacak gibi görünmüyor.

KÜRESEL FİNANS SİSTEMİNİN GÖLGESİNDE

Amerika Birleşik Devletleri'nin ihraç ettiği mallar listesinin en başında daima 100 dolarlık banknotlar yer alır. Nitekim bugün ABD tarafından piyasaya sürülmüş 400 milyar doların yarısından fazlası yabancı ülkelerde bulunmaktadır.' 100 dolarlık banknotlar ABD'deki günlük ticaret hayatında çok küçük bir rol oynamasına karşın tüm dünyada dolaşımda bulunan Amerikan dolarının yaklaşık üçte ikisi 100 dolarlık banknotlar halindedir. Bu oran otuz yıl önce beşte bir civarındaydı. 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkeleri olağanüstü miktarlarda Amerikan dolarına ev sahipliği yapıyordu. 1990'lı yıllardaysa kaynağı belirsiz 100 dolarlık banknotlar bu kez Rusya'da birikmeye başladı.

Para çıkışı Amerikan vatandaşları ve diğer ülke vatandaşları arasında bir karaborsa ya da yasadışı ticari ilişkilerin varlığına işaret etse de Amerikan Hazinesi için göz ardı edilemeyecek bir avantajı da barındırır. Amerikan Hazinesi piyasaya sürülen ve yabancı yatırımcıların finansal varlıklar olarak ellerinde tutmayı tercih ettikleri 100 dolarlık banknotlardan sıfır faizle borç almış olur. Bu avantajın farkına varan Avrupa Birliği de 100 dolarlık banknotun yaklaşık beş katı değerinde 500 Euro'luk banknotlar piyasalar sürmeyi planlamaktadır. Böylelikle tıpkı ABD gibi faizsiz borç alarak para ihracatında egemen olan ABD tekeli kırılmayı hedeflemektedir.

Parasal düzensizlik büyük miktarlarda doların yabancı ülkelere girmesine yol açar, bunun örnekleri 1990'larda Rusya'da ve 1980'lerde Latin Amerika'da yaşanmıştır. 1980'li yılların Bolivya'sına baktığımızda 1984 yılında yüzde 2.000 olan enflasyonun 1985'te yüzde 8.000'e ulaştığını görürüz. Bu hiperenflasyon döneminde ABD ile Bolivya arasındaki yasadışı kokain ticareti beraberinde zengin bir dolar akışını da Bolivya'ya getirmişti. Maaşlı çalışanlar Bolivya pesosu cinsinden aldıkları maaşlarını derhal Amerikan dolarına çeviriyorlar, döviz kurları saatten saate farklılık

gösteriyor, örneğin birkaç gün içinde bir doların değeri 500.000 pesodan 900.000 pesoya yükselebiliyordu. Bu durum öyle bir hal almıştı ki kuaföründen avukatına, muhasebecisinden fahişesine neredeyse tüm Bolivya halkı mesleklerini bırakıp köşe başlarında döviz satıcılığına soyunmuşlardı.² Alışverişe çıkan vatandaşlar bir dükkâna girip satın alacakları malları seçtikten sonra köşe başındaki döviz satıcısına uğrayıp ellerindeki dolarları pesoyla değiştiriyor, ardından dükkâna dönüp alışveriş yaparak karşılığını pesoyla ödüyorlardı. Dükkân sahibi de müşteriden aldığı pesoları hiç vakit kaybetmeden dolara çeviriyordu. Bolivya hükümeti yasal değişim aracının peso olmasını şart koşuyor ama döviz karaborsasını görmezden geliyordu.

Tüm dünyada dolaşımda bulunan ve kaynağı açıklanamayan nakit paranın miktarı küresel yeraltı ekonomisinin ürettiği çıktı, yani resmi GSYİH tahminlerinde yer almayan çıktı olarak kabul edilir. Buna göre 1998 yılında tüm dünyadaki kayıt dışı GSYİH 9 trilyon dolara, yani ABD'nin küresel ekonomideki payına eşitti.³ 9 trilyon dolarlık bir miktar kayıtlara geçen 39 trilyon dolara eklendiğinde hayli yüksek bir rakam ortaya çıkar. ABD'de yeraltı ekonomisinin ürettiği çıktı, kayıtlı GSYİH'nin yüzde 10'undan da azdır, zira ABD'deki vergi oranları diğer ülkelere kıyasla daha düşüktür ve işletmeler üzerindeki yasal düzenlemeler daha azdır. Avrupa ülkelerindeyse vergi oranları hane halkı ve işletmeler üzerinde daha ağır bir yük oluşturur ve hükümetin işletmelere uyguladığı yasal denetim daha sıkıdır. Örneğin Fransa'da bir çalışanın şirkete maliyeti evine götürdüğü maaşın üç katyken ABD'de bu oran 1,8'dir. Bu nedenle Fransa'daki şirketlerin yasadışı yollardan işçi çalıştırmak ve yeraltı ekonomisine yönelik mal üretmek için daha çok nedene sahip olduklarını söyleyebiliriz.

ABD'nin sahip olduğu ve Avrupa Birliği'nin de faydalanmayı ümit ettiği para ihracatı avantajı bu ülkelerin küresel yeraltı ekonomisi nedeniyle ödedikleri bedeli karşılamaya ancak yeter. Bu bedel, vergi kaçırmanın neden olduğu kayıpların yanı sıra yasa dışı ilaçların ve çevreye ya da sağlığa zararlı oldukları için yasaklanan ürünlerin ülkeye girişinden doğan toplumsal zararları da içermektedir. Diğer ülkelerse gizli finansal varlıklara

sahip olmayı adeta teşvik ederek, tasarruf sahiplerinin mahremiyetini koruyan bankacılık yasaları çıkardılar ve şahsa ait belgelerin açıklanmasını, kopyalanmasını, incelenmesini ya da el değiştirmesini talep eden yabancı otoritelerin karşısına bu tür uygulamaları yasaklatan bir dizi yasal engel koydular. Hatta bazı ülkeler, yabancı bir ülkedeki yasal takibat için gerekli olan devlet nüshası uygulamasını kaldırdılar.

Finansal gizlilik ilkesini benimseyen ülkeler genellikle kalkınmaları için gerekli olan güçlü bir ihracat tabanından yoksun küçük ülkelerdir. Aslında bu gizlilik uygulamasının örneklerine tarihte de rastlamak mümkündür. Örneğin 1765 yılında Büyük Friedrich'in, banka çalışanlarının çalıştıkları süre boyunca tanık oldukları bankacılık işlemleri ile ilgili her tür bilgiyi koşullar ne olursa olsun gizli tutacaklarına dair yemin etmelerini buyuran bir ferman çıkardığı biliniyor. Yirminci yüzyılın ikinci yarısında bankacılık alanında gizlilik ilkelerini en sıkı sıkıya uygulayan ülke İsviçre'ydi, ancak diğer Avrupa ülkelerinin de geçmişte ya da günümüzde tasarruf sahiplerinin mahremiyetini korumaya yönelik yasal düzenlemeler yaptığı biliniyor. Bunlar arasında Lüksemburg, Hollanda ve Monako ile Cebelitarık özerk yönetimi de sayılabilir. Karayipler'de ise Cayman adaları, Grenada, Bahamalar, Bermuda ve Panama vergi kaçırma cennetleri listesinde yer alırlar. Asya Pasifik bölgesinde de Hong Kong, Singapur, Guam gibi pek çok ülke aynı rolü üstlenirler. Turizmden sonra bu ülkelerin ekonomik kalkınmayı finanse edebilmek için bir finans merkezine dönüşmekten başka fazla seçenekleri yoktur.

Küresel çapta varlığını belli eden bu tür ekonomiler küresel finans sistemini doğrudan etkilerler, zira ülkelerin dünyanın geriye kalanında olup bitenlerden kendilerini soyutlamaları gitgide daha da güçleşmektedir. Ekonomik kalkınma adına iç piyasadaki faiz oranlarını düşük tutmaya çalışan bir ülkeye bakacak olursak, yerli sermaye çıkışı üzerine kısıtlamalar getirildiğini, ülke vatandaşlarının faiz oranlarının daha yüksek olduğu ya da siyasi ve ekonomik gelişmelerin daha az risk içerdiği bir başka ülkede yatırım yapmalarının engellendiğini görürüz. Söz konusu ülke belli malları ithal etmek, yabancı ülkelere gayrimenkul satın almak ya da yatırım yapmak isteyen vatandaşlarına da döviz satmaya yanaş-

mayacaktır. Bu önlemler başarıyla uygulanabildiği taktirde ülkenin para arzı daha hızlı artacak, böylelikle ekonomik kalkınma projeleri daha kolay finanse edilebilecek, parasının değeri yükselecek ve yasal olarak ithal edilebilen malların maliyeti düşecektir. Ne var ki, pratikte yaşanan gelişmeler bambaşkadır. Dolar ve diğer önde gelen para birimlerinin alınıp satıldığı bir karaborsa ortaya çıkacak, vatandaşlar kendi para birimlerini yabancı para birimlerine çevirecek, tasarruflarını yabancı ülkelerdeki yatırımlarla değerlendirecek ve dolayısıyla hükümetin çabaları yetersiz kalacaktır. İkili döviz kurlarının, yani resmi olarak açıklanan ve karaborsada geçerli olan iki farklı döviz kurunun ortaya çıkması çokuluslu girişimler için de birtakım güçlükler doğurur. Bu tür şirketler yabancı yatırımların muhasebe değerlerini resmi döviz kurundan hesaplamak, ancak kendi ülkelerine götürecekleri kâr beklentisini karaborsa oranlarına göre düzenlemek zorundadırlar.

Küresel finans sisteminin kusurları arasında sayılan karaborsalar, küresel bütünleşmeye hız kazandırarak ulusal ekonomilerin ihtiyaçlarını karşılayacak tek bir küresel finans piyasasının oluşumuna yardımcı olurlar.⁴ Karaborsalar sermayenin ulusal sınırların ötesindeki hareketliliğini artırarak dünyanın farklı bölgelerindeki faiz oranları ve kredi olanaklarının birbirlerine yakınlaşmalarını sağlarlar. Öte yandan küresel istikrarsızlığa da yol açtıkları düşünülebilir, zira siyasi istikrarsızlık ve belirsizlik yaşayan ülkelere ya da siyasi koşulların ideal olduğu fakat yatırımcıların güvenilir bilgiye ulaşamadıkları bölgelere ani sermaye giriş çıkışlarına neden olurlar.

Her durumda olumlu bir yön bulmaya çalışan iyimser kişiler karaborsaları, eninde sonunda devlet müdahalesinden tamamıyla kurtulacak olan piyasa güçlerinin bir aracı olarak görmekte ve karaborsaların gelecekte resmi olarak tanınacak piyasaları şekillendireceğine inanmaktadırlar. Karaborsalar hükümetleri ekonomik sorunlara piyasa çözümleri üretmeye teşvik eder ki, kapitalizm yanlılarına göre ekonomik kalkınmaya hız kazandırmanın yolu budur. Böylelikle insanoğlunun dünyanın tüm sorunlarına gerekli çözümleri finanse edebileceğine inanılır. Kaynak dağılımı sorunlarının piyasa çözümleriyle halledilmesine karşı olanlar bile

karaborsalarda tüm dünya ülkelerini işbirliğine iten ve belki de daha geniş çaplı siyasi yapılara zemin hazırlayan bir gücün var olduğunu kabul edeceklerdir. Karaborsalar hükümet politikalarının başarısızlığını gözler önüne serer. Hükümetler arası işbirliği, hükümet politikalarının birlik içinde yürütülmesi ve hatta gitgide daha çok bölgesel hükümetin tek bir siyasi çatı altında birleşmesi, daha etkili hükümet modelleri oluşturmak için izlenebilecek bir yol olabilir.

I- ANONİM ŞİRKETLERİN DOĞUŞU

- 1 *Report of the Committee Appointed to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*, ABD Temsilciler Meclisi, 62. Kongre, 2. Oturum (28 Şubat 1913)
- 2 *The Structure of the American Economy*, Ulusal Kaynaklar Komitesi (Washington, DC, 1939), s. 306-17
- 3 *Commercial Banks & Their Trust Activities: Emerging Influence on the American Economy*, c. I, ABD Temsilciler Meclisi, Bankacılık ve Para Komitesi, (Washington, DC, 1968)
- 4 J. H. Clapham, *The Economic Development of France and Germany* (Londra, 1955)
- 5 'The Fifty Largest Industrial Corporations in the World', *Fortune*, XCII / 2 (Ağustos, 1975), s. 163
- 6 Jeremy Kahn, 'The World's Largest Corporations', *Fortune*, CXL/3 (Ağustos 1999), s. 144-6
- 7 Martin Schnitzer, *Contemporary Government and Business Relations* (Chicago, 1978), s. 161-3
- 8 *The ITT in Chile, Staff Report of the Subcommittee on Multinational Corporations*, ABD Senatosu, Dış İlişkiler Komitesi, 94. Kongre, 2. Oturum, pt 1 (1974), s. 2-7
- 9 Walter Adams, ed., *The Structure of American Industry* (New York, 1990), s. 115
- 10 B. J. L. Berry, E. C. Conkling ve D. M. Ray, *The Global Economy: Resource Use, Locational Choice, and International Trade* (Englewood Cliffs, NJ, 1993), s. 140

II- FİNANS PİYASALARININ OLUŞUMU

- 1 Richard Ehrenberg, *Capital & Finance in the Age of the Renaissance*, çev. H. M. Lucas (New York, 1963), s. 240-41
- 2 Walter Bagehot, *Lombard Street*, (Homewood, IL, 1962), s. 66
- 3 *Age.*, s. 67
- 4 R. C. Cope, 'The Stock Exchange Revisited: A New Look At the Market in Securities in the Eighteenth Century', *Economica*, XLV / 177 (1978), s. 8-10
- 5 Montesquieu, *The Spirit of Laws* [1748], çev. T. Nugent (New York, 1900), c. II, s. 473
- 6 R. C. Michie, 'The London Stock Exchange and the British Securities Market', *Economic History Review*, XXXVIII / 1 (1985), s. 66
- 7 R. C. Michie, 'The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914', *Journal of Economic History*, XLVI / 1 (1986), s. 174
- 8 *Age.*, s. 175
- 9 *Age.*, s. 176-7
- 10 *Age.*, s. 178
- 11 *Age.*, s. 185
- 12 Lloyd Wendt, *The Wall Street Journal: The Story of Dow Jones and the Nation's Newspaper* (New York, 1982), s. 68

III- ALTIN VE GÜMÜŞ: PARA STANDARTLARININ ARIŞTOKRATLARI

- 1 Paul Einzig, *Primitive Money in its Ethnological, Historical, and Economic Aspects* (Londra, 1966), s. 166-7

- 2 John M. Keynes, *A Treatise on Money: The Pure Theory of Money* (Cambridge, 1971), s. 11
- 3 Curtis P. Nettels, *The Money Supply of the American Colonies before 1720* [1934] (New York, 1964), s. 213-19
- 4 W. T. K. Nugent, *Money and American Society: 1865-1880* (New York, 1968), s. 254
- 5 Kia-Ngau Chang, *The Inflationary Spiral: The Experience in China, 1939-1950* (Cambridge, 1958), s. 5

IV- KÂĞIT PARANIN ZAFERİ

- 1 David R. Dewey, *Financial History of the United States* (New York, 1968), s. 38-9
- 2 Georges Lefebvre, *The French Revolution from 1793-1799*, çev. J. H. Stewart ve J. Frigugliette (Londra, 1964), s. 118
- 3 *Julliard v. Greenman*, 110 U.S. 421 (1884)
- 4 Michael Mussa, 'Sticky Individual Prices and the Dynamic of the General Price Level', *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, XV (1981), s. 261-96
- 5 Lester Chandler, *American Monetary Policy: 1928-1941* (New York, 1971), s. 280-82

V- SERBEST BANKACILIKTAN MERKEZ BANKACILIĞINA GEÇİŞ

- 1 Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* [1776] (New York, 1937), s. 280-98
- 2 Hugh Rockhoff, 'The Free Banking Era: A Reexamination', *Journal of Money, Credit, and Banking*, VI / 1 (1974), s. 146-57
- 3 'Banks and Banking', *Handbook of Texas* (Austin, 1996), s. 371
- 4 Thomas B. Macaulay, *The History of England from the Accession of James II* [1849-61] (Londra, 1914), s. 2435
- 5 J. Chown, *A History of Money* (Londra, 1994), s. 237
- 6 Alexander Hamilton, *Papers on Public Credit, Finance, and Commerce*, ed. S. McKee Jr (New York, 1957), s. 51-95
- 7 Peter Johnson, *The Government of Money: Monetarism in Germany and the United States* (Londra, 1998), s. 176-90
- 8 Jim Karouf, 'Start the Presses: Euro Set to Debut', *Futures*, XXVII / 9 (1988), s. 30

VI- DÜNYA PARA BİRİMLERİNİN DOĞUŞU

- 1 Arnold Toynbee, *A Study of History*, c. VII (Londra, 1955), s. 316
- 2 Charles Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (Londra, 1984), s. 413
- 3 Peter Johnson, *The Government of Money: Monetarism in Germany and the United States* (Londra, 1998), s. 176-90
- 4 'Economic Climate Looks Good for Launch of New Currency', *Wall Street Journal*, 4 Mayıs 1998, s. A17-18

VII- ESNEK DÖVİZ KURLARINA GİDEN YOL

- 1 David Hume, *Writings on Economics*, ed. Eugene Rotwein (Madison, WI, 1955), s. 60-77
- 2 Charles Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (Londra, 1984), s. 457-8
- 3 *Entering the 21st Century: World Development Report 1999 / 2000* (Washington, DC, 2000), s.71

VIII- ULUSLARARASI BANKACILIĞIN GELİŞİMİ

- 1 Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* [1776] (New York, 1937), s. 447-55
- 2 Age.
- 3 I. Jacob, *Jacob Fugger* (New York, 1931), s. 153
- 4 Joseph Wechsberg, *The Merchant Bankers* (Boston, 1966), s. 100
- 5 Age., s. 99
- 6 'Settling Switzerland's Debts', *New York Times*, 16 Ağustos 1998, s. 1
- 7 Serge Bellanger, 'Two Current Trends in International Banking', *Bankers Magazine*, CLXXVI / 6 (1993), s. 39-46
- 8 Daniel Yohannes, 'U.S. Banking Moving Toward a Global Economy', *Denver Business Journal*, XLVIII / 39 (1997), s. 26

IX- DIŞ YATIRIMIN YOLLARI

- 1 Douglas A. Fisher, *The Epic of Steel* (New York, 1963), s. 86
- 2 Donald C. Blaisdell, *European Financial Control in the Ottoman Empire* (New York, 1966), s. 215-17
- 3 David McLean, 'Finance and "Informal Empire" before the First World War', *Economic History Review*, 2. ser., XXIX / 2 (1976), s. 291-305
- 4 *Entering the 21st Century: World Development Report 1999 / 2000* (Washington, DC, 2000), s. 69

X- SERBEST TİCARET MÜCADELESİ

- 1 Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* [1776] (New York, 1937), s. 389-419
- 2 Age., s. 429-31
- 3 Holland Rose, 'The Continental System, 1809-1814', *Cambridge Modern History* içinde, IX (New York, 1934), s. 361-89
- 4 *Report on Manufactures* [1791], yeniden basım Alexander Hamilton, *Papers on Public Credit, Finance, and Commerce*, içinde, ed. S. McKee Jr. (New York, 1957), s. 175-276
- 5 Jeremy A. Black ve Peter Passell, *A New Economic View of American History from Colonial Times to 1940* (New York, 1994), s. 122
- 6 Arthur Schlesinger, *Crisis of the Old Order: 1919-1933* (Boston, 1957), s. 164
- 7 John M. Keynes, 'Mitigation by Tariff', *The Collected Writings of John Maynard Keynes* içinde, IX (Londra, 1971), s. 231-49

XI- KAPİTALİZMİN İNİŞ ÇIKIŞLARI

- 1 Niccolò Machiavelli, *History of Florence and the Affairs of Italy* [1532], çev. C. E. Detmold (New York, 1960), s. 323-4
- 2 Thomas Ashton, *Economic Fluctuations in England* (Oxford, 1959), s. 107-37
- 3 Nikolai D. Kondratieff, 'The Long Waves in Economic Life', çev. W. L. Stolpher, *Review of Economics and Statistics*, XVII / 6 (1935), s. 105-15

- 4 Coghlan, R., 'The Wave Is Your Friend', *Barons*, LXXIII / 23 (7 Haziran 1993), s. 18-19
- 5 Yoshikawa, H., *Macroeconomics and the Japanese Economy* (New York, 1995), s. 82-9
- 6 Benton E. Gup, ed., *International Banking Crisis* (Westport, CT, 1999), s. 55-124
- 7 Azizul Islam, 'The Dynamics of the Asian Economic Crisis and Selected Policy Implications', *Global Financial Turmoil and Reform* içinde, ed. B. Herman (New York, 1999), s. 49-74

XII- FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ÇAĞI BAŞLIYOR

- 1 Barry Eichengreen ve Michael Mussa, 'Capital Account Liberalization and the IMF', *Finance and Development*, XXXV / 4 (1998), s. 16-19
- 2 J.P. Daniels ve D. Vanhoose, *International Monetary and Financial Monetary Economics* (Cincinnati, 1999), s. 175
- 3 Hiroyuki Kawakatsu ve Mathew R. Morey, 'An Empirical Examination of Financial Liberalization and the Efficiency of Emerging Market Prices', *Journal of Financial Research*, XXII / 4 (1999), s. 385-411
- 4 *Entering the 21st Century: World Development Report 1999 / 2000* (Washington, DC, 2000), s. 72
- 5 *Age.*, s. 70
- 6 *Age.*, s. 75-83

XIII- KÜRESEL FİNANS SİSTEMİNİN GÖLGESİNDE

- 1 'Going Underground', *Forbes*, CLXII / 6 (1998), s. 206-7
- 2 'Precarious Peso—Amid Wild Inflation, Bolivians Concentrate on Swapping Currency', *Wall Street Journal*, 13 Ağustos 1985, s. 1
- 3 'Finance and Economics: Black Hole', *Economist* (28 Ağustos 1999), s. 59
- 4 Clement Yuk Pang Wong, 'Black Market Exchange Rates and Capital Mobility in Asia', *Contemporary Economic Policy*, XV / 1 (Ocak 1997), s. 21-36

- Adams, W., ed., *The Structure of American Industry* (New York, 1990), s. 115
- Alkhafaji, A. F., *Restructuring American Corporations: Causes, Effects, and Implications* (New York, 1990)
- Appleyard, D. R. ve A. J. Field Jr, *International Economics* (Homewood, IL, 1992)
- Ashley, P., *Modern Tariff History: Germany, United States, and France* (New York, 1992)
- Ashton, T., *Economic Fluctuations in England* (Oxford, 1959)
- Attack, J. ve P. Passell, *A New Economic View of American History from Colonial Times to 1940* (New York, 1994)
- Ayling, D. E., *Internationalization of Stockmarkets* (Brookfield, VT, 1986)
- Bagehot, W., *Lombard Street* [1873] (Homewood, IL, 1962)
- Baklanoff, E. N., *Expropriation of U.S. Investments in Cuba, Mexico, and Chile* (New York, 1975)
- 'Banks and Banking', *Handbook of Texas* (Austin, 1996)
- Barnes, D. G., *A History of the English Corn Laws* [1930] (New York, 1961)
- Baskin, J. B. ve P. J. Miranti Jr, *A History of Corporate Finance* (Cambridge, 1997)
- Bauer, H., *Swiss Banking: An Analytical History* (New York, 1998)
- Baye, M. R. ve D. W. Jansen, *Money, Banking, and Financial Markets: An Economics Approach* (Boston, 1995)
- Bellanger, S., 'Two Current Trends in International Banking', *Bankers Magazine*, CLXXVI / 6 (1993), s. 39-46
- Berry, B. J. L., E. C. Conkling ve D. M. Ray, *The Global Economy: Resource Use, Locational Choice, and International Trade* (Englewood Cliffs, NJ, 1993)
- Bezanson, A., *Prices and Inflation during the American Revolution, Pennsylvania, 1770-1790* (Philadelphia, 1951)
- Blaisdell, D. C., *European Financial Control in the Ottoman Empire* (New York, 1966)
- Bordo, M. D., 'The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today', *Federal Reserve Bank of St. Louis, Monthly Review* (Mayıs 1981), s. 2-17
- Born, K. E., *International Banking in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, çev. V. R. Berghahn (New York, 1983)
- Braudel, F., *The Mediterranean World in the Age of Philip II*, c. I-II, çev. S. Reynolds (New York, 1972)
- , *Civilization of Capitalism: 15th-18th Century*, c. I-III, çev. S. Reynolds (New York, 1979)
- Brock, L. V., *The Currency of the American Colonies: 1700-1764* (New York, 1975)
- Broz, J. L., *The International Origins of the Federal Reserve System* (Ithaca, NY, 1997)
- Bruck, W. F., *Social and Economic History of Germany from Wilhelm II to Hitler: 1888-1938* [1938] (New York, 1962)
- Calomiris, C. W. ve L. Schweikart, 'The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment', *Journal of Economic History*, LI / 4 (1991), s. 807-34
- Calomiris, C. W. ve C. M. Kahn, 'The Efficiency of Self-Regulated Payments Systems: Learning from the Suffolk System', *Journal of Money, Credit, and Banking*, XXVIII / 4 (1996), s. 766-97
- Cameron, R. E. (O. Crisp, H. Patrick, R. Tilly ile birlikte), *Banking in the Early Stages of Industrialization* (Londra, 1967)
- Carosso, V. P., *The Morgans: Private International Bankers, 1854-1913* (Cambridge, 1987)
- Carswell, J., *The South Sea Bubble* (Londra, 1960)
- Challis, C. E., ed., *A New History of the Royal Mint* (Cambridge, 1992)
- Chandler, L., *American Monetary Policy: 1928-1941* (New York, 1971)

- Chang, K.-N., *The Inflationary Spiral: The Experience in China, 1939-1950* (Cambridge, 1958)
- Checkland, S. G., *Scottish Banking History: 1695-1973* (Glasgow, 1975)
- Chown, J., *A History of Money* (Londra, 1994)
- Clapham, J. H., *The Economic Development of France and Germany* (Londra, 1955)
- Coats, W. L., 'In Search of a Monetary Anchor: A New Monetary Standard', *International Monetary Fund Working Paper*, no. 82 (1989)
- Coghlan, R., 'The Wave Is Your Friend', *Barons*, LXXIII / 23 (7 Haziran 1993), s. 18-19
- Cope, R. C., 'The Stock Exchange Revisited: A New Look At the Market in Securities in the Eighteenth Century', *Economica*, XLV / 177 (1978), s. 8-10
- Cowitt, P. P., *World Currency Yearbook* (New York, 1989)
- Cowles, V., *The Rothschilds: A Family of Fortune* (New York, 1973)
- Daniels, J. D. ve L. H. Radebaugh, *International Business*, 8. basım (Reading, MA, 1998)
- Daniels, J. P. ve D. Vanhoose, *International Monetary and Financial Monetary Economics* (Cincinnati, 1999)
- Daunton, M. J., *Progress and Poverty: An Economic and Social History of Britain, 1700-1850* (Oxford, 1995)
- Davies, G., *A History of Money from Ancient Times to the Present Day* (Cardiff, 1994)
- Davis, C. B. ve K. E. Wilburn Jr, ed., *Railway Imperialism* (New York, 1991)
- De Roover, R., *The Rise and Decline of the Medici Bank: 1397-1494* (New York, 1966)
- De Vries, M. G., *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986: The IMF Experience* (Washington, DC, 1987)
- Dewey, D. R., *Financial History of the United States* (New York, 1968)
- Dickson, P. G. M., *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756* (New York, 1967)
- 'Economic Climate Looks Good for Launch of New Currency', *Wall Street Journal*, 4 Mayıs 1998, s. A17-18
- Edwards, G. W., *The Evolution of Finance Capitalism [1938]* (New York, 1967)
- Ehrenberg, R., *Capital & Finance in the Age of the Renaissance*, çev. H. M. Lucas (New York, 1963)
- Eichengreen, B. ve M. Mussa, 'Capital Account Liberalization and the IMF', *Finance and Development*, XXXV / 4 (1998), s. 16-19
- Eight European Central Banks* (New York, 1963)
- Einzig, P., *Primitive Money in its Ethnological, Historical, and Economic Aspects* (Londra, 1966)
- , *The History of Foreign Coinage*, 2nd edn (New York, 1970)
- Ellis, G. J., *Napoleon's Continental Blokade: The Case of Alsace* (Oxford, 1981)
- Entering the 21st Century: World Development Report 1999 / 2000* (Washington, DC, 2000)
- Ernst, J. A., *Money and Politics in America, 1755-1775* (Chapel Hill, NC, 1973)
- Esen, O., 'Financial Openness in Turkey', *International Review of Applied Economics*, XIV/1 (2000), s. 5-23
- Feavearyear, A., *The Pound Sterling* (Oxford, 1963)
- Fetter, F. W. ve T. E. Gregory, *Monetary and Financial Policy in 19th Century Britain* (Dublin, 1973)
- Fieldhouse, D. K., *Economics and Empire: 1830-1914* (Ithaca, NY, 1973)
- 'The Fifty Largest Industrial Corporations in the World', *Fortune*, XCII / 2 (Ağustos, 1975)
- 'Finance and Economics: Black Hole', *Economist* (28 Ağustos 1999), s. 59
- Fisher, D. A., *The Epic of Steel* (New York, 1963), s. 86
- Fitzgibbons, A., *Adam Smith's System of Liberty, Wealth, and Virtue: The Moral and Political Foundations of the Wealth of Nations* (Oxford, 1995)

- Galbraith, J. K., *The Great Crash: 1929* (Cambridge, 1961)
- , *Economics and the Public Purpose* (Boston, 1973)
- , *Money, Whence It Came, Where It Went* (New York, 1975)
- 'Going Underground', *Forbes*, CLXII / 6 (1998), s. 206-7
- Goldthwaite, R. A., *Banks, Palaces, and Entrepreneurs in Renaissance Florence* (Aldershot, 1995)
- Gomes, L., *Foreign Trade and the National Economy: Mercantilist and Classical Perspectives* (New York, 1987)
- Gordon, J. S., *The Scarlet Woman of Wall Street* (New York, 1988)
- Greider, W., *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve System Runs the Country* (New York, 1987)
- Gup, B. E., ed., *International Banking Crisis* (Westport, CT, 1999), s. 55-124
- Hackett, C. P., *Cautious Revolution: The European Community Arrives* (Westport, CT, 1990)
- Halliday, J., *A Political History of Japanese Capitalism* (New York, 1975)
- Hamilton, A., *Papers on Public Credit, Finance, and Commerce*, ed. S. McKee Jr (New York, 1957)
- Hamilton, E. J., *War and Prices in Spain, 1651-1800* (New York, 1947)
- , *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650* (New York, 1965)
- Heckscher, E. F., *An Economic History of Sweden* (Cambridge, 1954)
- Hepburn, A. B., *A History of Currency in the United States [1924]* (New York, 1967)
- Herman, B., ed., *Global Financial Turmoil and Reform: A United Nations Perspective* (New York, 1999)
- Hiidi, R. W., *The House of Baring in American Trade and Finance: English Merchant Bankers at Work, 1763-1861* (Cambridge, 1949)
- Hoffmann, C., *The Depression of the Nineties: An Economic History* (Westport, CT, 1970)
- Homer, S., *A History of Interest Rates*, 2. basım (New Brunswick, NJ, 1977)
- Horton, D. S., *The Silver Pound and England's Monetary Policy Since the Restoration, Together with the History of the Guinea* (New York, 1983)
- Hume, D., *Writings on Economics*, ed. Eugene Rotwein (Madison, WI, 1955)
- Islam, A., 'The Dynamics of the Asian Economic Crisis and Selected Policy Implications', *Global Financial Turmoil and Reform içinde*, ed. B. Herman (New York, 1999), s. 49-74
- Israel, J. I., *Dutch Primacy in World Trade: 1585-1740* (Oxford, 1989)
- Jacob, I., *Jacob Fugger* (New York, 1931)
- Jastram, R. W., *Silver, the Restless Metal* (New York, 1981)
- Johnson, P., *The Government of Money: Monetarism in Germany and the United States* (Londra, 1998)
- Jones, C. A., *International Business in the Nineteenth Century: the Rise and Fall of a Cosmopolitan Bourgeoisie* (New York, 1987)
- Juliard v. Greenman*, 110 U.S. 421 (1884)
- Kahn, J., 'The World's Largest Corporations', *Fortune*, CXL / 3 (Ağustos 1999), s. 144-6
- Kapstein, E. B., *Governing the Global Economy: International Finance and the State* (Cambridge, 1994)
- Karouf, J., 'Start the Presses: Euro Set to Debut', *Futures*, XXVII / 9 (1988), s. 30
- Kawakatsu, H. ve M. R. Morey, 'An Empirical Examination of Financial Liberalization and the Efficiency of Emerging Market Prices', *Journal of Financial Research*, XXII/4 (1999), s. 385-411
- Kenen, P. B., *Economic and Monetary Union in Europe* (Cambridge, 1995)
- Kennedy, E., *The Bundesbank: Germany's Central Bank in the International Monetary System* (New York, 1991)
- Keynes, J. M., *Indian Currency and Finance* (Londra, 1913)

- , *A Treatise on Money: The Pure Theory of Money* (Cambridge, 1971)
- , 'Mitigation by Tariff', *The Collected Writings of John Maynard Keynes* içinde, IX (Londra, 1971), s. 231-49
- Kindleberger, C. P., *A Financial History of Western Europe* (Londra, 1984)
- , *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (New York, 1978)
- , *World Economic Primacy: 1500 to 1990* (Oxford, 1996)
- Kishi, M., 'Regulation Issues in the Era of Financial Liberalization: Japan, Korea, and Taiwan', *Journal of Asian Economics*, VI / 2 (1996), s. 487-503
- Kondratieff, N. D., 'The Long Waves in Economic Life', çev. W. L. Stolpher, *Review of Economics and Statistics*, XVII / 6 (1935), s. 105-15
- Kroszner, R., *Free Banking: The Scottish Experience as a Model for Emerging Economies*, Dünya Bankası Politika Araştırma Bölümü, Finansman ve Özel Sektör Geliştirme Bölümü ve Finans Sektörü Geliştirme Bölümü (Washington, DC, 1995)
- Laforeaux, N. R., *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904* (New York, 1986)
- Lane, F. C. ve R. C. Mueller, *Money and Banking in Medieval and Renaissance Venice*, c. I-II (Baltimore, 1997)
- Laue, T. H. Von, *Sergei Witte and the Industrialization of Russia* (New York, 1963)
- Laughlin, J. L., *A History of Bimetallism in the United States* [1896] (New York, 1968)
- Lefebvre, G., *The French Revolution from 1793-1799*, çev. J. H. Stewart ve J. Frigugliette (Londra, 1964)
- Lester, R. A., *Monetary Experiments* [1939] (New York, 1970)
- Louis, A., *The Anglo-French Commercial Treaty of 1860 and the Progress of the Industrial Revolution in France* [1930] (New York, 1971)
- Lustig, N., B. B. Bosworth ve R. Z. Lawrence, ed., *North American Free Trade* (Washington, DC, 1992)
- Macaulay, T. B., *The History of England from the Accession of James II* [1849-61] (Londra, 1914)
- Machiavelli, N., *History of Florence and the Affairs of Italy* [1532], çev. C. E. Detmold (New York, 1960)
- Martin-Amena, P., 'The Spanish Money Supply, 1874-1935', *Journal of European Economic History*, XIX / 1 (1990)
- Marx, J., *The Magic of Gold* (Garden City, NY, 1978)
- McAlister, L. N., *Spain and Portugal in the New World: 1492-1700* (Minneapolis, 1984)
- McCallum, B. T., *Monetary Economics* (New York, 1989)
- McCarty, D. M. P., *International Business History: A Contextual and Case Approach* (Westport, CT, 1994)
- McCord, N., *Free Trade* (New York, 1970)
- McKinnon, R. I., *The Order of Liberalization* (Baltimore, 1991)
- McLean, D., 'Finance and "Informal Empire" before the First World War', *Economic History Review*, 2. ser., XXIX / 2 (1976), s. 291-305
- Michie, R. C., 'The London Stock Exchange and the British Securities Market', *Economic History Review*, XXXVIII / 1 (1985), s. 66
- , 'The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914', *Journal of Economic History*, XLVI / 1 (1986), s. 174
- Montesquieu, *The Spirit of Laws* [1748], çev. T. Nugent (New York, 1900), c. II, s. 473
- Mussa, M., 'Sticky Individual Prices and the Dynamic of the General Price Level', *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, XV (1981), s. 261-96
- Ulusal Kaynaklar Komitesi, *The Structure of the American Economy* (Washington, DC, 1939), s. 306-17
- Nettel, C. P., *The Money Supply of the American Colonies before 1720* [1934] (New York, 1964)

- Nugent, W. T. K., *Money and American Society: 1865-1880* (New York, 1968), s. 254
- Nussbaum, A., *A History of the Dollar* (New York, 1957)
- Ohkawa, K., M. Shinohara ve L. Meissner, ed., *Patterns of Japanese Economic Development: A Quantitative Appraisal* (New Haven, 1979)
- Paarlberg, D., *An Analysis and History of Inflation* (Westport, CT, 1993)
- Padoa-Schioppa, T., *The Road to Monetary Union in Europe* (Oxford, 1994)
- 'Precarious Peso - Amid Wild Inflation, Bolivians Concentrate on Swapping Currency', *Wall Street Journal*, 13 Ağustos 1985, s. 1
- Prentice, A., *History of the Anti-Corn Law League*, c. I-II, 2. basım [1853] (New York, 1968)
- Reardon, J. J., *America and the Multinational Corporation: A History of a Troubled Partnership* (Westport, CT, 1992)
- Reisen, H. ve B. Fisher, ed., *Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries* (Paris, 1993)
- Ritter, G., *Gold Bugs and Greenbacks: The Antimonopoly Tradition and the Politics of Finance in America* (Cambridge, 1997)
- Roberts, R., ed., *The Bank of England: Money, Power, and Influence, 1694-1994* (Oxford, 1995)
- Rockhoff, H., 'The Free Banking Era: A Reexamination', *Journal of Money, Credit, and Banking*, VI / 1 (1974), s. 146-57
- Rose, H., 'The Continental System, 1809-1814', *Cambridge Modern History* içinde, IX (New York, 1934), s. 361-89
- Roy, W. G., *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in America* (Princeton, 1996)
- Sayers, R. S., *The Bank of England: 1891-1944* (Cambridge, 1976)
- Schlesinger, A., *Crisis of the Old Order: 1919-1933* (Boston, 1957)
- Schmitz, C. J., *The Growth of Big Business in the United States and Western Europe, 1850-1939* (Cambridge, 1993)
- Schnitzer, M., *Contemporary Government and Business Relations* (Chicago, 1978), s. 161-3
- Schwartz, A. J., 'From Obscurity to Notoriety: A Biography of Exchange Stabilization Fund', *Journal of Money, Credits, and Banking*, XXIX / 2 (Mayıs 1997), s. 135-53
- Selgin, G. A. ve L. H. White, 'Monetary Reform and the Redemption of National Bank Notes', *Business History Review*, LXVIII / 20 (1994), s. 205-43
- 'Settling Switzerland's Debts', *New York Times*, 16 Ağustos 1998, s. 1
- Shannon, H. A., 'The Coming of General Limited Liability', *Essays in Economic History*, c. I içinde, ed., E. M. Carus-Wilson (Londra, 1954), s. 358-79
- Smith, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* [1776] (New York, 1937)
- Sobel, R., *The Rise and Fall of the Conglomerate Kings* (New York, 1984)
- Solomon, S., *The Confidence Game: How Unelected Central Bankers are Governing the Changed Global Economy* (New York, 1995)
- Spiro, G. W., *The Legal Environment of Business: Principles and Cases* (Englewood Cliffs, NJ, 1993)
- Stillman, R. J., *Dow Jones Industrial Average: History and Role in an Investment Strategy* (Homewood, IL, 1986)
- Sveriges Riksbank, *Sveriges Riksbank: The Swedish Central Bank, a Short Introduction* (Stockholm, 1994)
- Terrell, H. S. ve R. H. Mills, 'International Banking Facilities and the Eurodollar Market', *Staff Study No. 124, Federal Rezerv Sistemi Güvernörler Heyeti* (Ağustos, 1983)

- Toynbee, A., *A Study of History*, c. VII (Londra, 1955)
- Train, J., *Famous Financial Fiascos* (New York, 1985)
- ABD Temsilciler Meclisi, *Report of the Committee Appointed to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*, 62. Kongre, 2. Oturum (28 Şubat 1913)
- ABD Temsilciler Meclisi, Bankacılık ve Para Komitesi, *Commercial Banks & Their Trust Activities: Emerging Influence on the American Economy*, c. I (Washington, DC, 1968)
- ABD Senatosu, Dış İlişkiler Komitesi, *The ITT in Chile, Staff Report of the Subcommittee on Multinational Corporations*, 94. Kongre, 2. Oturum, pt I (1974), s. 2-7
- Van Der Wee, H., *The Growth of the Antwerp Market and the European Economy*, c. I-III (Lahey, 1963)
- Vilar, P., *A History of Gold and Money, 1450-1920*, çev. J. White (Londra, 1976)
- Weatherford, J., *The History of Money* (New York, 1997)
- Webb, S. B., *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany* (New York, 1989)
- Webster, A., 'The Political Economy of Trade Liberalization: The East India Co. Chapter Act of 1813', *Economic History Review*, 2. ser., XLIII / 3 (Ağustos, 1990), s. 404-19
- Wechsberg, J., *The Merchant Bankers* (Boston, 1966)
- Wendt, L., *The Wall Street Journal: The Story of Dow Jones and the Nation's Newspaper* (New York, 1982)
- Wong, C. Y. P., 'Black Market Exchange Rates and Capital Mobility in Asia', *Contemporary Economic Policy*, XV / 1 (Ocak 1997), s. 21-36
- Wood, C., *The End of Japan INC* (New York, 1994)
- Yohannes, D., 'U.S. Banking Moving Toward a Global Economy', *Denver Business Journal*, XLVIII / 39 (1997), s. 26
- Yoshikawa, H., *Macroeconomics and the Japanese Economy* (New York, 1995), s. 82-9

Ab

- Adams, John Quincy 165
 Allende, Salvador 38
 Alman markı 71, 100, 130, 136, 137, 138, 139, 140, 141, 143, 224
 Altın Bloku 136
 altın döviz standardı 84, 88
 altın külçe standardı 88
 altın standardı 11, 79, 80, 82, 85, 89, 94, 95, 96, 98, 112, 131, 135, 136, 179, 225
 American Telephone and Telegraph (AT&T) 32, 33
 Amerikan Bağımsızlık Savaşı 23
 Amerikan Devrimi 7, 90
 Amerikan İç Savaşı 93, 214
 Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) 48
 anonim şirketler 9, 16, 19, 22, 23, 25, 26, 28, 30, 32, 35, 52, 54, 56, 183
 antitröst yasaları 33, 37, 38
 araç para 224
 Ashton, T. S. 209, 238, 240
 assignat 92, 114, 116
 Avignon 156, 157, 222
 Avrupa Birliği (AB) 14, 126, 142, 154, 205, 206, 231, 232
 Avrupa Merkez Bankası 101, 117, 119, 126, 142
 Avrupa Para Birliği 126, 142
 Avrupa Para Sistemi 154, 162
 aylar 46

Ba

- Bagehot, Walter 162, 236, 240
 baharat 18, 20, 157, 160, 173, 174, 175, 187
 balık 11, 12, 32, 75, 76, 77, 108, 160, 180
 Balon Yasası 54
 Banka Kısıtlama Kanunu (1797) 109
 banka oranı 111
 banka parası 107, 158, 159, 161, 162
 Banque Royale 51, 52, 113, 114, 115
 Baring Kardeşler 162, 164, 165
 Baring Krizi 165, 177

- Batı Hindistan Hollanda Şirketi 21, 45, 46
 Bergstresser, Charles M. 67
 Biddle, Nicholas 121
 Birdog Operasyonu 137
 Birleşik Devletler Birinci Bankası 59, 104, 109, 119
 Birleşik Devletler İkinci Bankası 104, 120, 121
 Birleşmiş Milletler 168
 Boesky, Ivan 69, 70
 Borough Bank 213
 Boston Tea Party 175, 186
 Bretton Woods Konferansı (1944) 168
 Bretton Woods Sistemi 88, 98, 139, 140, 141, 151, 152, 153, 154
 Bryan, William Jennings 83
 bunalım 32, 47, 71, 82, 85, 112, 122, 125, 135, 136, 139, 140, 149, 179, 188, 203, 210, 214, 217, 218, 226
 Büyük İskender 127

Ca

- Caisse d'Escompte 113, 114, 115
 Calahan, Edward A. 61
 call 46, 47, 54
 Carlos I, Kral 160
 Casa de Contratación (Ticaret Evi) 174
 Casa di San Giorgio 18, 106, 107, 159
 Cavit Bey 177
 Charlemagne 74, 127, 128
 Charles II, Kral 75
 Chase Bank 33
 CIA 38
 Citicorp 33
 Clayton Yasası (1914) 34, 36
 Cleveland, Grover 198
 Cockayne, Alderman 185
 Colbert, Jean Baptiste 21, 184
 Connecticut 23
 Corso Forzoso 93, 94

Cromwell, Oliver 108
 çift düzen muhasebe 17
 çokuluslu şirketler 9, 35, 36, 40, 180, 182

De

demiryolları 25, 26, 60, 61, 162, 179, 182
 Denizcilik Kanunları 187, 188, 189, 191
 Deutsche Bundesbank 71, 117, 118, 138
 dış yardım 181
 Dias, Bartholomeu 173
 Diving Company 49
 Doğu Hindistan Fransız Şirketi 19, 21
 Doğu Hindistan Hollanda Şirketi 19, 20, 21, 45, 46, 160, 175
 Doğu Hindistan Şirketi (İngiltere) 18, 19, 20, 21, 26, 50, 55, 175, 186
 Doğu Hint Adaları 174
 dolandırıcılık 24, 49, 70, 230
 dolar (Amerikan) 32, 34, 65, 69, 70, 98, 99, 122, 123, 124, 128, 130, 132, 133, 134, 137, 139, 140, 143, 144, 145, 150, 151, 152, 153, 154, 168, 224, 228, 229, 231, 234
 Dow Jones Sanayi Endeksi 67
 dönüştürülemeyen likit standardı 93, 100, 109
 döviz kurları 8, 97, 99, 137, 143, 149, 154, 183, 226, 231
 döviz piyasaları 143, 146, 151
 Drexel, Burnham ve Lambert Şirketi 70, 166
 Duisenberg, Wim 126
 Dünya Bankası 168, 169, 182, 228, 243

Ed

Edge Yasası (1919) 35
 Elizabeth I, Kraliçe 19, 48, 149
 emperyalizm 225
 enflasyon 38, 71, 77, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 100, 104, 110, 113, 117, 118, 124, 125, 136, 137, 138, 151, 154, 167, 208, 217, 218
 eşitsiz anlaşmalar 196, 197
 Euro 126, 136, 139, 142, 155, 224, 231, 237, 242
 Eurodolar 133, 134
 Exchequer 113

faiz oranları 23, 44, 45, 115, 163, 234
 Federal Rezerv 101, 123, 244
 Felipe II, Kral 44, 160
 finans kapitalizmi 26, 27, 28, 30
 fizyokratlar 187
 Flanders 146, 147
 Forestall Sistemi 122
 François I, Kral 44
 Fransa Bankası 115-117, 150-151, 213
 Fransa-Prusya Savaşı 82, 134, 137, 150, 164, 165
 Fransız İhtilali 7, 21, 54, 57, 77, 78, 92, 109, 128, 134, 150, 187, 188, 190, 210
 Fransız Para Kanunu (1803) 134
 Friedrich, Büyük 233
 Fugger ailesi 12, 159

Ge

General Electric 27, 35, 67
 General Motors 36, 39, 207
 George I, Kral 52
 Gresham, Thomas 44, 48
 Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) 203
 gülmüş standardı 74, 81, 102, 127, 149, 200
 Güney Denizi Balonu 22, 50, 52

Ha

Hamilton, Alexander 57, 109, 119, 197, 237, 238, 242
 Hang Seng Endeksi 220
 Hansa şehirleri 23
 Harris, Townsend 196
 hisse senedi 22, 33, 34, 41, 42, 45, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 58, 60, 61, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 123, 145, 162, 213, 214, 216, 220, 221, 225, 227, 228
 hisse senedi piyasaları 22, 214, 220, 221
 hissedarlar 20, 25, 34, 67, 107, 108, 116
 holding 31, 32, 33, 34
 Hong Kong ve Şanghay Bankacılık Şirketi 178
 Hoover, Herbert 201, 202
 Hume, David

İc Icahn, Carl 148, 237, 242
International Business Machines (IBM) 36, 40
International Telephone and Telegraph (ITT)
37, 180

İç içerden bilgi 29, 69, 70
İngiliz Uluslar Topluluğu 132
İngiliz-Fransız Ticaret Anlaşması (1786) 187,
188, 194
İngiltere Bankası 48, 50, 53, 58, 80, 91, 96, 97,
102, 103, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 116,
119, 131, 132, 165, 213
İran İmparatorluk Bankası 178
İspanya-Amerika Savaşı 95
İşsizlik 98, 186, 191, 203, 204, 216, 217, 218,
219

Ja Jackson, Andrew 121
Japonya Bankası 73, 124, 125, 126
Jay Cooke & Company 214
Jefferson, Thomas 119, 198
Johnson, Samuel 48, 237, 242
Jones, Edward D. 25, 67, 236, 242, 244, 245
Jön Türkler 177, 178

Ka kâğıt altın 141
kâğıt para 11, 51, 75, 77, 79, 82, 84, 86, 90, 91,
92, 93, 94, 95, 101, 113, 125, 139, 150, 179,
210
kambiyo senedi 146, 147, 161, 162
kamu borçlanması 58
kamulaştırma 112, 117, 179, 180, 181, 228
Kara Perşembe 216
karaborsa 231, 234
Karl V, İmparator 44, 130, 160
kartel 29
Kennedy, John F. 38, 204, 242
Keynes, John Maynard 203, 237, 238, 242, 243
Kırım Savaşı 199, 213
Kıta Ablukası Sistemi 191
Kıta Kongresi 90, 91

Kolomb 18, 129, 173
komünizm 13, 179
Kondratyev, Nikolay Dmitriyevich 210, 211, 212
konglomera 36, 37, 38
Konstantin I 127
kontrollü dalgalanma 99
korumacılık 192, 194, 195, 197, 198, 200, 201,
205, 207
kölelik 175
Kral Tahvili 44
Kraliyet Borsası 48, 49
kredi 10, 31, 42, 47, 90, 98, 102, 107, 115, 118,
120, 123, 146, 147, 157, 158, 160, 161, 162,
165, 166, 168, 171, 172, 209, 218, 234
Kurz, Christopher 43
Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
(NAFTA) 14, 206
küreselleşme 89, 127, 156, 208

laissez faire 9, 26, 28, 102, 184, 208
lale 46, 47
Latin Para Birliği 80, 81, 82, 94, 135
Law, John 50, 51, 244
Lenin, Vladimir 179
Leonardo da Vinci 17
Levant 209
Londra Borsası 50, 58, 60, 61, 62, 63, 64, 65,
66, 67, 72
Lord Liverpool Para Kanunu 131
Louis VII, Kral 42
Louis XIV, Kral 21, 56, 167, 184

Maastricht Anlaşması (1991) 206
Macaulay, Thomas Babbington 237, 243
Machiavelli, Niccolò 209, 238, 243
Macnamara, Robert 169
Madison, James 120, 237, 242
Marx, Karl 179, 243
McKinley Tarifesi (1890) 197, 199
Medici Bankası 156, 157, 158, 209, 222
Meline, Felix Jules 200

Meline Tarifesi (1892) 200, 201
 merkantilizm 148, 184, 185, 186
 Milkin, Michael 70
 Mississippi Balonu 22, 50, 54, 92
 Montesquieu 57, 236, 243
 Morgan, John Pierpont 12, 27, 68, 162, 165, 166

Na Napoleon 12, 58, 79, 93, 110, 114, 115, 116, 128, 134, 191, 197
 Napoleon III 26, 190
 Napoleon Savaşları 77, 91, 92, 103, 109, 110, 150, 163
 Napoleonic Ticaret Yasası 22, 23
 New York Borsası 59, 64, 65, 66, 72
 New York Merkez Bankası 96, 123, 124
 Newton, Sir Isaac 75
 Nikkei Endeksi 73, 218
 Nippon Menkul Değerler Borsası 72
 Nixon, Richard 99
 Noyers, Christian 126

Oh Ohio Life Insurance and Trust Company 212, 213, 214
 OPEC 171
 ortaklık 20, 24, 25, 45, 51, 157
 Osmanlı Bankası 178
 Osmanlı İmparatorluğu 177
 Oz Büyüktüsü 82

Öd ödemeler dengesi 88, 99, 144, 145, 148, 152, 153, 169, 170, 202
 Özel Çekme Hakları (ÖÇH) 140, 170

Pa Pacioli, Luca 17, 159
 para arzı 83, 85, 93, 96, 124, 125, 148, 152, 216, 234
 para tröstü 166
 Paris Anlaşması (1951) 205
 Paris Borsası 58
 Pepin, Kusa, Kral 74, 127
 Perry, Mathew 196

Philippe, Orleanslı 51
 Pitt, William 164
 put 46, 47, 54

Q Düzenlemesi 133

Radcliffe Komitesi 113
 Rentenmark 96, 137
 Ricardo, David 92, 109
 Richelieu, Kardinal 164
 Riksbank (İsveç Merkez Bankası) 76, 107, 108, 244
 Roma Anlaşması (1957) 205
 Roosevelt, Theodore 85, 98
 Rothschild 12, 26, 57, 162, 163, 164, 165, 176, 222
 Rusya Şirketi 19

Sanayi Devrimi 7, 12, 54, 58, 163, 164, 176, 225
 Saray Tahvili 44
 serbest bankacılık sistemi 102, 103, 105
 serbest ticaret 8, 14, 29, 184, 186, 187, 188, 190, 191, 192, 193, 194, 195, 196, 198, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 217, 225, 238
 sermaye akımları 182
 Sherman Antitröst Yasası (1890) 31
 sınırlı yükümlülük 16, 17, 18, 23, 24, 25, 157
 sigortacılık 36, 37, 48, 60, 114
 Smith, Adam 19, 103, 149, 158, 159, 187, 189, 192, 204, 237, 238, 241, 244
 Smoot-Hawley Tarifesi (1930) 14, 201, 203
 Soğuk Savaş 99, 133, 153, 217
 sömürge politikaları 175, 176, 186
 spekülasyon 10, 14, 22, 43, 45, 46, 47, 51, 52, 53, 55, 56, 64, 70, 73, 92, 121, 208, 214
 Standard Oil Company 31, 32
 sterlin 23, 54, 58, 92, 97, 98, 108, 130, 131, 132, 149, 150, 151, 153, 163, 164, 210
 Suffolk Sistemi 121, 122
 Süveyş Kanalı Şirketi 12, 164, 176

Stüveys Krizi 153
Swiss Bank Corporation 167, 168
Swiss Credit Bank 167, 168

Ta **Tahıl Yasasına Karşı Birlik** 193
takas 10, 22, 32, 46, 138, 179
Tarife Yasası (1883) 195, 196, 198
tefecilik 44, 56, 111, 116, 147
tekel 26, 29, 33, 38, 52, 94, 101-102, 160, 174, 189
Ticari Genişleme Kanunu (1962) 203, 204
Ticker makinesi 65
Tontin kredileri 57
Tontine Coffee House 59
Toynbee, Arnold 127, 237, 245
Trans World Airlines (TWA) 70
Trichet, Jean-Claude 126
tröst 30, 31
tüccar bankerler 12, 27, 162, 163, 167, 176
Tüccar Maceracılar 185
Türkiye 46, 178
tütün 51, 74, 175, 187

Ul **Ulusal Bankacılık Kanunu (1864)** 122
Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA) 169
Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) 172
Uluslararası Para Fonu (IMF) 140, 151, 168, 224
Union Bank of Switzerland 167, 168
United Fruit Company 35
United States Steel 27, 166, 180

Va **Vasco da Gama** 18
vergi 42, 44, 58, 90, 91, 110, 122, 129, 149, 160, 168, 188, 190, 192, 193, 196, 199, 201, 218, 227, 232, 233
Vietnam Savaşı 99

Wa **Wall Street** 58, 59, 67, 68, 123, 141, 143, 166, 212, 213, 216, 236, 237, 239, 241, 242, 244, 245
Wall Street Journal 67, 141, 143, 236, 237, 239, 241, 244, 245

Washington, George 82, 119, 168, 236, 237, 238, 239, 241, 243, 245
Webb-Pomerene Yasası 34
Webster, Daniel 165, 245
Western Union 27, 67
Wilson, Woodrow 123, 166, 199, 244

yaban kedisi bankaları 105
yen 86, 100, 139, 140, 143, 144, 145, 224

Zollverein 192, 194, 200

Ya

Zo

On yedinci yüzyılın sonları... Sermaye toplamak için satışa hisse senedi süren şirketlerin sayısı hızla artıyor. Pek çoğu hükümetten izin bile alınmaksızın kurulmuş şirketler. Pazarlama tekniklerini adeta hokkabazlıkla harmanlayarak yüksek kâr vaatleriyle yatırımcıları büyülüyorlar. Batan gemilerle birlikte suların dibine gömülen değerli malları çıkaracağını iddia eden Diving Company, Thames kıyısında bir davet düzenliyor: Dalgıçlar, Londra'nın seçkin beyefendi ve hanımefendilerine bir gösteri sunuyor. Kafalarına geçirdikleri başlıkların canavar gözünü andıran camından etrafa bakıyor, bir boru aracılığıyla nefes alıp veriyor ve nehre dalıp eski teneke parçaları, batık gemi palangaları çıkarıyorlar... Şirketin hisse senetleri hızla değer kazanıyor. Prof. Larry Allen, 18. yüzyıldan günümüze küresel finans sisteminin gelişimini böyle çarpıcı örneklerle anlatıyor; bankacılığın doğuşunu, modern kâğıt para kullanımına geçişi, anonim şirketlerin yaygınlaşmasını, finans piyasalarının gelişimini, döviz piyasalarının ortaya çıkışını inceliyor. Allen, bugün kapitalizm karşıtı protestoların hedefi olan IMF ve Dünya Bankası gibi kurumları da tarihsel bir bakış açısıyla değerlendiriyor ve tarihteki örnekleri inceleyerek ekonomik krizlerin doğdukları yerlerden diğer ülkelere nasıl sıçradığını gözler önüne seriyor. Giderek küreselleşen günümüz ekonomisinde kimi zaman deneyimli piyasa katılımcılarını bile çaresiz bırakan

dalgalanmalar, finans piyasalarını anlamak için daha geniş bir bakış açısına ihtiyaç olduğunu ortaya koyuyor. Hiç kuşkusuz bu bakış açısı, finans piyasaları üzerine yapılan sayısız istatistik ve zaman serisi çalışmalarından değil, kapsamlı bir tarih çalışmasından elde edilecektir. Bu kitap, yalnız iktisat ve finans tarihiyle ilgilenen ve çalışmalarını bu alanlarda sürdüren okuyuculara değil, küreselleşme akımının bizleri nereye götürdüğü sorusuna yanıt arayan herkese yeni ufuklar açıyor. Larry Allen, Texas Lamar Üniversitesinde Ekonomi Profesörü. *ABC-CLIO World History Companion to Capitalism* (1998) ve *The Encyclopedia of Money* (1999) adlı eserlerin yazarı.

TARİH VE COĞRAFYA Dizisi



KitapYAYINEVİ

ISBN 975-8704-21-4



9 789758 704217

