

**EKONOMİK İSTİKRARSIZLIKLARI ANLAMADA MİNSKY'NİN FİNANSAL
İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ**

Yaşar Tamer ERGÜL

DOKTORA TEZİ
Maliye Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Beyhan ATAÇ

Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Eylül 2005

DOKTORA TEZ ÖZÜ

EKONOMİK İSTİKRARSIZLIKLARI ANLAMADA MİNSKY’NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

Yaşar Tamer ERGÜL

Maliye Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2005

Danışman: Prof. Dr. Beyhan ATAÇ

Ekonomilerde görülen konjonktürel dalgalanmaları açıklamak üzere bir çok kuram geliştirilmiştir. Yapılan bir sınıflandırmaya göre bu kuramlar içsel ve dışsal kuramlar olarak ayrılmaktadır. Buna göre, konjonktürel dalgalanmaların açıklayıcı nedeni olarak ekonominin işleyişi dışında ortaya çıkan unsurları temel alan kuramlar dışsal konjonktür kuramları; buna karşın konjonktürel dalgalanmaları ekonominin işleyişinin ve dinamiklerinin yarattığını savunan kuramlar ise içsel konjonktür kuramları olarak ifade edilebilirler. Günümüzde ekonomi kuramında dışsal konjonktür kuramlarının ağırlığı söz konusuysa da, içsel konjonktür kuramları arasında günümüz ekonomilerinde yaşanan istikrarsızlık sorunlarının açıklanmasına önemli katkılar getiren çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların başlıcalarından biri Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezidir. Bu yaklaşım, çeşitli ekonomilerde görülen istikrarsızlık sorunun temel nedenini, finansal sistem nedeniyle yatırımcıların önemli ölçüde borçlanarak yatırım yapmaları olarak görmektedir. Bu nedenle günümüz ekonomileri sıklıkla, borçlanma ile meydana gelen yatırım artışını ve ardından yaşanan daralma aşamasını yaşamaktadır. Minsky bu görüşünü, gelişmiş bir finansal sistemin bulunduğu gelişmiş ekonomilere ilişkin gözlemleri çerçevesinde ortaya koymuştur. Bununla birlikte Türkiye ekonomisinde de 1980 sonrasında yaşanan finansal liberalizasyon reformu ile birlikte, finansal sistemin giderek geliştiği ve derinlik kazandığı görülmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde de, finansal istikrarsızlık yaklaşımının, ekonomik istikrarsızlıkları belirli bir ölçüde açıklayabileceğini düşündürmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Finansal Kırılganlık, Post Keynesyen Ekonomi, Konjonktürel Dalgalanmalar.

ABSTRACT**MINSKY'S FINANCIAL INSTABILITY HYPOTESIS IN UNDERSTANDING
ECONOMIC INSTABILITIES****Yaşar Tamer ERGÜL****Public Finance Major Branch****Graduate School of Social Sciences, Anadolu University September 2005.****Advisor: Prof. Dr. Beyhan ATAÇ**

There are many theories to explain business cycles. According to one classification, these theories could be classified as endogenous and exogenous theories. Within this context, as an explanatory reason of business cycles, the theories which based on the facts that independent from economic activities could be named exogenous business cycle theory. However, the theories maintaining that business cycles are results of economic activities and dynamics could be named endogenous business cycle theories. Today, even though, the exogenous business cycle theories dominate the economic theory, there are some studies explaining instability problems of today's economies from the endogenous business cycle perspective. Minsky's financial instability hypothesis is one of the main studies of them. According to this approach, the main reason of the financial instability in an economy is the financing the investments by borrowing via financial system. Therefore, in today's economies, an increase in investments financed by debts and an afterward recession are frequently observed. Minsky's point of view based on his own observations about developed economies which had had sophisticated financial system. Similarly, with liberalization efforts in 1980's in Turkish financial system, it is remarked that financial system has been deepening and developing. This situation could be considered that financial instability approach could be partly explain economic instabilities in Turkish economy too.

Key Words: Financial Instability Hypothesis, Financial Fragility, Post Keynesian Economics, Business Cycles.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Yaşar Tamer ERGÜL'ün "**Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamada Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi**" başlıklı tezi,/...../2005 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **Maliye (Maliye Teorisi)** Anabilim Dalında Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

		<u>İmza</u>
Üye (Tez Danışmanı) :	Prof. Dr. Beyhan ATAÇ
Üye :	Prof. Dr. Nezih VARCAN
Üye :	Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR
Üye :	
Üye :	

Prof. Dr. Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZ	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	iv
ÖZGEÇMİŞ	v
TABLolar VE ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BİR KONJONKTÜR KURAMI OLARAK MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

1. KONJONKTÜR KURAMLARININ GELİŞİMİ	4
2. MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TARİHSEL KÖKENLERİ	11
2.1. Marx'ın İkili Fiyat Düzeyi Analizi	11
2.2. Fisher'in Borç-Deflasyon Kuramı	14
2.3. Keynes'de Finansman Yatırım İlişkisi	17
2.4. Kalecki'de Yatırım Kısıtları, Artan Risk Prensibi ve Bütçe Açıkları	19
3. MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ	24
3.1. Bir Yatırım Kuramcısı Olarak Minsky	25
3.2. Finansal İstikrarsızlık ve Konjonktürel Dalgalanmalar	32
3.2.1. Firma Düzeyinde Finansal Kırılganlık Sorunu	35

3.2.2. Ekonomi Düzeyinde Finansal Kırılganlık Sorunu	39
3.3. Finansal İstikrarsızlık Hipotezine Yönelik Katkı ve Eleştiriler.....	49

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK İSTİKRAR POLİTİKALARI AÇISINDAN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN ÖNEMİ

1. EKONOMİK İSTİKRARSIZLIK TARTIŞMALARINDA EKONOMİNİN KURUMSAL YAPISININ ÖNEMİ.....	60
1.1. Para Arzının İçselliği	61
1.1.1. Post Keynesyen İktisatta Para Arzının İçselliği	61
1.1.2. Minsky'de Para Arzının İçselliği	66
1.2. Bankacılık Sistemi	70
1.2.1. Post Keynesyen İktisatta Bankacılık Sistemi.....	71
1.2.2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinde Bankacılık Sistemi	74
1.3. Merkez Bankasının Rolü	80
1.4. Enflasyon Olgusu.....	84
2. EKONOMİK İSTİKRARSIZLIK SORUNUNA KARŞI EKONOMİ POLİTİKALARI.....	89
2.1. Büyük Devlet.....	93
2.2. Tam İstihdam Stratejisi	95
2.3. Finansal Reform	97
2.4. Sanayi Politikası	99
3. KÜRESEL DÜNYADA FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN VARLIĞI.....	100
3.1. Finansal Liberalizasyon ve Küreselleşmede	

Finansal Kırılganlık Olgusu	100
3.2. Küresel Dünyada İstikrara Yönelik Önlemler	104

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN VARLIĞI

1. 1980 ÖNCESİ TÜRK FİNANSAL SİSTEMİNİN GENEL YAPISI	107
2. 1980 SONRASI FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	110
3. FİNANSAL LİBERALİZASYONUN SONUÇLARI	113
4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TEST EDİLMESİ.....	120
4.1. Tahmin Yöntemi.....	123
4.1.1. Birim Kök Testi	124
4.1.2. Eşbütünleşme Testinde Johansen Yaklaşımı	126
4.1.3. VAR Modeli	127
4.2. Tahmin Sonuçları ve Değerlendirme.....	129
SONUÇ	136
KAYNAKÇA	145

TABLOLAR VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Tablo 1: Finansal Varlıkların GSMH İçindeki Payı.....	114
Tablo 2: Birim Kök Testi Sonuçları.....	129
Tablo 3: Eşbütünleşme Testi.....	130
Şekil 1 : Minsky'nin Yatırım Fonksiyonu.....	30
Şekil 2 : Toplam Yatırım ve Finansmanı.....	42
Şekil 3 : Yatırımın Risk Tahminlerine Duyarlılığı.....	44
Şekil 4 : Sermaye Malı Talep Eğrisinin Kaymasının Etkileri.....	46
Şekil 5 : Borç Deflasyon Durumu.....	48
Şekil 6 : Paranın Dolaşım Hızı ve Faiz Oranı.....	67
Şekil 7 : Para Arzı ve Faiz Oranı İlişkisi.....	68
Şekil 8 : M2Y/GSMH Oranı.....	116
Şekil 9 : Özel Tasarruf ve Özel Yatırımların GSMH İçindeki Payı.....	118
Şekil 10: Etki Tepki Fonksiyonu Sonuçları.....	132

GİRİŞ

Konjonktürel dalgalanmalar sorunu, kuramsal bir tartışmanın ötesinde ekonomi politikası için de son derece önemli, etkilerini günlük yaşamda, toplumsal refah üzerinde hissettiren bir konudur. Bu nedenle konjonktürel dalgalanmalar, kuramsal alanda da, ekonomi politikası tartışmalarında da sıklıkla gündeme gelmektedir. Bununla birlikte, kimi dönemlerde ekonomik istikrarın ve büyümenin bir arada yaşanması, iktisatçıların ve ekonomi yönetiminin geleceğe umutla bakmasına, ekonomik istikrarsızlık sorununun geçmişte kaldığına yönelik yorumlar yapmalarına neden olmuştur. Örneğin, 1960'lı yıllarda iktisatçıların çoğu konjonktürel dalgalanmaların döneminin bittiğine, artık ince ayar (fine tuning) politikaları yoluyla ekonomik istikrarın kalıcı olarak sürdürülebileceğine inanıyorlardı. Oysa birkaç yıl sonra, yetmişli yılların başında yaşanan petrol şoku ve ardından gelen stagflasyonun etkisi o kadar büyüktü ki, iktisat literatürü neredeyse baştan aşağı yenilenmiş, yaşanan yoğun tartışmaların ardından Keynesyen iktisat gözden düşerken, monetarist ve yeni klasik yaklaşımlar ön plana çıkmıştı. Bu yeni yaklaşımlara göre, ekonomik sorunların kaynağı devletin müdahaleci ekonomi politikalarıydı. Piyasaların dinamikleri ekonomik istikrarın sağlanması için yeterliydi. Devletin yapması gereken ise, ekonominin işleyişini bozacak müdahaleler yapmaktan kaçınmak ve öngörülebilir politikalar benimsemektir. Zira bu dönemde konjonktürel dalgalanmalar üzerine yapılan çalışmalar, bu dalgalanmaları enerji maliyetleri ya da yanlış para politikalar gibi ekonomi dışı nedenlerle açıklamışlardır.

1970'li yıllarla beraber iktisat literatüründeki hakim görüş bu yönde biçimlenirken, konjonktürel dalgalanmaların ekonominin kendi işleyişinden doğan bir sonuç olduğunu savunan iktisatçılar da olmuştur. Örneğin, Hyman Minsky akademik kariyerinin başladığı 1950'li yıllardan ölümüne değin, konjonktürel dalgalanmaların ve

ekonomik istikrarsızlıkların finansal sistemin işleyişi dikkate alınmadan anlaşılamayacağını savunmuştur. Minsky'ye göre, finansal sistemin, tasarruf ve yatırımları buluşturan aracılık fonksiyonunun ötesinde, firmalara borç verme kapasitesinin varlığı ekonomik genişleme ya da daralma süreçlerini başlatabilmektedir. İktisat literatüründe Minsky'nin “finansal istikrarsızlık hipotezi” olarak bilinen bu yaklaşım, kimi noktalarda Marx, Keynes, Kalecki gibi iktisatçıların görüşleriyle uyumlu olsa da, konjonktürel dalgalanmaların oluşumunda finansal sistemin rolünü merkeze oturtmasıyla bu iktisatçıların yaklaşımlarından ayrılmaktadır.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin iktisat literatüründeki genel kabul gören görüşlerden farklılığı yalnızca konjonktürel dalgalanmaların nedenine yönelik iddiasında değil, sorunun çözümüne yönelik önerilerinde de ortaya çıkmaktadır. Bir ekonomik sorunun nedenine ilişkin teşhis farklı olunca, önerilen reçete de değişecektir. Oysa hakim iktisat görüşü piyasa sisteminin yetersizliklerine ya da finansal sistemin yeniden düzenlenmesine ilişkin düşünceleri tartışmaya gönüllü değildi. Minsky'nin görüşleri biraz da bu nedenle genellikle gözden uzak tutulmuş, çoğu kez eleştirisi dahi yapılmamıştır. Gelişmiş ülkelerin ekonomileri de, 1990'lı yıllarda 1960'lı yılları anımsatırcasına, biraz da yeni ekonominin etkisiyle istikrarlı bir büyüme çizgisi yakalamışlardı. Bu dönemin iyimser atmosferinde bir kez daha konjonktür sorunu geçmişte kalmış görünmekteydi. Oysa 1997 ve 1998 yıllarında yaşanan Güneydoğu Asya krizi konunun önemini bir kere daha göstermişti. Güneydoğu Asya ülkelerinde gözlemlendiği gibi, kısa dönemli dış borçlara dayanan ekonomik genişleme politikalarının finansal kırılganlığa neden olduğu ve bu kırılganlığın sürdürülemez noktaya geldiğinde bir krizle sonuçlanacağı ortaya çıkmıştı. Üstelik bu krizin etkileri bu ülkelerle sınırlı olmamış, farklı ekonomileri değişik ölçeklerde etkilese de, etkinin boyutu küresel olmuştur. Kimi yazarlar bu krizi, Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezinin yeni bir kanıtı olarak görmektedirler. Buna göre finansal kırılganlık hipotezi artık küresel düzeyde geçerli olmaktadır

Türkiye ekonomisinin karakteristik özelliği istikrarsızlık sorunudur. Ekonomide yaşanan istikrarsızlık sorunu ile ilgili çalışmalar, çoğunlukla yanlış ekonomi politikalarını, popülist uygulamaları, mali disiplinsizlik sorununu vurgulamıştır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin paylaştıkları bu sorunların yanı sıra, finansal sistemin de

ekonomik istikrarsızlıklarda payının olup olmadığı önem taşıyan bir konudur. Özellikle 1980'lerin başından itibaren uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının gelişmiş ülkelere benzer bir finansal yapıyı yerleştirmeyi amaçladığı dikkate alındığında, Türkiye ekonomisinde de finansal sistemin olumlu işlevlerinin yanı sıra, istikrarsızlık yaratıcı boyutunun da olabileceği dikkate alınmalıdır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde Türkiye ekonomisini inceleyen sınırlı sayıda çalışma, 2000-2001 ekonomik krizlerini açıklamaya yönelik olarak yapılmıştır. Bu çalışmada ise amaçlanan, Türkiye ekonomisi açısından finansal sistemin ekonomik istikrarsızlık yaratabilecek potansiyelinin olup olmadığını ortaya koymak ve yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların açıklanmasında Minsky'nin yaklaşımının ne ölçüde yararlı olabileceğini göstermektir.

Çalışma, üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ekonomik dalgalanmaları açıklamaya yönelik konjonktür kuramları içsel ve dışsal kuramlar olarak incelenmiş, içsel kuramların arasında finansal istikrarsızlık hipotezinin yeri vurgulanmıştır. Bu yaklaşımın kuramsal temeli Minsky'nin yatırım kuramı olduğu için, Minsky'nin yatırım kuramı incelenmiş, bu kuramın nasıl bir konjonktür kuramına dönüştüğü ortaya konulmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin ekonominin kurumsal yapısı ile ilişkisi açıklanmıştır. Bu ilişkinin ortaya konması yine bu bölümde tartışılan ekonomi politikası önlemleri açısından önemli olmaktadır. Çünkü, özellikle finansal kırılganlık hipotezinin küresel boyutta geçerli olduğuna dair yorumlar, ekonomi politikalarının da bu boyutta düşünölmeye başlanmasını gerektirmektedir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, Türkiye ekonomisinde, 1987-2004 yılları arasında finansal sistem kaynaklı bir istikrarsızlık sorununun varlığı araştırılmıştır. Bunun için öncelikle, Türkiye ekonomisinde finansal sistemin yapısı ve sistemin 1980'li yıllarda geçirdiği dönüşüm ortaya konulmaya çalışılmıştır. Yapılan VAR analizi yardımıyla da, finansal sistemin ekonomik faaliyet düzeyini etkileme potansiyelinin varlığı incelenmiştir. Bunu ortaya koymak için, Türkiye ekonomisinde özel kesime açılan banka kredileri ile büyüme arasında ne boyutta bir ilişki olduğu, diğer bir ifade ile Minsky'nin iddia ettiği gibi, finansal sistemin ekonomik büyüme ya da daralma üzerinde etkili olup olmadığı sorusuna yanıt aranmış, bunun yanı sıra hipotezde ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde etkisi olduğu savunulan bütçe açığı ve reel faiz oranlarının da etkisi test edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

BİR KONJONKTÜR KURAMI OLARAK MINSKY’NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

Post Keynesyen bir yaklaşım olarak Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi, konjonktür tartışmalarına önemli bir katkıda bulunmuştur. İçsel bir konjonktür kuramı olarak nitelendirilen bu hipotezi açıklamak için, bu bölümde öncelikle konjonktür kuramlarının gelişimi içsel ve dışsal modeller bağlamında ele alınmış, ardından Minsky’nin hipotezini geliştirirken yararlandığı görüşlere değinilmiş ve son olarak finansal istikrarsızlık hipotezi ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

1. KONJONKTÜR KURAMLARININ GELİŞİMİ

Ekonomilerde yaşanan toplam çıktıdaki dalgalanmalar, konjonktürel dalgalanma olarak adlandırılır. Bu dalgalanmalar piyasa ekonomisinin kurumsallaştığı dönemle beraber ortaya çıkmışsa da, uzun süre bu alanda önemli incelemeler yapılmamıştır. Ancak ekonomik krizler kendisini göstermeye başladıkça kamuoyunun ve iktisatçıların ilgisi konjonktürel dalgalanmaları açıklamaya yönelmiştir. Önceleri klasik iktisatçılarca teknik değişim, spekülatif faaliyetler, savaş gibi dışsal unsurların konjonktürel dalgalanmalara neden olduğu varsayılmıştır. Ancak 1847 yılında yaşanan ekonomik kriz, bazı iktisatçılar için bu perspektifin değişmesine neden olmuş, konjonktürel dalgalanmaların nedeninin ekonominin yapısından da kaynaklanabileceği düşünölmeye

başlanmıştır.¹ Konjonktürel dalgalanmaların nedenlerine ilişkin bu görüş ayrımı günümüze kadar devam etmiştir. Örneğin, yapılan bir sınıflandırmaya göre içsel konjonktür modelleri, ekonomik istikrarsızlıkların ya da dalgalanmaların nedenini ekonominin kendi işleyişine, diğer bir ifadeyle ekonominin iç dinamiklerine dayandırmaktadır. Bu modellere göre, ekonomilerin kendi normal işleyişi ekonomik istikrarsızlık sorununu da beraberinde getirmektedir. Bu görüşün aksine, dışsal konjonktür modelleri ise, ekonomik istikrarsızlığın kaynağını, örneğin merkez bankasının para politikaları ya da teknolojik gelişmeler gibi ekonominin işleyişinden bağımsız unsurlara dayandırmaktadırlar. Böylesi bir sınıflamanın teknik bir ayırım olmanın ötesinde bir anlamı vardır. Buradaki sorun, ekonomilerin yapıları itibarıyla istikrarlı sistemler olup olmadığıdır. Eğer ekonomiler istikrarlı sistemlerse, yaşanan istikrarsızlıkların nedenini ekonominin dışında aramak gerekecektir. Öte yandan, içsel modellerde savunulduğu gibi, eğer istikrarsızlık sorunu ekonominin kendi doğasından kaynaklanıyorsa, bu durumda istikrarsızlık sorununa yönelik çözüm önerilerinin ekonomik sistemin işleyişini dikkate alması gerekecektir. Dolayısıyla bir ekonomide istikrarsızlık sorununun kaynağının içsel mi yoksa dışsal mı olduğu sorunu, istikrar politikaları hatta daha genel bir ifadeyle ekonomi politikalarının doğru bir şekilde hazırlanıp uygulanabilmesi için son derece önemli olmaktadır.

Konjonktürel dalgalanmalara ilişkin tartışmaların gelişimine bakıldığında, bu konuda yapılan öncü çalışmaların dışsal konjonktür modelleri olarak değerlendirilebileceği görülmektedir. Örneğin Jevons, konjonktürel dalgalanmaların güneş aktiviteleriyle olan bağlantısını savunmuş ve güneşin durumunun tahıl üretimini etkilemesi yoluyla konjonktürel dalgalanmalara yol açtığını iddia etmiştir.² Daha sonraları yapılan çalışmalarda dışsal konjonktür modellerinin yanı sıra içsel konjonktür modelleri de geliştirilmiş ise de, günümüzde yapılan tartışmaların daha çok dışsal modeller çevresinde olduğu gözlenmektedir. Bu yaklaşıma göre ekonomiler esasen istikrarlı bir şekilde büyümelerine devam edeceklerken, ekonomi dışı faktörlerin

¹ Michael Perelman, **The Natural Instability of Markets**, (New York: St. Martin's Press, 1999), s. 27

² William Stanley Jevons, "The Periodicity of Commercial Crises its Physical Explanation," **Readings in Business Cycles and National Income**, (Ed. Alvin Harvey Hansen, Richard Clamence, New York: Norton, 1953), s. 83

beklenmedik etkileri ekonomik dalgalanmalar yaratmakta, ancak ekonomi yine de dengeli büyüme trendine dönme eğiliminde olmaktadır. Bu dışsal faktörler arasında ekonomi politikalarına özellikle dikkat çekilmekte ve yaşanan sorunların sorumlusu olarak müdahaleci politikalar gösterilmektedir. Bu kuramlardan özellikle monetarist ve yeni klasik konjunktür kuramları ön plana çıkmaktadır. Monetarist konjunktür kuramının temeli Friedman ve Schwartz'ın 1963 yılında yayınladıkları çalışmalarına dayanmaktadır.³ Monetaristlere göre bir ekonomide para arzındaki değişimler nominal gelirdeki değişimlerin başlıca belirleyicisidir. Dolayısıyla para arzının artış oranı yeterince uzun bir süre boyunca düşük olursa ekonomide durgunluk, bu oran negatif olursa ekonomide depresyon olabilecektir.⁴ Para arzının bu etkisi, varlıkların nisbi fiyatlarını ya da getirilerini değiştirmesi nedeniyle, yeni ve eski portföyler arasında farklılık yaratması ve ekonomideki birimlerin de bu farklılığı giderici davranışlarda bulunmasına dayanmaktadır. Para arzındaki artışın ekonomik birimlerin davranışları üzerindeki bu uyarıcı etkisi, yalnızca varlık piyasalarıyla sınırlı kalmayacak, mal piyasalarını, hizmetler sektörünü ve yatırımları da kapsayacaktır. Fiyatlar, yatırımlar ve gelir artarken faiz oranları da yükselecektir.

Yeni klasik iktisadın konjunktür kuramları ise Lucas'ın öncü çalışmalarına dayanmaktadır. Lucas'ın eksik bilgi kuramı adıyla da bilinen bu yaklaşımda rasyonel beklentiler, piyasa temizlenmesi ve eksik enformasyon varsayımları kabul edilmiştir.⁵ Bu varsayımlar altında örneğin, bir seferlik rassal bir parasal şok ekonomideki birimlerin genel fiyat değişimlerini, görece fiyat değişimleriyle karıştırmasına neden olacak ve bunun sonucu olarak toplam çıktıda dalgalanmalar olacaktır. Eğer dışsal şoklar süreklilik gösterirlerse, ekonominin arz yönündeki bu dalgalanmalar devam edecektir. Eksik bilgi kuramına göre, konjunktürel dalgalanmaların önüne geçmek için para arzı da istikrarlı olmalıdır. Bu sayede ekonomik birimler görece fiyatlardaki bir artış ile genel fiyatlar düzeyindeki bir artışı karıştırmayacaklar ve böylelikle toplam çıktı istikrarlı

³ Milton Friedman ve A. J. Schwartz, **A Monetary History of the United States, 1867-1960**, (Princeton: Princeton University Press for NBER), 1962.

⁴ Victor Zarnowitz, **Business Cycles**, (London: The University of Chicago Press, 1992), s. 47.

⁵ Robert Lucas, "Understanding Business Cycles" **Studies in Business Cycles Theory**, (Ed. Robert Lucas, Cambridge: MIT Press, 1983), s. 215.

olacaktır. Bu yönüyle bu kuram, çıkış noktaları farklı olsa da monetarist iktisat ile para politikasının istikrarına verilen önem konusunda uzlaşmaktadır.

Yeni klasik iktisatçılara ait bir diğer konjunktür kuramı, reel konjunktür kuramıdır. Bu kuram konjunktürel dalgalanmaları, ekonominin yalnızca arz yönünü dikkate alarak açıklamakta ve parasal değişkenler üzerinde durmamaktadır. Kurama göre toplam faktör verimliliği düzeyindeki dalgalanmalar, ekonomide etkin kaynak dağılımını sağlayana kadar üretim faktörleri tahsisi üzerinde etkili olacaktır.⁶ Reel konjunktür kuramı, hane halklarının dönemler arası faydayı maksimize etmeye çalıştıklarını, firmaların ise kâr maksimizasyonu peşinde olduklarını savunmaktadır. Bu varsayım altında piyasa dengesi sağlanmakta ve devlet müdahalesine gerek kalmamaktadır. Gözlenen konjunktürel dalgalanmalar da ekonominin etkinliğinin sağlanması çabalarının sonucudur.

Yeni klasik iktisat okulu çerçevesinde değerlendirilen bir diğer kuram ise sektörel değişim kuramıdır. Bu kurama göre ekonominin farklı sektörlerinde üretilen mal ve hizmetlerin bileşimindeki değişme, çıktıda geçici bir azalmaya ve işsizlikte artışa yol açar. Bunun nedeni, daralan sektörlerde işten çıkartılan işçilerin genişleyen sektörlerde iş bulmasının zaman almasıdır.⁷

Yukarıda değinilen ve Jevons ile başlayarak günümüze kadar devam eden tartışmalar, iktisatçıların konjunktürel dalgalanmalara karşı dışsal nedenler aramalarına örnek olmaktadır. Bununla beraber içsel konjunktür modelleri de uzun bir geçmişe dayanmaktadır. Örneğin, Sismondi, Marx gibi bazı yazarlar tarafından ekonomik dalgalanmaların ve krizlerin ekonomik sistem tarafından üretildiği savunulmuştur. Sismondi öncü çalışmalarında gelir dağılımı, talep yetersizliği ve ekonomik dalgalanmalar arasında bağlantı kurmuştur.⁸ Buna göre işçiler kendi ürettiklerinin

⁶ Charles Plosser, "Understanding Real Business Cycles", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 3, No. 3, (Summer 1989), s. 51.

⁷ David Lilien, "Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment," **The Journal of Political Economy**, Vol. 90, No. 4, (August 1982), s. 777.

⁸ Bernard Rosier, **İktisadi Kriz Kuramları**, (İstanbul: İletişim Yayınları, 1991), s.31

yalnızca bir kısmını ücret olarak almaktadırlar. Dolayısıyla üretilen malların bir kısmına yönelik talep olmamaktadır. Sermaye malları sahipleri bu durumu telafi edecek kadar tüketim yapmayacakları için, örneğin, bir ekonomik genişleme durumunda artan üretimle beraber tüketim de aynı oranda artmayabilecektir. Bunun sonucu ise, kendini ekonomik dengesizlik ve daralma olarak gösterecektir. Oysa böylesi bir yaklaşım, klasik iktisatçıların talep hakkında ortaya attıkları görüşlerden oldukça farklıdır. Bilindiği gibi Jean Baptise Say'in savunduğu "Mahreçler Kanunu"na göre her arz kendi talebini yaratmaktadır. Oysa Sismondi, bunun her zaman böyle olmayabileceğini, yetersiz talep sorununun ise ekonomik krizlere neden olabileceğini göstermiştir.

Klasik iktisatçılar arasında ekonomik dalgalanmalar sorununu içsel konjonktür kuramı çerçevesinde inceleyen bir diğer isim, bu konudaki görüşleri ileride daha ayrıntılı incelenecek olan Karl Marx'dır. Marx da ekonomik dalgalanmaları Sismondi gibi talep yetersizliğine bağlı olarak değerlendirmiştir. Marx'a göre işçiler ürettiklerinden daha düşük bir ücret almaktadırlar. Bu fark, Marx tarafından "artık değer" olarak isimlendirilmekte ve artık değer varlığı işgücünün yaptığı tüketimin üretimin altında kalmasına neden olmaktadır. Eğer kimi sektörlerde yüksek kâr olanağı varsa, sermaye sahipleri bu alanlarda yatırım yapacaklar, üretim artışı yaşanacak ancak işgücünün geliri ve dolayısıyla talebi sınırlı olacağı için bir üretim fazlası oluşacak ve böylece bir ekonomik genişleme aşamasını bir kriz ve daralma aşaması takip edecektir. Görüldüğü gibi, Marx böylelikle Sismondi'nin talep yetersizliği ile ilgili olarak ortaya koyduğu sonuçları daha ayrıntılı ve sistematik bir şekilde incelemiş ve ekonomik dalgalanmaların tesadüfi değil, ekonominin yapısına bağlı olduğu sonucuna varmıştır.

Diğer iktisatçıların içsel konjonktür kuramı olarak değerlendirilebilecek çalışmalarının bu derece sistematik olmadığı görülmektedir. Bu iktisatçıların bir kısmı konjonktürel dalgalanmaları para arzındaki düzensizliklerle açıklarken, bir kısmı da yatırımların düzensizliklerinin etkileri üzerinde durmuşlardır. Örneğin, Hawtrey konjonktürel dalgalanmaları parasal düzensizliklere bağlamıştır. Ona göre, altın standardı uygulandığı varsayımı altında, para arzındaki düzensizlik faiz oranlarına

yansıyacak, bu da enflasyonist ya da deflasyonist dalgalanmalar yaratacaktır.⁹ Yatırımların önemini vurgulayan iktisatçılar arasında ise Tugan-Baranovski, Aftalion ve Clark bulunmaktadır.¹⁰ Bu iktisatçılardan Baranovski'ye göre ekonominin genişleme aşamasında yatırımları finanse etme açısından tasarruflar yetersiz kalmakta, bu durum da yatırımları kısıtlamakta ve genişleme aşamasını durdurmaktadır. Aftalion, yatırım malı siparişi ile bu malların üretiminin tamamlanması arasındaki gecikmenin etkilerini vurgulamıştır. Ona göre, genişleme döneminde yatırımların tamamlanması zaman alacağından, üretken kapasite talepteki artışa hemen yanıt verememektedir. Yatırımlar tamamlandığında ise üretimde fazla kapasite olabilecektir. Yatırımların konjonktürel dalgalanmalara etkisi konusunda bir diğer katkı ise Clark tarafından geliştirilmiştir. Clark, girişimcinin yatırım malına olan talebinin kendi ürettiği mallara olan talebe bağlı olduğunu ifade etmiştir. Buna göre, yatırımcının ürettiği mala ilişkin talep değiştikçe, yatırım malı talebi de değişecektir. Tüketimdeki dalgalanmalar yatırım malı sanayi için de önemli olmaktadır.¹¹

İçsel konjonktür kuramları konusunda önemli katkılarda bulunan diğer iktisatçılar ise Schumpeter, Hayek ve Keynes'dir. Schumpeter, ekonominin kendi işleyişinden doğan teknolojik yenilikler ve yeni piyasaların bulunması gibi gelişmelere bağlı olan bir konjonktür modeli ortaya koymuştur. Buna göre, ekonomideki yenilikler banka kredilerinin de yardımıyla yatırım patlamasına neden olabilmektedirler. Yatırım döneminin ardından bir yeniden yapılanma dönemi gelecek, ancak ekonomide yenilikler bitmeyeceği için bu düzensizlikler sürekli gözlenecektir.¹²

Hayek, banka kredilerinin düzensiz arzını konjonktürel dalgalanmaların ana nedeni olarak görmektedir. Banka kredilerindeki düzensizlikler, doğal faiz oranı ile

⁹ Ralph George Hawtrey, "The Monetary Theory of the Trade Cycle and its Statical Test," **Readings in Business Cycles and National Income**, (Ed. Alvin Harvey Hansen, Richard Clamence, New York: Norton, 1953), s.139

¹⁰ Rosier, **a.g.e.**, s.35

¹¹ Rosier, **a.g.e.**, s.37. Ayrıca bkz. John Maurice Clark, "Business Acceraletion and the Law of Demand: A Technical Factor in Economic Cycles", **Readings in Business Cycle Theory**, (Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin, 1951), s.235

¹² Joseph Schumpeter, "The Analysis of Economic Change", **Readings in Business Cycle Theory**, (Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin, 1951), s.1.

piyasa faiz oranları arasında sapmalara neden olmakta ve bu durum da yatırımlarda dengesizlikle sonuçlanmaktadır.¹³

Keynes'in konjonktür kuramlarına başlıca katkısı ise, yatırımların, toplam talep üzerindeki etkisini göstermesidir. Toplam talep üzerinde etkili olan yatırımlar da sermayenin marjinal etkinliğine bağlı olarak belirlenecektir. Keynes bir konjonktür kuramı ortaya koymamış, ancak kendisini izleyen iktisatçıların dinamik ve uzun dönemli analizler yapmaları için uygun bir kuramsal çerçeve sağlamıştır. Örneğin, bu iktisatçılardan Kaldor, yatırımların toplam talep ve tasarruflar üzerindeki uzun vadeli etkisini incelemiş ve ex-ante ve ex-post tasarruf ve yatırım miktarları arasındaki uyumsuzluğun konjonktürel dalgalanmalara neden olduğunu savunmuştur.¹⁴ Keynesyen çerçeve içinde bir başka konjonktür kuramı ise Samuelson tarafından gerçekleştirilmiştir. Samuelson yatırımların bir taraftan çarpan sayesinde toplam talebi arttırdığını, ancak yatırımların kendisinin de toplam talepteki değişmelere karşı hassas olması nedeniyle yatırımlar ve toplam talep arasında karşılıklı bir etkileşim olduğunu ve bunun da konjonktürel dalgalanmalarla sonuçlandığını savunmuştur.¹⁵

Keynes'in öğretilerini temel alan, ancak ekonominin kurumsal yapısını ve tarihsel zamanı da ihmal etmeden, kimi zaman klasik iktisat geleneğinden de etkilenecek ekonomik dinamikleri analiz eden post Keynesyen iktisatçılar ise, konjonktürel dalgalanmaların ekonominin kendi yapısından kaynaklandığını savunmaktadırlar. Post Keynesyen bir iktisatçı olarak değerlendirilen Hyman Minsky'nin literatürde finansal istikrarsızlık hipotezi olarak bilinen ve aşağıda ayrıntılı olarak ele alınacak olan bu hipotezi de içsel konjonktür kuramları içinde sınıflandırılmaktadır. Ancak bu hipotezin ayrıntılarını açıklamadan önce, hipotezin

¹³ Friederich A. Hayek, "Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestments", **Readings in Business Cycle Theory**, (Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin, 1951), s. 350

¹⁴ Nicholas Kaldor, "A Model of the Trade Cycle", **Readings in Business Cycles and National Income**, (Ed. Alvin Harvey Hansen, Richard Clamence, New York: Norton, 1953), s. 83 s.315.

¹⁵ Paul Samuelson, "Interactions Between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration," **Readings in Business Cycle Theory**, (Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin 1951), s.261

tarihsel kökenlerini ortaya koymak açısından, çeşitli iktisatçıların hipoteze temel oluşturan görüşlerini incelemek yararlı olacaktır.

2. MİNSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TARİHSEL KÖKENLERİ

Ekonomik analizde, ortaya atılan görüşlerin aslında geçmişte başka yazarlarca dile getirilmiş olması sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Örneğin, monetarizmin temel yaklaşımları çok daha önceleri David Hume tarafından ifade edilmiş, Barro'nun devlet borçlanması ile finanse edilen bütçe açıklarının toplam talep üzerinde etkisizliği ile ilgili yaklaşımı ise, Ricardo tarafından savunulmuştur. Bu çalışmada ele alınan Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde ifade edilen kimi görüşler de daha önce başka iktisatçılarınca tartışılmıştır. Özellikle Minsky'nin konjonktür kuramının temelini oluşturan ve ileride ayrıntılı olarak açıklanacak olan, bir ekonomide ikili fiyat düzeyinin varlığına ilişkin görüşü, Marx, Fisher ve Keynes tarafından da ifade edilmiştir. İkili fiyat düzeyi analizi Marx'da felsefi bir temele sahipken, diğer yazarlarda neo klasik anlayışa daha uygundur. Bunun yanı sıra Fisher'in borç-deflasyon yaklaşımı, Keynes'in yatırım kuramı, Kalecki'nin artan risk prensibi ve bütçe açıklarının toplam kârlara olan etkileri hakkındaki görüşleri de Minsky'nin finansal istikrarsızlık tezinin diğer dayanak noktaları olmaktadır. Minsky'nin bu çalışmasının önemi ise, bu unsurları ekonomik istikrarsızlıklara özgün bir bakış getirecek şekilde sentezlemesidir. Aşağıda, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin temelini oluşturan bu görüşler genel olarak incelenecektir.

2.1. Marx'ın İkili Fiyat Düzeyi Analizi

İkili fiyat düzeyi kavramı, bir ekonomide farklı iki sınıf malın fiyatlarının birbirinden bağımsız bir şekilde belirlenmesi ya da farklı iki fiyat sisteminin var olduğu anlamında kullanılmaktadır. Örneğin, bir ekonomide yatırım malları fiyatları ile tüketim malları fiyatları farklı iki kategori oluştururlar ve bu malların fiyatları aynı ekonomik dinamikler tarafından aynı yönde belirlenmiyorsa, yatırım ve tüketim malları için ikili fiyat düzeyini geçerli olduğundan bahsedilebilir. Eğer tüketim mallarının fiyat düzeyi, yatırım mallarının fiyat düzeyine oranla daha yüksek ise, bu durumun, girişimcileri yatırım yaparak kâr elde etme yönünde uyaracağı açıktır. İşte girişimcilerin

bu davranışları, Minsky'nin hipotezinde ekonomik genişleme sürecini başlatan unsurdur.

Bir ekonomide ikili fiyat düzeyinin varlığına ve bunun sonuçlarına ilk dikkat çeken yazar Karl Marx'dır. Ancak Marx'ın analizlerinde bu olgu, ikili fiyat düzeyi olarak açıkça adlandırılmamıştır. Marx'ın ikili fiyat düzeyi analizi, esasen iktisadi değil, felsefi bir temele sahiptir. Marx, analizlerinde, Hegel'in diyalektik yöntemini kullanmıştır. Diyalektik sosyal analize göre, toplum, toplumda varolan birimlerin (insanlar, mallar vs.) yalnızca belli bir unsuruyla ilgilenmekte ve o birimin diğer unsurlarını arka plana atmaktadır. Ancak öte yandan, bu söz konusu birimler kendilerini oluşturan tüm unsurlarla birlikte bir bütündürler ve tüm unsurları birlikte olmadan varolamazlar. Örneğin, kapitalist toplumlarda işçiler sadece emek güçleri açısından değerlendirilmekte, onların bir üretim faktöründen öte bir insan olduğu ve dolayısıyla başka unsurlara da sahip olacakları gerçeği dikkate alınmamaktadır. Oysa birimlerin dikkate alınmayan, arka plana atılan unsurları ile ön planda değerlendirilen unsurları arasında gerilim doğması kaçınılmazdır. Bu gerilim ise toplumu değiştirebilir.¹⁶

Marx'ın bu yaklaşımı ekonomiye uyarlaması biraz dolaylıdır. Bu felsefeden hareketle, örneğin, değer kavramını ele alan Marx, değeri, değişim değeri ve kullanım değerinin bir bileşimi olarak tanımlamıştır. Oysa kapitalist toplumlarda değişim değeri ön plana alınarak kullanım değeri arka plana atılmıştır. Diyalektik analize göre bu iki değer arasında gerilim doğmaktadır. Marx, varlıkların fiyatlaması da dahil olmak üzere, birçok ekonomik sorunu bu diyalektik yönetime başvurarak açıklamıştır. Örneğin, malların kendi içlerinde de bir diyalektik gerilim vardır ve bu gerilim malların fiyatlamalarına yansımaktadır. Malların fiyatlandırılması açısından standart ve standart olmayan mallar ayırımına ulaşmak mümkündür. Bilindiği gibi, mallar kâr elde etmek için üretilir ve piyasada alınıp satılırlar. Bu tür mallar standart malları oluşturmaktadır. Bununla beraber, kimi birimlerde hem mal olma hem de mal olmama özelliği aynı anda var olabilmektedir. Bu durumda da böyle bir birim için mal olma/mal olmama

¹⁶ Steve Keen, **Fisher's Debt Deflation Theory of Great Depressions**, <http://www.debunking-economics.com/DebtDeflation/04DebtDeflation.ppt>, (11.06.2005 tarihli internet sayfası.)

diyalektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tür mallar da standart olmayan mallar olmaktadır. Para, işgücü, sermaye malları ya da sermaye teçhizatı standart olmayan mallara örnek olarak verilebilir. Standart malların fiyatları değişim değeri (üretim maliyeti) tarafından belirlenirken, standart olmayan malların fiyatları kısmen de olsa kullanım değeri tarafından belirlenmektedir. İşgücünü bu açıdan incelediğimizde, işgücünün üretici yanı açısından mal nitelikli bir birim olduğu görülürken, diğer yandan onun insan olma niteliği, işgücünü bir mal olarak sınıflandırmamızı engellemektedir. Oysa kapitalizm onun mal olma yönünü ön plana çıkartırken, insan olma boyutunu arka plana atmaktadır.¹⁷ Buradan doğan gerilim, işgücünün mal olma yönünü vurgulayan minimum ücretin üzerinde gelir elde etme çabalarını beraberinde getirmektedir. Aynı şekilde işçiye ödenen ücret, işgücünün değişim değerini yansıtırken, bu ücreti ona ödeyenler, işgücünü kullanım değeri için talep etmektedirler. Değişim değeri ile kullanım değeri arasındaki bu fark, Marx'ın analizini daha da ileriye götürmesine olanak sağlayan "artık değer" olarak tanımlanmıştır.

Benzer bir açıklama para için de yapılabilir. Piyasalarda değişime konu olan ve bizzat bu amaçla üretilen para, bu yönüyle mal niteliği göstermekte ancak, para diğer mallar ile üretilmemesi nedeniyle de mal özelliği taşımamaktadır. Bu durumda ise paranın fiyatlandırılmasının nasıl olduğu sorusu akıllara gelmektedir. Marx'a göre bir malı satın alan kişi esasında o malın kullanım değerini satın almaktadır. Para örneğine baktığımızda, parayı satın alan (borçlanan) kişi, faiz ödemesi yapmaktadır. Bu faiz ödemesi ise paranın kullanım değerine bağlıdır. Para örneğinde, paranın kullanım değeri ise paranın kâr getirme potansiyeli ile ilgilidir. Dolayısıyla denilebilir ki, faizi esas belirleyen unsur ödünç alınan paranın kâr yaratma potansiyelidir.¹⁸

İşgücü ve para dışında, standart olmayan mallara örnek olarak, sermaye malları veya sermaye teçhizatı gösterilebilir. Bunlardan sermaye mallarının fiyatı spekülâtif olup, fiyatı ekonomik konjoktüre göre değişmektedir. Sermaye mallarının kâr

¹⁷ Karl Marx, **Capital: A Critical Analysis of Capitalist Production Volume I**, (Moscow: Foreign Languages Publishing House, 1961), s 167.

¹⁸ Karl Marx, **Capital: A Critique of Political Economy Vol III**, (Moscow: Foreign Languages Publishing House, 1957), s. 346- 348.

sağlaması da konjonktürle yakından ilişkili olduğu için, bunların fiyatı konjonktürle birlikte değişmektedir. Buna bağlı olarak Marx ikili fiyat düzeyini analizini ortaya koymuştur. Buna göre bir ekonomide fiyatları maliyetler tarafından belirlenen standart mallar ve fiyatları konjonktüre dayalı olan standart olmayan mallar olmak üzere iki tür mal vardır. Burada ikili fiyat düzeyini analizi açısından, sermaye mallarının ve sermaye teçhizatının fiyatının konjonktüre bağlı olarak değişmesi önemlidir.

Minsky'nin konjonktür kuramının temeli olan yatırım kuramı incelenirken ayrıntılı olarak ifade edileceği gibi, Minsky'ye göre ikili fiyat düzeyinin varlığı, girişimcileri yatırıma teşvik eden başlıca etkendir. Minsky'de Marx gibi sermaye mallarının fiyatlarının konjonktüre ve kâr beklentilerine bağlı olduğunu savunmuştur. Bu yönüyle Marx'ın ikili fiyat düzeyini analizi, Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezi için bir mikro temel oluşturmaktadır.¹⁹

2.2. Fisher'in Borç-Deflasyon Kuramı

Minsky'nin finansal istikrarsızlık tezindeki ekonomik konjonktürün gelişimine bakıldığında, benzer bir çerçevenin daha önce Fisher tarafından da çizilmiş olduğu görülmektedir. Fisher özellikle Büyük Bunalım'dan esinlenerek yazdığı klasikleşen makalesinde, borçlanmanın nasıl deflasyona yol açtığı ve bu iki olgunun ekonomiyi hangi şekilde bunalıma sürüklediğini tartışmıştır.²⁰

Fisher'e göre bir ekonomiyi bunalıma, çöküşe sürükleyen bir çok unsur bulunmaktadır. Bu unsurlar, birbiriyle etkileşime girerek, birbirinin etkilerini arttırarak ya da dengeleyerek, ekonomik bunalımda farklı ağırlıklara sahip olabilirler. Fisher makalesinde öncelikle bu olası unsurları örneklemiştir. Bunlar arasında aşırı üretim, yetersiz tüketim, endüstriyel ve tarımsal fiyatlar arasındaki uyumsuzluk, aşırı güven havası, aşırı yatırım, aşırı tasarruf, aşırı harcama, yatırımlarla tasarruflar arasındaki

¹⁹ Steve Keen, "Minsky's Thesis: Keynesian or Marxian?," **Financial Keynesianism and Market Instability: the Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume I**, (Ed. Riccardo Bellofiore, ve Piero Ferri, Cheltenham: Edward Elgar, 2000), s. 116.

²⁰ Irving Fisher, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," **Works of Irving Fisher: Volume 10**, (Ed. William J. Barber, London: Picketing & Chatto, 1997), s. 323-336.

dengelesizlikler ilk akla gelen unsurlardır. Ancak Fisher'e göre, bir ekonomide görülebilecek olan aşırı daralmalarda, yukarıda sayılan unsurların rolleri ikincil derecede öneme sahip olacaktır. Bu tür bunalımları hazırlayan temel nedenler ise aşırı borçlanma ve hemen ardından gelen deflasyondur. Diğer ikincil öneme sahip unsurlar ise, bu iki temel nedenle etkileşime girerek deflasyon sorununun daha çok büyümesine neden olmaktadır. Bu yüzden Fisher, örneğin, aşırı yatırımı ya da aşırı spekülasyonu önemsiz görmemekle beraber, bunların eğer ödünç alınmış parayla yapılmıyorsa, daha az tehlikeli olduklarını savunmaktadır. Aynı durum aşırı güven için de geçerlidir. Aşırı güven, insanları aşırı borçlanmaya yönlendirmediği sürece önemli bir sorun değildir. Bir başka sorun olan endüstri kesimiyle tarım kesimi arasındaki fiyat dengesizliği de, fiyatlardaki bozulmaların bir sonucu olarak değerlendirilebilir.²¹

Fisher aşırı borçlanmanın deflasyonla birleşerek nasıl bir ekonomik bunalım yarattığını açıklarken, başlangıçta ekonomide yalnızca aşırı borçlanmanın var olduğunu, fiyatlar genel düzeyinde önemli bir değişme eğiliminin bulunmadığını varsaymıştır. Ekonomi nisbi bir istikrar içindeyken, borçlu ve alacaklılar aşırı borçlanmanın farkına vardıklarında, bu durumdan tedirgin olacaklardır. Ardından borçluların borçlarını ödeyerek eski mali durumlarına geri dönme çabaları görülecektir. Bütün borçluların aynı anda bankalara olan borçlarını azaltmaya çabalamaları, ekonomideki banka parasının azalmasına neden olacak ve paranın dolaşım hızını azaltacaktır. Para hacminin azalması ve paranın dolaşım hızının düşmesi, fiyatlar genel düzeyinde de bir düşme yaratacaktır. Bu noktada aşırı borçlanma, deflasyon olgusuyla birleşmektedir. Fiyatlar genel düzeyindeki bu düşüş eğilimi, deflasyonu önleyici politika ile durdurulmazsa, işletmelerin net değerlerinde düşmeler ve beraberinde iflaslar görülecektir. Kârların düşmesi ise, kapitalist yani kâr merkezli bir toplumda, çıktıda, ticaret hacminde ve istihdamda düşüslere neden olacaktır. Bu da, ekonomik kayıplar, iflaslar ve artan işsizlik, toplumda karamsarlığı ve güven kaybını beraberinde getirecektir. Böyle bir ortamda insanlar ellerinde daha fazla para tutma eğiliminde olacaklar ve bu da paranın dolaşım hızını daha da yavaşlatacaktır. Tüm bu gelişmeler faiz oranlarında değişmelere

²¹ Fisher, **a.g.e.**, s. 327.

neden olacak, nominal faiz oranlarında düşüşler görülürken, reel faiz oranları artacaktır.²²

Ayrıca borcun neden olduğu deflasyon, tekrar borç üzerinde etkili olacaktır. Enflasyonun paranın satın alma gücünü aşındırması yüzünden, borçluların lehine alacaklıların aleyhine bir ekonomik ortam yaratması gibi, deflasyon da, tam tersine, paranın satın alma gücünü arttırarak, borçlunun aleyhine, alacaklının lehine olan bir ortam yaratmaktadır. Diğer bir ifadeyle, deflasyonist bir ortamda, ödenmemiş olan her bir birim borcun değeri büyümektedir. Eğer bir ekonomide aşırı borçlanma yeteri kadar büyükse, borçların ödenmesi, borç ödemelerinin neden olduğu fiyatlar genel düzeyindeki düşüşler kadar hızlı olmayacaktır. Bir taraftan borçlar ödenirken, bir taraftan da eldeki borçların gerçek değeri gittikçe artacaktır. Bunun altındaki temel neden, kitlelerin panik halinde beraber hareket ederek ellerindeki borcu azaltmaya çalışmalarıdır. Bu çabaları, paradoksal olarak, ellerindeki borcu arttıracaktır. Fisher bu durumu bir kayığın gittikçe yan yatmasına ve sonuçta batmasına benzetmektedir. Eğer aşırı borçlanma yeteri kadar büyük değilse, ekonomi denge noktasına doğru yönelebilecektir. Yine Fisher'in kayık benzetmesine göre, bu durum kayığın bir iki kere yalpaladıktan sonra kendi kendisini dengelemesine benzemektedir. Fisher yukarıda açıklanan süreci mantıksal olarak nitelendirirken, gerçek hayatta gözlenebilecek olan bunalımların gelişiminin bu mantıksal sıralamadan bir parça farklı olabileceğini kabul etmektedir. Fisher yukarıda mantıksal olarak betimlenen süreci ortaya koyduktan sonra, 1929 yılında ortaya çıkan Büyük Bunalım'ı bu çerçevede değerlendirmeye çalışmıştır. Büyük Bunalım'ın başlangıcında ABD ekonomisinde aşırı borçlanma olgusunu tespit eden ve bunalımı buna bağlayan Fisher, ortaya koyduğu kuramsal çerçevede, aşırı borçlanmanın neden ortaya çıktığını tartışmamaktadır. Yine de kısaca bu konuya değinen Fisher, aşırı borçlanmanın öncelikle görece bir kavram olduğunu ve diğer ekonomik büyüklüklere oranla tespit edilebileceğini, ayrıca aşırı borçlanmanın tek

²² Fisher, **a.g.e.**, s. 328.

boyutlu bir büyüklük olmayıp, aşırı borçlanmanın yalnızca borçlanılan dolar cinsinden ifade edilemeyeceğini kaydetmiştir.²³

Fisher sözü edilen bu çalışmasında aşırı borçlanmanın nedeni üzerinde durmasa da, yazarın başka çalışmalarında bu konuda ipuçları yakalamak mümkündür.²⁴ Fisher, faiz oranıyla ifade edilen varlık fiyatlarına oranla, tüketim malı fiyatlarındaki artışı, parasal büyümeyle bağlamıştır. Daha yüksek fiyatlar, planlanmış yatırımların daha fazla kâr getirmesi anlamına geldiği için, bankalardan borç alarak yatırım yapmak cazip olacaktır. Ekonomide bu borçlanarak yatırım yapma eğilimi, artan borç talebi yüzünden artan faiz oranlarının bu eğilimi durduracağı noktaya kadar devam edecektir.²⁵ Fisher çalışmalarında deflasyona karşı reflasyona gidilmesi gerekliliği gibi önemli makro ekonomik tespitler yapmışsa da, bunlar Keynes'in Genel Kuramı'nın gölgesinde kalmış, Fisher'in yaklaşımını revize edip tekrar dikkatlere sunan ise Minsky olmuştur.²⁶

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde, yukarıda bahsedilen varlık fiyatları ile tüketim mallarının fiyatları arasındaki farklılık, yani ikili fiyat düzeyinin varlığı ve bu farklılığın harekete geçirdiği borçlanarak yatırım yapma eğilimi, ekonomilerin niçin istikrarsız olduklarını açıklamakta kullanılmıştır. Bununla birlikte Minsky Fisher'den farklı olarak günümüzde bir ekonomideki borçlanma eğiliminin, devletin genişletici politikaları nedeniyle bir deflasyonla sonuçlanmayacağını ifade etmektedir.

2.3. Keynes'de Finansman Yatırım İlişkisi

Bilindiği gibi, Keynes'in Genel Kuramı'nda yatırımların ekonomideki etkilerine ilişkin olarak o dönem için yeni görüşler ortaya konulmuştur. Bu bağlamda Keynes ilk olarak, yatırımların uzun vadeli, toplam arzı arttıran etkilerinin yanı sıra; kısa vadeli, toplam talebi uyarıcı etkisinin de olduğuna dikkat çekmiş, ikinci olarak yatırımların,

²³ Fisher, **a.g.e.**, s. 331.

²⁴ Irving Fisher, "The Rate of Interest", **The Works of Irving Fisher: Volume 3**, (Ed. William J. Barber, London: Picketing & Chatto, vol. 3, 1997), s. 9.

²⁵ Eric Nasic, **Finance, Investment and Economic Fluctuations**, (Chelham: Edward Elgar, 2000), s. 15

²⁶ Steve Keen. <http://www.debunking-economics.com/DebtDeflation/04DebtDeflation.ppt> (11.06.2005 tarihli internet sayfası.)

özellikle teknolojik şartlarla ilişkili olduğunu savunan geleneksel görüşlerin yerine; yatırımların belirsizlik, finansal ve parasal koşullar gibi temel belirleyicileri olduğunu savunmuştur.²⁷ Keynes'in yatırım kuramı temelde, iktisat bilimine kazandırdığı sermayenin marjinal etkinliği kavramına dayanmaktadır. Keynes, sermayenin marjinal etkinliğini, sermaye malından ömür boyunca beklenen hasılanın şimdiki değerini, o malın arz fiyatına eşitleyecek iskonto oranı olarak tanımlamıştır.²⁸ Buna göre, yatırım kararı, sermayenin marjinal etkinliği ile faiz oranı arasındaki ilişkiye bağlıdır: sermayenin marjinal etkinliği, paranın alternatif kullanma alanı olan cari faiz oranlarından yüksek olduğu sürece yatırım yapılacaktır.

Sermayenin marjinal etkinliği ve faizler arasındaki ilişki ise, daha önce bahsedilen ikili fiyat düzeyi analizinin Keynesyen çerçeve içinde de ele alınmasına olanak vermektedir. Yatırım malları fiyatları ile finansal varlıkların fiyatlarının belirlenmesi ayrı dinamiklere sahiptir. Yatırım mallarının fiyatları, o malların üretim maliyetleri tarafından belirlenirken; faiz oranları ya da borcun fiyatı, yine Keynes'in iktisada yaptığı bir başka katkı olan likidite tercihi tarafından belirlenecektir.²⁹ Bu kavramlar beklenti ve belirsizliklerin yatırım kuramına katılmasına olanak vermektedir. Örneğin, sermayenin marjinal etkinliği kavramı, belirsizliğin hesaplanabileceğini düşündürtse de, aslında Keynes'in de iddia ettiği gibi, belirsizliği hesaplamak mümkün değildir.³⁰ Belirsizlik hesaplanamıyorsa, yatırımcıların gelecek hakkındaki beklentileri belirsiz olacak, bu belirsizlik yatırım malları fiyatlarına yansıtacaktır. Buna bağlı olarak yatırım malları fiyatları ani ve şiddetli değişimler gösterebilecek ve yatırımların miktarlarında da benzer şiddette bir değişim ortaya çıkabilecektir.³¹

²⁷ Nasica, **a.g.e.**, s. 14.

²⁸ John M. Keynes, **The General Theory of Employment Interest and Money**, (New York: Harcourt, Brace and Company, 1936), s. 135.

²⁹ Keynes, **a.g.e.**, s. 166-168.

³⁰ John M. Keynes, "Defense and Development," **Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. **XIV**, 1973 s. 113, Tony Lawson, "Uncertainty and Economic Analysis," **The Economic Journal**, (December 1985), s. 914'deki alıntı.

³¹ Steve Keen. <http://www.debunking-economics.com/DebtDeflation/04DebtDeflation.ppt> (11.06.2005 tarihli internet sayfası.)

Anlaşılmaktadır ki, Keynes'in yatırım kuramına göre, yatırım kararları, sermayenin marjinal etkinliği ile likidite tercihi arasındaki ilişkilere bağlı olarak verilmektedir. Diğer bir ifadeyle, yatırım kararı, yatırım mallarının arz fiyatı ile talep fiyatı arasındaki ilişkiye bağlı olarak da gerçekleşmektedir. Yatırım mallarının arz fiyatı, yukarıda belirtildiği gibi, bu malların üretim maliyetlerine bağlıdır. Yatırım mallarının talep fiyatı ise, beklenen getiri, fiyatlardaki değişimler ve likidite tercihi tarafından belirlenir. Bu dinamiklerin işleyişlerine baktığımızda, malların beklenen satışları ya da bu satışlardan beklenen kârlar yatırım malının talebini belirlemektedir. Bu da, yatırım malının şimdiki değerinin, gelecekteki gelirlerin cari faiz oranıyla iskonto edilerek bulunması için gereklidir. Örneğin, ekonomideki bireylerin likidite tercihlerinin değişmesi ve finansal araçlar yerine elde daha fazla likit tutulmasının istenmesi nedeniyle varlıkların parasal değerlerinin düşmesi, faiz oranlarının artmasına neden olacaktır. Artan faiz oranları, beklenen kârların iskontolu oranlarını azaltırken, ekonomideki beklentilerin kötüleşmesini beraberinde getirecek ve ekonominin genel olarak yatırım yapma eğilimini azaltacaktır.³² Bu ilişkiler bize, yatırımın, arz fiyatının talep fiyatından küçük olduğu yatırım malları tarafından uyarıldığını, bu eşitsizlik arz fiyatı aleyhine sürdüğü sürece yatırım yapma eğiliminin süreceğini göstermektedir. Görülmektedir ki meseleye ister sermayenin marjinal etkinliği ve likidite tercihi açısından; ister yatırım mallarının arz ve talep fiyatlarının farklılığı açısından yaklaşılsın, her iki durumda da ikili bir fiyat düzeyi durumu söz konusudur.

Minsky'nin ikili fiyat düzeyi analizi esas olarak Keynes'in yaklaşımını temel almaktadır. Bunun yanı sıra, belirsizlik altında beklentilerin oluşması, finansal piyasaların davranışları, finansmandan yatırımlara, yatırımlardan tasarrufa yönelik olan nedensellik gibi Minsky'nin analizlerinde önemli yer tutan unsurlar da esas olarak Keynes tarafından geliştirilmiştir.³³

³² Keynes, **a.g.e.**, s. 315, 316.

³³ Steve Keen. <http://www.debunking-economics.com/DebtDeflation/04DebtDeflation.ppt> (11.06.2005 tarihli internet sayfası.)

2.4. Kalecki'de Yatırım Kısıtları, Artan Risk Prensibi ve Bütçe Açıkları

Kalecki'nin yatırım tartışmalarına önemli bir katkısı, finans ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi ortaya koymasındadır. Kalecki yatırım modelinde, neo klasik iktisattaki tasarrufların yatırımları gerçekleştirdiği ya da Keynes'in Genel Kuramı'ndaki, yatırımların tasarrufları yarattığı yönündeki nedensel ilişki yerine; finansmanın yatırımları gerçekleştirdiğini, yatırımların ise tasarrufları yarattığını savunmuştur.

Kalecki'nin yatırım modeli, yatırımların finansal kısıtlara sahip olduğu ve dolayısıyla yatırımları finansal unsurların sınırlandığı görüşünü içermektedir. Yatırımların finansal unsurlar tarafından sınırlandırıldığı görüşü ise geleneksel mikro ekonominin yatırım kısıtlarından farklıdır. Geleneksel mikro ekonomiye göre, beklenen kâr, kullanılan sermaye miktarının azalan bir fonksiyonudur. Bu durumda yatırımcı firma, sermayeye göre kârdaki değişim oranının, piyasa getiri oranıyla yatırımın risk oranlarının toplamının birbirine eşit olduğu noktaya kadar yatırım yapmaktadır. Bu geleneksel mikro ekonominin yatırımlara koyduğu kısıttır.³⁴ Yatırım miktarının bu şekilde kısıtlanması için marjinal kâr oranının, belli bir yatırım miktarından sonra azalan eğilime sahip olması gerekmektedir. Marjinal kâr oranının azalan bir eğime sahip olması ise iki nedene bağlı olmaktadır: (i) negatif büyük ölçek ekonomilerinin ve (ii) eksik rekabetin varlığı. Kalecki bu iki nedeni de kabul etmez. Kalecki'ye göre, negatif büyük ölçek ekonomilerinin varlığı üretimde kullanılan her bir makinanın optimal büyüklüğe sahip olması ile ilgilidir. Ancak bu sorun, örneğin tek bir makina yerine aynı makinadan on adet kullanılması ile çözülebilir. Kalecki'ye göre eksik rekabetin varlığı ise yatırım kısıtı için daha gerçekçi bir neden olabilir. Ancak, bu durum da, firmaların tek bir sektöre yatırım yapmaları yerine farklı sektörlere yatırım yapmaları ile aşılabilir. Bu nedenle Kalecki'ye göre yatırımları kısıtlayan başka bir unsur olmalıdır. Bu unsur da, yapılan yatırım ile birlikte alınan riskin de artmasıdır. Kalecki'ye göre, yatırımcıların yatırımlara ayıracakları finansman miktarı, sermaye-borç oranlarına bağlı olan beklenen kârlarının bir fonksiyonudur. Dolayısıyla herhangi bir anda, ekonomide gerçekleştirilmeye çalışılan yatırım planlarıyla, beklenen kârlar arasında bir bağlantı

³⁴ Michal Kalecki, "The Principle of Increasing Risk," *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, (Ed. Michal Kalecki, New York: Russell & Russell, 1972), s.97.

vardır.³⁵ Bu açıdan bakıldığında, yatırımcılar kâr beklentileriyle güdülenip borçlanma yoluna gidecekler, ancak borçlandıkça da borçlanmanın getirdiği riskler artacaktır. Kalecki'ye göre, yeni yatırım için borç alındıkça, belli bir borç miktarından sonra borç verenler artan risk yükünü yatırımcıya faiz artışı olarak yüklemek isteyeceklerdir. Belli bir borçlanma oranından sonra risk, girişimcilerin tekrar borçlanıp yeni yatırımlara girişmelerini engelleyecek düzeye ulaşabilir. Kalecki bu olguyu artan risk prensibi olarak adlandırmıştır. Artan risk prensibine bağlı olarak, yatırımlar reel olmasa da, parasal ya da finansal unsurlar tarafından kısıtlanmış olacaktır. Dolayısıyla artan risk ve finansal koşullar yatırım artışını kısıtlamaktadır.

Kalecki'nin modelleri, hem yukarıda belirtilen yatırımların finansal kısıtlarının varlığını hem de yatırımların tasarrufları yarattığı anlayışını içermektedir. Bilindiği gibi, Keynesyen analizde de, yapılan yatırımlar, gelecekteki yatırımları finanse etmek için gerekli olan tasarruf miktarını çarpan mekanizması yoluyla sağlamaktadır. Dolayısıyla yatırımların tasarruf yetersizliği yüzünden sınırlanması gibi bir sorunun olmaması gerekmektedir. Kalecki yada Keynes'e dayanan modellerde bu iki unsurun uyumlaştırılması problemi post-Keynesyen iktisatçıları meşgul eden konulardan birisi olmuştur.³⁶ Bu iktisatçılardan Kregel, yaptığı bir çalışmada finansal kısıtları ikiye ayırdığını; bunlardan birinin tasarruf yetersizliği, diğerinin ise bankaların likidite tercihlerinin olduğunu belirtir.³⁷ Bu ayırma göre ilk kısıt reel, ikinci kısıt ise parasaldır. Bu noktada Kregel, Kalecki ya da Keynes'e dayanan bir modelin parasal unsurları içermesi gerektiği için, gerçek anlamda bir finansal kısıtın ikinci türden bir kısıt, yani parasal olması gerektiğini savunur. Davidson ise, bankaların finansman sağlama özelliklerinin, yatırımlara eşit miktarda reel tasarruf sağlayan uzun vadeli finansal piyasalardan ayrılması gerektiğini savunmuştur.³⁸ Bu yüzden, gerekli atıl fonlar ve girişimcilerde yatırım yapma isteği olsa bile, finansal sistem yatırımları

³⁵ Garry A. Dymksi. Kalecki's Monetary Economics," **An Alternative Macroeconomic Theory: The Kaleckian Model and Post Keynesian Economics**, (Ed. J. E. King, Boston: Kluwer, 1996), s 127.

³⁶ Dymksi, **a.g.e.**, s. 123.

³⁷ Jan Kregel, "A Note on Finance, Liquidity, Saving and Investment", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 9, No 1, (Fall 1986), s. 94.

³⁸ Paul Davidson, "Finance, Funding, Saving and Investment" **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 9, No 1, (Fall 1986), s. 101.

kısıtlayabilecektir. Bu durumda ise kısa vadede bankaların borç verme esneklikleri önem kazanacaktır.

Kalecki'nin Minsky'nin görüşlerini etkileyen bir başka yaklaşımı ise, bir ekonomide bütçe açıklarındaki bir artışın işletmelerin toplam kârlarına yansıtacağı yönündeki iddiasıdır. Bu iddiasını kanıtlamak için Kalecki, gelir ve harcama yönünden hesaplanan bir GSMH eşitliğinden yola çıkmaktadır.³⁹ Bilindiği gibi harcama yönünden GSMH, toplam yatırım, tüketim, mal ve hizmet alımına yönelik kamu harcamaları ve net ihracattan oluşur. Öte yandan gelir yönünden ise GSMH, işçiler ve sermayedarlar arasında bölünürken, bir kısmı da vergi olarak verilmektedir. Dolayısıyla GSMH, gelir ve harcama yönünden aşağıdaki eşitlikle ifade edilebilir:

Toplam kârlar (dolaysız vergi hariç) Ücret ve maaşlar (dolaysız vergi hariç) Vergiler (dolaylı ve dolaysız)	=	Toplam yatırım Net ihracat Mal ve hizmet alımına yönelik kamu harcamaları Sermayedarların tüketimi İşçilerin tüketimi
GSMH		GSMH

Kalecki yukarıdaki eşitliği, toplam kârları gösterecek şekilde düzenlemiş ve bu yolla toplam kârları oluşturan unsurlara ulaşmayı amaçlamıştır. Bu amaçla Kalecki, ilk aşamada eşitliğin her iki tarafından vergileri düşüp transfer harcamalarını eklemiştir. Bunun sonucu olarak eşitliğin gelir kısmındaki vergi unsuru ortadan kalkmakta, transfer harcamaları da ücret ve maaşlara eklenmiş olmaktadır. Öte yandan, eşitliğin harcama kısmında yer alan mal ve hizmet alımına yönelik kamu harcamaları unsurundan vergilerin düşülmesi ve transfer harcamalarının ilave edilmesiyle bütçe açığı elde

³⁹ Michel Kalecki, "Determinants of Profits," **Selected Essays on The Dynamics of the Capitalist Economy**, (Cambridge: Cambridge University Press, 1971), s. 82.

edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, eşitliğin sağ yanındaki kamu harcamaları unsuru artık bütçe açığına dönüşmüştür. Bunun sonucu olarak Kalecki, aşağıdaki eşitliğe ulaşmıştır:

Toplam kârlar (vergi hariç) Ücret ve maaşlar ve vergi hariç transferler	=	Toplam Yatırım Net İhracat Bütçe Açığı Sermayedarların tüketimi İşçilerin tüketimi
GSMH-vergiler+transfer harcamaları	=	GSMH-vergiler+transfer harcamaları

Kalecki toplam kârlar eşitliğine ulaşmak için ikinci aşamada ise, eşitliğin her iki yanından da ücretleri, maaşları ve vergi hariç transferleri çıkartmıştır. Bu işlemin sonucunda eşitliğin sol tarafında yalnızca toplam kârlar kalırken, sağ tarafta işçilerin tüketiminden işçilerin geliri çıkartılmış ve transfer harcamaları eklenmiştir. Bu işlemin sonucu işçilerin eksi tasarrufunu vermektedir. Bu nedenle eşitliğin sağ yanındaki işçilerin tüketimi unsuru, işçilerin eksi tasarruflarına dönüşecektir. Bu aşamaların sonucunda Kalecki'ye göre, toplam kârları oluşturan unsurlar aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir:

Toplam kârlar (vergi hariç)	=	Toplam Yatırım +Net İhraat +Bütçe Açığı - İşçilerin Tasarrufları +Sermayedarların Tüketimi
--------------------------------	---	--

Yukarıdaki eşitlikte görüldüğü gibi, diğer unsurların yanı sıra, bütçe açığında gerçekleşecek bir artış da toplam kârlara yansiyacaktır. Öte yandan işçilerin tasarrufundaki artışlar ise toplam kârlar üzerinde azaltıcı yönde bir etki yaratacaktır.

Minsky, Kalecki'nin yukarıda açıklanan bu yaklaşımlarını benimsemiş ve yatırımların esas olarak tasarruflar değil, finansman yoluyla yani borçlanarak yapıldığı, ancak borçlanmanın da artan risk prensibini beraberinde getirdiği ve buna bağlı olarak da yatırımların finansman tarafından sınırlandırıldığı görüşünü kendi yatırım modeline

dahil etmiştir. Bunun yanı sıra Kalecki'nin bütçe açığının toplam kârları arttırdığına yönelik iddiası da Minsky tarafından benimsenmiştir. Minsky'ye göre bütçe açıkları ile toplam kârlar arasındaki bu ilişki, konjonktürel dalgalanmaların, sözgelimi 1929 Büyük Bunalımı gibi bir çöküşle sonuçlanmasını engelleyecektir.⁴⁰ Günümüz ekonomilerinde kamu sektörünün büyüklüğü ve bütçe açıklarının varlığı, toplam kârların belli bir düzeyin altına düşmesini engellemektedir. Bütçe açıklarının bu fonksiyonu ikinci bölümde daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

3. MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

Minsky bir post Keynesyen iktisatçı olmasının yanı sıra, çalışmalarıyla da, Keynes'in genellikle göz ardı edilen finansal görüşlerinden esinlenen, modern finansal yapıları ve ilişkileri Keynesyen çerçeve içinde ele alan ve 'finansal Keynesyencilik' olarak da isimlendirilen bir yaklaşıma sahiptir. Bu yaklaşıma göre yatırımların nasıl finanse edildiği meselesi, finansman yönteminin beraberinde getirdiği sonuçlar yüzünden ihmal edilemeyecek bir öneme sahiptir. Minsky bu konuda diğer post Keynesyen iktisatçılar gibi, Keynes'in Genel Kuramı'nın ekonomi kuramı için devrimci nitelikte görüşler içerdiğini, ancak Keynes'den sonra standartlaşan Keynesyen kuramın, Genel Kuram'daki bu devrimci özden uzaklaştığını savunmaktadır. Minsky'ye göre standart Keynesyen kuramın eksikliği, kapitalist finansmanın döngüsel ve spekülâtif bir bağlamda ekonomi kuramına dahil edilmemiş olmasıdır.⁴¹

Minsky'nin çalışmalarında finansal ilişkiler ve finansal sistem merkezi bir role sahiptir. Öyle ki, Minsky'ye göre kapitalizm özünde finansal bir sistemdir. Oysa kapitalizmin gelişimine bakıldığında, kapitalizmin ortaya çıktığı dönemlerde gelişmiş finansal kuruluşların ve finansal yöntemlerin var olmadığı bir gerçektir. Bununla beraber Minsky'nin kapitalizmin finansal bir sistem olduğunu savunurken esas vurgusu

⁴⁰ Hyman Minsky, "Financial Crises and the Evolution of Capitalism: The Crash of '87- What Does it Mean?", **Capitalist Development and Crisis Theory: Accumulation, Regulation and Spatial Reconstruction**, (Ed. M. Gottdiener, N. Komninos, New York: St. Martin's Press, 1989), s. 400.

⁴¹ Hyman Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy," **Financial Crises: Theory, History and Policy**, (Ed.: Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s. 14.

modern finansal sistemlere yönelik olmayıp, ekonomide her bir birimin nakit akışı problemi ile karşı karşıya kalmalarıdır. Nakit akışını yönetmek, diğer bir ifadeyle nakit giriş ve çıkışlarını ayarlamak ise ekonomik birimlerin ayakta kalabilmelerinin başlıca koşulu olmaktadır. Bu ise finansal bir sorundur ve gelişmişlik derecesi ne olursa olsun, kapitalist bir ekonomideki bütün ekonomik birimleri ilgilendirmektedir.

Minsky böylesine önem verdiği finansal sistem ve finansal ilişkileri konjonktürel dalgalanmalarla ilişkilendirirken, öncelikle özgün bir yatırım kuramı geliştirerek yatırımların finansmanı konusunun önemini ortaya koymuş, daha sonra firmaların yatırımlarında ve normal faaliyetlerinde tercih ettikleri finansal yöntemleri sınıflandırarak, bu tercihlerin ekonomide finansal kırılganlığı ya da finansal istikrarsızlığı ne yönde etkilediğini incelemiştir. Son olarak Minsky, modern bir ekonomide finansal istikrarsızlığın nasıl olup da konjonktürel dalgalanmalara dönüştüğünü, bunun da ötesinde ekonomilerin içsel dinamiklerle konjonktürel dalgalanmalar ürettiğini açıklamıştır. Aşağıda, Minsky'nin bu görüşleri yatırım kuramından başlamak üzere ayrıntısıyla ele alınacaktır.

3.1. Bir Yatırım Kuramcısı Olarak Minsky

Daha önce belirtildiği gibi, Minsky'nin yatırım kuramı ekonomide ikili fiyat düzeyinin varlığını temel almaktadır. Minsky'ye göre, bir ekonomide yeni üretilmiş yatırım ve tüketim mallarının fiyatları ile, daha önce üretilmiş yatırım mallarının fiyatları olmak üzere iki ayrı fiyat düzeyi vardır ve bu iki grup mal arasında var olan fiyat farklılıkları yeni yatırım yapılması için teşvik edici olmaktadır. Örneğin, eğer bir ekonomide eski tüketim ve yatırım mallarının fiyatlarının yeni üretilmiş olan yatırım mallarının fiyatlarına oranı birden büyükse, girişimciler bunu bir kâr fırsatı olarak görmekte ve yatırım yapma eğiliminde olmaktadırlar. Minsky'nin bu yatırım kuramı, bir başka yatırım kuramı olan Tobin'in q kuramına benzemektedir. Tobin'in q kuramı da, benzer bir şekilde eski yatırım mallarının fiyatının yenileme maliyetine oranı olarak formüle edilmiştir. Burada q oranı birden büyük olduğunda yeni yatırım yapılmaktadır.

Tobin'in kendisi de bu benzerliği vurgulamıştır.⁴² Bununla beraber Tobin'in kuramının neo klasik senteze uygunluk gösterdiği ve daha ortodoks unsurlar taşıdığı söylenebilir. Minsky'nin yatırım kuramı ise, daha çok post Keynesyen iktisat geleneğine yakındır. Bunun da ötesinde ise, Minsky'nin yatırım kuramının Tobin'in kuramından en önemli farklılığı, yatırımların nasıl finanse edildikleri meselesinin analizde önemli bir yer tutmasıdır.⁴³

Minsky'nin ikili fiyat düzeyi analizine dayanan modelinde, bu fiyat düzeylerinden birisi cari yatırım malları fiyatı P_I , diğeri ise daha önce üretilmiş olan sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyat düzeyi P_K dir. Minsky'ye göre yatırımlar P_K 'nin P_I 'ye oranı tarafından belirlenmektedir. Daha önce üretilmiş olan sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyat düzeyini gösteren P_K 'nin cari yatırım malları fiyatı P_I 'ye oranı 1'in üzerindeyse, piyasadaki herhangi bir mal aşırı fiyatlandırılmış olduğu için yatırım yapılacaktır. Cari yatırım malı fiyat düzeyi P_I 'nin belirleyicileri, üretim ve işgücü piyasalarındaki üretim maliyetlerini belirleyen koşullardır. Minsky'nin de içinde yer aldığı post Keynesyen iktisada göre, cari çıktının fiyatları, maliyetlerin üzerinde belirlenen ve belli bir kâr oranını kapsayan mark-up fiyatlamaya bağlıdır.⁴⁴ Maliyetlerin en önemli unsurunun işgücü ücretleri olduğu dikkate alınırca, cari çıktı fiyatlarının özellikle parasal ücretlere bağlı olduğu açıktır. İkinci fiyat düzeyi olan ve daha önce üretilmiş olan sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyat düzeyini gösteren P_K ise, sermaye ve finansal piyasalardaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Sermaye mallarının arzları kısa dönemde sabittir. Sermaye mallarının talebi ise, bu mallardan beklenen getiri oranı tarafından belirlenmektedir. Bu getiri oranının belirsiz olması ise sermaye malları talebini de etkileyecektir.⁴⁵ Burada belirsizlik konusunun üzerinde kısaca durmak gerekmektedir. Bilindiği gibi sermaye mallarının ve finansal

⁴² James Tobin, "Comments on 'Stabilizing on Unstable Economy' ", **Journal of Economic Literature**, (March, 1989), s. 105.

⁴³ Nasica, **a.g.e.**, s. 22.

⁴⁴ Bu konuda bir kaynak olarak bkz. Paul Downward, **Pricing Theory in Post Keynesian Economics: A Realist Approach**, (Cheltenham: Edward Elgar), 1999.

⁴⁵ Gary Dymksi ve Robert Pollin, "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm", **Financial Conditions and Macroeconomic Performance**, (Ed. Steven Fazzari ve Dimitri B. Papadimitriou, New York: M.E. Sharpe, 1992), s. 37.

varlıkların fiyatları ekonomik birimlerin ekonominin geleceği hakkındaki beklentileri tarafından etkilenmektedir. Bununla beraber geleceğin belirsiz olması, belirsizliğin ölçülüp ölçülemeyeceği sorununu beraberinde getirmektedir. Neo klasik iktisat, belirsizliğin olasılık hesapları çerçevesinde hesaplanabileceğini ve dolayısıyla iktisadi modellere dahil edilebileceğini savunur. Nitekim belirsizlik sorunuyla karşı karşıya kalan neo klasik iktisatçılar, belirsizliği modellerine bu şekilde dahil etme yolunu seçmektedirler. Minsky'de ise belirsizlik hesaplanamamakta, bu anlamda da Keynes'in belirsizliğin hesaplanamayacağı hakkındaki yaklaşımına sahip çıkmaktadır.

Yukarıda belirtildiği gibi Minsky'nin yatırım modeli Tobin'in yatırım modeliyle benzerlikler taşımaktadır. Bununla beraber Minsky, Tobin'in kuramında olmayan yatırımların finansmanı meselesini analizine dahil etmektedir. Minsky ve Tobin'in kuramlarının arasındaki en önemli fark da budur. Minsky'ye göre yatırımların finansmanının nasıl yapıldığının üzerinde durmadan, yatırım kararının nasıl alındığını ortaya koymak mümkün değildir. Yatırımcı yatırım yapma eğilimi içinde bulursa dahi, diğer bir ifadeyle, yatırım malının talebi var olsa bile, bunu etkin yatırım talebi olarak nitelendiremeyiz. Etkin yatırım talebi için, yatırım eğiliminin finansmanla desteklenmesi gerekmektedir. Yatırımın finansmanı dikkate alındığında, üç alternatif olduğu görülmektedir. Bunlar, nakit para ve eldeki finansal varlıklar, içsel fonlar (vergi ve kâr payı ödemelerinden sonra kalan fonlar) ve dış finansman kaynaklarıdır. Dış finansman kaynakları, borçlanma yoluyla elde edilebilirler. Bu bağlamda, yatırımcı bir yatırım projesini gerçekleştirmek istediğinde, birbirine bağlı iki değerlendirme ile karşı karşıya kalacaktır.⁴⁶ Yatırımcı ilk olarak yatırımın maliyetini ve yatırımdan beklenen getiriyi dikkate alacaktır. Bunlardan yatırımın maliyeti yatırım malının arz fiyatına bağlıdır. Yatırım malı arz fiyatı ise üretim sürecinde kullanılan işgücü ve girdi giderlerine bağlı olmaktadır. Eğer yatırım malı üretiminde kullanılan işgücüne ücret ödemek için kısa dönemli borçlanma yoluna gidilirse, faiz ödemeleri de yatırım malı maliyetlerini arttıracaktır. Yatırımcılar ikinci olarak yatırımın nasıl finanse edileceğine

⁴⁶ Nasica, **a.g.e.**, s. 22.

karar vermek zorundadırlar. Yatırım finansmanının uzun dönemli olması ve genellikle uzun dönemli borçlanma ile gerçekleştirilmesi beklendiği için, gelecekteki dağıtılmayan kârların ve finansal piyasalardaki koşulların tahmin edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla yatırımın finansmanı da dikkate alındığında, yatırım kararlarında belirsizlik sorununun ne kadar önemi olduğu görülmektedir.

Yatırımın finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi ve belirsizliğin varlığı, risk kavramının da dikkate alınmasını gerektirmektedir. Daha önce belirtildiği gibi, artan borçlanmanın risk artışını da beraberinde getirdiğini ilk olarak ifade eden yazar Kalecki olmuştur. Keynes de risk konusundaki tartışmalara, bu kavramı borçlu ve alacaklı riski olmak üzere ikiye ayırarak katkıda bulunmuştur.⁴⁷

Eğer bir yatırım borçlanma yoluyla finanse edilirse, ileride borçlu borcunu ödeyememe riski ile karşı karşıya kalabilecektir. Bu olasılık borçlu riskini oluşturmaktadır. Bu risk nedeniyle borçlular belli bir güvenlik marjı talep etmekte, bu güvenlik marjı da yatırım malı talebini bir miktar azaltmaktadır. Ancak bu riskin ve güvenlik marjının kesin olarak ölçülmesi mümkün olmamaktadır. Alacaklı riski ise, verilen borcun geri alınamaması riskidir. Bu olasılık, alacaklının da bir güvenlik marjı talep etmesine neden olacaktır. Alacaklı riski borçlu riskinin aksine, yapılan sözleşmelerde kendini göstermektedir. Bankalar ya da borç verenler borç alanlara daha olumsuz koşullarda borç verme eğiliminde olabilecekler, örneğin daha yüksek faiz oranlarını daha kısa vadeleri ya da kâr payı dağıtımına ilişkin kısıtlamaları talep edebileceklerdir. Alacaklıların risklerini telafi etme çabaları ise yatırım malının arz fiyatı üzerinde yukarıya doğru baskı yaratan bir etki yapacaktır. Ancak alacaklı riski ve bu riskin yatırım malının arz fiyatı üzerindeki etkisi, tıpkı borçlu riski kavramında olduğu gibi, kesin olarak belirlenmemektedir. Ayrıca, güvenlik marjı durağan değildir. Ekonomik birimlerin deneyimlerini de yansıtmakta ve ekonominin genel durumuyla ilişkili olarak değişmektedir.⁴⁸ Örneğin, yakın zamanda alınan borçlar kolaylıkla ödenmişse, bu borcu ödeyenler tekrar borçlanmak istediklerinde, daha yüksek bir borç

⁴⁷ Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, (New York: Columbia University Press, 1975), s. 106.

⁴⁸ Jan A. Kregel, "Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility," **Journal of Economic Issues**, Vol. 31, No. 2. (June 1997), s. 544.

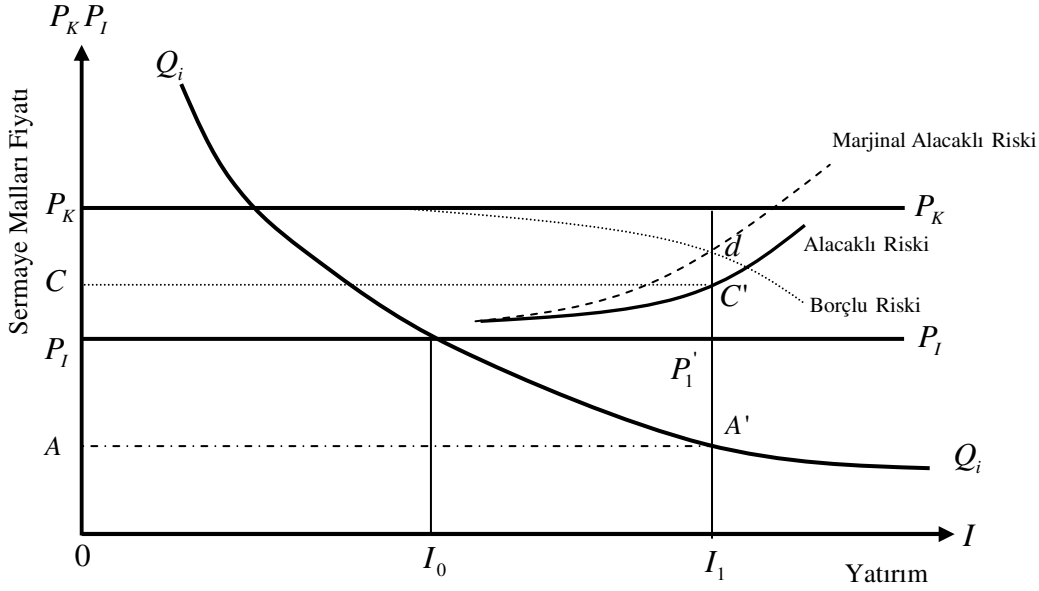
oranını üstlenebileceklerdir. Tam tersine alınan borçların ödenmesinde sorunlar ortaya çıkmışsa, bu kişiler için kabul edilebilir borç oranları daha düşük olacaktır. Benzer bir şekilde, ekonominin istikrarlı bir büyüme çizgisinde olduğu dönemlerde bankalar borç vermeye daha gönüllü olacaklar, borç alan müşterilerinden talep ettikleri güvenlik marjını düşüreceklerdir. Ama genel olarak bankaların, borç verdikleri müşterilerinin geçmişte aldıkları borçları zamanında ödeyip ödemediklerine ilişkin bilgileri dikkate alacakları beklenilebilir. Güvenlik marjının borç alanların ve ekonominin durumuna bağlı dinamik bir niteliğinin olması ve yatırım kararları ile yakından ilişkisi, yatırımın finansal yönünü ortaya koymaktadır.⁴⁹

Yatırım için alternatif finansman yöntemlerinin yukarıda bahsedilen risk ve güvenlik marjı kavramlarıyla ilgisi olacaktır. Örneğin, yatırım için iç finansman kaynakları yetersiz kalan bir yatırımcı ya elindeki finansal varlıkları kullanacak ya da dış finansman yoluna başvuracaktır. Eğer yatırım için eldeki finansal varlıklar kullanılırsa, firma için güvenlik marjı daralacaktır. Bunun yerine firma tahvil, bono, bankadan borçlanma ya da kısa vadeli menkul kıymetler yoluyla borçlanma yoluna giderse, gelecekteki nakit akışından borç ödemelerine ayrılan pay artacak, bu da yine firmanın güvenlik marjını azaltacaktır. Sonuçta, dış kaynak kullanma ya da dış finansman yoluna gidilirse, hem borçlu hem alacaklı riski artacaktır. Borçlu riskinin artması karşısında yatırımcıların çabası, sermaye malını satın almaya istekli oldukları fiyatı, yani P_K 'yı düşürme yönünde olacaktır. Borçlu riskinin sermaye malı talep fiyatı ya da sermaye mallarının piyasa fiyatı olan P_K 'yı ne kadar düşürmesi gerektiği ise kesin olarak belirlenmemektedir. Minsky'ye göre P_K 'nın ne oranda düşmesi gerektiği, dış kaynak kullanımının borçlunun yatırım projesinin risk ve getirisini değerlemesine olan etkisine ve borçlanma koşullarına bağlıdır.⁵⁰

Borçlu ve alacaklı riskinin varlığı, aynı zamanda yatırım malı arz ve talebini de değiştirmektedir. Yatırımların belirlenmesi süreci, bu risk unsuru da dikkate alınarak Şekil 1 yardımıyla incelenebilir.

⁴⁹ Hyman Minsky, **Stabilizing an Unstable Economy**, (New Haven: Yale University Press, 1986), s. 187.

⁵⁰ Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, (New York: Columbia University Press, 1975), s. 109.



Şekil 1. Minsky'nin Yatırım Fonksiyonu

Kaynak: Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, New York: Columbia University Press, 1975, s 108.

Şekil 1'de yatay ekseninde yatırım (I), dikey ekseninde sermaye mallarının talebi ve arzı (P_KP_I) gösterilmektedir. Şekildeki Q_iQ_i eğrisi firmanın gelecek dönemde beklediği vergi sonrası toplam kârları göstermektedir. Sermaye malları arz fiyatı bu malları üreten firmalar tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla bu fiyatı, sermaye malları arz doğrusu olarak ele almak mümkündür. Şekilde bu durum, P_IP_I doğrusu yardımıyla gösterilmektedir. Benzer bir şekilde, yatırımcıların sermaye malını almaya istekli oldukları fiyatı gösteren P_K fiyatından, sermaye malları talep doğrusu P_KP_K 'ya ulaşılmaktadır. Q_iQ_i eğrisi ile, P_IP_I doğrusunun kesiştiği nokta, söz konusu firmanın kendi kaynaklarıyla yapabileceği yatırım miktarını vermektedir. Şekilde bu yatırım miktarı I₀ olarak belirlenmektedir. Firma, yatırımının daha büyük olmasını isterse, borçlanma yoluna gitmesi gerekecek, ancak borçlanmayla beraber ortaya çıkan borçlu riski, firmanın sermaye malı talebini düşürecektir. Bu nedenle Şekil 1' de yer almakta

olan borçlu riski eğrisi, firmanın sermaye malı talep eğrisini göstermektedir. Benzer bir şekilde alacaklı riskinin varlığı da, sermaye mallarının fiyatını arttırmaktadır. Borçlanma sonrasında yapılan yatırımın miktarı sermaye malı arz ve talep eğrilerinin kesiştiği d noktasında belirlenecektir. Buna göre yatırımın miktarı I_1 düzeyinde olurken, toplam yatırım harcamasının tutarı $OP_1P_1'I_1$ alanına eşit olacaktır. Toplam yatırım harcamasının $OAA'I_1$ kadarı firmanın kendi kaynakları ile finanse edilirken, $AP_1P_1'A'$ kadarı borçlanma yoluyla karşılanacaktır. CC' doğrusu ise, firmanın borçlanma nedeniyle ödemek zorunda kaldığı borç ödemelerini göstermektedir.

Şekil 1 yatırım düzeyinin nasıl belirlendiğini kavramaya yardımcı olsa da, borçlu ve alacaklı risklerinin objektif olarak ölçülememesi, bu analizin kesinliğini olumsuz yönde etkilemektedir. Minsky'nin analizinde borçlu riskinin talep fiyatı üzerine etkisi, daha önce de belirtildiği gibi, borçlanma düzeyi tarafından belirlenmektedir. Borç düzeyinin etkisi de, dış finansmanın borçlunun getiri ve risk değerlemesine etkileri ve borç koşullarına bağlı olmaktadır. Bu yüzden, sermaye mallarının talep fiyatı bu varlıklar borçla finanse edildikçe düşmesine rağmen, bu düşüşün miktarı kesin olarak belirlenememektedir. Benzer bir şekilde, belli bir yatırım projesi için borç verenlerin riski de net bir şekilde belirlenememektedir. Ancak yukarıda ifade edildiği gibi, bu modelde risk çok önemli bir yer tutmaktadır. Çünkü risk değiştikçe yatırım miktarı da değişmektedir. Bu modelle Minsky, Keynesyen analizin, belki bazı Keynesyen iktisatçıların dahi ihmal ettikleri, çok önemli iki unsurunu yatırım kararını açıklamakta kullanmış olmaktadır. Bu unsurlar, belirsizlik sorunu ve finansal ilişkilerin rolüdür.

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşıldığı gibi, Minsky'nin yatırım kuramından ortaya çıkan temel sonuç, daha önce de belirtildiği gibi, yatırımın esas olarak finansal bir olgu olduğudur. Yatırımların finansal boyutunun varlığı ise, hem firma düzeyinde hem de ekonomi düzeyinde önemli sonuçlar yaratmaktadır. Sözelimi, modelde vurgulanan unsurların, özellikle de riskin değişmesi yatırım miktarını da değiştirecektir. Örneğin, geleceğe yönelik beklentilerin iyimserlik kazanması, borçlu ve alacaklı risklerini ya da yatırım malı arz ve talep eğrilerinin sağa kaymasına, toplam yatırımların artmasına neden olacaktır. Benzer bir şekilde, ekonomide kötümser beklentilerin yaygınlaşması toplam yatırımların azalmasına neden olacaktır. Yatırımlardaki

dalgalanmalar ise, yine Keynesyen iktisat geleneğinde belirtildiği gibi, toplam çıktıyı ve istihdamı değiştirecektir. Bu nedenle yatırımlar ne kadar istikrarsız olursa, ekonomi de o kadar istikrarsız olmaktadır. Dolayısıyla Minsky'nin modeli öncelikle yatırım kararlarını açıklamaya yönelik olarak ortaya konmakta, ancak yatırım davranışlarındaki değişkenliğin makroekonomik etkileri de modelde incelenerek, ekonomik istikrarsızlıklar bu yolla açıklanmaktadır. Böylelikle yatırımların finansmanı konusu, ekonomide konjonktürel dalgalanmaların açıklanması için anahtar kavram haline gelmektedir. Yatırımlar için borçlanmanın ekonomik konjonktürü nasıl etkilediği, Minsky'nin öngördüğü finansman, yatırım, konjonktürel dalgalanmalar ilişkisine uygun olarak aşağıda açıklanacaktır.

3.2. Finansal İstikrarsızlık ve Konjonktürel Dalgalanmalar

Neo klasik iktisatta konjonktürel dalgalanmalar geçicidir. Ekonomi kendini denge noktasına getiren içsel dinamiklere sahiptir. Adam Smith'den bu yana, kâr peşinde koşan ve piyasa sinyallerine karşılık veren rasyonel birimlerin ekonomide uyumu ve dengeyi sağladıklarına inanılmaktadır. Keynesyen ve post Keynesyen iktisatta ise, ekonomi kararlı bir dengeyi sağlayacak dinamiklere sahip değildir. Minsky'de de ekonomik birimler, rasyonel olsalar da, sistemin istikrarını tehdit edecek şekilde davranmaktadırlar. Bu birimlerin ekonomik istikrarsızlıklar üzerindeki etkisi iki yönlüdür: Öncelikle ekonomi, kâr peşinde koşan rasyonel birimlerin davranışlarıyla kendisini istikrarsız, finansal kırılgan bir sistem hale getirme eğilimine sahiptir. İkinci olarak, bu birimlerin ekonomik istikrarsızlık karşısında davranışları, ekonomik istikrarsızlığı daha da arttırma yönünde olmaktadır.⁵¹ Kuşkusuz bu sonuçlar neo klasik iktisadın öngörülerinin tam aksi yönündedir.

Finansal kırılganlık, Minsky'nin yatırımların finansmanı konusunu konjonktürel dalgalanmalarla birleştirirken kullandığı temel kavramlardan biridir. Hatta kimi zaman bu kavramın, finansal istikrarsızlık hipotezi kavramı yerine kullanıldığı da görülmektedir. Minsky'ye göre finansal istikrarsızlık, finansal aracı kuruluşların varlığı,

⁵¹ Nasica, **a.g.e.**, s. 29.

sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyatlanması, bu fiyatlardaki dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların yarattığı kâr fırsatlarını birbiriyle ilişkilendirerek açıklanabilir.⁵²

Bilindiği gibi finansal sistem dikkate alındığında, firmalar nakit akışı problemiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bir girişimci yatırım yaptığı ya da yatırım malı satın aldığı zaman, işletmeye yönelik uzun vadeli bir nakit akışı beklemektedir. Bu nakit akışı toplam hasılatın işletme giderlerinin çıkartılmasından sonra kalan miktardır. Öte yandan işletmenin anapara ya da faiz ödemesi şeklinde borç yükümlülükleri de vardır. Ayrıca kimi firmalar, verdikleri borçlar sayesinde gelir ya da işletmeye yönelik nakit girişi elde etmektedirler. Görülmektedir ki, modern kapitalist ekonomilerde firmalar, üretimleri ya da verdikleri borçlar sonucunda bir yandan gelir yani işletmeye yönelik nakit akışı elde ederlerken, diğer yandan ise geçmişte aldıkları borçlar yüzünden işletmeden nakit çıkışı ile karşı karşıya kalırlar. Bunun yanı sıra işletmelerin yeni yapacakları yatırımlar için de borçlanmaları gerekecektir. Bu da gelecekte bir nakit çıkışına neden olacaktır. Böylelikle paranın ve finansal ilişkilerin ekonomik analize dahil edilmesiyle, geçmiş, şimdi ve gelecek birlikte ele alınmış olmaktadır. Nakit akışı problemi yalnızca işletmeler için geçerli bir sorun değildir; hükümet, bireyler ve hatta uluslar da belli bir dönem itibarıyla nakit giriş çıkışlarını dengelemek zorundadırlar. Nakit akışı yaklaşımı, neo klasik iktisadın varsaydığı, ekonomik birimlerin bütçe kısıtına tabi oldukları yaklaşımından farklıdır. Nakit akışı yaklaşımına göre, ekonomik birimler var olabilmek için bütçe kısıtları çerçevesinde faydalarını ya da kârlarını maksimize etmekten çok, nakit akışlarını dengelemek zorundadırlar.⁵³ Dolayısıyla firmaları gerçekte kısıtlayan unsur, belli bir dönemde ellerindeki bütçe olmayıp, söz konusu dönemdeki nakit giriş çıkışlarının en azından eşit olması gereğidir (nakit akışı kısıtı). Bu dengeyi sağlayamayan ekonomik birimler, nakit akışı ihtiyaçları için borçlanma yoluna gitmek zorunda kalmaktadırlar. Burada finansal varlıkların ikili karakteri önem kazanmaktadır. Finansal varlıklar borç verenlere gelecek dönemlere ilişkin nakit akışı sağlarlarken, borç alanlardan yine aynı dönemde nakit çıkışına neden

⁵² Hyman Minsky, "Finance and Stability," **Working Paper**, No. 93, Jerome Levy Economics Institute, (May 1993), s. 17.

⁵³ Perry Mehrling, "Minsky and Modern Finance," **Journal of Portfolio Management**, (Winter 2000), Vol. 26 Issue 2, s 81.

olurlar. Dolayısıyla ekonomiyi bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, borçlanma nedeniyle bir kesime nakit girişi olurken diğer bir kesimden nakit çıkışı olmaktadır. Tıpkı ülke içindeki borçlanmanın toplam refah üzerindeki etkisinin sıfır olması gibi, borçlanma, borçlanan kesimin nakit akışını belli bir dönem için sağlarken, ekonominin bütünü için düşünüldüğünde, bütün firmaların karşı karşıya kaldığı toplam nakit akışı kısıtını gevşetmemekte, diğer bir ifadeyle, bütün birimlere yönelik olan nakit akışını arttıramamaktadır.⁵⁴ Borçlanma durumunda nakit girişi nakit çıkışından fazla olan firmalardan nakit çıkışları nakit girişlerinden fazla olan firmalara doğru bir geçici nakit transferi olacaktır. Bununla beraber, eğer borç alan firma nakit girişini arttırmayı başaramazsa, borç ödemeleri sırasında nakit çıkışı daha da artacağı için firmanın nakit akışı kısıtı artabilecektir.

Ekonominin bu içinde bulunduğu nakit akışı kısıtını bir ölçüde gevşetebilmenin esas yolu ise borçlanma değil, yeni yatırımların yapılmasıdır. Bu yeni yatırımların söz konusu kısıtı gevşetebilmeleri ise kârlı olmalarına bağlıdır. Bunun anlamı, yatırımdan elde edilecek parasal akışın, yatırımın yapılması için alınan borçların ödemelerini bir miktar aşmasıdır. Bu sayede ekonominin bütünü açısından bakıldığında, borç alınarak yapılan yatırımlar ekonomideki nakit akışı kısıtını gevşetebilecektir. Yatırımların nakit akışı kısıtını gevşetme potansiyelinin olması ve finansman olanaklarının yatırım yapılmasını kolaylaştırması ise ekonomik büyüme anlamına gelecektir. Minsky bu durumun bir sonucu olarak, kapitalist ekonomilerin “yukarı doğru istikrarsızlık” içinde bulduklarını belirtmiştir.⁵⁵

Ancak firmaların içinde buldukları nakit kısıtı sorununu aşmaya çalışmaları, ekonomide finansal kırılganlığın ya da istikrarsızlığın artmasına neden olabilmektedir. Buradaki sorun, yatırımlar gerçekleştirildikten sonra hepsinin beklenen derecede kâr getirmeyebileceğidir. Buna göre, borçlanarak yatırım yapan tüm yatırımcılar aynı nakit akışı problemiyle karşı karşı kaldıkları halde, yalnızca kârlı yatırımların sahiplerinin nakit akışı kısıtı sorunu hafifleyecek, beklenen getiriye sağlayamayan yatırımların

⁵⁴ Mehrling, **a.g.e.** s. 82.

⁵⁵ Mehrling, **a.g.e.** s. 82.

sahipleri için ise, nakit sorunu daha da artacaktır. Yaptığı yatırımlardan beklenen getiriyi sağlayamayan ve nakit akışı dengesi bozulan ekonomik birimler, nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmek için acil önlemler almak zorunda kalmaktadırlar. Bu önlemler, harcamaların azaltılması, eldeki varlıkların satışı ve yüksek faiz oranlarından borçlanma seçenekleri olabilmektedir. Bu tür birimlerin sayısının artması ise ekonomideki finansal istikrarsızlığın artması anlamına gelmektedir. Bu sorunun para piyasalarına olan yansımalarına bakıldığında, bu piyasalardan fon bulma şartlarının ağırlaştığı, faizlerin ise yükseldiği görülebilmektedir.

Bu nedenle Minsky, analizlerinde para piyasalarına özel bir önem vermiş, bu piyasaları ekonomik sistemin kalbi olarak kabul etmiştir. Çünkü, para piyasalarında yaşanan bu sorunlar, sonuçta tüm ekonominin genelinde kendisini hissettirmektedir. Örneğin, artan faiz oranları birçok yatırım projesini riskli kılacağı için, yeni yatırımlar azalacak, diğer yandan firmaların nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için varlıklarını satmaları, piyasalardaki varlık fiyatlarını düşürecektir. Düşen varlık fiyatları nedeniyle ise, kimi işletmelerin daha önce kazanılan ve nakit akışı kısıtını hafifleten spekülasyon kazançları sınırlanacak ve işletmelerin borç/varlık oranları bozulacaktır. Bu durumda ekonominin geldiği nokta, daha sonra daha ayrıntılı olarak inceleneceği gibi, yüksek enflasyonla depresyon arasında bir seçimdir.

Görüldüğü gibi, Minsky'nin modelinde kilit nokta, yatırımların nasıl finanse edildiği meselesidir. Bir ekonomide yatırımların ağırlıklı olarak borçlarla finanse edilmesi önce bir ekonomik canlanma yaratmakta, ancak ekonomik genişleme ile birlikte finansal kırılganlık artmakta, ardından ise Fisher'in analizinde belirtildiği gibi, aşırı borçlanmanın sonucu olarak ekonomik sistem bir durgunluğa hatta bir çöküntüye sürüklenmektedir. Aşağıda finansal kırılganlığın neden olduğu konjonktürel dalgalanmalar sorununu açıklayabilmek amacıyla, öncelikle finansal kırılganlık firma düzeyinde ele alınacak ve ardından bir ekonomide finansal kırılganlığın nasıl arttığı konusu incelenecektir.

3.2.1. Firma Düzeyinde Finansal Kırılganlık Sorunu

Minsky, finansal kırılganlığı, firma düzeyinde olmaktan çok, ekonomi düzeyinde incelemektedir. Ancak, bir ekonomide finansal kırılganlıktan ve ekonomideki finansal

kırılganlığın düzeyinden bahsetmek için, başlangıçta firma düzeyinde ele alınan finansal kırılganlık kavramını genelleştirip ekonominin geneline yaygınlaştırmak gerekmektedir.

Minsky'ye göre standart ekonomik analiz ekonomiyi üretim yapan ve ürettiğini pazarda satan bir üreticinin simgelediği takas ekonomisi olarak görmekte, buna karşılık, Keynesyen iktisat 'Wall Street Perspektifi'ne sahip olmakta ve bu bakış açısı, Wall Street'te işlem yapan bir bankerin simgelediği, finansal-spekülatif paradigmayı dikkate almaktadır.⁵⁶ Bu perspektife göre ekonomi bilançolardan oluşmuş bir bütündür ve bu bilançolarındaki varlıklar nakit üretmekte, yükümlülükler ise nakit ödemelerini ifade etmektedir. Buradan ortaya çıkan nakit akışları ise sistemin performansını etkilemektedir.⁵⁷

Firmalara yönelik olan brüt nakit girişinin, bu firmaların sattığı mallardan sağlanan gelirlerden kaynaklandığı görülmektedir. Firmanın elde ettiği gelirlerden işletme giderleri düşüldüğünde (vergiler yok varsayıldığında) getiri oranını ifade eden Q değeri elde edilmektedir. Firmalar gelirlerinin yanı sıra ayrıca kendilerine nakit girişi sağlayan finansal varlıklara da sahiptirler. Böylece bir firma için birkaç dönemlik beklenen nakit akışı değerini (AQ) ifade etmek mümkün olacaktır:⁵⁸ AQ_1, \dots, AQ_n .

Firmaların nakit girişlerinin yanında bir de nakit çıkışları vardır. Firmaların varolan yükümlülükleri gelecek dönemler için bir dizi nakit çıkışını (PC) ifade etmektedir: PC_1, \dots, PC_n .

Dolayısıyla bir firma için biri getirilere diğeri yükümlülüklerle bağlı olan ödemeleri ifade eden iki zaman serisi vardır. Bu zaman serileri, bir yatırımın yapılabilir olup olmadığını ortaya koymak için iki koşul halinde ifade edilebilir. Aşağıda bu iki genel koşul gösterilmektedir.

⁵⁶ Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, (New York: Colombia University Press, 1975), s. 57,58. Wall Street Perspektifi konusunda ayrıca bakınız: Gary Dimsky, "Deciphering Wall Street Perspective," **Journal of Economic Issues**, Vol 31, (June 1997), s. 2.

⁵⁷ Hyman Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy," **Financial Crises: Theory, History and Policy**, (Ed. Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s. 20.

⁵⁸ Minsky, **a.g.e.**, s 20.

$$\sum_{i=1}^n AQ_i > 0$$

$$\sum_{i=1}^n AQ_i > \sum_{i=1}^n PC_i$$

Yukarıda gösterildiği gibi, ilk koşula göre firmaya yönelik olan nakit girişlerinin sıfırdan büyük olması gerekirken, ikinci koşula göre nakit girişlerinin firmanın ödemelerinden büyük olması gerekmektedir.

Nakit akışı yaklaşımı firmaları uyguladıkları finansman yöntemine göre sınıflandırmak için de kullanılabilir. Nitekim Minsky, firmaları finansal yapılarına göre ve nakit akışlarına göre üç gruba ayırıp sınıflandırmıştır: Bunlar güvenli finansman, spekülâtif finansman ve Charles Ponzi'nin ismine atfen Ponzi finansmanı yöntemleridir.⁵⁹

Güvenli finansman yöntemi, her bir dönemde firmaya yönelik olan nakit girişlerinin firmadan dışarıya yönelik olan nakit çıkışlarından yüksek olması durumunu tanımlamaktadır. Buna göre, güvenli finansmanı tercih eden bir firma için her bir dönemde nakit girişleri nakit çıkışlarının üstündedir:

$$AQ_i > PC_i \text{ ve}$$

$$AQ_i - PC_i > 0$$

Yukarıdaki ilk eşitlik böyle bir firma için her dönemde nakit girişinin nakit çıkışının üzerinde olduğunu ifade ederken, ikinci eşitlik nakit girişi ile nakit çıkışı arasındaki farkın sıfırdan büyük olduğunu göstermektedir.

Güvenli finansmanı tercih eden firmalarda, her bir dönem için nakit akışları borç ödemelerinin üzerinde olduğu için, bu firmaların net değerleri, iskonto oranı ne olursa olsun, her zaman pozitifdir. Bu firmalar cari harcamalarını finanse etmek için zaman zaman kısa vadeli borç alma yoluna başvursalar bile, yükümlülükleri esas olarak uzun vadeli borçlardan oluşmaktadır. Esasen cari harcamalarını karşılamak için elde

⁵⁹ Charles Ponzi hakkında bkz. "Scandals of the Past," *Time*, Vol. 165 Issue 5, (31/1/2005), s. 48.

tuttukları nakit paranın ve aldıkları kısa vadeli borçlarının oranı küçüktür. Böyle bir finansal yapıyı benimseyen firmaların ayakta kalması, finansal piyasalardaki koşullardan ziyade, mal ve faktör piyasalarındaki normal işlemlerinden elde edilen nakit akışına bağlıdır.⁶⁰

Spekülatif finansmanı tercih eden firmalar için, bazı dönemlerde nakit çıkışları nakit girişlerinden fazla olabilmektedir:

$$AQ_i < PC_i \quad (i = 1, \dots, m, \text{ kısa dönem})$$

$$AQ_i > PC_i \quad (i = m+1, \dots, n)$$

Yukarıdaki ilk eşitlik bazı dönemlerde bu firmaların nakit çıkışlarının nakit girişlerinin üstünde olabileceğini gösterirken, ikinci eşitlik uzun vadede nakit girişlerinin nakit çıkışlarının üzerinde olduğunu ifade etmektedir.

İkinci tür finansman yöntemi yani spekülatif finansmanı tercih eden firmalarda zaman zaman parasal yükümlülüklerin nakit akışlarının üzerine çıktığı gözlemlendiği için, bu firmaların ellerinde yeterli miktarda nakit rezervleri bulunması gerekmektedir. Hatta bazı durumlarda, bu tür firmalar, borçlarını ödeyebilmek için borç almak zorunda kalabilmektedirler. Görüldüğü gibi güvenli finansmanı tercih eden firmaların aksine, spekülatif finansmanı tercih eden firmalar, mal ve faktör piyasalarındaki koşulların yanı sıra, finansal piyasalardaki koşullardan da etkilenmektedirler. Güvenli finansman yönteminde her dönemdeki nakit akışı faiz oranı ne olursa olsun pozitif olurken, spekülatif finansmanda bu değer faiz oranlarına bağlıdır.⁶¹ Böyle bir firma, gerçekleşen faiz oranı beklenen faiz oranını aştığı anda, borçlarını ödeyebilmek için borçlanmak zorundadır ve bu durum da firmanın şimdiki değerini düşürücü etki yapmaktadır.⁶²

⁶⁰ Dymksi ve Pollin, **a.g.e.**, s. 39.

⁶¹ Minsky, **a.g.e.**, s. 22.

⁶² Dymksi ve Pollin, **a.g.e.**, s. 37.

Üçüncü tür finansman ise, Ponzi finansmanıdır. Bu tür finansmanda firmaların cari nakit girişleri cari nakit çıkışlarının altındadır ve bu durum bu akışların kesileceği son ana kadar, gelecekteki beklenen değerler için de geçerlidir:

$$AQ_i < PC_i \quad (i = 1, \dots, n-1)$$

$$AQ_i \gg PC_i \quad (i = n)$$

Yukarıdaki ilk eşitlik bu firmalarda cari nakit girişlerinin cari nakit çıkışlarının altında olduğunu, ikinci eşitlik ise bu durumun firmanın faaliyetlerine son vereceği zamana kadar süreceğini göstermektedir.

Ponzi finansmanına dayanan firmalar için borç faizlerinin ödenmesi bile yeni borç almalarına bağlıdır. Ancak, tamamlanma süresi çok uzun olan yatırımlara kalkışan firmaların da bu tür bir finansmana mecbur kalabilecekleri belirtilmelidir. Bu tür finansmana dayanan firmalar sürekli olarak borç almak zorundadırlar ve dolayısıyla finansal piyasalardaki koşullara son derece duyarlıdırlar. Bu yüzden bu tür firmalar, spekülatif finansmanı benimseyen firmalara göre, para piyasalarından borçlanmanın zorlaştığı zamanlarda kullanmak için, daha fazla likit varlığı ellerinde tutmak zorundadırlar.⁶³

3.2.2. Ekonomi Düzeyinde Finansal Kırılganlık Sorunu

Firmaların yukarıda belirtildiği gibi sınıflandırılmaları yoluyla, firmaların finansman yöntemleriyle ekonominin genelindeki finansal kırılganlığın derecesini değerlendirmek mümkün olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, ekonomideki firmaların çoğunun belli bir tür finansman yöntemini tercih etmeleri, ekonomideki finansal kırılganlığın derecesini belirleyecektir. Eğer firmaların çoğunluğu güvenli finansmanı tercih ediyorlarsa, ekonominin finansal kırılganlığının düşük olduğu söylenebilir. Buna karşılık bir ekonominin genelinde ne kadar fazla firma Ponzi finansmanını tercih ediyorsa, o ekonominin sahip olduğu finansal kırılganlığın derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Burada kırılganlığın yüksek olmasının sebebi ekonominin dışsal şokları emme

⁶³ Dymski ve Pollin, **a.g.e.**, s. 39.

kapasitesinin düşük olmasıdır. Varlıklarını sürdürmek için borçlanmak zorunda olan firmaların dış kaynaklara olan talepleri inelastik olurken, ayakta kalmaları da finansal piyasalardaki koşullara bağlı olacaktır. Bu yüzden faizlerin yükselmesi, bu tür firmaların varlıklarını ciddi bir şekilde tehdit edecektir. Öte yandan, zaten bu firmaların dış kaynaklara olan taleplerinin inelastik olması, faiz oranları üzerinde yukarıya doğru bir baskı da yapacaktır. Bu firmaların borçlanma yanında fon elde etmelerinin bir diğer yolu, ellerindeki likit rezervleri kullanmaları ya da ellerindeki finansal varlıkları satmalarıdır. Ancak daha sonra görüleceği gibi, çok sayıda firmanın aynı anda bu yola başvurması, piyasalardaki varlıkların fiyatlarını düşüreceği için faiz oranlarını arttıracaktır. Bunun yanı sıra, spekülâtif firmaların gelir getiren varlıkları satması, bu tür firmaları da Ponzi finansmanı kategorisine sürükleyebilecektir.⁶⁴ Bir ekonominin içinde bulunduğu finansal kırılganlığın boyutu, aşağıdaki gibi formüle edilebilir:⁶⁵

$$(aS+kbP)/cH, k>1$$

Buradaki ifadede S spekülâtif finansman yapan firma sayısını, a bu firmaların ortalama finansal büyüklüklerini, P ekonomideki Ponzi finansmanını tercih eden firma sayısını, b bu firmaların ortalama finansal büyüklüklerini k Ponzi finansmanı uygulayan firmaların ağırlığını arttıran bir katsayıyı, H güvenli finansmanı tercih eden firma sayısını ve c bu firmaların ortalama finansal büyüklüklerini göstermektedir. Görüldüğü gibi spekülâtif ve Ponzi finansmanını tercih eden firma sayısı arttıkça, diğer bir ifadeyle, bu firmaların finansal büyüklüklerinin toplamının güvenli finansmanı tercih eden firmaların finansal büyüklüklerinin toplamına oranı arttıkça, ekonomideki finansal kırılganlık daha da artmaktadır. Finansal kırılganlıkla ilgili sorun, ekonomilerin, bireyleri daha spekülâtif olmaya itmesi, dolayısıyla bir yanda spekülâtif ve Ponzi finansmanı benimseyen firmaların sayısının artmasına neden olacak şekilde işlemesi ve bu yolla finansal kırılganlığın artmasıyla sonuçlanacak doğal eğilimlere sahip olmasıdır. Bu durum, ekonomide ortaya çıkan kâr fırsatlarının firmaları spekülâtif ya da Ponzi

⁶⁴ Nasica, **a.g.e.**, s. 31.

⁶⁵ Alessandro Vercelli, "Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economics," **Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume II**, (Ed. Riccardo Bellofiore ve Pierro Ferri, Cheltenham: Edward Elgar, 2000), s. 44.

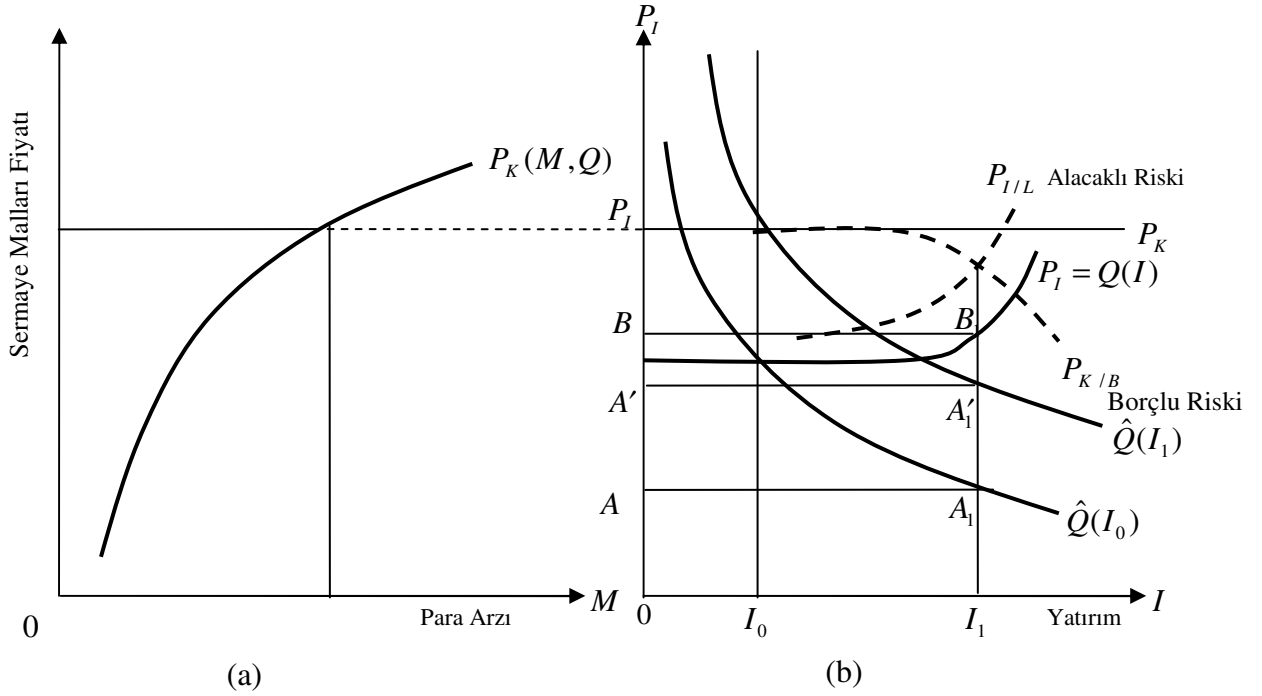
finansmanına teşvik etmesinden kaynaklanmaktadır. Eğer ekonomi finansal kırılganlığa yol açacak eğilimlere sahip olursa, faiz oranlarının yükselmesinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri daha önem kazanacaktır, dolayısıyla ekonomik istikrarsızlık kaçınılmaz hale gelecektir.

Bir ekonomide finansal kırılganlığa yol açan süreci açıklamak için geçmişte bir kriz yaşamış, ancak şimdi finansal olarak sağlıklı bir dönem yaşamakta olan bir ekonomi ele alınacaktır.⁶⁶ Bu ekonomide kriz sonrasında düşen faiz oranları sonucunda, firmaların daha önce kısa vadeli borçlarından oluşan finansal yapıları, uzun vadeli borçlar ve hisse senetlerinden oluşan bir yapıya dönüşmüştür. Aynı zamanda bütçe açıkları nedeniyle, bankaların ve diğer kurumların portföylerinde devlet tahvillerinin ağırlığı artmış, doğal olarak banka ve finansal sistemin iflas riski azalmıştır. Bunun yanı sıra spekülative ve Ponzi finansmanını benimseyen ve dolayısıyla sağlıksız bir finansal yapıya sahip olan firmaların bir kısmının da kriz esnasında iflas etmiş oldukları dikkate alınır, ekonomi, finansal krizden güçlenerek çıkmıştır.⁶⁷ Bu ekonomide neredeyse tüm birimler güvenli finansmanı tercih etmektedirler. Ekonomi geçmişte ekonomik daralma yaşamış, ancak şimdi istikrarlı bir dönemdedir. Ekonomideki birimler geçmiş deneyimleri yüzünden temkinli hareket etme eğilimindedirler. Ancak ekonomik daralmanın ardından gelen bu güvenli ortam, yine yerini zamanla spekülative bir ortama bırakacaktır. Çünkü ekonomi bir şok ile karşı karşıya kalmadığı sürece, geleceğe ilişkin iyimser beklentiler güçlenecektir. Bir taraftan da kriz sonrası ekonomik durumun beraberinde getirdiği kâr olanakları ortaya çıkacaktır. Örneğin, ekonomik krizin ardından düşen faizler, kısa vadeli borçlarla sermaye malı sahibi olma olanakları yaratarak, kâr fırsatlarının doğmasına neden olmaktadır. Bu dönemde firmaların bilançolarına bakıldığında, likit varlıkların ve nakit paranın önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Bu nedenle ekonomide likiditeye fazla gerek duyulmamaktadır. Kısa ve uzun vadeli borçlar sayesinde sermaye mallarına sahip olmak ya da kısa vadeli

⁶⁶ Riccardo Bellofiore and Piero Feri, "Introduction: Things Fall Apart , and the Centre Cannot Hold," **Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume II**, (Ed. Riccardo Bellofiore and Piero Feri, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2000), s. 16.

⁶⁷ Nasica, **a.g.e.**, s. 31.

borçlanmayla uzun vadeli finansal varlıklara sahip olma olanağı firmalar için cazip olmaktadır. Dolayısıyla firmaların, borçlanarak yatırım yapma yönünde bir eğilimi olacaktır. Bankalar da, iyimser beklentiler nedeniyle, piyasaların talep ettikleri fonları borç olarak vermeye daha gönüllü olacaklardır. Böylelikle ortaya çıkan kâr olanakları, ekonomik birimlerin kriz sonrası temkinli hareket etme eğilimlerini, ortaya çıkan uygun ekonomik ortamı değerlendirme güdüsüyle bir parça risk alma yönünde değiştirecektir. Borçlunun ve alacaklının güvenlik marjları daralacaktır. Ekonomi bir kere daha canlanma aşamasına girecek, riskli yatırımlar, kârlar ve borçlanma artacaktır. Bu durum aşağıda Şekil 2 yardımıyla gösterilmektedir.



Şekil 2. Toplam Yatırım ve Finansmanı

Kaynak: Hyman Minsky, John Maynard Keynes, New York: Columbia University Press, 1975, s 113.

Şekil 2(a)'da dikey eksen sermaye malları fiyatını, yatay eksen para arzını göstermektedir. Şekildeki P_K eğrisi, para arzının ve getirinin bir fonksiyonu olan sermaye malları fiyat eğrisidir. Buna göre, veri para miktarında sermaye malları ya da yatırım malları talebi P_I düzeyinde olacaktır. Dolayısıyla bu miktarı sermaye malları talep doğrusu olarak almak ve Şekil 2(b)'de P_K doğrusu ile göstermek mümkündür.

$P_{K/B}$ eğrisi borçlu riskine göre düzenlenmiş sermaye malları talep eğrisidir. Borçlu riski kavramı açıklanırken değinildiği gibi, bu riskin varlığı sermaye malı talebinin azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle $P_{K/B}$ eğrisi P_K doğrusunun altında yer almaktadır. $\hat{Q}(I_0)$ eğrisi yatırımların artan bir fonksiyonu olan beklenen getiriye vermekte, $\hat{Q}(I_1)$ eğrisi ise gerçekleşen getiriye göstermekte ve şekilde görüldüğü gibi gerçekleşen getiri beklenen getirinin üzerinde gerçekleşmektedir. Sermaye malı arz eğrisi P_I yatırım miktarının artan bir fonksiyonudur. Burada da alacaklı riskinin varlığı sermaye malı arz eğrisinin yukarı kaymasına neden olmaktadır. Şekil 2(b)'de, alacaklı riskine göre düzeltilmiş sermaye malı arz eğrisi P_{ML} ile gösterilmektedir. Bu ekonomide toplam yatırımlar, $P_{K/B}$ ve P_I eğrilerinin kesiştiği I_1 düzeyinde gerçekleşecektir. Bu durumda toplam yatırım harcaması $0BB_1I_1$ miktarında olurken, bu harcamanın $0AA_1I_1$ miktarı içsel kaynaklarla sağlanırken, ABB_1A_1 miktarı da borçlanma yoluyla sağlanmaktadır. Söz konusu ekonomide I_1 düzeyinde yatırım, beklenen getiriye gösteren $\hat{Q}(I_0)$ eğrisine göre belirlenmiştir. Oysa gerçekleşen getirinin $Q(I_1)$ olması, yatırımların $0AA_1I_1$ miktarının içsel kaynaklarla finanse edilmesine neden olurken, ABB_1A_1 miktarının da borçlanmayla karşılanmasına neden olmuştur. Görüldüğü gibi, bir ekonomide gerçekleşen getirinin beklenenin üzerinde olması, firmaların yatırımlarını kendi kaynaklarından çok, daha fazla borçlanarak gerçekleştirmeleri sonucunu vermektedir. Diğer bir ifadeyle, gerçekleşen getirinin beklenen getirinin üzerinde olmasının ilk etkisi yatırımların artması olmamakta, ancak yapılan yatırımlar daha fazla borç kullanılarak yapılmaktadır. Ayrıca, gerçekleşen getirinin beklenen getiriden fazla olması durumunda ekonomideki iyimser beklentiler de artacaktır. İyimser beklentilerin artması ise borçlunun ve alacaklının güvenlik marjlarını düşürerek, bunlara bağlı olan sermaye malı arz ve talep eğrilerinin sağa kaymasına neden olacak ve yatırımlar daha da artacaktır. Bu durum ise Şekil 3'de gösterilmektedir.

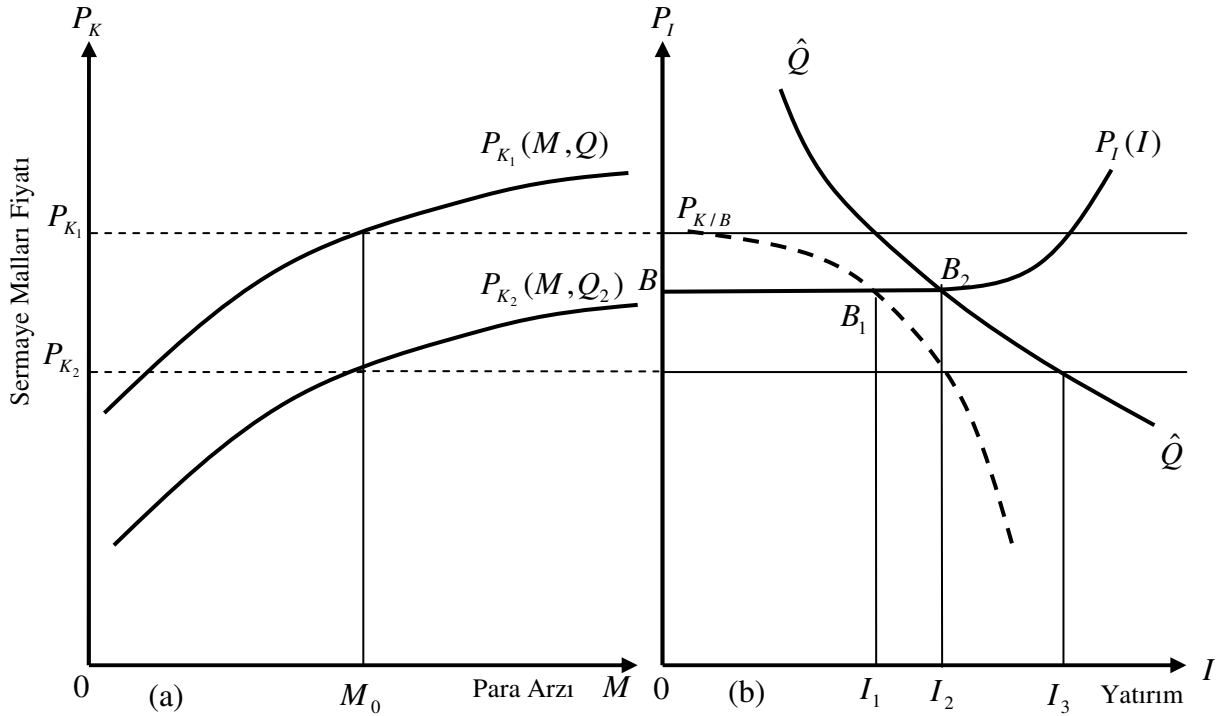
aşamada bankalar henüz verdikleri kredileri sınırlandırmamaktadırlar. Çünkü özellikle ekonominin canlanma aşamasında hatta tam istihdam aşamasında, bankaların da içinde buldukları iyimserlik havası dikkate alındığında, bankaların borç taleplerine karşılık vermeleri olağandır. Ancak bunun anlamı, ekonominin gittikçe daha kırılgan bir finansal yapıya doğru dönüşmesidir. Böylesi dönemlerde firmaların portföylerinde likiditeden çok borçla finanse edilmiş finansal varlıkların ağırlık taşıdıkları görülmektedir.⁶⁹ Ayrıca sınırlanan kâr olanaklarına karşın, bir yandan da borçlanma devam ettiği için, firmalara yönelen nakit akışının giderek artan bir kısmının borç ödemelerine gitmesi doğaldır. Dolayısıyla firmaların bir kısmının, kendilerine yönelen nakit akışlarının borç yükümlülüklerini karşılayamaması sorunu ile karşılaşmaları oldukça mümkündür. Bu tür firmalar yükümlülüklerini yerine getirmek için ellerindeki finansal varlıkları satmak zorunda kalabilirler. Ancak beklenileceği gibi likidite sıkıntısı çeken herkesin aynı yola başvurması, finansal varlıkların arzının artmasına ve dolayısıyla faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır. Ekonomide zaten artan borç talebine bağlı olarak faiz oranlarında artma eğilimi varken, bir de varlık satışlarıyla birlikte bu eğilim daha da artacaktır. Artan faiz oranları artık bazı yatırımların riskini arttırarak bu yatırım projelerinin spekülâtif olarak değerlendirilmesine ve dolayısıyla bu yatırımların yapılmamasına neden olacaktır.⁷⁰ Bu durum krize dair bir öncü gösterge olarak kabul edilebilir.⁷¹ Bu aşamada artık ekonomik genişleme tersine dönmüş bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, Ponzi finansmanına dayanan firmalara yönelik nakit akışlarının da borç yükümlülüklerinin altında kaldığı görülecektir. Ekonomide düşme eğiliminde olan varlık fiyatları, bu alanlardaki spekülâtif kâr olanaklarını ortadan kaldıracacağı için, bu firmaların borçlarını ödeyebilmek için sattıkları varlıkları kâr getirmeyecek, borçlarını ödeyemez duruma gelen Ponzi finansmanına dayanan firmalar da iflas etmeye başlayacaklardır. Varlık fiyatlarının düşmesi firmaların genelinde borç/varlık oranlarının önemli ölçüde artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla firmaların finansal yapıları daha da güçsüzleşecektir. Böylece ekonomideki içsel para arzının artış

⁶⁹ Nasica, **a.g.e.**, s. 40.

⁷⁰ Steve Keen. <http://www.debunking-economics.com/DebtDeflation/04DebtDeflation.ppt> (11.06.2005 tarihli internet sayfası.)

⁷¹ Nasica, **a.g.e.**, s 41.

eğilimi tersine dönecek, azalan yatırımlarla birlikte ekonomik büyüme duraksayacak ya da negatif değerler alabilecektir. Ekonomi artık bir borç-deflasyon döngüsüne girmiştir. Borç-deflasyon süreci, daha önce belirtildiği gibi, ilk olarak Fisher tarafından sistematik olarak ele alınmıştır. Bilindiği gibi, Fisher'in yaklaşımına göre, ekonomik birimler, ister borçlu ister alacaklı olsunlar, borçlanmanın belli bir limiti aştığını fark ettikleri anda, ellerindeki varlıkları satarak borçlarını ödemek yoluyla eski finansal yapılarına dönme çabasında olacaklardır. Bununla beraber, herkes elindeki finansal varlıkları satmaya çalıştığında, bu varlıkların artan arzlarına bağlı olarak düşen fiyatları, faizlerin artmasına neden olacaktır. Ekonomideki para miktarının azalmasıyla fiyatlar genel düzeyi de aşağıya doğru inme eğiliminde olacak ve böylece kendini besleyen bir deflasyon sürecine girilmiş olacaktır. Minsky de ekonomik kriz aşamasını bu bağlamda yorumlamıştır. Ancak Minsky'ye göre Fisher'in tanımladığı borç-deflasyon süreci iki duruma indirgenebilir. Bunlar, kriz sonrası bilançoların yeniden yapılandırılma süreci ve ekonominin borç-deflasyon döngüsüne girmesi durumlarıdır. Aşağıda ilk olarak, bilançoların eski haline gelmesi süreci Şekil 4 yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

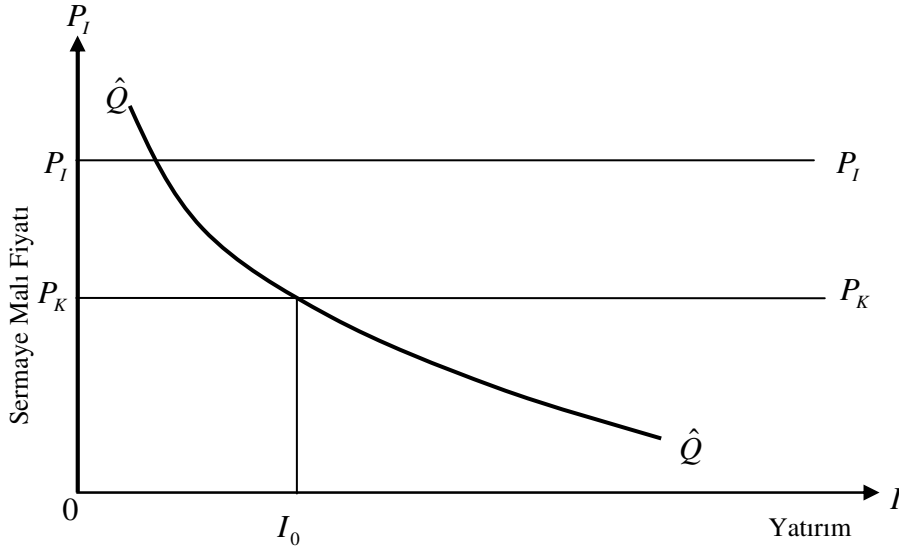


Şekil 4. Sermaye Mali Talep Eğrisinin Kaymasının Etkileri

Kaynak: Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, New York: Columbia University Press, 1975, s 115.

Şekil 4, bir kriz sonrasında eski borç yapısına geri dönmek için bilançoların yeniden yapılandırılması sürecini göstermektedir. Şekil 2(b)'de olduğu gibi, Şekil 4(b)'de de sermaye malı arz ve talep eğrilerinin kesiştiği nokta ekonomide yatırım miktarını vermektedir. Şekil 4(a)'da para arzı M_0 düzeyinde ve sermaye malı talep eğrisi P_{K_1} konumundayken, sermaye mallarının piyasa fiyatları arz fiyatlarının üzerindedir. İkili fiyat düzeyi analizi konusunda değinildiği gibi, bu durum borç alarak yeni yatırım yapmak için elverişli bir durumdur. Bununla birlikte, firmalar, bilançolarındaki borç oranlarını fazla bulmaları ve ekonomik daralmaya bağlı olarak kendi borç risklerine ilişkin algılarının değişmesi nedeniyle borç almaktan kaçınacaklardır. Şekil 4(b)'de borçlu riskine göre belirlenen sermaye malı talep eğrisi $P_{K/B}$ ile sermaye malı arz eğrisi $P_I(I)$ 'nin kesiştiği denge düzeyinde yapılan yatırımın I_1 miktarında olduğu görülmektedir. Bu durumda, firmalar borçlanma bir yana, gelirlerinin izin verdiğinin altında yatırım yapmakta, diğer bir ifadeyle, $0BB_1I_1$ miktarında yatırım harcaması yaparlarken, $I_1B_1B_2I_2$ düzeyinde harcamayı da borç ödemek ya da finansal varlık almak için kullanmaktadırlar.

Eğer para arzı M_0 , sermaye malı fiyatı P_{K_2} düzeyinde gerçekleşirse, sermaye malı arz fiyatı sermaye malı talep fiyatının üzerinde olacağı için, firmalar ellerindeki gelirin tamamını borç ödemeye ayıracaklar, yeni yatırım yapmayacaklardır. Her iki durum da firmaların borçlarını azaltmaları ve bilançolarını düzeltmeleri çabalarını göstermektedir. Bilançolar düzeltilemezse deflasyonist bir süreç başlayacaktır. Bu durum ise Şekil 5 yardımıyla açıklanmaktadır.



Şekil 5. Borç Deflasyon Durumu

Kaynak: Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, New York: Colombia University Press, 1975, s 127.

Şekil 5, bir ekonomide, varlık fiyatlarındaki düşüğe bağlı olarak, sermaye mallarının talep fiyatının arz fiyatının altında kalması durumunda, bir firmanın yatırım kararını göstermektedir. Firma I_0 düzeyinde yatırım yapma isteğindeki düşüşü göstermektedir. Firma I_0 düzeyinde yatırım yapma isteğindeki düşüşü göstermektedir. Firma I_0 düzeyinde yatırım yapma isteğindeki düşüşü göstermektedir. Bu durum diğer firmalar için de geçerli olacaktır, yatırımlar sıfır noktasına gitme eğilimine girecek ve bütün iç fonlar borç ödeme amacıyla kullanılacaktır. Artık firmaların esas amacı borçlarını ödemektir. Firmalar bilançolarını düzeltmeye uğraşırken, genellikle kısa vadeli borçlarını uzun vadeli borçlarla ikame etmeye çalışacaklardır. Ancak uzun vadeli borçların faizleri de artacağından, borç ödemelerinin azalması beklenmemelidir. Minsky, bu sürecin tamamen finansal faktörlerle beslenerek yatırım talebine etkide bulunduğunu, yatırımların çarpan etkisi yoluyla tüketici malları talebini de etkilediğini ve işsizlik ve depresyonla neticelendiğini belirtmektedir.⁷² Ona göre, varlık fiyatları düştüğü ve firmalar zararla karşılaştıkları sürece, bu sorunu tersine çevirecek bir piyasa mekanizması yoktur.

⁷² Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, (New York: Colombia University Press, 1975), s. 127.

Bu açıklamalar, bir ekonomideki tam istihdam dengesinin geçici olduğunu, kısa bir süre sonra, ekonominin kendi işleyişinin yani içsel dinamiklerinin bu tam istihdam dengesinin bozulmasına ve ekonomik daralma sürecinin ortaya çıkmasına neden olacağına göstermektedir. Bu noktadan sonra artık belirleyici olan devletin ekonomiye müdahalesidir. İkinci bölümde daha ayrıntılı olarak açıklanacağı gibi, eğer büyük kamu açıkları vasıtasıyla enflasyonist bir ortama girilirse, fiyatlar genel düzeyindeki artışlar yardımıyla borçlar ödenebilecektir. Ancak bu durumda ekonomik büyüme oranı düşük olacak, stagflasyon ortaya çıkacaktır. Bütçe açıklarının ve enflasyonun söz konusu olmadığı bir durumda ise, borçlar ödenemez hale gelecek, zincirleme iflaslar yaşanacak, bu eğilim spekülasyon olmayan firmaları da etkileyecek ve ekonomi bir çöküntü devresine girecektir.

3.3. Finansal İstikrarsızlık Hipotezine Yönelik Katkı ve Eleştiriler

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi de diğer çalışmalar gibi eleştiri ve katkılarla zenginleştirilmiştir. Bu katkılar arasında, Minsky'nin hipotezini yeni Keynesyen yaklaşımla uyumlaştırmaya yönelik çabalardan bahsedilebilir. Bu iktisatçılar piyasa aksaklıkları, asimetrik enformasyon gibi yeni Keynesyen kavramlar çerçevesinde finansal istikrarsızlık hipotezini yorumlamışlardır. Örneğin, Gatti ve Gallegati ortak çalışmalarında, sermaye piyasalarında eksik bilginin ve piyasalarda eksik rekabetin varlığı varsayımlarıyla dinamik bir makroekonomik model geliştirmişlerdir.⁷³ Yazarlar Minsky'nin çizgisine uygun olduğunu belirttikleri modellerinde, konjonktürel dalgalanmaların nedeninin ekonomide borç birikimini engelleyecek bir mekanizmanın olmamasından kaynaklandığını savunmaktadırlar. Bu bağlamda gelir ve istihdamdaki dalgalanmaların kaynağı da sistemin dışsal etkilere verdiği tepkiler değil, sermaye ve borç birikiminin doğal sonuçları olmaktadır. Yazarlar diğer bir çalışmada, söz konusu koordinasyon eksikliğinin nedenini ekonomideki firmaların birbirinden farklı olması ve enformasyonun özel olmasıyla açıklamışlardır.⁷⁴ Onlara göre firmaların

⁷³ Domenico Deli and Mauro Gallegati, "Imperfect Information, Corporate Finance, Debt Commitments and Business Fluctuations," **Financial Conditions and Macroeconomic Performance**, (Ed. Stevan Fazzari and Papadimitrion, London: M. E. Sharpe, 1992), s. 133.

⁷⁴ Domenico Deli and Mauro Gallegati, "At the Root of the Financial Instability Hypothesis: Induced Investment and Business Cycles," **Journal of Economic Issues**, Vol. 31, No. 2, (June 1997), s. 527.

birbirinden farklı yapılarda olmaları bilanço yapılarının da farklılaşmasına yol açacak, böylece bilanço yapıları piyasanın yapısıyla birlikte sürekli olarak değişecek ve bu durum da koordinasyon eksikliğini ve dolayısıyla konjonktürel dalgalanmaları beraberinde getirecektir.

Bir başka yeni Keynesyen kavram olan asimetrik enformasyon da, yeni Keynesyen iktisatçılarca finansal istikrarsızlık hipotezine dahil edilmeye çalışılmıştır. Örneğin, Crotty ve Goldstein çalışmalarında, firma sahipleri ya da hisse senedi sahipleri ile firma yöneticileri arasında asimetrik enformasyonun var olduğundan yola çıkarak, bu farklılığın yatırım projeleri için belirleyici öneme sahip olduğunu savunmaktadırlar.⁷⁵ Onlara göre yöneticiler, firmanın büyümesi, finansal sağlamlık gibi amaçların yanı sıra, kendi statülerini ve iş güvencelerini koruma eğilimindedirler. Firma yöneticilerinin gözecekleri bu amaçlar arasında özellikle firmanın büyümesi ve firmanın finansal sağlamlığı arasında çatışma olması mümkün olabilmektedir. Oysa ekonominin genişleme aşamasında yöneticilerin iyimserliği, firmanın finansal sağlamlığının bozulması pahasına da olsa borçlanma yoluyla yatırım yapmasına neden olabilecektir. Bu durum ise bir yandan ekonomide yatırımı arttırırken, diğer yandan finansal kırılganlığa yol açabilecektir.

Minsky'nin çalışmalarında yeni Keynesyen iktisatçıların ilgisini çeken bir diğer konu borçlu ve alacaklı riski kavramı olmuştur. Yeni Keynesyen yaklaşıma göre borçlu ve alacaklı riski kavramları asimetrik enformasyonun varlığı tarafından etkilenmektedir.⁷⁶ Buna göre bir ekonomide borç verenler, bu borcu alanların yapacakları yatırım hakkında olası tüm bilgileri bilmek isterler. Oysa bu, borç talep edenlerin kendilerini mümkün olduğunca olumlu yansıtma eğilimleri yüzünden mümkün olamamaktadır. Bu durum borç verenler tarafından bilindiği için, alacaklı riski artmakta ve bu risk sözleşmelere yansımaktadır. Dolayısıyla alacaklı riski asimetrik

⁷⁵ James C. Crotty and Jonathan Goldstein, "The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky's Investment Instability Thesis," **Working Paper**, No. 79, Jerome Levy Economics Institute, (September 1992), s.1

⁷⁶ Steven Fazzari, "Keynesian Theories of Investment and Finance: Neo, Post, and New," **Financial Conditions and Macroeconomic Performance**, (Ed. Stevan Fazzari and Papadimitrion, London: M. E. Sharpe, 1992), s. 126

enformasyonun bir sonucudur ve dışsal fonların daha maliyetli olmasına neden olmaktadır. Böylesi bir durum, Kalecki’de risk kavramı açıklanırken de değinildiği gibi, yatırımları finansal olarak kısıtlayabilmektedir. Burada, Minsky’ye yeni Keynesyen iktisatçılar tarafından asimetrik enformasyon hakkında getirilen bu açılımların da eleştirildiğini belirtmek gerekmektedir. Örneğin, Keen, asimetrik enformasyon gibi yeni Keynesyen kavramların Minsky’yi değerlendirirken kullanılmasının, Minsky’nin görüşlerini neo klasik iktisat ile uyumlaştırıp özünden uzaklaştırdığını savunmaktadır.⁷⁷

Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezine yönelik olarak, yukarıda değinilen katkıların yanı sıra eleştiriler de yapılmıştır. Bu eleştirilerin bir kısmı hipotezin tutarsızlıklarına ilişkin olurken diğer bir kısmı da hipotezin eksikliklerini vurgulamaktadır.

Modelin tutarsızlığı bağlamında ifade edilen ve yeni klasik iktisatçılarca savunulan rasyonel beklentilerin, ekonomideki finansal yapının daha kırılgan hale gelmesini engelleyebileceği ifade edilmektedir.⁷⁸ Yeni klasik iktisatçıların finansal kırılganlık yaklaşımına başlıca eleştirileri, modeldeki konjonktürel hareketlerin rasyonel bireyler tarafından öngörülebileceği ve bunların engellenebileceği yönündedir. Bu durumda konjonktürel dalgalanmaların gerçekleşmesi irrasyonel bireylerin varlığını kabul etmek ile mümkün olacaktır.⁷⁹ Ancak post Keynesyen iktisatçılara göre Minsky’nin çalışmaları incelendiğinde, bu eleştirinin geçerli olmadığı görülmektedir.⁸⁰ Bu iktisatçılara göre, öncelikle bir firmanın kendi borçlanmasının arttığını ve buna bağlı olarak finansal yapısının riskli hale geldiğini görmesi elbette mümkündür. Ancak, bilgi ve bu bilginin dolaşımı mükemmel olmadığı sürece, söz konusu firma diğer firmaların finansal yapıları hakkında bilgi sahibi olamayacaktır. Bunun da ötesinde ekonomik

⁷⁷ Steve Keen, “Minsky’s Thesis: Keynesian or Marxian?,” **Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume I**, (Ed. Riccardo Bellofiore, ve Piero Ferri, , Cheltenham: Edward Elgar, 2000), s. 107.

⁷⁸ James Tobin, “Comments on ‘Stabilizing on Unstable Economy’ ”, **Journal of Economic Literature**, (March, 1989), s. 105.

⁷⁹ Piero Ferri, “From Business Cycles to Economics of Instability,” **Financial Conditions and Macroeconomic Performance**, (Ed. Steven Fazzari ve Dimitri B. Papadimitriou, New York: M.E.Sharpe, 1992), s. 110.

⁸⁰ Nasica, **a.g.e.**, s. 36.

birimlerin kendilerinin ve diğerlerinin borçlanma düzeylerinin hangi noktadan sonra ekonomik kırılma eğilimi arttıracağını bilmelerini beklemek gerçekçi değildir. Diğer bir ifadeyle, ekonomide finansal yapının kırılma eğiliminin bireylerin rasyonelite eksikliği ile ilişkisi yoktur.

Ayrıca rasyonel beklentilerin varlığı bağlamında Minsky'nin hipotezine yöneltilen bir diğer eleştiri, firmaların geçmiş deneyimlere bakarak ekonominin gidişatını öngörebilecekleri, dolayısıyla gerekli önlemleri alacakları noktasında odaklanmaktadır. Bu eleştiriye karşılık olarak post Keynesyenlerin karşı eleştirisi, firmaların ekonomik krizlerin nedenleri hakkında bilgiye sahip olup olmadıklarının tartışmalı olması yönündedir. Konu Minsky'nin tezi bağlamında ele alındığında, firmaların bu tezde tartışılan finansal ilişkilere ve süreçlere ait bilgilerinin olmasını, ekonominin gidişatını bu tezde tartışılan bağlamda değerlendirilmelerini beklemek gerçekçi değildir. Büyük bir olasılıkla firmalar, kriz sürecinde krizden bir ders çıkarmaktansa, kendilerini dışsal bir şoktan kaynaklanan bir krizin içinde bulduklarını düşünme eğilimi içinde olacaktır. Bu nedenle ekonomik krizin kendilerinin ve ekonomideki diğer firmaların davranışları sonucunda ortaya çıktığını düşünmeleri için hiçbir neden olmayacaktır.⁸¹ Bir uç nokta olarak, firmaların Minsky'nin tezinde tartışılan finansal ilişkileri ve süreçleri çok iyi bildiği, model hakkında tam bilgi sahibi oldukları ve dolayısıyla yaklaşan krizi görebilecekleri varsayılabilir. Böyle bir durum söz konusu olsa bile, krizle ilgili olarak tamamen bilemeyecekleri bir nokta vardır. O da krizin tam olarak ne zaman ortaya çıkacağı konusudur. Bunun yanı sıra, bir ekonomik genişleme sırasında firmanın güvenli finansmanı tercih etmesinin pek olasılığı yoktur. Ekonomik genişleme dönemlerinde kaldıraç olanaklarını tamamen kullanmayan firmalar, en azından hissedarlarına yeterli kâr payı dağıtamayacakları için, firma değerinin düşmesi riskiyle karşı karşıya kalacaklardır. Bunun da ötesinde uzun dönemde rekabet güçlerini kaybedebileceklerdir. Böylesi bir ekonomik genişleme döneminde saldırgan stratejiler izleyen yöneticiler yeteri kadar ödüllendirilmişlerken, ihtiyatlı bir strateji takip eden yöneticiler, eğer çoktan pozisyonlarını kaybetmedilerse, daha az kârla yetinmek durumunda kalacaklardır. Bir kriz anında ise, krizin faturasını herkes paylaşmaktadır.

⁸¹ Dymksi ve Pollin, **a.g.e.**, s. 44.

Dolayısıyla ekonomik genişleme döneminde firmalar ve yöneticiler için saldırgan stratejiler izlemek daha kârlı olmaktadır. Firmalar da eylemlerinin finansal krize yol açacağını bilseler de, krizin ne zaman çıkacağını tam olarak bilememelerinin yanı sıra, rekabet güçlerini kaybetmemek için ekonomik genişlemenin getirilerinden pay kapma çabası içinde bulunacaklardır.⁸² Böyle bir dönemde firmaları ihtiyatlı olmaya iten bir teşvik unsuru yoktur.

Özetle finansal kırılganlık, ekonomideki birimlerin irrasyonel ve miyop olmalarından kaynaklanmamaktadır. Dolayısıyla rasyonel bireylerin bu olgunun önüne geçebileceklerini beklemek mümkün değildir.

Minsky'nin hipotezinin tutarsızlığı bağlamında yapılan bir diğer eleştiri, ekonomik genişleme boyunca borçlanma artıyor olsa da, borç/özkaynak oranlarının bozulmayabileceği ve bu nedenle de, ekonomik genişlemeyle beraber finansal kırılganlığın artmayabileceği üzerinedir.⁸³ Özellikle genişleme dönemlerinde elde edilen kârlar yüzünden borçlanma artsa bile borçlanma oranının kötüleşmeyeceği savunulabilir. Bu eleştiri Minsky'nin açısından değerlendirildiğinde, ekonomik genişleme dönemlerinde kârların artacağı tartışmalı hale gelmektedir. Minsky analizlerinde, Kalecki'nin yatırım kâr ilişkisine ait yaklaşımını benimser. Bu yaklaşımda, kârların doğrudan yatırımlar ve sermayedarların tüketiminden oluştuğu gösterilmektedir.⁸⁴ Beklenenin altında gerçekleşen kârlar, yatırımlarda da bir düşüşe neden olacaktır. Bunun yanı sıra, Minsky, yatırımlarda düşüşe neden olan unsurlar arasında faiz oranlarına özel bir önem vermiştir. Faiz oranlarının ekonomik faaliyetin farklı aşamalarında farklı düzeylerde olacağı açıktır. Ekonominin genişleme aşamasına bakıldığında, daha önce belirtildiği gibi, faiz oranlarının artması beklenmelidir. Artan faiz oranları ise yatırımların yavaşlamasına ve kârların azalmasına neden olacaktır. Artan faiz oranlarıyla beraber borç/özkaynak oranlarının bozulması muhtemeldir.

⁸² Dymski ve Pollin, *a.g.e.*, s. 45.

⁸³ Eric Nasic, *a.g.e.*, s 35.

⁸⁴ Michel Kalecki, "The Determinants of Profits," **Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933- 1970**, (Ed. Michal Kalecki, Cambridge : Cambridge University Press, 1971), s. 78.

Bunun nedeni, yükselen faizlerin bu oranın payını arttırırken, paydasını azaltmasıdır.⁸⁵ Dolayısıyla ekonominin genişleme aşamasında, artan faizlerle birlikte yatırımların ve kârların azalması, finansal kırılganlığı arttırıcı yönde etki yapacaktır. Burada üzerinde durulması gereken sorun, bankaların ve firmaların iyimser beklentilerin etkisinde olsalar da, neden merkez bankasının ekonomideki finansal kırılganlığın artmasına izin vereceğidir.⁸⁶ Eğer merkez bankası para politikası araçları vasıtasıyla ekonomideki borç verme kapasitesini sınırlandırır, finansal kırılganlığın artması önlenmekte, dolayısıyla Minsky'nin konjonktür kuramı da tamamlanmadan kalmış olmaktadır. Bu konu aynı zamanda Minsky'ye yöneltilen eleştirilerden biridir. Ancak içsel para arzı varsayımı kabul edildiğinde bu eleştiri de geçersiz kalacaktır. Post Keynesyen iktisatçılar, ikinci bölümde ayrıntılı olarak inceleneceği gibi, içsel para arzı yaklaşımını kabul etmektedirler. Aynı anlayış, Minsky'nin modelinde de görülmektedir. Bu bağlamda Minsky'ye göre, merkez bankası ekonomideki borç talebini sınırlandırmak için rezerv parayı azaltma yoluna gitse bile, bu önlem yeteri kadar etkin olmayacaktır. Çünkü merkez bankasının bu politikası sonucunda ellerinde borç verebilecek rezervleri azalan bankalar, iki seçenekle karşı karşıya kalacaklardır. Bunlar merkez bankasından borçlanma ya da para piyasalarından borçlanma seçenekleridir. Merkez bankasından borçlanma genellikle maliyetli olacağı için, bankalar genellikle para piyasalarından borçlanarak fon elde etme yolunu tercih edeceklerdir. Bu piyasalarda fazla fona sahip olan kuruluşlar ise fon ihtiyacı olan kesimlere borç vermeye istekli olacaklardır. Aynı zamanda merkez bankasının sıkı para politikaları finansal yenilikleri teşvik etmektedir ve Minsky'ye göre likidite kısıtlarını aşmaya yönelik bu tür yeniliklerin ortaya çıkışı tarihsel olarak da gözlenebilmektedir. Ancak para arzının içselliği konusunda Minsky de, finansal piyasalardaki yeniliklerin ve buluşların borç artışını sağlamadaki etkisinin merkez bankasının kısıtlamalarının olmadığı bir durumla karşılaştırıldığında, yine de yetersiz kalacağını ifade etmektedir. Burada önemli olan, merkez bankası müdahalelerinin ekonomideki gidişatı yavaşlatabilse bile, bu eğilimi tersine çevirmede yetersiz kalacağıdır.

⁸⁵ Nasica, **a.g.e.**, s 38.

⁸⁶ Dymksi ve Pollin, **a.g.e.**, s. 41.

Yukarıda Minsky'nin hipotezine yönelik olarak, modelin içsel tutarsızlıklara sahip olmasının yanı sıra, kuramın bazı noktalarda eksikliklerinin olduğunun ileri süren eleştirilerin de olduğu belirtilmişti. Bu açıdan Minsky'ye yöneltilen eleştirilerden birisi, bakış açısının çok dar olduğuna yöneliktir. Bazı yazarlarca 'Wall Street paradigması' olarak da isimlendirilen bu yaklaşım, kapitalist ekonominin işleyişi hakkında kısıtlı bir bakış açısı sunmakla eleştirilmektedir. Bu paradigma öncelikle finansal kuruluşlar ve para akışı ağı üzerinde dururken, ardından üretim ve bölüşüm mekanizmalarını ele almaktadır. Ancak Minsky'nin çalışmalarında üretim bölüşüm mekanizmalarının yeterince işlenmediği iddia edilmektedir.⁸⁷

Bu boşluk Minsky'nin konjonktür kuramına temel oluşturan yatırım kuramında da kendini göstermektedir. Örneğin, daha önce belirtildiği gibi, Minsky'de yatırım, sermaye mallarının beklenen getirisini ve borçlu riskini yansıtan sermaye malı talep fonksiyonu P_K eğrisi ile; işgücünü, üretim sürecinde kullanılan girdileri, finansman maliyetlerini ve alacaklı riskini yansıtan sermaye malı arz fonksiyonu P_I eğrisinin kesiştiği noktada belirlenmektedir. Burada P_I fonksiyonunu etkileyen işgücü ve ürün piyasasındaki koşullar; yani ücret oranları, verimlilik oranları, ortalama maliyetler üzerindeki mark-up'lar, Minsky'nin analizinde fazla yer almamakta, bu açıdan da Minsky'nin analizinde önemli eksikliklerin olduğu belirtilmektedir. Diğer bir ifadeyle, Minsky'nin yaklaşımında, ücret oranlarının ve mark-up'ların belirlenmesi ile ilgili olan bölüşümsel konuların makro ekonomik uzantılarının olmadığı ifade edilmekte ve bu konuların Minsky'nin analizinde yer almamasının bir eksiklik olduğu belirtilmektedir. Ancak, bölüşümle ilgili unsurlardaki değişmeler P_I eğrisi kadar P_K eğrisini de etkileyecek ve yatırımların belirlenmesinde önemli bir rol oynayacaklardır.⁸⁸

Minsky'nin analizinde üzerinde durulmayan bir diğer önemli nokta ise verimlilik ile ilgilidir. Yine verimlilik meselesinin önemli makro ekonomik uzantıları olmakla birlikte, bu meselenin analizde tartışılmaması verimlilik meselesinin bu boyutlarının

⁸⁷Robert Polin, "Alternative Perspectives on the Rise of Corporate Debt Dependency: The U.S. Post War Experience," **Review of Radical Political Economics**, Vol. 18, (Spring and Summer 1986), s. 205.

⁸⁸Dymski ve Pollin, **a.g.e.**, s. 51.

görülmeyi göstermektedir. Örneğin, verimlilik artışındaki azalma gelir artışının azalması demektir. Gelir artışındaki azalma ise gelir dağılımı ya da bölüşüm mücadelesinin keskinleşmesi ve bu sorunların daha da önem kazanması anlamına gelmektedir. Bunun da ötesinde, bölüşüm çatışmasının en belirgin yaşandığı yerlerden biri de devlet bütçesidir. Dolayısıyla verimlilikteki değişmeler; kârları, ücretleri, yatırımları, vergileri ve bütçe açığını arttıracaktır.⁸⁹ Aslında post Keynesyen iktisat bölüşüm problemlerinin en yoğun tartışıldığı ekonomi yaklaşımlardan biridir. Bu ekolden Kalecki, Robinson, Kaldor, Sraffa gibi iktisatçılar ekonominin üretim ve bölüşüm yapısının anlaşılmasına yönelik önemli katkılarda bulunmuşlardır. Hyman Minsky'nin de bu ekolden olduğu kabul edilmesine karşılık, Minsky, modern ekonomilerin karakteristiklerini incelerken ağırlık noktasını finansal yapıya vermiş, üretim ve bölüşüm meselerini anlamak için yeterli bir çaba göstermemiştir.

Minsky'nin ekonomik sorunların teşhisinde yetersiz kaldığı noktalar, doğal olarak tedavi için önerilerinde de yetersizliğini hissettirmektedir. Minsky'nin analizi incelendiğinde ekonomik sistemin işlemleriyle ilgili olan; işsizlik, gelir dağılımı eşitsizliği ve ekonomik gücün yoğunlaşması gibi problemlerin, ekonominin finansal yapısının sağlığa kavuşturulmasıyla çözüme kavuşabileceği gibi bir sonuç ortaya çıkmaktadır.⁹⁰ Diğer bir ifadeyle Minsky, kapitalist ekonomilerde ekonomik demokrasinin sağlıklı işlemlerinin mümkün olmaması, ekonomik gücün belli ellerde toplanması sorunları üzerinde durmamıştır.

Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezinin eksikliğine yönelik bir diğer eleştiri üç noktada özetlenebilir.⁹¹ İlk olarak Minsky'nin analizi ekonomik konjonktürün genişleme aşamasını açıklamaya yöneliktir. Modelin daralma aşaması üzerinde aynı ayrıntıyla durulmamıştır. Özellikle konjonktürel daralmanın en dip noktasının ne olacağı konusu kurumsal etkilere bırakılmıştır. Oysa bir konjonktür kuramının tam olabilmesi için konjonktürel daralmanın dip noktasının da içsel olarak açıklanması

⁸⁹ Dymski ve Pollin, **a.g.e.**, s. 52.

⁹⁰ Dymski ve Pollin, **a.g.e.**, s. 52.

⁹¹ Anna Maria Variato, "Hyman Minsky: What Kind of (post-) Keynesian," **Financial Keynesianism and the Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume I**, (Ed. Riccardo Bellofiore and Piero Feri, Cheltenham: Edward Elgar Publishing), 2000 s. 91.

gerekmektedir. İkinci olarak konjonktürel dalgalanma hareketi tamamıyla kâr ve makroekonomik istikrara yönelik beklentiler tarafından belirlenir. Bu unsurlar yatırımı ve finansal yapıyı belirler. Bununla beraber model, diğer bütün olası mikro-makro etkileri göz ardı etmektedir. Bunlar arasında özellikle işgücü piyasasının eksikliği belirgindir. Bu eksiklik ise sermaye malları arz fiyatlarının oluşumu ve işgücü verimliliğinin etkilerinin modele dahil edilememesi sonucunu vermektedir. Son olarak ise, analizin nominal değerlerden oluştuğunu belirtmek gerekmektedir. Nominal değerler arasındaki ilişkinin reel bir sonucu olmayabilmektedir. Bunun önemli bir sonucu finansal istikrarsızlık hipotezinin reel etkilerinin amprik olarak araştırılmasının güçleşmesidir.

Modern finans tekniklerindeki gelişmelerin Minsky'nin tartıştığı finansal yapıları ve ilişkileri değiştirdiği de savunulmaktadır.⁹² Bu görüşe göre modern finans teknikleri paradan çok hisse senedi ve tahviller ile ilgilidir ve sermaye mallarının dağılımında bu tekniklerin önemi büyüktür. Artık sermaye piyasaları para piyasaları olmayıp, bankacıların yerini de finansçılar almıştır. Daha da önemlisi modern finansman akışla değil stokla ilgilenmekte ve likit banka rezervlerinden çok sermaye varlığı fiyatlarındaki oynamalar önemli hale gelmektedir. Bu nedenle Minsky'nin analizinde merkezi role sahip olan likiditeye ilişkin tartışmalar, modern finansman için konu dışı sayılmaktadır. Dolayısıyla bu iki görüşün kuramsal olduğu kadar ekonomi politikası açısından da farklı önerileri olması kaçınılmazdır.

Minsky'ye yöneltilen bir diğer eleştiri ise politik kökenlidir. Minsky, kapitalist sisteme mesafeli yaklaşan bir yazar olarak, kapitalizmin, sistemin daha iyi işlemesi pahasına dahi olsa sürekli olarak eleştiriye tutulması gerektiğini savunmuştur. Oysa kendi eleştirileri ılımlı ve özünde apolitiktir. Dolayısıyla bazı yazarlar tarafından,

⁹² Perry Mehrling, "Minsky, Modern Finance and the Case of Long Term Capital Management," **Journal of Portfolio Management**, Vol. 26 Issue 2, (Winter 2000), s. 83.

Minsky eleştirdiği kapitalist sistemin tam olarak karşısında olmaması ve eleştirilerinin bu sistemin daha iyi işlemesine y6nelik olması açısından eleştirilmiştir.⁹³

⁹³ Dymski ve Pollin, **a.g.e.**, s. 52.

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK İSTİKRAR POLİTİKALARI AÇISINDAN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN ÖNEMİ

Modern ekonomilerde görülen konjonktürel dalgalanmaların kaynağı, girişimcilerin gerçekleştirecekleri yatırımları borç alarak finanse etme eğilimleridir. Birinci bölümde açıklandığı gibi, Minsky'ye göre bir ekonomide görülen konjonktürel dalgalanmalar, girişimcilerin kâr beklentileriyle giriştikleri yatırımlarını borçlanma yoluyla finanse etmelerinden kaynaklanmaktadır. Bu kuramsal çerçeve kabul edildiğinde, konjonktürel dalgalanmaların nedenine ilişkin teşhis değişeceği için, sorunun çözümüne yönelik öneriler de farklılaşacaktır. Ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik ekonomi politikaları konusunda Minsky, geleneksel para ya da maliye politikalarının etkisizliğini vurgulamaktadır. Minsky'ye göre etkin bir istikrar politikası, ekonomide düzenlemeleri ve reformları içermek zorundadır. Bunun için de öncelikle ekonominin kurumsal yapısının incelenmesi önem taşımaktadır. Bu nedenle, bu bölümde öncelikle modern bir ekonominin kurumsal yapısı incelenecek, ardından bu yapı da dikkate alınarak, istikrarın sağlanmasına yönelik olarak ne gibi politikaların uygulanabileceği konusu üzerinde durulacaktır. Bunun ardından, finansal piyasaların öncüsü olduğu küreselleşme olgusunun istikrarsızlık sorununa ve ekonomi politikalarına olan etkileri Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde ele alınacaktır.

1. EKONOMİK İSTİKRARSIZLIK TARTIŞMALARINDA EKONOMİNİN KURUMSAL YAPISININ ÖNEMİ

Post Keynesyen ya da kurumcu iktisat gibi, alternatif iktisadi görüşlerin neo klasik iktisada yönelttiği en önemli eleştirilerden biri, neo klasik iktisadın analizlerinde ekonominin kurumsal yapısının ve bu yapının doğurduğu sonuçların genellikle ihmal edildiği yönündedir. Minsky de çalışmalarında neo klasik iktisadı bu açıdan eleştirmiş ve analizlerine kurumsal yapıyı dahil etmiştir. Bilindiği gibi, ekonomilerin kurumsal yapısı statik olmaktan uzaktır. Bu yapı, bir yanda zaman içinde değişen ihtiyaçların bir sonucu olarak kendi dinamikleri doğrultusunda evrim geçirirken, bir yandan da kurumsal düzenlemelere bağlı olarak değişebilmektedir. Aslında kurumsal yapının değişimi, yukarıda ifade edilen bu iki ayrı unsurun etkileşimiyle ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden Minsky'ye göre ekonomi politikasının amaçları gözetilerek kurumsal düzenlemeler yapılmalı, ardından kurumsal yapı kendi evrim sürecine bırakılmalı, daha sonra gerek görülürse tekrar düzenlemeler yapılma yoluna gidilmelidir.⁹⁴

Minsky'ye göre ekonomik sistemler doğal sistemler olmayıp, hem yasalarla belirlenmiş hem de yeniliklerle evrilen sosyal organizasyonlardır. Ekonomik sistemin bu şekilde değerlendirilmesi, neo klasik iktisadın, birbirinden bağımsız bireylerin aldıkları üretim ya da tüketim gibi kararların ekonomik sistemin işleyişini belirleyen ana unsur olduğu yönündeki yaklaşımından oldukça farklıdır. Ekonomik sistemlerin doğal olmaması ve örneğin, yasalar gibi iradi unsurların öneminin vurgulanması, ekonomi politikasının etkinliğinin en azından muhafazakar iktisatçıların savunduklarından daha fazla olduğunu göstermektedir. Nitekim Minsky, politikanın ekonominin işleyişinin ayrıntılarını olduğu kadar, genel karakteristiğini de değiştireceğini belirtmiştir. Bununla beraber, dinamik bir dünyada yalnızca yasal, kurumsal düzenlemeler yaparak ekonomik sorunların çözülmesini beklemek mümkün değildir. Öte yandan kurumsal yapının sürekli radikal bir şekilde değişmesi de istenilen bir şey değildir. Kurumsal ve yasal düzenlemeler yapma gerekliliği ile sürekli değişen şartlardan sakınmak için Minsky'nin getirdiği çözüm önerisi, kurumsal düzenlemenin yapıldıktan sonra ayrıntılarının zaman

⁹⁴ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, (New Haven: Yale University Press, 1986), s. 7

içinde evrilmesine izin vermek bu sırada da ekonomi politikasının kurumsal çerçeve içinde işlemlerini sağlamaktır. Eğer yapılan düzenlemelerin yetersizliği açıkça ortaya çıkarsa, bu durumda yeni düzenlemeler yapılması gerekebilir.

Bu noktada Minsky'nin, ABD ekonomisi için dikkat çektiği bir özellik, ABD'deki kurumsal düzenlemelerinin çoğunun Keynes'in Genel Kuramı'ndan önce tamamlanmış olduğudur. Dolayısıyla ABD ekonomisinin kurumsal yapısı düzenlenirken Keynes'in ekonominin işleyişine ait kuramsal katkılarının dikkate alınmadığı ifade edilebilir. Bunun sonucu olarak, eğer Keynesyen politikalar uygulanmak istense bile, bu politikaların Keynes öncesine ait bir kurumsal çerçevede yürütülmesi gerekecektir. Bu durumun ise Keynesyen ekonomi politikalarının etkinliğini azaltacağı açıktır.

Minsky'ye göre modern ekonomilerin kurumsal yapıları içinde özellikle para arzının içsellik, bankacılık sistemi, merkez bankasının rolü ve enflasyonun varlığı özellikle önemlidir. Aşağıda ekonominin kurumsal yapısına ilişkin bu unsurlar incelenmektedir.

1.1. Para Arzının İçsellik

Esasen Minsky, finansal istikrarsızlık tezini tam olarak ortaya koymadan önce yaptığı ilk çalışmalarında para sistemini incelemiş ve para arzının içsel olduğunu savunmuştur. Minsky'nin para arzı üzerine görüşleri post Keynesyen iktisadın içsel para arzı yaklaşımına uygundur. Bu nedenle, öncelikle post Keynesyen iktisatta para arzının içsellik ele alınacak, ardından Minsky'nin bu konudaki görüşleri açıklanacaktır.

1.1.1. Post Keynesyen İktisatta Para Arzının İçsellik

Post Keynesyen iktisatçılar para arzının içsel olduğunu savunmaktadırlar. Bu görüşe göre para arzı merkez bankasının para arzı ile sınırlı değildir. Para arzı para talebine bağlıdır ve ekonominin kendi dinamikleri, özellikle de banka sistemi sayesinde yaratılmaktadır. Post Keynesyen iktisatçılar bu konuda da Keynes'den ilham

almışlardır. Keynes çalışmalarında para arzını dışsal olarak kabul etmişse de, bir makalesinde kredi sisteminin ekonomik faaliyeti teşvik ettiğinden bahsetmiştir.⁹⁵

Post Keynesyen iktisatçılar için para arzının içselliğine dair bir diğer önemli kaynak, 1959 yılına ait Radcliffe Komitesi Raporu olmuştur.⁹⁶ Komite raporu, post Keynesyen iktisatçıların para konusundaki görüşleriyle birçok ortak noktaya sahiptir. Para ile ilgili tartışmalarda sıklıkla gündeme gelen rapor, özellikle geleneksel para politikalarının etkinsizliğini vurgulamaktadır. Komite raporunda para politikasının etkinsiz olduğu ifade edilirken, temel olarak paranın tartışmalı bir kavram olduğu, finansal sistemdeki yenilikleri ve çeşitliliği artan ödeme araçlarının para yerine kullanılabilmesi, bu yüzden de merkez bankası parasından çok ekonomideki likiditeden bahsedilmesi gerektiği savunulmaktadır. Etkin bir para politikasının uygulanması için bu likiditenin kontrol edilebilmesi gerekmektedir. Eğer geleneksel para politikası uygulanması sonucunda, örneğin, faiz oranları yukarıya çekilebilmiş olsa bile, işadamları kâr beledikleri sürece ekonomide yatırım eğilimi olacak, özellikle finansal yeniliklerin katkısı sayesinde, yatırımcılar ihtiyaç duydukları likiditeyi kolaylıkla temin edebileceklerdir. Çünkü Komiteye göre, finansal yeniliklerle birlikte paranın dolaşım hızı da değişkenlik gösterecektir. Oysa geleneksel Keynesyen görüşte ekonomide bütün atıl fonlar kullanıldığında paranın dolaşım hızı maksimum olmaktadır. Ancak Komiteye göre, finansal yenilikler sayesinde, böyle bir üst limitten bahsetmek mümkün değildir.

Radcliffe Komitesi Raporu özellikle Minsky'nin görüşleriyle uygunluk göstermektedir. Birinci bölümde belirtildiği gibi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre, yatırımcılar kâr fırsatı gördüklerinde yatırım yapma eğiliminde olmaktadır. Bu yüzden konjonktürel dalgalanmaları başlatan unsur geleceğe ilişkin kâr beklentileridir. Öte yandan, raporda konu edilen finansal sistemdeki yeniliklerin varlığı da yatırımcıların gerek duydukları fonları kolaylıkla elde etmelerine neden olmaktadır.

⁹⁵ John Maynard Keynes, "The "Ex-Ante Theory of the Rate of Interest", " **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 188, (December 1937), s. 663.

⁹⁶ Stephen Rousseas, **Post Keynesian Monetary Economics**, (Houndmills: McMillan Press, 1998), s. 45. Ayrıca bkz. Nancy Wulwick, "The Radcliffe Central Bankers", **Journal of Economic Studies**, Vol. 14, No. 1, (1987), s. 36.

Para arzının içselliği, post Keynesyen iktisadın ayırıcı özelliklerinden birisini oluşturmasının yanı sıra, neo klasik iktisada yönelttiği en temel eleştirilerden de birisidir. Bununla beraber, post Keynesyen iktisatçılar arasında para arzının içselliğinin kaynağı konusunda kesin bir görüş birliği yoktur. Örneğin, bir grup post Keynesyen iktisatçı, para arzının kaynağının banka sistemi olduğunu savunmakta, ancak banka sisteminin yetersiz fonlara sahip olduğu durumlarda, finansal piyasaların istikrarını düşünen merkez bankasının gerekli fonları banka sistemine sağlayacağını düşünmektedir. Bir başka grup ise, banka sisteminin yanı sıra, finansal piyasalardaki yenilikçi uygulamalar sayesinde merkez bankasının kısıtlayıcı politikalarının aşıldığını savunmaktadır. Bu ayırım Polin'e göre, tamamlayıcı içsel kuramlar ve yapısal içsel kuramlar olarak da ifade edilebilmektedir.⁹⁷ Burada tamamlayıcı içsel kavramı, banka sisteminin yetersiz kaldığı durumlarda merkez bankasının para arzını artırma yoluyla ekonomik faaliyet düzeyinin devamını sağlayacağına ilişkin olmaktadır. Öte yandan yapısal içsel kavramı ise, para arzının finansal sistemin yapısının değişmesi yoluyla gerçekleşeceğini ifade etmektedir.

Para arzının kaynağının banka sistemi olduğunu savunan iktisatçıların başında Kaldor, Moore ve Weintraub gelmektedir. Post Keynesyen iktisatçılar arasında para konusunda öncü çalışmalar Kaldor'a aittir. Para arzının tam olarak içsel olduğunu savunan Kaldor'a göre, eğer ekonomide bir harcama artışı eğilimi oluşmuşsa, modern ekonomilerin karakteristik özelliklerinden olan gelişmiş bankacılık sistemi sayesinde, gereken kaynak bankalardan borç alınarak sağlanabilecektir.⁹⁸ Bilindiği gibi, bankaların verdiği borçlar bilançolarının aktifinde, mevduatlar da pasifinde yer almaktadır. Ekonominin bütünü düşünüldüğünde, bankalardan kredi alanların yaptığı harcamaları elde edenler bu gelirlerini tekrar mevduat olarak bankalara yatıracaklardır. Böylece borç-harcama ilişkisinin devamlılığı sağlanmış olacaktır. Dolayısıyla geleneksel olarak düşünüldüğünün aksine merkez bankasının para arzını kontrol etme çabaları sonuç vermeyecektir. Ekonomik faaliyet düzeyi sınırlandırılmak isteniyorsa, merkez

⁹⁷ Robert Pollin, "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Endogeneity," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 13, No. 3, (Spring 1991),s. 367.

⁹⁸ Nicholas Kaldor ve James Trevithick, "A Keynesian Perspective on Money," **Lloyds Bank Review**, (Spring 1981), s. 100-101.

bankasının para arzına değil kredi sistemine dikkat etmesi gerekmektedir. Geleneksel para politikası yöntemleri, para arzının tam içselliği nedeniyle etkin değildir. Diğer bir ifadeyle, veri faiz oranında para arzı sonsuzdur. Para arzı kredi alınmasıyla artmakta, kredinin geri ödenmesiyle azalmaktadır. Böylelikle para arzının yetersiz ya da fazla olması tanım olarak mümkün olmamaktadır. Merkez bankası, bankaların kredi verme potansiyelini sınırlandırabilirse, ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde de etkili olabilecektir.

Kaldor para arzının tamamen içsel olduğuna ilişkin bu görüşüne destek olarak, paranın geleneksel tanımının yanlış olduğunu savunmuştur. Kaldor'a göre para ile parasal olmayan varlıklar arasındaki ayırım belirsizdir ve günümüzde kullanılan çek, kredi kartı gibi ödeme araçları para yerine kullanılmaktadır.⁹⁹ Kaldor'un para arzının içselliğinin kaynağına ilişkin görüşü bütün Post Keynesyen iktisatçılarca paylaşılmasa da, paranın tanımına ilişkin yaklaşımının post Keynesyen iktisatta genel kabul gördüğü ifade edilebilir. Buna göre post Keynesyen iktisatçılar, merkez bankasının sıkı para politikalarının esasen finansal piyasalarda yenilikleri teşvik ettiğini ve bu sayede para yerine kullanılan ödeme araçlarının yaygınlaşmasına neden olduğunu savunmaktadırlar. Bu durum, ileride değinileceği gibi Minsky'nin de üzerinde durduğu bir olgudur.

Bir diğer Post Keynesyen iktisatçı Basil Moore, paranın içselliğini yine ekonomideki kredi sistemine dayandırmıştır.¹⁰⁰ Moore, bir ücret artışı durumunda işletmenin sermayesinin yetersiz kalması durumunu incelemiştir. Çünkü firmalar işgücüne ödenen ücretleri ürün tamamlanmadan ve dolayısıyla üretimden gelir sağlanmadan ödemek zorundadırlar. Bir ücret artışı söz konusu olduğunda, işletme sermayesinin yetersiz kalması durumu ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda ise, bu işletmeler bankalardan kredi alarak finansman açıklarını kapatmak yoluna gideceklerdir. Merkez bankası para arzını sınırlandırma yoluna gitse de, bankalar borç vermek için gerekli fonları varlık satışı ya da borçlanma yoluyla karşılayabileceklerdir. Bunun sonucunda Moore, Kaldor'da olduğu gibi merkez bankasının faiz oranını belirlediğini,

⁹⁹ Kaldor ve Trevithick, **a.g.e.**, s.111.

¹⁰⁰ Basil Moore, "Unpacking Post Keynesian Black Box: Bank Lending and Money Supply," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 5, (1983), s. 537.

veri faiz oranında para arzının sonsuz olduğunu savunmaktadır. Öte yandan Moore, yine de merkez bankasının para arzını sınırlandırmasının ekonomi üzerinde etkisinin olduğunu savunmamaktadır. Merkez bankasının faiz oranını belirliyor olması, kredi ve para talebi üzerindeki etkisi yoluyla para arzının büyümesini sınırlandırabilmektedir.¹⁰¹

Kaldor ve Moore banka sisteminin para arzını yaratmada etkinliği konusunda bir uç noktayı oluştururken, Weintraub, merkez bankasını da içsel para arzı analizinde önemli bir noktaya yerleştirmiştir. Weintraub, merkez bankasının önemini ortaya koyarken, özellikle işgücüne ödenen ücret ile para arzı arasındaki ilişki üzerinde durmuştur. Weintraub'a göre bir ekonomide işletmeler mark-up fiyatlamaya uygulamaktadırlar. Buna bağlı olarak işgücüne yapılan ücret artışı aynı oranda ürün fiyatlarına yansıtacaktır.¹⁰² Bu durum ekonomi genelinde gerçekleştiğinde, fiyatlar genel düzeyi ücret artışlarıyla aynı oranda artacak, dolayısıyla ekonomide para talebi yükselecektir. Eğer merkez bankası para talebindeki artışa karşılık vermezse ekonominin reel üretim hacmi ve istihdam düzeyi azalacaktır. Weintraub'a göre hükümetler böyle bir durumu göze alamayacakları için merkez bankasına baskı yapacaktır. Bu baskının sonucunda merkez bankası para arzını artırma yoluna gidecektir.¹⁰³ Eğer merkez bankası para arzını yeterli düzeyde arttırmazsa, para arzının hiç arttırılmadığı durum kadar olmasa da, ekonomide üretim düşüşü ve işsizlik gerçekleşecektir. Görüldüğü gibi Weintraub'a göre para arzı merkez bankasından kaynaklansa dahi, merkez bankası ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda para arzını artırma yoluna gideceği için, para arzı ekonominin dinamiklerine bağlı içsel bir değişken olarak işlev görecektir.

Yapısal içsel görüşü savunan post Keynesyen iktisatçılar, finansal piyasalardaki yenilikler üzerinde durmaktadırlar. Bu iktisatçılar öncelikle merkez bankasının para politikalarının kısıtlayıcı olabileceğini kabul etmektedirler. Ancak merkez bankasının kısıtlayıcı politikalarının aşılması için bankalar yeni finansal uygulamalar

¹⁰¹ Basil Moore, "The Endogenous Money Supply", **Journal of Post Keynesian Economics**, (Spring 1988), Vol. 10, No. 3, s. 384.

¹⁰² Sidney Weintraub, "The Missing Theory of Money Wages" **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 1, No. 2, (Winter 1978-1979), s. 59.

¹⁰³ Rousseas, **a.g.e.**, s. 93.

geliştirebilmekte ya da yükümlülük yönetimine ilişkin bankacılık uygulamalarına yönelebilmektedirler.¹⁰⁴ Örneğin, bankalar kendilerine yönelen tasarrufları mevduatlar yerine, karşılık oranı daha düşük finansal araçlara yönlendirmeye çalışmakta, bu sayede de ekonomide para arzının içselliği sağlanabilmektedir. Bununla beraber finansal piyasalardaki yenilikler ve uygulamalar, her dönemde içsel para arzı para talebine eşit olmasını garanti etmemektedir. Bu görüşün en bilinen temsilcisi Minsky'dir.

1.1.2. Minsky'de Para Arzının İçselliği

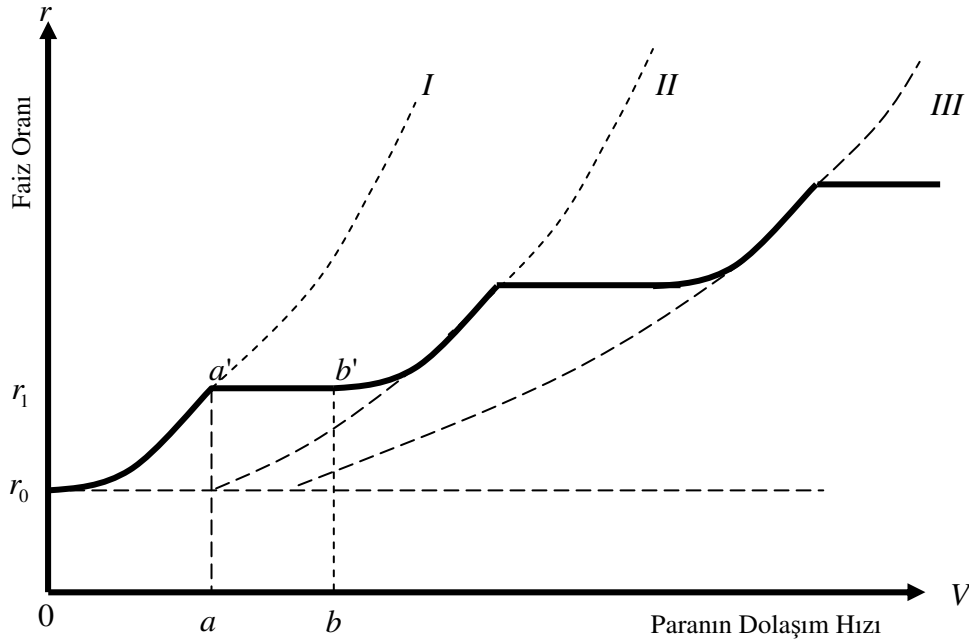
Minsky, Post Keynesyen iktisatçıların para arzının içselliği konusunu tartışmaya başlamalarından çok daha önce, henüz akademik kariyerinin ilk yıllarında bu konuya eğilmiş ve 1957 yılındaki makalesinde paranın içselliğini tartışmıştır.¹⁰⁵ Bu çalışmasında Minsky finansal yeniliklerin paranın içselliğine olan katkıları üzerinde durur. Schumpeter gibi Minsky'de modern ekonomilerin tipik özelliklerinden birisinin sürekli olarak yeni ürünler, yeni buluşlar yapılması olduğunu ifade etmiştir. Bu yenilikler ise yeni piyasalar yaratmakta ve var olan piyasalardaki arz ve talep koşullarını değiştirmektedir. Bununla birlikte Minsky'ye göre yenilikler ve buluşlar yalnızca mal piyasalarında değil, finansal piyasalarda da yapılmaktadır. Finansal piyasalarda yapılan yeniliklerin temel motivasyonu kâr arayışları olmaktadır. Örneğin, merkez bankasının enflasyonun artması kaygısıyla sıkı para politikası izlemesi durumunda, eğer finansal piyasalarda yenilikler yapılmıyorsa diğer bir ifadeyle finansal piyasalarda kurumsal yapı istikrarlıysa, beklenileceği gibi faiz oranları artacaktır. Ancak finansal piyasalarda yenilikler yapılması durumunda ya da finansal piyasalarda kurumsal yapının değişken olduğu bir durumda, artan faiz oranları kâr arayışında olan bankalar için fırsat maliyetinin artması sonucunu doğuracaktır. Bu durumda bankalar sıkı para politikasını aşmak için yeni finansman teknikleri bulmak, varlık ve yükümlülük yapılarını değiştirmek yoluna gideceklerdir. Örneğin, Minsky'ye göre Amerikan ekonomisinde, artan faiz oranları nedeniyle, ellerinde atıl rezervler bulunduran bankalar, bu rezervleri

¹⁰⁴ Pollin, **a.g.e.**, s. 373.

¹⁰⁵ Hyman Minsky, "Central Banking and Money Market Changes," **Quarterly Journal of Economics**, (May 1957), s. 171.

federal fonlar piyasasına sunmaktadırlar.¹⁰⁶ Bu piyasada faiz oranı iskonto oranından daha düşüktür. Böylelikle fon sıkıntısı çeken bankalar da bu piyasadaki borç alma yoluna gidecekler ve elde ettikleri bu fonları örneğin, geri satın alma sözleşmesi (repo) yoluyla temin edebileceklerdir.

Minsky'ye göre repo gibi, finansal tekniklerdeki gelişmeler esasen sıkı para politikasının kısıtlarını aşmak isteyen finansal sistemin yarattığı bir sonuçtur. Dolayısıyla faiz oranlarının değişmediği bir ortamda, finansal yenilikler de pek görülmeyecektir. Ancak eğer sıkı para politikası izlenir ve bunun sonucu olarak faiz oranları yükselmeye başlarsa finansal yenilikler de ortaya çıkacak, diğer bir ifadeyle finansal sistem istikrarsız olacaktır. Merkez bankasının sıkı para politikalarının bir diğer sonucu, kurumsal yeniliklerle birlikte paranın dolaşım hızının artması anlamına gelecektir. Paranın dolaşım hızı ile faiz oranı arasındaki bu ilişki, Şekil 6 yardımıyla gösterilmektedir:

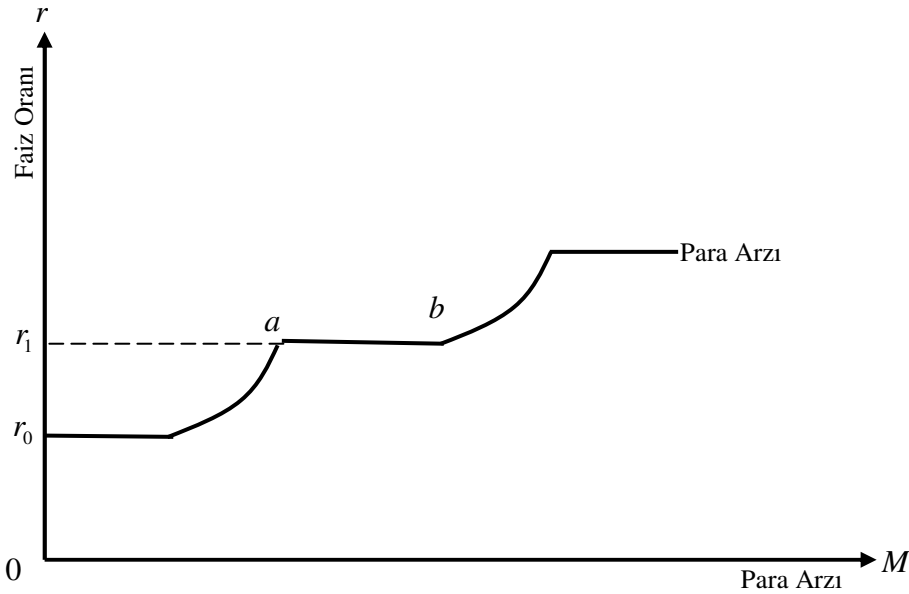


Şekil 6. Paranın Dolaşım Hızı ve Faiz Oranı

Kaynak: Hyman Minsky, “Central Banking and Money Market Changes” *Quarterly Journal of Economics*, May, 1957. s 183.

¹⁰⁶ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, (New Haven: Yale University Press, 1986), s.164.

Şekil 6’da yatay ekseninde paranın dolaşım hızı (V), dikey ekseninde ise faiz oranı (r) yer almaktadır. I, II ve III eğrileri ise paranın dolaşım hızı ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Minsky’ye göre, merkez bankasının faiz oranını belirlemeye yönelik para politikaları yalnızca kısa dönemde geçerli olacaktır. Sıkı para politikaları faiz oranlarını arttırabilmekte, ancak bu politikaların ardından finansal piyasalarda yenilikler ortaya çıkmakta ve paranın dolaşım hızı artmaktadır. Bu durum, I eğrisinin sağa kayarak II konumuna gelmesine neden olacaktır. Artan dolaşım hızından sonra finansal piyasalar istikrarlı bir duruma geleceklerdir. Şekildeki $a'b'$ bölümleri, finansal piyasaların istikrarlı olduğu durumu ifade etmektedir. Böyle bir dönemde merkez bankası yine sıkı para politikaları izlerse, artan faiz oranının etkisiyle yine finansal piyasalarda yenilik arayışlarına gidilecek ve paranın dolaşım hızı tekrar artacaktır. Görüldüğü gibi, merkez bankası faiz oranını yalnızca geçici bir dönem belirleyebilmektedir. Burada önemli bir nokta, paranın dolaşım hızının artmasının, ekonomide ödünç verilebilir fonların artması anlamına gelmesidir. Dolayısıyla paranın dolaşım hızı ile faiz oranı arasındaki ilişkiden, ekonomide içsel para arzının nasıl belirlendiği ortaya çıkmaktadır. Bu durum da Şekil 7 yardımıyla açıklanmıştır.



Şekil 7. Para Arzı ve Faiz Oranı İlişkisi

Kaynak: Eric Nasicca, **Finance, Investment and Economic Fluctuations**, Chelbantam: Edward Elgar, 2000, s. 177

Şekil 7’de yatay ekseninde para arzı (M), dikey ekseninde faiz oranı (r) gösterilmektedir. Şekildeki para arzı eğrisinin artış eğiliminde olduğu kısım, sıkı para politikalarının uygulandığı ve faiz oranlarının artmakta olduğu kısımdır. Artan faiz oranları, Şekil 6’da gösterildiği, gibi finansal piyasalarda yeniliklere neden olacak ve paranın dolaşım hızını arttıracaktır. Bu sayede faiz oranları istikrar kazanacak ve para arzı veri faiz oranında yani ab aralığında sonsuz olacaktır. Ancak bu durum, örneğin, Kaldor ya da Moore’un savunduğu, veri faiz oranında para arzının sonsuz olduğu durumdan farklı olup, merkez bankasının bir sonraki sıkı para politikasına kadar geçerlidir. Merkez bankası sıkı para politikası uyguladığında faiz oranları tekrar artma eğilimine girecektir. Dolayısıyla Minsky’nin para arzı eğrisi, merkez bankasının politikalarının ve finansal piyasaların bu politikalara verdiği yanıtların oluşturduğu basamaklı bir görünüme sahiptir.

Birinci bölümde kısmen değinildiği gibi para arzının içsel ya da dışsal olması, Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezinin de geçerliliğini etkilemektedir. Eğer para arzı eğrisi dışsal ise, diğer bir ifadeyle para arzının miktarı tamamen merkez bankasının kontrolünde olan bir değişken ise, bu takdirde Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezinde öngörülen, yatırım yapma eğiliminin ekonomiyi genişletici yönündeki etkisinin önüne sıkı para politikalarıyla geçmek mümkün olacaktır. Bu durumun tam tersi, eğer para arzı tamamen içsel bir değişken ise, bu takdirde merkez bankası politikalarının ekonomik genişlemeyi durdurabilmesi mümkün değildir. Öte yandan Minsky’nin para arzı yaklaşımına göre, merkez bankasının kısıtlayıcı politikaları kısmen etkilidir. Ancak bu etkinlik, para arzının tamamen dışsal olduğu durumdaki kadar büyük değildir. Merkez bankasının kısıtlayıcı para politikasının uygulanmadığı bir durumda konjonktürel genişleme daha da büyük olacaktır. Yine de, merkez bankasının kısıtlayıcı para politikası uygulamaya karar vermesi konjonktürün yükselme eğilimini tersine çeviremeyecektir.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Gary Dymnski ve Robert Pollin, “Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm,” **Financial Conditions and Macroeconomic Performance**, (Ed. Steven Fazzari ve Dimitri B. Papadimitriou, New York: M.E.Sharpe, 1992), s. 42.

Post Keynesyen iktisatçılar, para arzının içselliğini kabul etmeleri ve geleneksel para politikasının etkisiz olduğuna inanmaları nedeniyle, merkez bankasının etkin bir para politikası uygulaması için para arzını değil, bankaların rezerv oranlarını kontrol etmeleri gereğini savunmaktadırlar. Bankaların, konjonktürel dalgalanmalar ve istikrarsızlık üzerindeki bu etkileri nedeniyle daha yakından incelenmesi gerekmektedir.

1.2. Bankacılık Sistemi

Neo klasik iktisat bankacılık sisteminin tasarrufları buluşturma fonksiyonunu vurgulamıştır. Bununla beraber bankacılık sisteminin fonksiyonları konusunda farklı görüşler de bulunmaktadır. Heise bu görüşleri üçe ayırmaktadır.¹⁰⁸ Bunlar; bankaların kaydi para yaratma fonksiyonları üzerinde duran geleneksel yaklaşım, portföy yönetimi yaklaşımı ve post Keynesyen yaklaşımıdır.

Bankacılık sistemini kaydi para yaratan bir mekanizma olarak gören geleneksel yaklaşım, öncelikle bankaların verdikleri borçların yine bankacılık sistemine mevduat olarak dönmesini ve bu sayede borç-mevduat ilişkisinin sürekliliğini vurgular. Böyle bir sistemde kaydi para yaratmanın sınırı olmayacak, ancak merkez bankasının varlığı ve fonksiyonları kaydi para arzı üzerinde etkili olacaktır. Örneğin, zorunlu karşılık oranı gibi uygulamalar sayesinde kaydi para artışı sınırlandırılabilir. Görülmektedir ki, bu yaklaşıma göre bankaların kaydi para yaratma olanakları sınırlandırılırken, bu kuruluşların temel fonksiyonları riskleri toplamak ve ekonominin baz para ihtiyacını minimize etmek olarak ortaya çıkmaktadır.

Heise'e göre bankacılık sistemi hakkındaki bir diğer yaklaşım, portföy yönetimi yaklaşımıdır. James Tobin, bu yaklaşımın öncüsüdür.¹⁰⁹ Tobin, bankaların davranışlarına mikro ekonomik açıdan yaklaşmış ve böylece bankacılık sisteminin makroekonomik etkilerine mikro temel sağlamıştır. Tobin'e göre bankalar, yükümlülük yapıları şekillenmeden önce varlık yapılarının nasıl olacağına karar vermek

¹⁰⁸ Arne Heise, "Commercial Banks in Macroeconomic Theory," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 14, No. 3, (Spring 1992),s. 285

¹⁰⁹ James Tobin, "The Commercial Banking Firm: A Simple Model," **Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 84, No. 4, (1982), s. 495.

zorundadırlar. Bankalar bu kararlarında temel olarak, varlıklarının borç ve finansal yatırım ya da likit varlıklar arasında bölüştürülmesi sorunuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumda bankalar varlıklarını likidite düzeyi düşük borç ve finansal yatırım ile yüksek likiditeye sahip varlıklar arasında optimal bir şekilde bölüştürmek yoluna gideceklerdir. Yani portföy yönetimini gerçekleştireceklerdir. Bankaların portföy yatırımları temelde varlık yönetimine dayanmakta ve acil gereksinimler için, ellerinde belli bir oranda likit varlık bulundurmaya gerektirmektedir. Hatta bu oran, Tobin'e göre, genellikle merkez bankasının belirlediği zorunlu karşılık oranından daha büyük olmalıdır. Bankaların portföy yönetimi, merkez bankasının farklı politikaları karşısında ya da farklı kurumsal yapılarda farklı sonuçlar verebilecektir. Örneğin, riskin yüksek olduğu durumlarda bankalar likit varlıklara yönelebilmekte, bu durum da kaydi para arzı yaratabilmektedir.

Bankacılık sistemine üçüncü bir yaklaşım post Keynesyen iktisatçılara ait olmaktadır. Post Keynesyen yaklaşım bankacılık sisteminin para arzını içselleştirmesi ve bu yolla ekonomik faaliyet düzeyini etkilemesi üzerinde durur. Bu yaklaşım aşağıda daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.2.1. Post Keynesyen İktisatta Bankacılık Sistemi

Post Keynesyen iktisatta, para arzının içselliği konusu açıklanırken değinildiği gibi, bankacılık sistemi içsel para arzının kaynağıdır. Böylelikle bankaların yatırımları finanse etmek için gerekli kaynakları yaratması mümkün olabilmekte ve bu sayede de ekonomik faaliyet düzeyi etkilenebilmektedir. Ancak bankacılık sisteminin etkilerinin boyutunun ne olduğu tartışmalıdır. Örneğin, uç bir örnek olarak Dymski, bankacılık sisteminin, ekonominin faaliyet düzeyinin bağımsız bir belirleyicisi olduğunu savunmaktadır.¹¹⁰ Böyle bir yaklaşım, bankaların tasarrufları yatırımlarla buluşturmaya kalmadığını, tasarruf miktarı ne olursa olsun yatırımcılara gerekli olan finansmanı sağladığını savunmaktadır. Bu çerçevede içinde, bankaların sağladığı finansman

¹¹⁰ Gary Dymki, "A Keynesian Theory of Bank Behavior," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 10, No. 4, (Summer 1988), s. 517.

kaynakları toplam tasarruflarla sınırlı olmayacak, ekonomideki kâr bekleme beklentilerine bağlı olacaktır.¹¹¹

Post Keynesyen iktisatçılar bankaların fonksiyonları üzerinde dururken, Tobin'in yukarıda değinilen portföy yönetimi yaklaşımının da yetersizliğini vurgulamışlardır. Örneğin, Moore, Tobin'in yaklaşımının yalnızca varlık yönetimini dikkate aldığını, bunun da bankanın kârlılığı için likidite dengesinin sağlanması sanatı olarak tanımlandığını belirtir. Yukarıda değinildiği gibi, portföy yaklaşımında önemli olan bankaların varlık yönetimidir. Moore ise bankaların ellerinde tuttıkları likit varlıkların oranının zaman içinde azaldığını savunmaktadır.¹¹² Moore'a göre bunun nedenleri, merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonunun gelişmesi, hükümetlerin artan oranda mevduatlara güvence vermesi ve borç yönetimi (yükümlülük) konusunda sağlanan gelişmelerdir. Özellikle borç yönetiminin gelişmesi ticari bankaların yapılarını radikal bir şekilde değiştirmiştir. Bu gelişmelerden önce, bankalar kredi talepleri arttığında ya da beklenmedik mevduat çekilmeleri söz konusu olduğunda, ihtiyaç duydukları fonları ya ellerindeki likit varlıkları satarak ya da merkez bankasından borçlanarak karşılama yoluna gitmekte ve geleneksel olarak kredi borç ve rezerv portföylerini oluşturmaktaydılar. Ancak borç yönetimi sonucu ortaya çıkan repo, mevduat sertifikası gibi finansal yenilikler sayesinde bankalar giderek broker fonksiyonu görmeye başlamış, varlık ve borç alım satımından önemli kârlar elde etmişlerdir. Bu sayede bankalar gerekli durumlarda ihtiyaç duydukları fonları kredi kaynaklarından karşılayabilmektedirler. Böylece bankaların borç verme potansiyeli elde tutmak zorunda oldukları rezerv ya da likit varlıklar tarafından sınırlandırılmamış olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bankalar önce kredi vermekte, ardından rezerv miktarını temin etmektedirler. Bunun sonucu olarak, banka sisteminin açtığı krediler zaman içinde artmış ve banka sistemi ekonomik faaliyet düzeyini daha fazla belirler olmuştur.

¹¹¹ Raddall Wray, "Profit Expectations and the Investment-Saving Relation," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 11, No.1, (Fall 1988), s. 131.

¹¹² Basil Moore, "A Simple Model of Bank Intermediation," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 12, No. 1, (Fall 1989), s. 12.

Bir diğ er post Keynesyen yazar Victoria Chick ise bankacılık sisteminin gelişmesinin aynı zamanda finansal kırılganlığın artması anlamına geldiğini ileri sürmektedir.¹¹³ Chick İngiltere ve ABD örneğini vererek, geçmişte bu ekonomilerde bankaların ayakta kalmasının yolunun, tedbirli bir borç politikası ve makul bir rezerv oranı bulundurmak olduğunu belirtir. Ancak zaman içinde bankalar arası fon uygulamasının geliştirilmesi ve bankaların bu piyasalara ulaşabilir olmaları, bankaların birbirlerinin yükümlülüklerini kabul etmeye gönüllü olmasına dayalı bir bankacılık sisteminin gelişmesine neden olmuştur. Böylece bankalar arası borçlanma yoluyla, bankalar borç verme kapasitelerini arttırmış, bankacılık sisteminin likiditeye olan bağımlılığı ise azalmıştır. Ancak zaman içinde bankaların borç verme sınırlarını zorlamaları ve bir likidite kriziyle karşı karşıya kalmaları, Moore'un da işaret ettiği gibi, merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonunun gelişmesine neden olmuş, bu durum ise bankaların kendilerini daha güvende hissetmeleri ve borç verme konusunda daha rahat davranmaları sonucunu doğurmuştur. Chick, banka sisteminin gelişiminde son olarak, Moore gibi, borç yönetiminin etkilerini vurgulamıştır. Ona göre borç yönetiminin gelişmesi sonucunda bankaların bilançolarında likit varlıklar minimum düzeye inmekte ve ekonomideki finansal kırılganlığın boyutları artmaktadır.

Görüldüğü gibi post Keynesyen iktisatçılar bankacılık sistemine önemli makro ekonomik fonksiyonlar yüklemektedirler. Bu fonksiyonlar, bankaların para arzını içselleştirmesi ve gerektiği zaman kaynak yaratarak yatırımları finanse etmesi olmaktadır. Böylece bankacılık sistemi ekonomik faaliyet düzeyini etkileyebilmekte, bunun da ötesinde ekonomik istikrarsızlıklara neden olabilmektedir. Ayrıca bankaların bu fonksiyonları, zaman içinde gelişen bankacılık uygulamaları nedeniyle daha da güçlenmektedir.

Post Keynesyenler arasında bankacılık sistemini hem kuramsal hem de uygulama boyutuyla inceleyen ilk yazar Minsky olmuştur. Diğ er post Keynesyen yazarlar

¹¹³ Victoria Chick, "Some Reflections on Financial Fragility in Banking and Finance," **Journal of Economic Issues**, Vol. 31, (June 1997), s. 539.

Minsky'nin bu görüşlerini geliştirme yoluna gitmişlerdir. Bu nedenle Minsky'nin bankacılık sistemi hakkındaki görüşleri aşağıda ayrıca ele alınmaktadır.

1.2.2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinde Bankacılık Sistemi

Minsky bankacılık sistemini bir ekonomideki kurumsal yapının en önemli unsurlarından biri olarak görür. Ayrıca bir ekonominin kurumsal yapısı içinde yasal düzenlemelerden en çok etkilenen sektör de bankacılık sektörü olmakta, bu nedenle bankacılık sektörünün işleyişinin anlaşılması ve istikrar için gerekli görülen kurumsal düzenlemelerde bu sektörün dikkate alınması gerekmektedir.¹¹⁴

Günümüzde bankacılık sistemi içinde ticari bankaların ağırlıkta olduğu görülmektedir. Ticari bankaların önemi hem büyüklükleri hem de buna bağlı olarak para arzı yaratma kapasitelerinden ileri gelmektedir. Minsky'ye göre ticari banka ile yatırım bankası arasındaki ayırım çok da önemli değildir. Çünkü Minsky'ye göre, bir yandan ticari bankalar sabit sermaye yatırımlarını finanse ederken diğer yandan yatırım bankaları dolaylı yollardan da olsa işletme faaliyetlerini finanse etmektedirler. Bu nedenle bankacılık sistemini, ticari bankaları temel alarak incelemek çok da yanlış olmamaktadır.

Kapitalist bir ekonominin işleyişi alınan borçlarla yatırım yapılmasına ve bu yatırımlardan sağlanan gelir akımlarıyla borçların ödenmesine dayanmakta, bankaların önemi ise bu süreçte ortaya çıkmaktadır. Bankalar borç verenlerle borç alanları buluşturmakta, borç verenlere bu borçlarının geri ödeneceğini garanti etmektedirler. Bu yüzden banka sistemi alacaklılar için bir garanti anlamına gelmektedir. Böylelikle belirsizliğin hakim olduğu ekonomik dünyada iş anlaşmalarının yapılabilmesi mümkün olabilmektedir. Ancak bankaların fonksiyonları borç veren ve borç alan kesimleri pasif bir biçimde bir araya getirmekle sınırlı olmamaktadır. Gerektiği zaman bankalar borç vermek için kendileri de borç alabilmektedirler. Bunun da ötesinde müşteri arayışına girebilmekte ya da diğer bankalarla ortak çalışabilmektedirler.

¹¹⁴ Minsky, **a.g.e.**, s. 223.

Minsky'ye göre, bankalar kâr elde etme amacı içinde olan ve borç ve varlık yönetimini bu amaç için gerçekleştiren kuruluşlardır. Bankaların kâr arayışları, ekonominin banka finansmanı yoluyla genişleme sürecine girmesini kolaylaştırmaktadır. Ancak bu süreç finansal kırılganlığın artmasını ve ekonomik istikrarsızlığı beraberinde getirecektir. Aşağıda bu süreç önce banka yükümlülükleri ve banka varlıkları çerçevesinden açıklanacak, ardından Minsky'nin bankacılık sektörünün işleyişine ilişkin gözlemlerine değinilecektir. Son olarak banka dışında kalan finansal yapı da incelenerek finansal sistem bir bütün olarak ele alınacaktır.

Minsky'ye göre bankaların temelde üç tür yükümlülükleri bulunmaktadır: mevduatlar, alınan borçlar ve banka hissedarlarının payı.¹¹⁵ Bankaların yükümlülük yapıları, özellikle mevduatların dağılımı bankaların giderlerini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Örneğin, mevduatların vadelerinin yapısı, bankanın faiz ödemelerinin miktarını belirleyebilmektedir. Bunun da ötesinde, bazı mevduat türleri banka için elde daha fazla likit bulundurulmasını gerektirebilmektedir. Bu açıdan vadesiz mevduatların daha fazla likidite bulundurulmasını gerektiren yükümlülükler olduğu açıktır. Bankalar mevduat yapılarını maliyet koşullarına göre ayarlama eğilimde olacaklardır. Örneğin, faizlerin önemli ölçüde arttığı bir durumda, likidite gereksinimi daha yüksek olmasına karşın, bankalar, vadesiz mevduatları daha çok tercih edip maliyetleri azaltma yoluna gidebileceklerdir. Ayrıca bankacılık sitemindeki yenilikler, likidite gereksinimini ve zorunlu karşılık oranının düzeyini azaltıcı etkiye sahiptir. Örneğin, repo, Eurodollar gibi finansal araçların bu tür gereksinimleri ya yoktur ya da çok düşüktür. Görüldüğü gibi, bankalar kârlılıklarını arttırmak için yükümlülük yapılarını aktif olarak belirleme ve finansal yenilikler yapma eğilimindedirler. Bankaların bu çabaları, verdikleri kredilerin sınırlandırılmasına yönelik zorunlu karşılık oranı gibi kısıtların aşılmasına neden olmaktadır. Bankalar böylelikle borç vererek kâr elde etme olanağını elde ederlerken, banka borçlarının ekonomideki boyutunun artması finansal istikrarsızlığı beraberinde getirmektedir.

¹¹⁵ Minsky, **a.g.e.**, s. 230.

Aynı durum banka varlıklarına incelendiğinde de ortaya çıkacaktır. Bankaların temel varlıkları, çeşitli şekillerde para, bankanın verdiği borçlar ve sahip olunan hisselerdir. Bunlardan bankaların verdikleri borçlar genellikle borç alanlar tarafından başka bankalarda mevduat olarak tutulmaktadır. Dolayısıyla bu borçlar banka sistemi içinde kalmaktadır. Banka borcuna müşteri açısından bakıldığında, bu borçların üç kaynaktan ödendiği görülecektir: firmanın olağan faaliyetlerinden gelen para akımı, yeni borç alımı ve varlıkların satışı. Bu yöntemlerin herhangi birinin ekonomide ağırlığının makroekonomik açıdan farklı sonuçları olacaktır. Birinci bölümde belirtildiği gibi güvenli finansman yöntemi, alınan borçların işletmelerin olağan faaliyetlerinden gelen nakit akışı ile ödenmesini ifade eder. Ancak borçların bu şekilde ödenebilmesi alınan borcun koşullarının uygunluğuna da bağlıdır. Borcun uygun koşullarda olması, geri ödemede sorun olmaması açısından bankaların da çıkarına olmaktadır. Bunun da ötesinde, banka ile müşterinin ilişkilerinin sürekli olacağı bekleneceği için, bu ilişkilerin bozulmaması dolayısıyla banka için o müşteriden elde edilecek kâr fırsatlarının devam etmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, borç koşullarının uygunluğu iki taraf için de önemlidir.¹¹⁶

Borcun geri ödenmesinin bir diğer yolu da yeni borç almaktır. Örneğin, beklenen getiri, borcun vadesinden daha uzun bir dönemde işletmenin eline geçecekse, bu durumda işletmenin yeni borç alması kaçınılmaz olacaktır. Daha önce spekülâtif finansman yöntemi olarak da ifade edilen bu finansman türü, işletmelerin olağan faaliyetlerinden beklenen getirilerinin gerçekleşmesi için ekonomik ortamın uygunluğu kadar, yeni borç alımı nedeniyle para piyasalarındaki koşulların da uygun olmasını gerektirmektedir.

Bankalardan alınan borcun ödenmesinin üçüncü yolu ise eldeki varlıkları satmaktır. Özellikle spekülâtif finansman yöntemine başvuran firmalar, ekonomide ve para piyasalarında yaşanabilecek olumsuz gelişmelerden sonra, ellerindeki varlıkları satarak borç ödeme yoluna gitmek zorunda kalabilmektedirler.

¹¹⁶ Minsky, **a.g.e.**, s. 233.

Yukarıda değinilen finansman yöntemleri bağlamında, Minsky'nin üzerinde durduğu önemli bir sorun, ekonominin işleyişinin güvenli finansmandan çok spekülâtif finansmanı ön plana çıkarmasıdır. Çünkü, normal koşullarda ekonomide güvenli finansman yöntemi ağırlıkta olsa bile, ekonominin genişleme aşamasına girmeye başlaması nedeniyle, firmaların daha fazla borçlanarak kâr fırsatlarını değerlendirme eğilimi ortaya çıkacaktır. Bu da ekonomideki borç miktarını çoğaltırken spekülâtif finansman yönteminin ağırlığını da arttıracaktır.

Bankaların borç verme potansiyellerinin merkez bankası politikaları ile sınırlandırılması da her zaman mümkün olamamaktadır. Örneğin, bankalar merkez bankasının sıkı para politikalarının kendi borç verme potansiyellerini kısıtlamasının ve bu nedenle kârlılıklarının azalmasının önüne geçmek için finansal yenilikler yapma yoluna gidebileceklerdir. Ancak bu yenilikler, merkez bankasının bankaların verdikleri borçları zorunlu karşılık oranı gibi geleneksel kontrol yöntemleriyle sınırlandırılmasını güçleştirmektedir. Bunun sonucu olarak ekonomideki banka borcunun oranı ve finansal kırılganlık artmaktadır.

Banka varlıklarının finansal kırılganlık üzerine etkileri incelenirken, önemli bir kavram olarak banka kaldıracına (bank leverage) değinmek gerekmektedir. Özellikle kaldıraç oranının bankaların kârlılığını belirlemede önemli bir rolü vardır. Banka kaldıracı, bankaların varlıklarının öz sermayeye oranı olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifadeyle banka kaldıracı, varlıkları satın almak için başkalarının paralarını kullanmak olarak yorumlanabilir. Banka kaldıracının önemli makroekonomik sonuçları da vardır. Örneğin, bankalar kârlılıkları yoluyla öz sermayelerini arttırlırsa, varlık/öz sermaye oranını korumak için ellerindeki varlıkların miktarını arttırmak isteyeceklerdir. Böylelikle bankaların kârlılıkları ekonominin faaliyet düzeyini arttıran bir etkiye sahip olacaktır. Minsky'e göre, böyle bir ortamda, monetaristlerin potansiyel büyüme oranı kadar para arzı artışı önerisi ekonomiyi istikrara kavuşturmak açısından yetersiz kalacaktır. Dolayısıyla ekonomik istikrar tartışmalarında, ekonominin işleyişini de dikkate almak gerekmektedir. Bankalar eğer varlıklarının getiri oranlarını azaltmadan kaldıraç oranını arttırmayı başarabilirlerse kârlılıklarını da arttırmış olacaklardır. Dağıtılmayan kârlar ve kârlılığın kaldıraç oranıyla beraber artması sayesinde bankaların sağladığı finansman artışının yansımaları sermaye varlıklarında, yatırım

mallarında ve sonuç olarak tüketici fiyatlarında artış olarak kendini gösterecektir.¹¹⁷ Öte yandan merkez bankası, bankaların zorunlu karşılık oranlarını belirleyebilmesine rağmen, kaldıraç oranını belirleyememektedir. Ancak finansal kırılganlığın artmasının önüne geçilmesi isteniyorsa, kaldıraç oranının artışının sınırlandırılması ve dağıtılmayan kârlar yoluyla öz sermaye oranının büyümesinin engellenmesi gerekli olabilir.¹¹⁸

Görüldüğü gibi, yükümlülük yapıları, bankaların gerçekleştirdikleri finansal yenilikler ve kaldıraç oranı gibi bankaların kârlılığını etkileyen unsurlar, aynı zamanda ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde de etkili olmaktadır. Örneğin, bankalar kârlılıklarını arttırma amacıyla mevduat yapılarını belirlerken, aynı zamanda likidite gereksinimlerini de ayarlamaktadırlar. Bu ise bankaların borç verme kapasitesini dolayısıyla ekonominin faaliyet düzeyini etkileyebilmektedir. Bankaların kâr arayışlarına bağlı olarak gerçekleştirdikleri finansal yeniliklerin bir etkisi bankaların verdikleri borçları arttırarak finansal kırılganlığı arttırmasıdır. Bu finansal yeniliklerin bir diğer etkisi ise, parayı ikame etmeleridir. Dolayısıyla her finansal yenilik ekonomide daha az likidite anlamına gelmektedir.¹¹⁹ Bu da, ekonominin finansal yapısının bozulmasına ve ekonomideki borçların net varlıklara oranının artmasına neden olmaktadır. Benzer bir şekilde, bankaların kaldıraç oranını arttırarak kârlılıklarını arttırma çabası da finansal kırılganlığı arttırmaktadır.

Minsky banka sisteminin işleyişini açıklarken, bankaların yükümlülük ve varlık yapılarının yanı sıra, banka sisteminin işleyişine ilişkin gözlenmelerini de aktarmakta ve banka yöneticilerinin güdülerinin de dikkate alınması gerektiğini belirtmektedir. Örneğin, banka yöneticileri kariyerlerinin başında genellikle zengin insanlar değildirler. Var olan vergi yapısı içinde çok fazla zenginleşmeleri de mümkün değildir. Bunu başarmanın yegane yolu, yöneticilerin banka hissedarı olarak hisse senedi fiyatlarında ve getirilerindeki artışlardan faydalanmalarıdır. Bunun için banka

¹¹⁷ Minsky, **a.g.e.**, s. 230.

¹¹⁸ Minsky, **a.g.e.**, s. 245.

¹¹⁹ Hyman Minsky, "Central Banking and Money Market Changes," **Quarterly Journal of Economics**, (May 1957), s. 173.

yöneticileri, banka kaldıracını arttırarak bankanın kârlılığını yükseltme çabası içinde olacaklardır. Böylelikle artan kârlılıkla beraber bankanın hisse senetlerinin hem fiyatı hem de getirisi yükselecektir. Ancak banka kaldıracının yükselmesi güvenlik marjını düşürecek ve ekonominin finansal kırılganlığını arttıracaktır.¹²⁰

Minsky'nin bankalar hakkındaki bir diğer gözlemi, bu kuruluşların denetimlerinin yetersiz olmasıdır.¹²¹ Minsky'ye göre banka denetimleri genellikle biçimsel olarak yapılmakta, kağıt üzerinde kayıtların doğruluğunun denetlenmesiyle yetinilmektedir. Bilindiği gibi, bankalara olan borcun ödenmesinin sağlıklı yolu firmaların olağan faaliyetlerinden gelen nakit akışına bağlı olmaktadır. Bu nakit akışının kesintiye uğramaması da ekonominin genel durumuna ilişkindir. Öte yandan bankaların kaldıraç oranlarını arttırmaya çalışmaları, ekonominin genelinde finansal kırılganlığı arttırarak nakit akışlarında sorunlar yaşanmasına neden olabilir. Bu nedenle, bankalara yönelik etkin bir denetimin hem ekonominin genel durumunu dikkate alması hem de bankaların kaldıraç vasıtasıyla kâr arayışlarına karşı duyarlı olması gerekmektedir.

Minsky'ye göre, banka dışı finansal kuruluşları da değerlendirmeye alarak finansal sistemin bütünü incelendiğinde ise, finansal sistemin işleyişinin ekonomideki finansal kırılganlığı arttırıcı yönde olduğu, diğer bir ifadeyle ekonomide banka dışı finansal kuruluşların da bankalar gibi etkilerinin olduğu görülmektedir.¹²² Banka dışı finansal kuruluşların varlığı özellikle gelişmiş ve finansal derinliğe sahip ekonomilerde önemli olmaktadır. Bu kuruluşlar sigorta şirketleri, tüketicilere kredi sağlayan şirketler ve benzerleridir. Bu kuruluşlar da bankalar gibi, ekonomi için önemli kredi kaynaklarıdır ve sağladıkları kredi miktarı da ekonomideki kredi talebiyle yakından ilişkilidir. Ayrıca banka dışı finansal kuruluşların faaliyetleri belli sektörlerle de yakından bağlantılı olabilmektedir. Örneğin, tüketicilere kredi veren şirketlerin faaliyetleri, otomotiv sektöründeki satışlarla yakından ilişkilidir. Banka dışı finansal kuruluşlar da yükümlülüklerini aktif olarak yönetmektedirler. Gerektiği zaman fon

¹²⁰ Hyman Minsky, **Stabilizing an Unstable Economy**, (New Haven: Yale Universty Press, 1986),s. 238.

¹²¹ Minsky, **a.g.e.**, s. 240.

¹²² Minsky, **a.g.e.**, s. 246.

temin ederek borç verme yoluna giden bankalar gibi, bu kuruluşlar da özellikle bankalardan borç alarak ihtiyacı olanlara kredi temin etmektedirler. Dolayısıyla bu tür kuruluşların hizmetlerine olan talebin artması, bankaların verdikleri borçların miktarının artmasıyla sonuçlanabilmektedir.

Finansal sistemin iş dünyasının değişen ihtiyaçlarını karşılayabilmesi, finansal sistemin kârlılığı için gereklidir. Finansal sistemin bu amaçla finansal yenilikler yapması ve yatırımcıların da sürekli kâr arayışlarında bulunmaları, finansal sistemin hizmetlerine olan talebi arttıracaktır. Bu ise yatırım malları çıktısının fiyatına oranla sermaye malları fiyatının yüksek olmasına neden olacaktır. Bir ekonomide sermaye malları fiyatlarının yeni üretilmiş olan yatırım malları fiyatlarından yüksek olması ise, daha önce Minsky'nin yatırım kuramı açıklanırken değinildiği gibi, yeni yatırımların yapılması için yatırımcıları teşvik edecektir. Yatırımlardaki bu artış ise sermaye mallarının ve uzun vadeli finansal araçların fiyatlarının artmasına neden olacak ve ekonomi istikrarlı büyüme çizgisinden saparak bir genişleme devresine girecektir. Finansal sistemin işleyişine bakıldığında, ekonomi büyüme sürecindeyken, bir yandan ekonomide likiditenin değerinde bir azalma görülürken, diğer yandan finansal kuruluşların daha cesur ve yenilikçi finansal uygulamalar ortaya koyduğu görülmektedir. Bu süreçte bankaların yanı sıra, banka dışı finansal kuruluşlar ve para piyasası kuruluşları güvenilirliklerini önemli ölçüde azaltmadan yeni yükümlülüklerle sahip olabilmekte ve varlık/öz sermaye oranlarını arttırabilmektedirler. Bu şekilde atak ve yenilikçi finansal kuruluşlardan sağlanan ilave finansman, sermaye ve varlık fiyatlarını, spekülatif finansmanı ve yatırımı arttırmakta ve bu nedenle finansal sistemin ve özellikle bu sistem içinde bankaların faaliyetleri ekonomide istikrarsızlık yaratma yönünde olmaktadır.

1.3. Merkez Bankasının Rolü

Post Keynesyen iktisatta para arzının içselliği açıklanırken değinilen tamamlayıcı içsel para arzı ve yapısal içsel para arzı kuramlarının merkez bankasının rolüne ilişkin

görüşleri birbirinden farklılık göstermektedirler.¹²³ Örneğin, tamamlayıcı içsel para arzı kuramı, merkez bankasının para arzını değil faiz oranını belirlediğini savunmaktadır. Bu görüşün başta gelen savunucusu olan Moore, bu konuda uç bir görüş olarak merkez bankasının faiz oranını belirleme fonksiyonunun ancak kısa dönemde geçerli olduğunu, uzun dönemde faiz oranları üzerinde piyasalardaki bekleyişlerin etkili olduğunu ifade etmektedir.¹²⁴ Ona göre para politikası parasal büyüklükleri değil, faiz oranını kontrol etmeye yönelik olmalıdır. Yapısal içsel para arzı kuramı ise merkez bankasına biraz daha aktif bir rol vermektedir. Bu kurama göre merkez bankası politikalarının belirli bir etkisi olabilmekte, ayrıca merkez bankası politikaları ile finansal piyasaların etkileşimi önem kazanmaktadır. Örneğin, merkez bankası sıkı para politikaları ile faiz oranını arttırabilmekte, buna karşılık olarak bankalar da, varlık ve borç yönetimi sayesinde en ucuz fonları bulup borç vermeye devam etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bankacılık sistemi, merkez bankasının politikalarına portföylerini değiştirerek karşılık vermektedir. Bu nedenle yapısal içsel kuram, merkez bankasının para politikalarını uyguladıktan sonra, finansal piyasaların bu politikalara tepkisini gözlemesini, ardından bu tepkiye karşılık politikalarını yeniden belirlemesini, kısacası sürekli etkileşimli bir politika sürecini savunmaktadır.

Görüldüğü gibi, yapısal içsel para arzı kuramı merkez bankasına daha etkin bir rol vermekteyse de, bu kuram da merkez bankasını ekonomik faaliyet düzeyinin önemli bir belirleyicisi olarak görmekten uzaktır. Post Keynesyen iktisatçılar genellikle merkez bankasının görevinin devlet harcamalarını finanse etmek ve finansal piyasaların istikrarını sağlamak olduğunu vurgulamaktadırlar.¹²⁵ Finansal piyasaların istikrarı ise, merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonu sayesinde sağlanmaktadır. Buna göre, merkez bankası normal zamanlarda hangi ekonomik değişkeni hedef alırsa alsın, bir finansal kriz durumunda bu hedeflerini derhal bırakarak, finansal sistemin devamlılığını sağlamak için nihai ödünç verme fonksiyonunu üstlenmektedir. McClam'a göre ise,

¹²³ Thomas Palley, "Accommodationism versus Structuralism: Time for an Accommodation," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 18, No. 4, (Summer 1996), s. 585.

¹²⁴ Basil Moore, "Money Supply Endogeneity: "Reserve Price Setting" or "Reserve Quantity Setting"?", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 13, No. 3, (Spring 1991), s. 412.

¹²⁵ Randall Wray, "Commercial Banks, Central Bank, and Endogenous Money" **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 14, No. 3, (Spring 1992), s. 307.

uluslararası ekonomik ilişkiler açısından bakıldığında, merkez bankasının nihai borç verme fonksiyonunun tekrar düşünülmesi gerekmektedir. Ona göre, genellikle krizler, bir ülkenin başına gelen döviz krizi şeklinde ortaya çıkmakta ve bu krizin etkileri başka ülkelere de sıçramaktadır. Dolayısıyla merkez bankalarının ve uluslararası ekonomik kuruluşların da dahil olduğu bir yapılanma, sorunlu ülkeler için nihai ödünç verme fonksiyonunu üstlenmelidir.¹²⁶

Minsky ise merkez bankasının ekonomideki rolü konusunda genel bir gözlemde bulunmaktadır. Ona göre bankalar ve merkez bankası, kazananın sürekli olarak bankaların olduğu bir oyun oynamaktadırlar.¹²⁷ Bu oyunda merkez bankasının, faiz oranlarını ve zorunlu karşılık oranlarını bankalara empoze ederek, para piyasasında işlem yaparak ve para arzını belirleyerek oyunun kurallarını ortaya koyduğu düşünülür. Ancak Minsky'e göre bankacılar genellikle merkez bankası bürokratlarından daha atak davranarak onları şaşırtmakta ve bu oyunu kazanmanın yeni yollarını bulmaktadırlar. Bankacıların bu davranışı ise daima ekonomik istikrarı bozucu yönde olmaktadır. Bu oyunun gerçek kaybedenleri ise enflasyonun ve işsizliğin kurbanlarıdır.

Minsky, daha önce değinildiği gibi, finansal yeniliklerin ekonominin işleyişini daha istikrarsız hale getirdiğini belirtmektedir. Böyle bir ekonomide özellikle bankaların istikrarsızlık yaratan fonksiyonları vardır. Bunlar, bankaların kâr arayışları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bankalar kâr arayışları sürecinde finansal yenilikler yapmakta, varlık ve yükümlülük yapılarını değiştirmek yoluyla daha fazla borç verebilmekte, banka kaldıracını arttırmaktadırlar. Böylelikle ekonomide finansal kırılganlık artarken, enflasyonist bir genişleme ve ardından gelen işsizlik dönemi gerçekleşebilmektedir. Böyle bir süreçte ekonomik dengenin kendiliğinden sağlanması mümkün değildir. Dolayısıyla merkez bankasının da içinde bulunduğu kurum ve yetkililerin, ekonomik istikrarsızlığı önlemeye yönelik politikalar ve düzenlemeler geliştirmesi gerekmektedir. Oysa Minsky'ye göre günümüzün standart ekonomi kuramı

¹²⁶ Warren D. McClam, "Financial Fragility and Instability: Monetary Authorities as Borrowers and Lenders of Last Resort," **Financial Crises: Theory, History and Policy**, (Ed. Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982), s. 286.

¹²⁷ Minsky, **a.g.e.** s 250.

böyle bir istikrarsızlığın varlığını kabul etmediği için, istikrarsızlığa karşı alınacak önlemleri de gereksiz bulmaktadır. Bu nedenle merkez bankası gibi istikrarsızlık sorununa karşı etkin olabilecek kuruluşlar ekonomi kuramının kölesi olmakta ve yalnızca para arzının sınırlandırılmasıyla yetinmektedirler. Ekonominin bu şekilde işleyişinin bir sonucu olarak finansal krizlerin ortaya çıkması ise, birden merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonunu gündeme getirmektedir. Merkez bankası kriz dönemlerinde bankacılık sistemine kaynak sağlamakta ve finansal sistemin çökmesini engellemektedir. Merkez bankası nihai ödünç verme fonksiyonuyla finansal piyasalara müdahale ettiğinde, hem bankaların elindeki kaynaklar çoğalacak hem de bu kaynakların kullanılabilir olması sağlanacaktır. Bunun yanı sıra, her merkez bankası müdahalesi, yalnızca durumu kötü olanların değil, birçok finansal kuruluşun kendi varlıklarının devamlılığına ve bir sonraki krizde ne olacaklarına ilişkin kaygılarının ortaya çıkmasına neden olur. Dolayısıyla merkez bankasının müdahalesini, finansal piyasaların yeniden yapılandığı ve ihtiyatlı davranışların ağırlıkta olduğu bir dönem izleyecektir. Bu durum finansal kuruluşların tedbirli davranmaktan vazgeçip, kendi durumlarını güçlendirmeye karar vermelerine kadar devam eder.

Modern ekonomilerde merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonu, devletin büyük bütçe açıklarıyla birleşerek, ekonomik istikrarsızlıkların 1929 Bunalımı benzeri bir ekonomik çöküşle sonuçlanmasını engellemektedir. Diğer bir ifadeyle devletin müdahalesi bir borç-deflasyon döngüsüne girilmesini ve fiyatlar genel düzeyindeki düşüşleri önlemektedir. Buna bağlı olarak müdahalenin ardından fiyatlar genel düzeyinde artma eğilimi ortaya çıkacaktır. Bunun da ötesinde merkez bankası sayesinde, bankacılık sistemi bir ekonomik genişlemeyi finanse edecek kaynaklara erişmiş olacaktır. Ekonomi tekrar genişleme sürecine girdiğinde, yeni finansal araçlar bulunacak, yeni finansman yöntemleri geliştirilecek, diğer bir ifadeyle finansal yenilikler yapılacaktır. Bu durum Minsky'ye göre, genellikle merkez bankasının finansal yenilikleri kabul etmesi ve bunları kendi portföyüne dahil etmesi sonucunu verecektir. Böylelikle ekonomide finansal bir genişleme için daha fazla finansal araç ve yöntem bulunacaktır.

Merkez bankasının ekonomik bunalımları engelliyor olması, istikrarsızlık sorununun tek çözümü değildir. Bu, bir istikrar politikasından çok, istikrarsızlığın

bunalımla sonuçlanmasını engelleyen bir müdahale olmaktadır. Öte yandan ekonomide istikrarsızlığa neden olan süreçler işlemeye devam etmektedir. Minsky'ye göre merkez bankası, ekonomik istikrarsızlıkları engellemek için bankacılık sistemini daha yakından izlemeli ve kontrol etmelidir. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde, bankacılık sisteminde yapılması önerilen düzenlemeler ve merkez bankasının sorumlulukları, ileride ekonomik istikrarsızlık sorununa karşı ekonomi politikaları başlığı altında daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.4. Enflasyon Olgusu

Enflasyonun parasal bir olgu olduğunu savunan görüşlerin aksine, Post Keynesyen iktisatçılara göre enflasyonun nedeni milli gelirin paylaşımına ilişkin çatışmalardır.¹²⁸ Bu çatışma, milli gelir paylaşımında işgücünün ve girişimcilerin kendi paylarını artırma çabalarından kaynaklanmaktadır. Böyle bir çatışmanın enflasyona yol açması ise modern bir ekonominin kurumsal yapısının sonucu olmaktadır. Bu kurumsal yapı içinde özellikle ücretlerin belirlenmesi ve girişimcilerin fiyatlama davranışları, enflasyon olgusunu açıklama açısından önemlidir. Günümüzde, bilindiği gibi, ücretler toplu sözleşme yöntemiyle belirlenmekte ve işgücü bu pazarlıklar yoluyla parasal ücretini arttırmayı amaçlamaktadır. Ancak reel ücretler işgücünün pazarlık edemediği unsurlarca belirlenmektedir. Girişimciler ise eksik rekabet koşullarında üretim yapmakta, bu sayede mark-up fiyatlama yöntemini uygulayarak, ücret artışlarını fiyatlarına yansıtmaktadırlar. Dolayısıyla bir yandan işgücü toplu sözleşmeler yoluyla parasal ücretlerini arttırarak milli gelirden daha fazla pay alma çabası içinde olurken, diğer yandan girişimciler bu ücret artışlarını fiyatlara yansıtarak kârlarının azalmamasını amaçlamaktadırlar. Ancak fiyatlardaki artış da yine ücret artışı taleplerini gündeme getirmekte böylelikle işgücü ve girişimcilerin kendi gelirlerini artırma çabası enflasyonla sonuçlanmaktadır. Bu süreçte para arzının ve banka borçlarının pasif bir rolü vardır. Çünkü daha önce değinildiği gibi, post Keynesyen iktisatçılara göre para arzı içseldir. Dolayısıyla para talebi arttıkça para arzı da artmakta, bu sayede ise ücret ve

¹²⁸ Philip Arestis, **Money, Pricing, Distribution and Economic Integration**, (London: MacMillan Press, 1997), s.75.

fiyatlar yükselebilmektedir. Bu yaklaşım çerçevesinde, enflasyonun nedeni olarak tek başına ücret artışlarını ya da girişimcilerin fiyatlama davranışlarını kabul etmek yanlış olacaktır. Görüldüğü gibi, enflasyon tek bir unsurdan değil, işgücü ile girişimcilerin karşılıklı davranışlarından kaynaklanmakta, paranın içsel oluşu da enflasyonun ortaya çıkmasını kolaylaştırmaktadır.

Post Keynesyen iktisatçılara göre enflasyon olgusunun açıklamasında, işgücünün ücret taleplerinin, girişimcilerin fiyatlama davranışlarının ve eksik rekabetten kaynaklanan tekelci ya da oligopolcü gücün büyüklüğünün yanı sıra, girişimcilerin yatırım projelerini finanse etmek için içsel fonlar yaratma çabalarının da önemi vardır . Diğer bir ifadeyle, girişimciler yatırımlarını finanse edecek kâr hedefine göre fiyatlama yapmaktadırlar. Bu nedenle büyüme eğiliminde olan ve büyük yatırım projelerinin bulunduğu bir ekonomide, durgun bir ekonomiye göre daha yüksek bir enflasyon görülecektir.

Enflasyon olgusunun bu şekilde açıklanması, enflasyonla mücadelede sıkı para politikası gibi geleneksel yöntemlerin başarılı olamayacağını göstermektedir. Post Keynesyen iktisatçılara göre, enflasyon milli gelirin paylaşımına yönelik bir çatışmadan kaynaklanıyorsa, çözümü de gelirler politikasının uygulanması olacaktır.

Minsky de enflasyon olgusunun modern bir ekonominin kurumsal yapısının önemli parçalarından biri olduğunu ifade etmektedir. Minsky'ye göre enflasyon özellikle 1960'lı yıllardan sonra ekonomik yaşamın bir parçası olmuştur.¹²⁹ Örneğin bu tarihten önce finansal istikrarsızlıklar ekonomik bunalımlarla sonuçlanırken, 1960'lı yıllarla beraber, finansal istikrarsızlıklara enflasyonun eşlik ettiği gözlenmektedir. Bu durum ise, ileride değinileceği gibi, devletin ekonomideki payının artmasının bir sonucudur.

Minsky, diğer post Keynesyen iktisatçılar gibi, enflasyonun parasal bir olgu olmadığını, yatırımların finansmanı, ücret-fiyat etkileşimi ve devletin ekonomideki payı ile ilgili bir sorun olduğunu savunmaktadır. Örneğin, girişimcilerin yatırım yapma

¹²⁹ Minsky, **a.g.e.**, s. 254.

isteklerindeki bir artış, banka kredilerinin artmasına neden olacak, buna ek olarak, eğer atıl fonlar mevcutsa, bunlar da ekonomide dolaşıma girecektir. Böylelikle yatırım talebindeki bir artışın sonucu olarak, para arzında ya da dolaşım hızında bir artış görülecektir. Ancak buradaki nedensellik, monetaristlerin öngördüğü gibi, para arzı artışından enflasyona doğru değildir. Aksine para arzının artışı enflasyonist sürecin bir sonucu olmaktadır.

Minsky'ye göre, yatırımların finansmanının yanı sıra, işgücünün ücret talepleri ile girişimcilerin fiyatlama davranışı arasındaki etkileşim de önemli olmaktadır. Bilindiği gibi, çalışma yaşamında sözleşmeler genellikle bireylerden ziyade bireyleri temsil eden sendikalarla işverenler arasında yapılmakta ve çalışma yaşamı ayrıntılı kurumsal düzenlemelere konu olmaktadır.¹³⁰ Dolayısıyla ücret artışları ile enflasyon arasındaki ilişki bu çerçevede içinde incelenmelidir. Bir ekonomide genel bir ücret artışı, bazı sektörlerdeki ücret artışıyla başlar. Taraflar eğer ücret artışları için gerekli fonların bulunacağına inanırlarsa, ücret artışlarını kabul edeceklerdir. Mark-up fiyatlama açısından düşünüldüğünde, ücretlerin artması ya fiyatların artmasını ya da mark-up oranının düşmesini gerektirecektir. Eğer mark-up oranı düşerse, bu durum firmaların borçlarını ödemelerini güçleştirecektir. Eğer fiyatlar arttırılırsa, bu durumda da firmaların satışları azalabilecektir. Her iki durumda da firmaların beklenen getirileri azalacaktır. Eğer firmalar tek el ya da oligopolde olduğu gibi esnek olmayan bir talep eğrisi ile karşı karşıyaysa, fiyat artışları nedeniyle satışlar düşmeyebilir. Ayrıca, ücret artışları bu tür firmaların piyasa güçlerini denemeleri için bir bahane de olabilir. Özellikle piyasada yaygın kabul görmüş malları üreten firmalar ücret artışlarını kabul edip fiyatlarına yansıtma eğiliminde olacaklardır. Dolayısıyla, piyasalarda eksik rekabetin varlığı ve yaygınlığı ücret-fiyat enflasyonunun kolaylıkla gerçekleşmesine neden olacaktır. Bunun yanı sıra, Amerikan ekonomisinde olduğu gibi sermaye yoğun üretim tekniklerinin kullanılması durumunda, mark-up fiyatlardan sağlanan nakit akışı daha da önemli olacaktır. Çünkü buradan gelecek olan nakit akışı firmaların borç ödemelerini kolaylaştırmaktadır. Eğer işçi ücretleri artarsa buna bağlı olarak firmalar da mark-up oranlarını arttıracaklar ve bir enflasyon döngüsü ortaya çıkacaktır. Yatırım

¹³⁰ Minsky, **a.g.e.**, s. 266.

açısından düşünüldüğünde mark-up enflasyonu borçları ödemeyi kolaylaştırmakta, böylelikle yeni yatırımlar için uygun bir atmosfer sağlamaktadır. Ancak bu süreç, finansman koşullarının enflasyon tarafından etkilenmesine kadar devam edecek, enflasyon beklentileri finansal koşulları değiştirdiğinde, örneğin, faiz oranlarının artmasıyla yatırım yapma eğilimi ortadan kalkacaktır.

Minsky'ye göre devletin payının büyüklüğü de finansal kırılganlığın devamlılığı ve enflasyon olgusu üzerinde önemli etkilere sahiptir. Devletin payının küçük olduğu bir ekonomide finansal kırılganlık daha sınırlı olmaktadır.¹³¹ Böyle bir ekonomide, girişimciler yeni yatırımlar yapmak için bankalardan borçlandıklarında, ekonomideki finansal kırılganlık da artacaktır. Ancak bu kırılganlığın artması, ekonomideki birimler için uyarıcı olabilecektir. Örneğin, bankaların borç verdikleri firmaların bir nakit akışı sorunu ile karşı karşıya kalabileceğine ilişkin kaygıları, yatırım artışının sınırlandırılmasına neden olabilecek ve olası bir kronik enflasyon engellenecektir. Oysa Minsky'nin Büyük Devlet Kapitalizmi (Big Government Capitalism) olarak isimlendirdiği, devletin etkin ve ekonomide büyük bir paya sahip olduğu bir ekonomide ise, devletin çeşitli harcamaları, finansal kırılganlığın arttığına ilişkin bu geribildirim sürecini kesintiye uğratarak yatırım artışının devam etmesine neden olmaktadır. Aynı zamanda çalışanların ücretleri ya da maaşları ve transfer harcamaları gibi birçok kamu harcamasının bir şekilde enflasyona endeksli olması nedeniyle, yine bu geribildirim süreci engellenecektir. Hatta devlet kimi harcamalarını (örneğin sağlık ya da savunma), bunların arz fiyatlarını dikkate almadan sabit miktarlarda yapmaya devam ederse, enflasyonist süreç daha da hızlanacaktır. Böyle bir enflasyonist süreç, ancak devletin bütçe açıklarını sürdürme iradesine ve isteğine bağlıdır.

Minsky, Phillips eğrisinin ücretler ile enflasyon arasında öngördüğü ilişkinin günümüzde geçerli olmamasını devletin büyüklüğüne bağlamaktadır. Ona göre, eğer devletin ekonomideki payı büyük ise, örneğin, ekonomik durgunluk dönemlerinde devletin büyük miktarda bütçe açığı vermesi, girişimcilerin kârlılığının devamını sağlayacaktır. Böylelikle, firmaların mark-up oranlarını değiştirmelerine gerek

¹³¹ Minsky, **a.g.e.**, s. 269.

kalmayacaktır. Bu da, fiyatlar genel düzeyinin durgunluk nedeniyle düşmesini engelleyecek, dolayısıyla durgunluk dönemlerinde bile işçi maliyetleri düşmeyecektir. Buradan hareketle Minsky, 1960'lı yıllardan itibaren ABD ekonomisinin finansal istikrarsızlık içinde bulunduğunu, böyle bir ortamda bütçe açıkları yoluyla işletmelerin karlılıklarının devam ettirilmesinin bir sonucu olarak işsizliğin ve enflasyonun beraber görüldüğünü savunmaktadır. Bunun yanı sıra, Minsky'ye göre, devlet harcamaları da ücretleri yukarıya çekebilmektedir. Devletin zaman zaman farklı sektörler ve çıktılara yönelik harcama yapması bu alanlardaki ücretleri arttırmakta ve diğer sektörlerdeki ücretleri de harekete geçirmektedir. Bu durum ise ücret-fiyat enflasyonu yaratabilecektir.

Günümüzde sıklıkla gözlenebileceği üzere, kamu harcamalarındaki kimi niceliksel hedefler de kamu harcamalarını ve açıklarını arttırmaktadır.¹³² Örneğin, belli bir yılda belli bir miktar konut yapımı ya da belirli bir uzunlukta karayolu yapımı gibi harcamalar, bu harcamaların birim fiyatı ne olursa olsun yapılacağı için enflasyon yaratabilmektedir. Eğer kamu açıkları vergilerle finanse edilirse, vergilerin fiyatlar üzerindeki yükseltici etkisi kaçınılmaz olacaktır. Bu da enflasyon üzerinde baskı yaratacaktır.

Görüldüğü üzere kamu kesiminin enflasyon üzerinde önemli bir etkisi vardır. Günümüzde devletin ekonomi içindeki payının yüksekliği nedeniyle, bir yandan Büyük Bunalım benzeri ekonomik çöküşler engellenirken, diğer yandan sürekli bir finansal istikrarsızlık ve enflasyon ortamı oluşmaktadır. Bilindiği gibi devletlerin ekonomide bu şekilde etkin bir rol oynaması İkinci Dünya Savaşı sonrasına rastlar. Devlet müdahaleciliğinin başarısıyla beraber, yüksek enflasyon olgusu, işsizlik ve artan finansal kırılganlık sorunları aynı anda görülmeye başlanmıştır. Böylesi bir ekonomik ortamda, yatırımların enflasyonist etkisi, hükümet müdahalelerinin de etkisiyle daha da artacaktır. Kuşkusuz ki finansal istikrarsızlık ve enflasyonun varlığı büyük bir ekonomik bunalımdan çok daha tercih edilebilir olacaktır. Öte yandan ekonomi politikasının, yalnızca iki seçenekten daha az olumsuz olanını seçmekle sınırlı olduğunu

¹³² Minsky, **a.g.e.**, s. 271.

düşünmek için bir neden yoktur. Ekonomik istikrarsızlık tartışmalarında ekonominin kurumsal yapısı incelenirken değinildiği gibi, Minsky ekonomik yapının kurumsal düzenlemeler ve bireylerin kararlarının etkileşimleri sonucu ortaya çıktığına inanmaktadır. Böylesi bir yaklaşım, ekonominin kendi işleyişinin doğal ve rasyonel temellere dayandığını varsayan ve ekonomi politikalarının da mümkün olduğunca ekonominin işleyişini aksatmaması gerektiğini savunan yaygın iktisat anlayışından da, var olan ekonomik sistemin iradi olarak tamamen değiştirilebileceğine inanan radikal görüşlerden de farklıdır. İzleyen bölümde, yapısal olarak istikrarsız olan günümüz ekonomilerinde uygulanabilecek olan politika alternatifleri incelenecektir.

2. EKONOMİK İSTİKRARSIZLIK SORUNUNA KARŞI EKONOMİ POLİTİKALARI

Minsky ekonomik istikrarsızlık sorununun kapitalist bir ekonominin doğal işleyişinin bir sonucu olmasına karşın, bu sorunun önüne geçmenin ya da boyutlarını azaltmanın mümkün olduğunu ifade etmektedir. Bu amaçla öncelikle ekonomi kuramının yenilenmesi gerekmektedir. Ekonomi kuramının istikrarsızlık sorununun kaynağını yanlış değerlendirmesi nedeniyle, politikacılar ve danışmanları, ekonominin normal işleyişinin işsizlikten konjonktürel dalgalanmalara kadar bir dizi sorun yaratmakta olduğunu bilincinde değillerdir. Dolayısıyla ekonomi kuramının kendisi, iktisatçıların ve politika uygulayıcılarının görüşünü kısıtlamaktadır. Minsky bu konuda Phillips eğrisi ile ilgili tartışmaları örnek olarak göstermektedir. Ona göre işsizlik ve enflasyon arasında var olduğuna inanılan ters yönlü ilişkiye ait fazla bir kanıt yoktur. Bu iki değişken arasında böylesi bir ilişki yalnızca İkinci Dünya Savaşı sonrasında kısa bir dönem boyunca görülmüştür. Oysa bu ilişki, ekonomi kuramının ve politika önerilerine yönelik hazırlanan ekonomik modellerin bir parçası olduğu için, politika önerilerinde dikkate alınmaktadır. Dolayısıyla Minsky'ye göre, öncelikle kapitalist bir ekonominin doğası itibarıyla istikrarsız bir sistem olduğunu kabul eden yeni bir ekonomi kuramının oluşturulması gerekmektedir. Aslında böyle bir anlayışın Keynes tarafından ayrıntılı bir şekilde ele alındığını ifade eden Minsky, Keynesyen görüşün ortodoks iktisat ile birleştirilmesi aşamasında tüm bu katkıların yitirildiğini

savunmaktadır. Minsky'ye göre, Keynes'in de görüşlerini içerecek yeni bir ekonomi anlayışı aşağıdaki unsurları içermelidir:¹³³

- i. Piyasa mekanizması, çok sayıda önemsiz kararı koordine etmek için etkin olmasına karşın, etkinlik, istikrar gibi konularda yetersiz kalmaktadır.
- ii. Günümüzdeki gibi karmaşık ve dinamik finansal sistemler, müdahale edilmediğinde ciddi sorunlar yaratma eğilimine sahiptirler ve bu nedenle finansman konusu serbest piyasaya bırakılamaz.
- iii. Milli gelir içinde yatırımın payının yüksek olduğu ekonomilerde piyasa mekanizması çok daha istikrarsız ve etkinsizdir.
- iv. Kapitalist sistem içinde, finansal kaynaklar piyasa güçlerine karşı koruma sağlanmaksızın uzun vadeli sermaye varlıkları olarak risklidirler. Eğer özel kesim tekel ya da oligopol niteliğinde endüstrilere sahip olacaksa, gerekli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmış olmalıdır.
- v. Büyük devlet kapitalizmi, küçük devlet kapitalizminden daha istikrarlıdır. Bu istikrarın nedeni büyük devletin verdiği bütçe açıklarının özel kesimin kârlarını devam ettirebilmesi için gerekli olmasındandır. Öte yandan bu durum da enflasyona neden olabilmektedir. Enflasyon görüldüğünde ise, bütçe fazlası kârları sınırlandırabilmelidir.
- vi. Bütçe yapısının enflasyon karşısında kârları sınırlandırabilmesi ise, vergi gelirlerinin GSMH içindeki payının yüksek olmasına bağlıdır. Yüksek vergi oranlarının kaynak tahsisinde etkinsizlik yaratması ve vergiden kaçınmayı teşvik etmesi nedeniyle, vergi yapısının doğru bir şekilde tasarlanması da önemlidir.

¹³³ Minsky, **a.g.e.**, s. 291

Bu yeni ekonomi anlayışının yanı sıra, Minsky, aşağıdaki tarihsel gerçeklerin, kurumsal özelliklerin ve politika müdahalelerinin de ekonomi kuramının temeline entegre edilmesi gerektiğini savunmaktadır:¹³⁴

- i. Günümüz ekonomisinin temel kurumsal yapısı Keynes öncesi döneme dayanmaktadır. Özellikle ABD’de, Roosevelt döneminde deflasyon kaygısıyla uygulanan, yatırımı ve sermaye yoğunluğunu kayıran ve emek gücünün katılımına karşı olan düzenlemeler halen yürürlüktedir. Oysa büyük devlet kapitalizmi derin ve uzun süreli depresyonları önlediği için, bu düzenlemeler enflasyonist sapma yaratmaktadır.
- ii. Bir politika amacı olarak istihdam ve ekonomik büyümenin vurgulanması yanlıştır. Tam istihdam ekonomisi zaten genişlemeye eğilimlidir. Oysa ki sermaye yoğun özel yatırımlar yoluyla ekonomik büyümenin amaçlanması, yalnızca büyümenin başarılabilmesi sonucunu değil, ekonomik istikrarsızlık sorununu da beraberinde getirecektir. Öte yandan gelir dağılımı artan bir oranda bozulurken üretimde etkin olmayan tekniklerin seçilmesi söz konusu olabilecektir.
- iii. İstihdam, gelir, büyüme ve fiyat istikrarının yatırımlara bağlı olduğunu savunan yaygın bir görüş vardır. Oysa gerçekte, uygun olmayan yatırımların ve finansman yöntemlerinin tam istihdam, tüketim, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı üzerinde olumsuz sonuçları olmaktadır.
- iv. Çok kapsamlı ve maliyetli bir transfer ödeme sistemi sosyal olarak istikrar bozucu, reel milli geliri azaltıcı olmakta ve ekonomide enflasyonist baskılar yaratmaktadır.
- v. Günümüz ekonomisinin temel karakteristiği, özel kesim kararlarının kamu kesimi tarafından geniş ölçüde kabullenilmesidir. Bu durum etkinliğe ve eşitliğe aykırı olsa da, temelde belirsizliğe ilişkin bir korkudan kaynaklanmaktadır. Keynesyen iktisat genel ve konjonktürel belirsizliklerin

¹³⁴ Minsky, **a.g.e.**, s. 292.

uygun müdahalelerle önlenebileceğini ortaya koymuştur. Öte yandan böylesi geniş çaplı müdahaleler, daha küçük çapta sorunlar olduğu zaman gereksiz olmakta ve istenmemektedir.

vi. Ekonomi idaresinin başarabileceklerine dair bir sınırlama olduğu da dikkate alınmalıdır.

Minsky'ye göre, yukarıda ifade edilen yeni ekonomi anlayışına dayanan ve ekonomik istikrarsızlığı azaltmaya yönelik düzenlemeler, piyasa mekanizmasının güçlü ve zayıf yönlerini kavrayan bir reform programı çerçevesinde yapılmalıdır. Örneğin, piyasa mekanizması bazı mallar için uygun olabilirken, üretiminde geniş ölçüde pahalı sermaye mallarının kullanıldığı alanlarda yetersiz kalmaktadır. Ancak daha da önemlisi, sermaye malları fiyatlarını ve yatırımların yönünü belirleyen piyasa süreci, ekonomi üzerinde istikrar bozucu güçlü etkilere sahiptir. Bu nedenle Minsky, tam istihdamın ekonomik genişleme yaratan etkilerini sınırlandıran kurumsal bir yapının oluşturulmasını ve geri kalan ayrıntıların piyasa mekanizmasının dinamiklerine bırakılmasını önermektedir. Ancak ona göre idari kısıtların varlığı nedeniyle, hükümetin ekonomideki tüm ayrıntıları yönetmesi mümkün değildir. Bu nedenle piyasalar koordinasyon ve kontrol amacı için tercih edilebilirler.

Minsky, böyle bir reform programının temel amacının işsizliğin azaltılması olması gerektiğini düşünmektedir. Bilindiği gibi bir ekonomide işsizlik, etkinsizlik ve eşitsizlik sorunları ortaya çıkabilmektedir. Bu sorunlar arasında Minsky'ye göre, ekonomik sistemin devamlılığı açısından en önemlisi işsizliktir. Eğer işsizlik sorunu çözümlerse diğer sorunların da üstesinden gelebilmek mümkündür. Ancak tam istihdamın enflasyonist etkilerinin olabileceğini de dikkate almak ve ekonomik yapıyı buna göre tasarlamak gerekmektedir. Ona göre düşük yatırım ve yüksek tüketime dayanan ve tam istihdam düzeyinde işleyen bir ekonomik yapı oluşturulabilir. Böyle bir ekonomide yüksek tüketim enflasyon sürecini engellerken, yatırımların düşük olması ekonomik istikrarsızlıkları engelleyecektir.

Minsky'nin reform programı önerisi, büyük devleti, finansal sistemi içermeli bunun yanı sıra da istihdam ve sanayi politikası gibi konularda yeni yaklaşımlara sahip olmalıdır. Aşağıda bu konular açıklanmaktadır.

2.1. Büyük Devlet

Büyük devletin varlığı bir reform programı çerçevesinde, ekonomik istikrar için çok önemli bir unsur olmaktadır. Çünkü büyük devlet, ekonomik istikrarsızlık sorununun ortadan kalkması için yeterli olmamakta ise de, bu sorunun ekonomik bunalıma dönüşmesini engellemektedir. Minsky 1929 Büyük Bunalımını o dönemde devletin ekonomi içindeki payının küçüklüğüne bağlamıştır. Çünkü o dönemde devletin ekonomideki payının küçüklüğü, bütçe açıklarının özel kesimin kârlılığını sürdürmesine yeterli olmamış ve kendini besleyen bir deflasyonist süreç yaşanmıştır. Oysa eğer devletin ekonomi içindeki payı yeteri kadar büyükse, büyük bütçe açıkları özel sektörün kârlılığının devam etmesini sağlayacak ve ekonominin daralma sürecini durduracaktır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin tarihsel kökenleri incelenirken değinildiği gibi, bütçe açıkları ile özel kesimin kârları arasındaki ilişki ilk defa Kalecki tarafından öne sürülmüştür. Bu ilişkiden hareketle Minsky, Büyük Bunalım benzeri bir ekonomik çöküşün yaşanmamasını, İkinci Dünya Savaşı'nın ardından devletin ekonomideki payının artmasıyla açıklamaktadır.

Bu yaklaşım kabul edildiğinde, devletin büyüklüğünün ne olması gerektiği ve bütçe açıklarının bir politika aracı olarak nasıl kullanılacağı soruları önem kazanmaktadır. Devletin büyüklüğü konusunda kesin bir ölçü olmamakla birlikte, Minsky'ye göre genel olarak kamu kesiminin büyüklüğünün, özel kesimin yatırımlarındaki dalgalanmaları telafi edecek büyüklükte olması gerektiği ifade edilebilir. Daha önce belirtildiği gibi, bir ekonomideki konjonktürel dalgalanmaların en önemli nedeni özel kesimin yatırım kararlarından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bir ekonomide yatırımların azalmasından dolayı bir durgunluk tehlikesi varsa, devletin bütçe açıkları özel kesimin kârlarının sürmesine yardımcı olacak kadar büyük olabilmelidir. Bunun anlamı, devletin büyüklüğünün özel kesimin yatırımlarından daha fazla olması gerektiğidir.¹³⁵ Bununla beraber, Minsky de büyük devletin etkisiz bürokratik yapıyı içerdiğini, bürokratların kamudan çok kendi çıkarlarını kolladığının farkındadır. Ancak yine de Minsky, büyük devlet bir zorunluluk olduğuna göre, devletin

¹³⁵ Minsky, **a.g.e.**, s. 297.

daha etkin bir yapıya kavuşturulması için politik ve entelektüel kaynakların bu işe yönelik olarak kullanılması gerektiğini vurgular.

Bütçe açıklarının bir politika aracı olarak kullanmasının koşulları incelendiğinde ise, bütçenin uzun dönemde açık vermemesinin gerekli olduğu ortaya çıkmaktadır. Bilindiği gibi, sürekli açık veren bir bütçenin bir politika aracı olarak etkin olmayacağı, yalnızca enflasyonist bir baskı yaratacağı açıktır. Ancak gerektiği zaman bütçe açık verebilir. Böylelikle örneğin, ekonomide beklenmedik bir durgunluk karşısında bütçe açığı verilmesi, özel kesimin kârlarını arttıracacağı için ekonomiyi durgunluktan çıkarabilecektir. Burada özel kesimin kârları ekonominin işleyişi için belirleyici unsur olmakta ve özel kesimin kârlarına doğrudan etki eden bütçe açıkları da uygun bir politika önlemi olarak kullanılmaktadır. Benzer bir şekilde, bütçe fazlası da gerektiği zaman enflasyonla mücadele etmek için kullanılabilir. Ekonomi politikasındaki diğer alternatiflere bakıldığında, bu alternatiflerin daha dolaylı ve daha yüksek maliyetli olduğu görülecektir. Örneğin, para politikası uygulandığında, ekonomide bir genişleme aşamasının önüne geçilmesi ya da enflasyonist bir eğilimin kontrol edilmesi yalnızca finansal piyasaların işleyişinin bozulması ya da varlık fiyatlarının değiştirilmesi yoluyla olmaktadır. Öte yandan durgunlukla mücadele edilmek istendiği bir durumda, para politikası, faiz oranları ve banka kredisinin bulunabilirliği yoluyla uygulanacaktır. Oysa eğer konjonktür nedeniyle işadamlarının kâr beklentisi düşükse, yatırımlarda beklenen uyarım olmayacaktır. Minsky'nin yaklaşımı açısından en uygun yol, bütçe açıkları vererek özel kesimin kârlılığını arttırmak ve bu sayede de yatırımların uyarılmasını sağlamak olacaktır. Devletin yeterli büyüklüğe sahip olması ve gerektiğinde bütçe açıklarını etkin bir şekilde kullanabilmesi, ekonomi politikası açısından gerekli olmakla beraber, bütün sorunların bu sayede çözülebileceği de düşünülmemelidir. Büyük devlet anlayışı yalnızca yeni bir ekonomi kuramı ve politikası anlayışının bir parçası olmalıdır.

Devletin ekonomideki payının büyük olması, politika aracı olarak bütçe açığının ya da fazlasının kullanılması, vergilerin de benzer şekilde büyük olması gerektiğini gösterir. Eğer vergilerin GSMH içindeki payı büyük olacaksa, vergi sistemini tasarlanırken olası vergiden kaçma ve kaçınma davranışlarının da dikkate alınması gerekecektir.

Minsky'ye göre, vergi sisteminin yapısına ilişkin olarak, vergilerin çoğu bir şekilde fiyatlara yansıtıldığı için, vergilerin artan oranlı mı yoksa gerileyici mi olmasının çok fazla bir önemi yoktur. Örneğin, bir satış vergisinin gerileyici, kurumlar vergisinin artan oranlı olduğu varsayılsa bile, bu vergilerin ikisi de fiyatlara yansıtılabilecektir.¹³⁶ Dolayısıyla genel olarak, bütün vergilerin fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkisinin olması kaçınılmazdır. Özellikle üretim, satış ve tüketim vergileriyle, kurumlar vergisi ve katma değer vergisi fiyatları yükseltme eğilimine sahiptir. Yalnızca kişisel gelir vergisi talebi azaltarak fiyatlar üzerinde azaltıcı etki yaratabilir. Kişisel gelir vergisi hasılatının milli gelirdeki değişmelere duyarlı olması sayesinde, bu verginin kârlar üzerinde olduğu kadar fiyatlar üzerinde de istikrar sağlayıcı özelliği vardır. Bu nedenle, enflasyonla mücadele etmeyi amaçlayan bir vergi politikasının merkezinde artan oranlı kişisel gelir vergisinin bulunması gereklidir.

Benzer bir şekilde, sosyal güvenlik sistemine işverenin yaptığı katkı da fiyatların oluşumunda etkili olacaktır. Ayrıca bu katkılar büyüdükçe, girişimciler emek yoğun üretim tekniklerinden sermaye yoğun üretim tekniklerine doğru eğilim gösterebileceklerdir. Dolayısıyla işverenlerin sosyal güvenlik sistemine katılım payları düzenlenirken bu sorunun da dikkate alınması gerekmektedir.

2.2. Tam İstihdam Stratejisi

Minsky ve onun yaklaşımını benimseyen iktisatçılara göre, günümüzde uygulanan tam istihdam stratejisi yanlıştır. İstihdam politikası için günümüzde uygulanan politika araçları, finansman koşulları, yatırım teşvikleri, hükümet sözleşmeleri, transfer harcamaları ve vergiler olmaktadır. Oysa işsizliğin önlenmesi için devletin doğrudan görev üstlenmesi, istihdam sağlanması gerekmektedir. Minsky, devletin istihdam sağlama stratejisinin ekonomik konjoktüre bağlı olarak işlemesi gerektiğini, ekonomik genişleme dönemlerinde devlet tarafından az sayıda istihdam yaratılırken, ekonomik durgunluk dönemlerinde daha fazla istihdam yaratılması gerektiğini savunmaktadır.

¹³⁶ Minsky, **a.g.e.**, s. 305.

Minsky'ye göre tam istihdam stratejisi emek piyasasına ilişkin dört unsuru içermelidir:¹³⁷

- i. Enflasyonist olmayan bir ücret tabanında iş olanakları sağlayacak, kamusal, özel ve karma kurumların tesis edilmesi.
- ii. Transfer ödemelerinin yapısının değiştirilmesi.
- iii. İşgücüne katılmaya yönelik engellerin kaldırılması.
- iv. Parasal ücretleri ve işgücü maliyetlerini sınırlayan ölçülerin geliştirilmesi.

Böyle bir yaklaşım devletin nihai iş sağlayıcı olarak davranmasını diğer bir ifadeyle işsizlere doğrudan iş sağlamasını ve böylece tam istihdamı garanti etmesini gerektirir. Bu da devletin işsizlere bir çeşit asgari ücret üzerinden iş sağlaması ile olacaktır. Bu yaklaşımı savunan iktisatçılardan Wray'a göre böyle bir istihdam, devletin normal çalışanlarına sunduğu istihdamdan farklı olarak, insani ve sosyal amaçların ön planda tutulduğu bir yaklaşımın sonucu olacaktır.¹³⁸ Böylelikle devletin sağlayacağı istihdam sayesinde çalışanlar genel bir sağlık sigortasına dahil olurlarken, uzun vadede suçun önlenmesi, boşanmaların azaltılması ya da insan sermayesindeki kayıpların önüne geçilmesi gibi ekonomik olarak değerinin hesaplanması çok güç olan kazançlar elde edilebilecektir.

Wray'e göre böyle bir tam istihdam programının hem bütçe üzerindeki yükü beklenileceği kadar büyük olmayacak hem de tam istihdamın enflasyonist etkisi ortaya çıkmayabilecektir. Çünkü artan istihdamın toplam üretimi arttıracak olması, toplam arz yetersizliğinden kaynaklanan bir enflasyonun önüne geçilmesine neden olacaktır. Bunun yanı sıra, devletin istihdam yaratma amacıyla vereceği ücretin, özel sektörün vereceğinden daha az olması, ekonomide bir ücret artışı eğiliminin ortaya çıkmamasına ve bu sayede de ücret-fiyat döngüsünün yaşanmamasını sağlayacaktır. Oysa transfer

¹³⁷ Minsky, **a.g.e.**, s. 309.

¹³⁸ Randall Wray, "Zero Unemployment and Stable Prices," **Journal of Economic Issues**, Vol. 32, No. 2, (June 1998), s. 540.

harcamalarına bakıldığında, bu harcamaların arzı arttırmadan talebi arttırması nedeniyle daha enflasyonist olduğu savunulabilir.¹³⁹

2.3. Finansal Reform

Daha önce de sıklıkla değinildiği gibi, Minsky'ye göre bir ekonomide ortaya çıkan istikrarsızlığın temel nedeni finansal yapıdır. Dolayısıyla finansal yapının istikrarsızlık yaratmaması için düzenlenmesi gerekmektedir. Minsky'ye göre her finansal panik ve çöküşün ardından finansal sisteme yönelik kurumsal reformlar gündeme gelmiştir. Ona göre bu reformlar istikrarı sağlayan kurumsal yapıya yönelik arayışlar olsaydı da sonuçlara bakıldığında reform çabalarının başarısız olduğu görülmektedir.

Minsky'ye göre istikrar için yapılması gereken finansal reformun temelde iki unsuru içermesi gerekmektedir. Bunlardan biri finansal sistemin çoğunluğunu oluşturan bankacılık sistemine, diğeri merkez bankasına yönelik düzenlemeler olmalıdır.

Bankacılık sistemine ilişkin olarak, bir bankanın büyüklüğü ile bu bankanın hizmet sunacağı işletmenin büyüklüğü arasında bir ilişki olması gerekmektedir. Küçük bir banka büyük bir işletmenin finansal ihtiyaçlarını karşılayamayacağı için, büyük işletmeler büyük bankalarla çalışma eğiliminde olacaklar, hatta birden fazla bankayla iş yapmayı tercih edebileceklerdir. Dolayısıyla bankalar büyüdükçe ağırlıklı olarak büyük işletmelere hizmet edecek ve endüstriyel yoğunlaşmaya neden olacaklardır. Bu nedenle küçük bankalardan oluşan bir bankacılık sisteminin oluşturulması endüstriyel yoğunlaşmayı engellemek için yararlı olabilecektir. Ayrıca Minsky bankacılık sisteminin rekabetçi olabilmesi için bu bankaların büyük bankalar gibi sigortacılık, finansal danışmanlık ve benzeri hizmetleri vermelerini savunmaktadır. Böylece küçük bankalar küçük ve orta boy işletmelere daha iyi hizmet verebilecekler ve bu sayede ekonomik büyümeye olumlu katkı yapabileceklerdir. Küçük bankaların teşvik edilmesinin bir diğeri faydası da olası bir kriz durumunda bankalara müdahale edilmesinin daha kolay olmasıdır. Bankaların büyüklüğü arttıkça, zor durumda

¹³⁹ Dimitri Papadimitriou, Randall Wray, "The Institutional Prerequisites for Successful Capitalism,"

kalmaları halinde kurtarılmaları da zorlaşacaktır.¹⁴⁰ Minsky küçük bankalara verdiği öneme bağlı olarak, bankacılık sistemine girişlerin kolaylaştırılmasını, böylece banka sayısının artmasını savunmuştur. Benzer bir şekilde Minsky, yerel bankaların yaygınlaşmasının küçük işletmelere finansman sağlanması ve yerel kalkınmanın gerçekleştirilmesi açısından çok önemli olduğunu vurgulamıştır.¹⁴¹

Minsky'ye göre, bankacılık sisteminin verdiği borçlarla finansal kırılganlık yaratma eğiliminin azaltılması için bankaların varlıklarının miktarının ve artış hızının sınırlandırılması gerekmektedir. Böylece özellikle büyük bankaların ekonomik dengesizlik yaratan yüksek varlık/özsermaye oranına sahip olma eğilimi engellenebilecektir. Varlık/özsermaye oranının belirlenmesi ise merkez bankasının görevi olacaktır. Dolayısıyla Minsky'ye göre finansal yapının sağlıklı olması için merkez bankasının nihai ödünç verme ve bankacılık sistemini izleme ve düzenleme fonksiyonları son derece önemli olmaktadır. Hatta ona göre, merkez bankasının varlığının temel nedeni ekonomide Ponzi ve spekülasyon finansmanın tercih edilmesidir. Merkez bankasının finansal sistemi düzenleyici fonksiyonunun başarılı olması için ise, Bankanın finansal sistemin nasıl işlediğini iyi bilmesi ve sistemdeki yenilikleri takip etmesi gerekmektedir.

Minsky merkez bankasının açık piyasa işlemlerinin çok etkin olmadığını savunmuştur. Özellikle finansal kırılganlığın arttığı ve devlet tahvillerinin banka portföyleri içindeki ağırlığının azaldığı dönemlerde açık piyasa işlemleri finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmamaktadır. Bunun yerine reeskont politikasının kullanılması daha etkin olabilecektir. Ayrıca Minsky'ye göre merkez bankasının reeskont oranı bankaları kontrol etmek için yeniden düzenlenebilir ve böylece daha sağlıklı yapıya sahip bankaların daha uygun koşullarda borç almaları sağlanırken, finansal kırılganlığı arttıran bankalar cezalandırılabilir.

Journal of Economic Issues, Vol 31, No. 2, (June 1997), s 498.

¹⁴⁰ Steve Fazzari, Hyman Minsky, "Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, What?," **Journal of Economic Issues**, Vol. 18, No. 1, (March 1984), s. 113.

¹⁴¹ Hyman Minsky, "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions", **Working Paper**, Jerome Levy Economics Institute, (1992), s. 27.

2.4 Sanayi Politikası

Günümüz ekonomilerinde büyük şirketlerin varlığı ekonomilerde kendini gittikçe daha fazla hissettirmektedir. Bunun nedeni bu şirketlerin uzun vadeli borç tahvili ve hisse senedi çıkartabilme olanaklarıdır. Büyük şirketler bu yolla pahalı sermaye mallarını finanse edebilmektedirler. Böylelikle ekonomide sermaye yoğun üretim teknikleri gittikçe daha fazla kullanılır olmakta ve işsizlik süreklilik kazanmaktadır. Bu sorunun önüne geçilmesi için atıl işgücünü istihdam edecek işletmelerin teşvik edilmesi gerekmekte ve emek yoğun ve sermaye yoğun üretim tekniklerini bir arada kullanmak önem taşımaktadır.¹⁴²

Minsky'ye göre sanayi politikasının temel amaçlarından biri piyasaların rekabet edilebilirliğini sağlamaktır. Bu nedenle eğer bir piyasa gücü ortaya çıkıyor ya da rekabeti engelleyen başka gelişmeler oluyorsa, devlet müdahalesi ve düzenlemeleri gerekli olabilir. Bu açıdan bakıldığında, anti-tröst uygulamalarının başarısızlığının temel nedeni, piyasa gücünün dikkate alınmamış olmasıdır. İşletmelerin aşırı büyümelerini engellemek ve rekabetçi yapının devamlılığını sağlamak için Minsky'nin önerisi, her bir sektör için değişmek üzere, firmaların sahip olduğu varlıklara ve çalıştırabileceği işçi sayısına sınırlama getirilmesidir. Böylece dev işletmeler daha etkin yönetilen küçük birimlere bölüneceklerdir. Daha önce belirtildiği gibi, küçük bankaların sayısının artması da küçük işletmelerin sayısını arttırarak ve büyük işletmelere giden fonları azaltarak daha rekabetçi piyasaların oluşumuna yardımcı olacaktır.

Özet olarak, yukarıda açıklanan Minsky'nin reform programı, yeni ekonomi anlayışına dayanan ve ekonomik istikrarsızlığı önlemeye yönelik birbirine bağlı uygulamalardan oluşmaktadır. Bu reform önerisinde ekonominin en önemli sorunu işsizlik olarak kabul edilmiş ve işsizliğin devletin üstleneceği bir istihdam stratejisi ile önlenmesi savunulmuştur. Ayrıca Minsky'ye göre devletin yeterli ekonomik büyüklüğe sahip olması nedeniyle ekonomik bunalımlar engellenebilmekte, ancak sistemin istikrarı için bu yeterli olmamaktadır. Bankacılık sisteminin yeniden düzenlenmesi ve merkez

¹⁴² Hyman Minsky, **Stabilizing an Unstable Economy**, (New Haven: Yale University Press, 1986), s. 328.

bankasına finansal sistemi izleme ve düzenleme fonksiyonu verilmesi ekonomik istikrarın devamlılığı için son derece önemli olmaktadır. Sanayi politikası da küçük işletmeleri kollayarak, bir yandan işsizliği azaltma, diğer yandan büyük firmaların gücünü azaltma amacını taşımaktadır. Minsky'ye göre böyle bir yaklaşım ekonomideki tüm sorunları çözmeye yönelik mucizevi bir reçete değildir. Başarılı olsa da belli bir uyum maliyetine sahip olabilecek ve kimi birimlerin durumunu kötüleştirebilecektir. Ancak yine de Minsky'ye göre, var olan politikaların bir bedeli vardır ve bu politikalar da kimi birimlerin durumunu kötüleştirebilmektedir.

3. KÜRESEL DÜNYADA FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN VARLIĞI

1990'lı yıllarla beraber ortaya çıkan ve finansal kırılganlık hipotezi açısından da önemli olan öncelikli gelişmenin, küreselleşme olgusunun güçlenmesi, ekonomi ve politika boyutunda ağırlığını hissettirmesi olduğu ifade edilebilir. Küreselleşme olgusu finansal kırılganlık hipotezi açısından iki önemli özelliğe sahiptir. Bunlardan birincisi uluslararası bir nitelik kazanan sermayenin, Minsky'nin kapitalist ekonomilerin bir özelliği olarak kabul ettiği finansal kırılganlık olgusuna uluslararası bir boyut kazandırıp kazandırmadığı, ikinci olarak ise, eğer finansal kırılganlık küresel ya da uluslararası bir boyut kazanmış ise, böyle bir sorundan korunmak için küresel boyutta ne tür önlem alınabileceğidir.

3.1. Finansal Liberalizasyon Ve Küreselleşmede Finansal Kırılganlık Olgusu

Minsky, finansal kırılganlığın kapitalist ekonomilerin bir parçası olduğunu iddia ederken, analizini ülke düzeyinde tutmuştur. Her ne kadar Minsky'nin çalışmalarında dışa açık ekonominin varlığı dışlanmamışsa da bu durum analiz üzerinde belirleyici bir etkiye sahip değildir. Oysa 1980'li yıllarla birlikte yaygınlık kazanan finansal liberalizasyon politikalarının ve günümüzde sıklıkla değinilen küreselleşme olgusunun hem ekonomilerin kurumsal yapısını değiştirdiği hem de ulusal düzeyde uygulanan ekonomi politikalarını etkisiz kıldığı bilinmektedir.

Finansal liberalizasyon çabalarının arkasında, finansal sisteme yönelik düzenlemelerin kaldırılmasıyla finansal sistemin daha etkin çalışacağı, kaynakları daha etkin dağıtacağı ve böylelikle ekonomide istikrarın ve büyümenin beraber yaşanacağı

görüşü vardır. Böylelikle, örneğin, daha verimli projelere banka kredisi sağlanırken, tasarrufların etkin olmayan projelere yönleneceği ve böylece sermayenin verimliliği yükselecektir. Ayrıca bir yandan da net faizlerin artması toplam tasarrufları arttıracaktır. Bunun sonucunda, hem sermayenin artan ortalama verimliliği hem de artan yatırımlar sayesinde büyüme hızı kazanacaktır. Aksine eğer finansal sistem, düzenleyici devlet müdahaleleriyle ya da ekonomi politikaları yoluyla baskı altında tutulursa, bu müdahaleleri ile arzulanan ekonomik istikrar kısa vadeli olacaktır.¹⁴³ IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası finansal kuruluşların finansal liberalizasyon yaklaşımını benimsemesi ve bunu geliştirmekte olan ülkelere bir büyüme ve istikrar reçetesi olarak önermesi ile birlikte, geliştirmekte olan ülkeler de bu yönde politikalar uygulamaya başlamışlardır.

Finansal liberalizasyon ile başlayan bu süreç, bilişim teknolojilerinin yaygınlık kazanması ile birlikte küreselleşme olgusuna dönüşmüş, sermayenin kendisi de küresel nitelik kazanmıştır. Küreselleşme ile birlikte bir diğer gelişme ise yoğun bir şekilde spekülasyon faaliyetlerinin ağırlık kazanması olmuş, bunun sonucu olarak finansal hareketler ile reel ekonomi arasındaki bağlantı ortadan kalkmıştır.

Finansal liberalizasyon ve küreselleşme eğilimi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine yeni boyutlar eklemektedir. Özellikle küreselleşmeyle birlikte gelen değişken döviz kurunun yarattığı belirsizlik ortamının ve uluslararası sermayenin kısa dönemli hareketlerinin de finansal istikrarsızlık hipotezine dahil edilmesi gerekmektedir. Bununla beraber, finansal kırılganlığı yaratan süreç hem Minsky'nin analizinde hem de günümüzün küresel dünyasında aynıdır. Bu süreç, yatırımcıların geleceğe ilişkin iyimser beklentileri nedeniyle borçlanarak yatırım yapma eğiliminden kaynaklanmaktadır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin başlangıç noktası, güvenli finansmanın ağırlıkta olduğu bir ekonomide, sermaye malları maliyetinin düşük olması nedeniyle yüksek olan kârlılığın getirdiği ekonomik genişleme baskısıdır. Böyle bir ekonomideki iyimser beklentiler arttıkça yatırım yapma eğilimi de artacaktır.

¹⁴³Philip Arestis, "Recent Banking and Financial Crises: Minsky versus Liberalizationists," (Ed. Riccardo Bellofiore, ve Pierro Ferri, **Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume I**, Cheltenham: Edward Elgar, 2000), s. 160.

Küreselleşmiş bir dünyada ise, bir ekonomideki iyimser beklentiler kısa sürede artacak ve diğer ülkelere yayılacaktır. Böyle bir ortamda, özellikle belli başlı merkezlerde faiz oranları düşükse uluslararası kısa dönemli yatırımcılar, fonlarını sermaye hareketlerinin kontrol edilemediği ekonomilere yönlendirecekler, bu fonlar ülke parasına çevrilirken, ülkedeki bankaların mevduatları artacak, uluslararası borçların oranı yükselecektir. Bu arada uluslararası sermaye girişinin söz konusu olduğu bu ülkelerdeki sermaye piyasalarındaki varlıkların değeri de artma eğilimine girecektir. Eğer ekonomi yönetimi döviz kurunun durağan seyrini değiştirmek için bir şey yapmazsa, yurtdışından spekülative amaçlı fon girişi devam edecektir. Böyle bir durumda döviz kurundaki dalgalanmalar nedeniyle, güvenli finansmanı tercih eden firmaların bile finansal yapıları bozulabilmekte ve birden spekülative finansman yöntemini uygulayan birimlere dönüşebilmektedirler.¹⁴⁴ Özellikle bu firmalar eğer yabancı fon girişi nedeniyle döviz cinsinden kısa vadeli borç alma yoluna gitmişlerse, aldıkları risk de önemli ölçüde artacaktır. Bu koşullarda, ekonomideki iyimser havanın bir süre daha kendini beslemesi beklenebilir. Çünkü artan varlık fiyatları, yatırımların ve kârlılığın artması döviz kuru ile borçlanmayı daha da teşvik edebilmekte, ekonomideki olumlu sinyaller finansal yönetimin daha az tutucu olmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle özellikle döviz kuru cinsinden kısa dönemli pozisyon alma eğilimi güçlü olacaktır. Görülmektedir ki bir ekonominin dışa açık olması firmalar için finansal kaynakların daha da artması anlamına gelmektedir.¹⁴⁵ Bu durum ise bir ekonomide borçlanma eğilimini arttırabilmektedir.

Ancak yukarıda belirtilen gelişmeler er ya da geç söz konusu ekonomiyi dışa açık bir kırılganlık içine itecektir. Bilindiği gibi Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde, ekonomideki birimlerin borçlanmalarının artması ve spekülative ya da Ponzi finansmanını tercih etmeleri finansal kırılganlığın arttığını göstermektedir. Benzer bir şekilde, küresel dünyada da ekonomilerin dış borçlarının artması ve o ekonomideki birimlerin önemli ölçüde dış finansman kaynaklarına dayanarak spekülative ya da Ponzi

¹⁴⁴ Philip Arestis ve Murray Glickman "Financial Crisis in Southeast Asia : Dispelling Illusion the Minskyan Way," **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 26, No. 2, (March 2002), s. 242.

¹⁴⁵ Arestis ve Glickman, **a.g.e.**, s. 243.

finansmanını uygulaması, o ekonominin finansal kırılganlığını arttırmaktadır. Böyle bir ekonomide döviz kurlarının fiyatını belirleyen temel unsur belirsiz olan geleceğe ilişkin beklentilerdir. Diğer bir ifadeyle spekülâtorlerin kısa dönemli dış borçların döviz rezervine olan oranı hakkındaki düşünceleri, cari döviz kurunun sürdürülebilirliği açısından belirleyici olacaktır.¹⁴⁶

Artan finansal kırılganlık pahasına elde edilen ve kısa dönemli dış kaynaklara bağımlı bir ekonomik büyüme ise, ithalat artışına ve dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olabilecektir. Burada artan finansal kırılganlıkla birlikte, bu şekilde ortaya çıkan bir ekonomik genişleme sürecinin hangi noktaya kadar sürdürülebilir olduğu sorunu önem kazanacaktır. Böyle bir ekonomide, dış borçları ödemek için gerekli dövizin daha güç elde edilmesi, artan dış açık ve kısa dönemli borçların döviz rezervlerine olan oranının artması bir döviz krizini tetikleyebilir. Bu kriz kısa vadeli sermayenin ülke dışına yönelik kaçışıyla daha da şiddetlenebilir. Bir kriz ortaya çıktığında ise, spekülâtif ve Ponzi finansmanını uygulayan işletmeler daha güç koşullarda finansman sağlayabilir ve hatta bir kısmı da iflas edebilir. Bu kriz likit varlıklara olan talebin artmasına yol açacak ve bankaların verdikleri kredileri önemli ölçüde azaltmaları da üretim ve istihdam düzeyini azaltacaktır.¹⁴⁷

Görülmektedir ki, dışa açık ve finansal liberalizasyonu gerçekleştirmiş bir ülkede Minsky'nin öngörüsü daha büyük ölçüde gerçekleşmektedir. Burada ekonomik istikrarsızlığın şiddetini arttıran unsur, finansal liberalizasyon sonucunda iyimserliğin daha kolay yayılabilmesi, ülke dışı fon sahiplerinin bu iyimserliği paylaşmaları ve dış borçlanma olanağı sayesinde finansal kırılganlığın artmasıdır. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun ve küreselleşmenin, Minsky'nin analizini küresel ekonomi için geçerli kıldığı ifade edilebilir.

¹⁴⁶ Arestis, **a.g.e.**, s. 162.

¹⁴⁷ Lino Sau, "Banking, Information, and Financial Instability in Asia," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 25. No. 3, (Spring 2003), s. 510.

3.2. Küresel Dünyada İstikrara Yönelik Önlemler

Minsky, finansal kırılganlığın olumsuz sonuçlarını azaltmak için gerektiğinde bütçe açıkları verebilecek büyük devleti ve nihai ödünç verme fonksiyonunu yerine getirebilecek bir merkez bankasının önemini vurgulamaktadır. Oysa günümüzde küresel bir nitelik alan finansal kırılganlık olgusu ile mücadelenin yalnızca ulusal düzeyde önlemlerle sağlanabilmesi güç olmaktadır. Küresel nitelikteki bir soruna karşın yine küresel düzeyde önlemlerin alınması gerekmektedir. Bununla birlikte ulusal düzeyde alınabilecek önlemler de vardır. Özellikle finansal liberalizasyon sürecinin tek başına bir ekonomide finansal derinliği ve etkinliği sağlayamadığı, çeşitli ülke deneyimleri ile ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerini sağlamlaştırılmaları, bankacılığın yanı sıra diğer finansal kurumların da ortaya çıkıp etkinlik kazanmalarının sağlanması ve bu yolla finansal derinliğin artırılması önemlidir. Bunun yanı sıra banka sisteminin yapısının sağlam olmasının önemi de yaşanan deneyimlerle daha iyi anlaşılmıştır. Bu nedenle finansal liberalizasyon ile birlikte banka sisteminin izlenmesi ve denetlenmesi ihmal edilmemelidir. Ancak ekonominin kurumsal yapısındaki bu değişikliklerin yanı sıra ekonomi politikalarında da uluslararası finansal kırılganlık olgusunun dikkate alınması gerekmektedir. Genellikle gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerinde finansal kırılganlığın artmasına seyirci kalmaktadırlar. Bunun temel nedeni; kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi sağlaması ve bu durumun gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri tarafından hem politik hem de ekonomik olarak arzu edilir olmasıdır. Bu nedenle bu hükümetler bir yandan kısa dönemli sermaye girişlerini teşvik ederlerken diğer yandan da ülke parasının aşırı değerlenmesine seyirci kalmaktadırlar. Ancak bu yolla elde edilen büyümenin kalıcı olamayacağı, bir kriz ve ardından gelen düşük hatta negatif büyüme oranları ile sonuçlanacağı artık bilinen bir olgudur. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin büyüme stratejilerini, kendi içsel kaynakları ve uzun dönemli yabancı yatırımlar üzerine kurmaları gerekmektedir.

Günümüzde küresel bir nitelik kazanan finansal kırılganlık sorununa karşın, ulusal düzeyde alınan önlemlerin yanı sıra, küresel düzeyde önlemlerin de alınması gerekmektedir. Bu ise finansal kırılganlıkla mücadelede yeni bir anlayışın

benimsenmesini zorunlu kılmaktadır.¹⁴⁸ Finansal istikrarın küresel düzeyde sağlanması yalnızca gelişmekte olan ülkeler açısından değil, gelişmiş ülkeler için de önemlidir. Çünkü küresel ekonomide ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin yoğunluğu nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler gelişmiş ülkeleri de olumsuz etkileyebilmektedir. Bu bağlamda finansal kırılganlık sorununa karşı önerilen bir önlem, sermaye kontrollerinin küresel düzeyde gerçekleştirilmesidir. Örneğin, Güney Asya örneğinde, yabancı sermayeye karşı kontrol uygulayan Malezya'nın bu krizin dışında kalabildiği görülmüştür. Ancak, eğer arzulanan amaç küresel düzeyde finansal istikrarın sağlanması ise, birkaç ülkenin kendi başlarına uyguladıkları kontrollerin çok fazla önemi kalmayacaktır. Bu amaç, ancak uluslararası işbirliği ve hatta uluslar üstü kurumların oluşturulması ile sağlanabilecektir.

Eğer Minsky'nin tek bir ekonomi düzeyinde açıkladığı finansal kırılganlık küresel bir nitelik kazanmış ise, küresel ekonomiyi tek bir ekonomi gibi kabul etmek gerekecektir. Minsky'nin görüşü ekonomik kurumların zaman içinde evrim geçirdiği yönündedir. Buna bağlı olarak küresel ekonomi açısından bir reform programının hedefi, sermaye kontrolü, iç finansal piyasaların kontrolü ve küresel düzeyde görev yapacak nihai ödünç veren bir kuruluşun oluşturulması olmalıdır.

¹⁴⁸ Martin Wolfson, "Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context", **Journal of Economic Issues**, Vol 36, No. 2, (June 2002), s. 399.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN VARLIĞI

Bu bölümde amaç, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin Türkiye ekonomisi bağlamında geçerliliğini ekonometrik yöntemler aracılığı ile araştırmaktır. Daha önce belirtildiği gibi, Minsky'nin yaklaşımı, gelişmiş finansal piyasaların işleyişinin finansal kırılganlığa ve ekonomik istikrarsızlığa neden olduğu yönündedir. Bu nedenle, finansal piyasalarla ekonomik istikrarsızlıklar arasında bir ilişki kurabilmek için, öncelikle gelişmiş bir finansal sistemin varlığı ön koşul olmaktadır. Ancak bir yandan finansal liberalizasyonun diğer yandan küreselleşme olgusunun geldiği nokta, gelişmekte olan ülkeler için de finansal istikrarsızlık olgusunun geçerli olabileceğini düşündürmektedir. Finansal liberalizasyon politikaları uygulayan gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları gelişmiş ülkelere benzemeye başlarken, küreselleşme nedeniyle bu ülkeler kendilerini küresel ekonomideki istikrarsızlıklardan ayıramamaktadırlar. Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde finansal sistem de 1980 sonrası önemli reformlara sahne olmuş ve gelişmiş ekonomilere benzeyen bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Böyle bir finansal sistemin varlığı, Minsky'nin işaret ettiği anlamda finansal kırılganlığı yaratan koşulların ortaya çıktığı anlamında yorumlanabilir. Bu nedenle, Türkiye'nin 1980'li yılların sonlarından itibaren yaşadığı ekonomik istikrarsızlıkların belli bir ölçüde de olsa, finansal sistemden kaynaklanabileceğinin dikkate alınması gerekmektedir. Bu çalışmada da amaçlanan, Türkiye ekonomisi açısından finansal sistemin ekonomik istikrarsızlık yaratabilecek potansiyelinin olup olmadığını ortaya koymak ve yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların açıklanmasında Minsky'nin yaklaşımının ne ölçüde yararlı olabileceğini göstermektir. Bu amaçla, bu

bölümde esas olarak 1980 sonrası Türkiye ekonomisinin finansal yapısı incelenecek, ancak finansal sistemdeki dönüşümü daha iyi kavrayabilmek için, 1980 öncesindeki koşullara da kısaca değinilecektir. Daha sonra ise, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliği test edilecektir.

1. 1980 ÖNCESİ TÜRK FİNANSAL SİSTEMİNİN GENEL YAPISI

1980 öncesi finansal sistemin yapısı o dönemin kalkınma anlayışıyla yakından bağlantılıdır. Bilindiği gibi, 1970’li yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin yanı sıra Türkiye’de de, ithal ikameci ve devletin öncülüğüne dayanan bir kalkınma politikası uygulanmaktaydı. Bu uygulamanın arkasında, devletin bir yandan yaptığı yatırımlarla kalkınmanın itici gücü olması, diğer yandan finansal sistemi kontrol etme yoluyla düşük faiz politikaları izlemesi ve böylelikle de özel yatırımı teşvik etmesi anlayışı bulunmaktaydı. Bu anlayış çerçevesinde 1980 öncesi Türkiye’de finansal sistemin temel özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür:¹⁴⁹

- i. Öncelikle, finansal sektörde devlet düzenlemeleri baskındır. Mevduat ve kredi faizleri üzerinde doğrudan kontroller vardır. Bu da yüksek enflasyon oranıyla birleşince negatif reel faizler görülmektedir.
- ii. Yüksek karşılık oranları söz konusudur. Bu nedenle bankacılık sistemi maliyetlerle çalışan bir yapı göstermektedir.
- iii. Kredi tayınlaması olgusu yaygındır.
- iv. Finansal kazançlar üzerinde yüksek vergi oranı vardır.
- v. Şirketler sermaye piyasasına başvurmak ya da öz kaynak kullanmak yerine banka kredilerine aşırı bağımlı durumdadırlar.
- vi. Kurumsallaşmış finansal piyasalar yoktur.

¹⁴⁹ Mustafa Özer, Financial Liberalization in Turkey During the Period 1980-2000, **Journal of Economic Cooperation**, No. 24, (2003), s. 4.

- vii. Yabancı bankalara ve yeni kurulacak yerli bankalara yönelik piyasaya giriş engelleri vardır.
- viii. Kamu sektörü açıkları yaygın bir şekilde parasallaştırma yoluyla finanse edilmektedir.
- ix. Bankalar ve mali olmayan kuruluşlar arasında sahiplik ilişkisi yaygın bir özelliktir.
- x. Döviz işlemleri önemli ölçüde sınırlandırılmıştır.

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde, finansal sistemin, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, ağırlıklı olarak bankacılık sisteminden oluştuğu görülmektedir. Bankacılık sistemi ise, hem kamu kuruluşu niteliğindeki bankaların çokluğu ve büyüklükleri hem de devlet düzenlemelerinin yoğunluğu nedeniyle, kamu kesiminin etkisi altındadır. Örneğin, yukarıda belirtildiği gibi faiz oranları doğrudan devlet kontrolünde belirlenmekte ve düşük faiz politikası uygulanmaktadır. Buna bağlı olarak, mevduatlara uygulanan reel faizler hesaplandığında hemen her yıl negatif faiz oranları elde edilmiştir. Örneğin, 1950 yılında reel faiz % 2.3, 1955 yılında % -13.8, 1970 yılında % -0.7 ve 1979 yılında % -31.7 oranındadır.¹⁵⁰ Düşük hatta negatif reel faiz oranlarının tasarrufu teşvik etmeyeceği açıktır. Nitekim mevduatların GSMH’ya oranı 1963-1972 yılları arasında artmış, ancak 1973 sonrası bu oran düşme eğilimi göstermiştir. Özellikle 70’li yıllardaki artan negatif reel faiz oranı ile mevduatların GSMH’ya oranındaki düşüşler paraleldir. Örneğin, toplam vadeli mevduatların GSMH’ya oranı 1963 yılında %3.1 düzeyindeyken 1972 yılında %8.2’ye çıkmış ancak 1970’lerin sonuna kadar %5 düzeyinde kalmıştır.¹⁵¹ Bu oran aynı zamanda finansal derinlik hakkında fikir vermektedir. Finansal derinlik, finansal varlıkların büyüklüğü ve çeşitliliğine bağlı olmaktadır. Finansal derinliği ifade eden göstergelerden biri de banka mevduatlarının GSMH’ya oranı olduğu için, söz konusu dönemde finansal derinliğin olmadığı ifade edilebilir. Benzer bir şekilde, finansal varlık çeşitliliği de banka

¹⁵⁰ Murat A. Yülek, **Financial Policy in A Repressed Economy: Turkey 1950-1979**, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1998), s. 23-42.

¹⁵¹ Yülek, **a.g.e.**, s.43.

mevduatları ve devlet tahvilleri ile sınırlı kalmıştır. Bu durum da finansal sığlığın bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Dolayısıyla 1980 öncesi Türk finansal sisteminin derinlik kazanmadığı ve görece olarak önemsiz kaldığı, bu nedenle de ekonomik büyüme için gerekli aracılık fonksiyonunu yeterince yerine getiremediği iddia edilebilir. Nitekim 1980 öncesindeki ithal ikameci sanayileşmenin finansmanı, daha çok yurtdışında çalışan işçilerin ülkeye yolladıkları dövizler ve dış borçlanma sayesinde gerçekleştirilmiştir.¹⁵² Ancak ithal ikamesi politikası nihai mal ithalatını azaltırken, hammadde, ara madde ve yatırım malı ithalatında dışa bağımlılığın sürmesinin önüne geçememiştir. Dış rekabet eksikliği ise, bir yandan döviz açığı sorununun devam etmesine neden olurken, bir yandan da verimlilik ve üretim kalitesi üzerinde olumsuz etkilerde bulunmuştur.¹⁵³ Bunun yanı sıra, kamu yatırımlarının da etkisiyle, kamu harcamalarının artması bütçe açıklarına neden olmuş, bu açıkların finansman sorunu ekonomik istikrarsızlık sorununu daha da arttırmıştır. Bu dönemde istikrarsızlık sorununa bir diğer katkı, dışsal koşullardan kaynaklanmıştır. Örneğin, 1970’li yıllarda yaşanan petrol şokları bir yandan Türkiye ekonomisinin üretim maliyetlerini arttırırken, diğer yandan yabancı ekonomilerdeki durgunluk nedeniyle ihracatını olumsuz etkilemiştir. Bu kalkınma modelinin sınırını ise dış borçlanmanın sürdürülemez noktaya gelmesi oluşturmaktadır. Nitekim Türkiye 1970’li yılların sonlarında dış borç elde etmekte güçlük çekmiş, yurtdışından gelen işçi dövizlerinin azalmasının ve kamunun mali yapısının daha da bozulmasıyla bir ekonomik kriz yaşamıştır.

Görülmektedir ki, 1980 öncesinde yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar ve krizin, Minsky’nin finansal istikrarsızlık yaklaşımı ile bağdaştığını savunmak mümkün değildir. Çünkü finansal istikrarsızlık yaklaşımında ekonomik istikrarsızlıkların kaynağı, iyimser beklentilerin teşvikiyle yatırımcıların borçlanarak yeni yatırımlara girişmeleri ve bu nedenle ekonomideki finansal kırılganlığın artmasına bağlı olmaktadır. Böyle bir yaklaşımın geçerli olabilmesi, öncelikle borç sağlayacak etkin bir

¹⁵² Oğuz Esen, “Financial Openness in Turkey,” **International Review of Applied Economics**, Vol. 14, No. 1, (2000) s. 7.

¹⁵³ Murat A. Yülek, **a.g.e.**, s. 43.

finansal sistemi, özellikle bankacılık kesimini gerektirmektedir. Bu açıdan 1980 öncesi Türkiye ekonomisine bakıldığında, finansal derinliğin böyle bir mekanizmayı harekete geçirecek kadar büyük olmadığı ve özel kesim için yatırımlara esas olacak uzun vadeli kredilerin sınırlı olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra, söz konusu dönemde kamu kesimi yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı da önemli derecede yüksektir. Örneğin, 1970 yılında toplam sabit yatırımların içinde kamu yatırımlarının payı % 31.9 iken, 1975 yılında bu oran % 35, 1980 yılında ise % 40 olmuştur.¹⁵⁴

2. 1980 SONRASI FİNANSAL PİYASALARDAKİ GELİŞMELER

Yukarıda belirtildiği gibi ithal ikameci kalkınma modeli Türkiye ekonomisinde olumlu sonuç vermemiş ve ekonomi krizlerle karşı karşıya kalmıştır. 24 Ocak kararları, 1980 yılına doğru ağırlaşan, giderek de kriz niteliği gösteren sorunlara karşı ekonominin yeniden yapılandırılması çabası olarak görülmelidir. Programın temel niteliği, o dönemin ekonomik ve siyasal düşüncesine paralel olarak, serbest piyasa sistemine dayanan dışa açık kalkınma modelinin benimsenmiş olmasıdır. Serbest piyasa modelinin bir parçası olarak yürütülen finansal liberalizasyon politikalarının ardında ise, iktisat kuramında 1970’li yıllar ile beraber tartışılmaya başlanan, yüksek faiz oranlarının toplam tasarrufları arttırarak yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi teşvik ettiğine ilişkin görüşler bulunmaktadır. Bu anlayışa göre, finansal sistemin baskı altına alındığı ve negatif reel faiz oranlarıyla sonuçlanan düşük faiz oranı politikasının uygulandığı ekonomilerde, fonlar banka sistemine yönelmemekte, bu nedenle, yatırımları finanse edecek yeterli kaynak bulunmamakta ve sonuç olarak ekonomik büyüme yavaşlamaktadır.¹⁵⁵ Bu anlayışa bağlı olarak, büyümenin sağlanması için finansal liberalizasyon politikaları önerilmiştir. Böylelikle, faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılmasıyla yükselen faiz oranları toplam tasarrufları arttıracaktır. Ayrıca finansal liberalizasyon ile birlikte finansal sistem daha etkin işleyecektir. Böylelikle bir yandan toplam tasarrufların artması, diğer yandan da serbest piyasa koşulları içinde bu kaynakların daha etkin dağıtılmasıyla birlikte yatırımlar ve büyüme artacaktır. Türkiye

¹⁵⁴ <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/> (7.7.2005 tarihli internet sayfası.)

¹⁵⁵ Libby Rittenberg, “Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey,” *The Journal of Development Studies*, Vol. 27, No. 2, (January 1991), s. 151.

ekonomisinde 24 Ocak 1980 kararları ile beraber yeniden yapılanmanın arkasında böyle bir beklentinin olduğu düşünülebilir. Özellikle, 1980 öncesinin baskı altına alınmış ekonomik yapısının, ekonomik sistemin etkinsizliğinin başlıca nedeni olduğu, hatta bu etkinsizliğin ekonomik istikrarsızlığı yarattığı yönündeki yargılar, bu sorunların çözümünün ekonomik sistem üzerindeki düzenlemelerin kaldırılması ya da gevşetilmesine yönelik politikaların izlenmesini de beraberinde getirmiştir. Ancak ekonominin dönüştürülmesi ve finansal sistemin liberalizasyonu aşamalı ve nispeten uzun bir süreç almıştır.

Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyonun ilk aşaması, köklü reformlardan çok var olan düzenlemelerin kaldırılmasını kapsamıştır.¹⁵⁶ Bu yönde uygulanan politikaların ilki, Haziran 1980’de mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılması olmuştur. Bunu küçük bankaların yüksek faiz oranlarıyla mevduat toplama çabaları izlemiş, ancak bu bankaların kredi maliyetlerinin yüksek olması ve verilen kredilerin geri dönüşünde sorunlar yaşanması, bir bankacılık krizine neden olmuştur. Bu bankacılık krizinden sonra en büyük dokuz bankaya mevduatlar üzerindeki faiz oranlarını belirleme hakkı verilmiş, ancak bankaların mevduat faiz oranlarını yeteri kadar yüksek tutmaması nedeniyle bu yetki yeniden Merkez Bankasına devredilmiştir. Faizler üzerindeki serbestleştirme 1987 yılında gerçekleştirilmiştir. O dönemde görülen negatif reel faiz oranlarının da etkisiyle 1987 yılında bir senelik mevduat faizleri ve 1988 yılında da tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.

Finansal liberalizasyonun ilk aşaması faizlerin serbest bırakılması olsa da izleyen aşamalarda farklı düzenlemeler yapılmış, örneğin, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilmiştir. Bunu 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulunun oluşturulması izlemiştir. Bu kurulun görevi sermaye piyasasını düzenlemek ve denetlemek olarak belirlenmiştir. Buna bağlı olarak ayrıca 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş ve 1986 yılında faaliyete geçmiştir. Bu tarihten sonra İstanbul Menkul

¹⁵⁶ Metin Toprak, **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**, (Ankara: Turhan Kitabevi, 1996), s.72.

Kıymetler Borsası gelişerek artan oranda işlem hacmi, daha fazla şirketin borsaya açılması ve sermaye artırımları gözlenmiştir.

1984 yılında finansal liberalizasyonun bir başka önemli unsuru olan döviz kuru rejiminde düzenlemelere gidilmiş ve bireylerin döviz cinsinden mevduat hesapları açmalarına izin verilmiştir. 1988 yılında ise Merkez Bankasının gözetiminde resmi döviz piyasası kurulmuştur. Bu piyasayı bankalar ve döviz büroları oluşturmaktadır. Bu piyasanın kurulması finansal liberalizasyon açısından önemli bir adım olmuştur. Bu gelişme ile birlikte döviz kuru, piyasa mekanizması içinde, arz ve talep koşullarına göre belirlenmeye başlamıştır. Böylelikle serbest döviz kuru uygulaması, bankaların nakit rezervlerini ve dövizleri daha etkin yönetmeleri için bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. Döviz kurunun serbest bırakılmasıyla döviz mevduat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payı zaman içinde artış göstermiştir.

Bu dönemde faiz oranının serbest bırakılması, sermaye ve döviz kuru rejiminde yapılan düzenlemelerin yanı sıra, bankacılık sektöründe de önemli düzenlemeler yapılmış, muhasebe ve denetim standartları belirlenmiştir. Bunun yanı sıra yabancı bankaların Türkiye’de şube açmalarına izin verilmiştir. Yabancı bankaların piyasa içindeki payları sınırlı kalmış olsa da bu bankaların uluslararası deneyimi, yetişmiş insan gücü ve yenilikçi karakterleri Türk bankacılık sistemine rekabet getirmiştir. Bankacılık sektöründeki bir başka önemli gelişme ise Merkez Bankası’nın 1980’li yılların ikinci yarısında bankalar arasındaki nakit akışını kolaylaştıran ve aynı zamanda bankacılık sistemindeki toplam rezerv oranını kontrol etmeye yarayan yeni piyasalar oluşturmuş olmasıdır. Bu amaçla 1984 yılında kurulan bankalararası para piyasası 1986 yılında işler hale gelmiştir. 1980’li yıllarda yaşanan bir diğer önemli gelişme Merkez Bankasının 1986 yılında açık piyasa işlemlerini başlatmasıdır. Bu sayede bankacılık sistemindeki likiditeyi kontrol etmek amaçlanmıştır.¹⁵⁷

Finansal sistemdeki bir diğer gelişme 1985 yılında devlet menkul kıymetlerinin haftalık olarak satılmaya başlaması olmuştur. Devlet menkul kıymetleri vergisiz ve

¹⁵⁷ Özer, a.g.e., s.8.

risksiz olduğu için kısa süre içinde finansal ve finansal olmayan kesimlerden ilgi görmüştür.¹⁵⁸ Bunun bankacılık sistemine yansımaları, bankaların toplam varlıklarında menkul kıymetlerin payının artması olarak görülmüş (örneğin, 1980 yılında bankaların toplam varlıkları içinde menkul kıymetlerin payı % 3,7 iken, bu oran 1990 yılında % 14,5, 2004 yılında ise % 47 olmuştur),¹⁵⁹ aynı zamanda devlet menkul kıymetleri, bankalar için önemli bir gelir kaynağı olmaya başlamıştır. Bankaların varlıkları içinde devlet menkul kıymetlerin payının artması ise Minsky'nin üzerinde durduğu bir olgudur. Minsky'ye göre, devlet menkul kıymetleri, bankalar için pozisyon alma aracı olarak işlev görmektedirler.

3. FİNANSAL LİBERALİZASYONUN SONUÇLARI

Türkiye ekonomisinde 1980'li yıllarda yaşanan finansal liberalizasyonun temel amacının, toplam tasarrufları artırmak, bu yolla tasarruf artışını yatırım artışına dönüştürmek ve finansal sistemin etkinliğini arttırmak olduğu belirtilmiştir. Böylesi bir gelişme için öncelikle finansal piyasanın derinliğinin artması gerekmektedir. Ancak bu sayede finansal sistemin ekonomi üzerinde beklenen etkiyi yaratabilmesi mümkün olabilecektir. Bu nedenle, aşağıda ilk olarak Türkiye'de ele alınan dönem içinde finansal derinliğin ne ölçüde arttığı konusu incelenecek, daha sonra ise bu finansal derinliğin toplam yatırım ve toplam tasarruf üzerinde ne derecede etkili olduğu ele alınacaktır.

Finansal derinliğin ne ölçüde arttığı konusu, temel olarak finansal varlıkların ekonomi içindeki payının artıp artmadığı ile ilgilidir. Ancak bunun yanı sıra, finansal araçların çeşitliliğinin artması da önemlidir. Tablo 1'de, Türkiye'de finansal derinliğin gelişiminin bir göstergesi olarak, finansal varlıklarının, yani toplam banka mevduatları ile toplam menkul kıymetlerin GSMH içindeki oranı verilmektedir. Bu tablodan finansal varlıkların GSMH'ya oranının 1970'li yıllarda % 24.7 olduğu, finansal liberalizasyondan sonra bu oranın yükselerek 1980'li yıllarda % 31.9 olarak

¹⁵⁸ Özer, a.g.e., s.8.

¹⁵⁹ <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html> (23.08.2005 tarihli internet sayfası)

gerçekleştiği ve 2000’li yıllara gelindiğinde ise finansal varlıkların GSMH’ye oranının, 1970’li yıllara göre yaklaşık iki kat arttığı görülmektedir.

Tablo 1. Finansal Varlıkların GSMH İçindeki Payı

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	1980-1999
Banka Mevduatları	19.3	24.9	30.8	27.8
TL	19.3	21.9	16.3	19.1
Döviz	0.0	3.0	14.5	8.7
Menkul Kıymetler	5.4	7.0	20.6	13.8
Devlet	4.2	4.8	16.3	10.6
Özel	1.2	2.2	4.3	3.2
Toplam Finansal Varlıklar	24.7	31.9	51.4	41.6

Kaynak: Fatih Özatay ve Güven Sak, “Financial Liberalization in Turkey”, **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 38, No. 5, September-October 2002 s. 8.

Ayrıca incelenen dönemlerde, toplam finansal varlıkların GSMH’ya oranının artmasına paralel olarak, hem toplam banka mevduatlarının hem de toplam menkul kıymetlerin GSMH içindeki payları yükselmiştir. Örneğin, banka mevduatlarının GSMH’ya oranı 1970’lerde ortalama % 19.3 iken, bu oran 1980’lerde % 24.9, 1990’larda ise % 30.8 olmuştur. Aynı şekilde, toplam menkul kıymetlerin GSMH’ya oranı da 1970’li yıllarda ortalama % 5.4 iken, 1980’lerde % 7.0, 1990’larda ise % 20.6 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, finansal liberalizasyon sürecinde yalnızca toplam finansal varlıkların GSMH içindeki payı artmakla kalmamış, finansal varlıkların içinde banka mevduatları ve menkul kıymet ağırlıkları da değişmiştir. Bu durum ise, Tablo 1’deki toplam banka mevduatlarının ve toplam menkul kıymetlerin GSMH içindeki paylarının, toplam finansal varlıkların GSMH içindeki paylarına oranlamak yoluyla elde edilecek veriler yardımı ile gösterilebilir. Buna göre, 1970’li yıllarda toplam

finansal varlıklar içinde banka mevduatlarının payı ortalama % 78 iken, 1990'lı yıllarda bu oran % 60'a gerilemiş, toplam menkul kıymetlerin toplam finansal varlıklar içindeki payı ise, 1970'li yıllarda ortalama % 22 iken, 1990'lı yıllarda % 40'a yükselmiştir. Ancak banka mevduatlarının finansal sistem içindeki payının azalması, banka sisteminin önemini azaltmamıştır. Çünkü hem banka mevduatları finansal varlıklar arasında en büyük orana sahip olmaya devam etmekte, hem de finansal varlıklar arasında önemi artan menkul kıymetlere ilişkin işlemler banka sistemi aracılığı ile yapılmaya devam etmektedir.¹⁶⁰

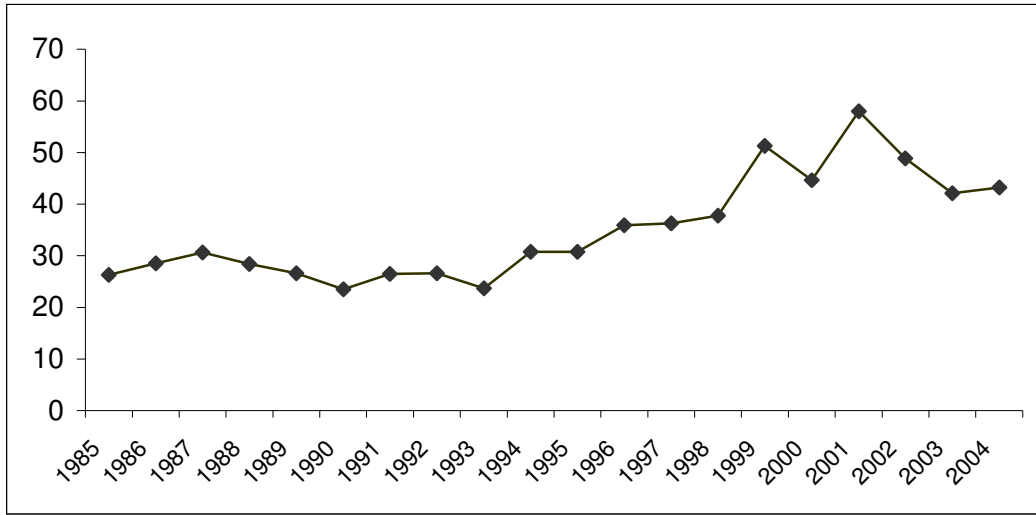
Tablo 1'de gözlenen bu eğilimlerin 2000'li yıllarda da sürdüğü gözlenmiştir. Örneğin, toplam finansal varlıkların GSMH'ya oranı artmaya devam etmiş, bu oran, 2000 yılında % 79,4 iken, 2003 yılı Eylül ayında % 99,6 olmuştur.¹⁶¹ Bunun yanı sıra, toplam finansal varlıklar içinde banka mevduatlarının oranı azalmaya devam etmiş, örneğin, 2000 yılında toplam finansal varlıkların % 56,2'sini banka mevduatları oluştururken, 2003 yılında bu oran % 41,1 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık, toplam finansal varlıklar içinde menkul kıymetlerin payı artmaya devam etmiş, örneğin, 2000 yılında toplam finansal varlıkların içinde menkul kıymetlerin oranı % 43,8 olurken, bu oran 2003 yılında daha da artarak % 58,9'a yükselmiştir. Ancak söz konusu dönemde, menkul kıymetler içinde kamu kesiminin ağırlığı devam etmiştir. Örneğin 2000 yılında toplam menkul kıymetler içinde kamu kesimi menkul kıymetlerinin oranı % 89,1 ve özel kesim menkul kıymetlerinin oranı % 6,9 iken, 2004 yılında bu değerler sırasıyla % 91 ve % 9 olarak gerçekleşmiştir.

Finansal derinliği incelemek için, toplam finansal varlıkların GSMH içindeki payının yanı sıra, M1 ya da M2 gibi parasal büyüklükler de bankacılık sisteminin büyüklüğünü, kredi sağlama imkanını ve tasarrufların miktarını göstermesi açısından yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Ancak finansal liberalizasyon sürecine bağlı olarak, döviz rejimine ve sermaye hareketlerine yönelik serbestleştirici düzenlemeler yapıldığında, M1 ya da M2 göstergeleri yetersiz kalabilmektedir. Çünkü ülke içindeki

¹⁶⁰ Fatih Özatay ve Güven Sak, "Financial Liberalization in Turkey," **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 38, No. 5, (September-October 2002) s. 8.

¹⁶¹ <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/> (22.08.2004 tarihli internet sayfası)

yüksek faizler yurtdışından önemli ölçüde sermaye akışına neden olabilmekte, bu ise banka sistemine borç vermek için gerekli kaynakları sağlayabilmektedir. Türkiye ekonomisinde de bu durum geçerli olduğu için M2Y para arzının kullanılmasının daha uygun olacağını ifade etmek mümkündür.¹⁶² Ancak bu göstergenin en önemli eksikliği sermaye ve tahvil piyasasını dışlamasıdır. Bununla beraber, gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemdeki gelişmelerin ağırlıklı olarak bankacılık sisteminde olduğu dikkate alınır, bu göstergenin çok da yanıltıcı olmadığı düşünülebilir. Şekil 8’de finansal derinliğin bir ölçüsü olarak, M2Y para arzının GSMH’ya oranının 1985-2004 yılları arasındaki gelişimi gösterilmektedir. Döviz hesabı uygulamasına 1984 yılında başlandığı için, buradaki veriler izleyen yıllara aittir.



ŞEKİL 8. M2Y/GSMH Oranı

Kaynak: <http://www.dpt.gov.tr>, <http://www.tcmb.gov.tr>

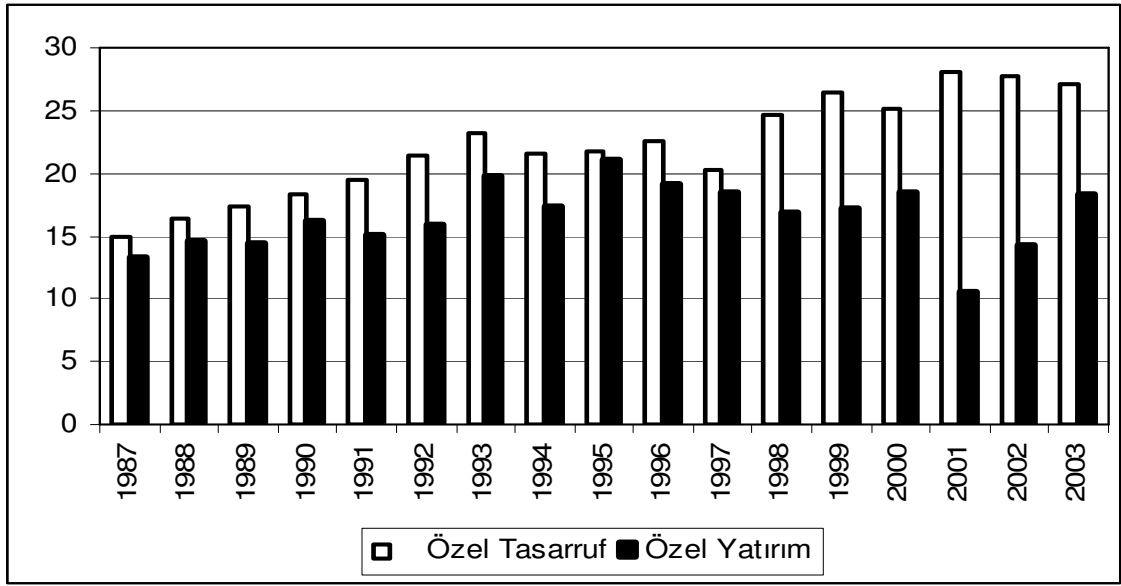
Bir ekonomide finansal derinliğin arttığını ifade edebilmek için, M2Y oranının GSMH içindeki payının artıyor olması gerekmektedir. Şekil 8 incelendiğinde, Türkiye’de ele alınan dönem içinde bu olgunun, bazı yıllarda düşüşler olsa da, genel olarak gerçekleştiği gözlenmektedir. Örneğin, 1985 yılında bu oran % 26 iken 2001

¹⁶² Özer, a.g.e., s.10

yılında % 58 düzeyine yükselmiş, 2001 yılından sonra kısmen düşerek 2004 yılında % 43 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1 ve Şekil 8 birlikte incelendiğinde görülmektedir ki, 1980 sonrası yapılan finansal reformlarla birlikte Türkiye’de finansal derinliğin arttığını ifade etmek mümkün olabilmektedir. Ele alınan dönemde toplam finansal varlıkların ve M2Y’nin GSMH’ya oranlarının artmasının yanı sıra, finansal varlıkların çeşitliliğinin de artmış olduğu gözlenmektedir, özellikle 1990’lı yılların başlarından itibaren finansal varlıkların daha da çeşitlendiği görülmektedir. Örneğin, varlığa dayalı menkul kıymetler, altına dayalı yatırım araçları, repo, değişken faizli tahvil uygulaması, yatırım fonları ve benzeri finansal araçlar, 1980 öncesiyle karşılaştırıldığında önemli bir çeşitlilik sunmaktadır. Dolayısıyla hem toplam finansal varlıkların GSMH’ye oranının artması, hem de 1980 sonrası finansal araçların artan çeşitliliği açısından değerlendirdiğimizde, finansal sistemin belirli bir derinlik kazandığı iddia edilebilir. Bununla beraber, daha önce de ifade edildiği gibi, kamu kesiminin borçlanma gereğinin büyüklüğü, finansal derinliği belirli bir ihtiyatla yorumlamayı gerektirmektedir. Çünkü kamu kesiminin finansal sistem içindeki etkisinin büyüklüğü, Türkiye’nin finansal liberalizasyon deneyiminin ayırt edici bir özelliğidir.

Ancak daha önce belirtildiği gibi, finansal derinleşme tek başına bir amaç olmamakta, finansal liberalizasyon politikalarını savunanlara göre, finansal derinleşmenin ekonomideki toplam tasarrufları ve yatırımları da arttırması gerekmektedir. Bu nedenle, finansal derinleşmenin ekonomide toplam tasarruf ve yatırımları arttırıp arttırmadığı konusu önem kazanmaktadır. Finansal derinleşme sayesinde, bir yandan toplam tasarrufların artması, diğer yandan serbest piyasa koşulları içinde bu kaynakların etkin dağıtılması ile birlikte, yatırımlar ve büyüme artacaktır. Finansal liberalizasyonun bu yönde etkisinin olup olmadığını ortaya koymak için ise, Türkiye’de 1980 sonrasında toplam tasarruf ve yatırımların gelişimine bakmak gerekmektedir. Şekil 9’da Türkiye’de özel tasarruf ve özel yatırımların GSMH içindeki payının 1980 sonrasındaki gelişimi gösterilmektedir.



Şekil 9. Özel Tasarruf Ve Özel Yatırımların GSMH İçindeki Payı

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr>

Şekil 9’da görüldüğü gibi, Türkiye’de 1980’li yılların sonlarından itibaren, özel tasarruf oranı yıllar içinde istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Örneğin, 1987 yılında özel tasarrufun GSMH içindeki payı % 14.9 iken, 2003 yılında bu oran %27’ye yükselmiştir. Toplam özel yatırımların gelişimine bakıldığında ise, ele alınan dönem içinde, hem yatırım/GSMH oranının istikrarsız bir gelişme gösterdiği hem de tasarruf oranının altında gerçekleştiği dikkati çekmektedir. Çünkü bilindiği gibi, Türkiye ekonomisinde kamu kesiminin borçlanma ihtiyacının büyüklüğü sonucunda, özel kesimin elindeki borç verilebilir fonların kamu kesimine yönelmesi ve kamu kesiminin borçlanmasının faiz oranlarını yükseltmesi nedeniyle, özel kesim yatırımlarının GSMH içindeki payı olması gerekenden daha düşük gerçekleşmektedir.

Daha önce belirtildiği gibi, finansal liberalizasyonu savunanlar, liberalizasyon süreci ile birlikte, faiz oranlarının yatırım ve tasarrufları olumlu etkilediğini düşünmektedirler. Buna göre, serbest bırakılmış yüksek faiz oranları tasarrufları arttırıp, yatırımları finanse edecek fonları yaratacaktır. Oysa, bilindiği gibi, 1980’li yıllardan önce, baskı altına alınmış faiz oranlarının özel yatırımları uyaracağına ilişkin aksi bir görüş yaygındı. Ancak Rittenberg’in, Türkiye ekonomisinde faiz oranları ile yatırım miktarı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışması , her iki görüşü de tam olarak

doğrulamamaktadır. Çalışmaya göre, hem 1970’li yıllarda görülen negatif reel faiz oranları hem de finansal liberalizasyon sonrası oluşan yüksek reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi negatif olmaktadır. Çalışmada, yatırımların maksimizasyonu amaçlanıyorsa, düşük pozitif reel faiz oranlarının olumlu etkisinin olacağı iddia edilmektedir.¹⁶³

Artan faiz oranlarının toplam tasarrufları ne yönde etkilediğine ilişkin yapılan bir ekonometrik çalışmada ise, Türkiye, Gana, Güney Kore, Şili, Malezya, Endonezya, Zimbabwe ve Meksika örnekleri incelenmiştir.¹⁶⁴ Çalışmada, Türkiye örneğinde, finansal liberalizasyonun, uzun dönemde toplam tasarruflar üzerinde olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bununla beraber bu durum, incelenen ülkeler arasında yalnızca Türkiye ve Gana için geçerli olmaktadır. Güney Kore ve Meksika’da ise finansal liberalizasyonun tasarruflar üzerinde uzun vadede olumsuz etkide bulunduğu, diğer ülkelerde anlamlı bir bağlantının olmadığı tespit edilmiştir.

Finansal liberalizasyonun gerekçelerinden birisinin de, tasarruf ve yatırımların artırılmasının yanı sıra, finansal liberalizasyon ile birlikte finansal sistemin etkinliğinin artacağı ve böylelikle kaynakların daha etkin dağıtılacağı olduğu belirtilmişti. Burada, teknik etkinlik ile kaynak tahsisinde etkinlik söz konusudur. Bu bağlamda, Zaim’in Türk bankacılık sisteminin etkinliğinin, finansal liberalizasyonla birlikte ne yönde değiştiğine ilişkin gerçekleştirdiği bir çalışmada, 1980-1990 döneminde, liberalizasyon ile birlikte hem kaynak etkinliğini hem de kaynak tahsisi etkinliğini sağlayan bankaların oranının % 38’den % 55’e çıktığı tespit edilmiştir.¹⁶⁵ Dolayısıyla yazara göre finansal liberalizasyon, finansal sistemin etkinliğini arttırmıştır.

Görüldüğü üzere, 1980 sonrası uygulanan finansal liberalizasyon politikaları, kısmen de olsa amaçlanan sonuçlara ulaşmıştır. Öncelikle Türkiye ekonomisinde, hem finansal varlıkların GSMH içindeki oranının büyümesi hem de bu varlıkların

¹⁶³ Rittenberg, **a.g.e.**, s. 162.

¹⁶⁴ Oriana Bandiera ve diğerleri, “Does Financial Reform Raise or Reduce Saving,” **The Review of Economics and Statistics**, Vol 82, No. 2, (May 2000), s. 257.

¹⁶⁵ Osman Zaim, “The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commercial Banks,” **Applied Financial Economics**, Vol. 5, (1995), s. 263.

çeşitliliğinin artması nedeniyle, finansal derinleşmenin arttığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, finansal serbestleşmeyle birlikte, finansal liberalizasyonu savunan iktisatçıların öngördüğü biçimde, özel tasarruf oranlarının artmış olduğu gözlenmektedir. Ancak özel yatırımların aynı oranda artış göstermediği de bir gerçektir. Özel yatırım oranlarının düşük kalması, yukarıda belirtildiği gibi kısmen kamu kesiminin borçlanma ihtiyacından kaynaklanabileceği gibi, tasarruf yapan kesimle yatırım kararı alan kesimlerin farklı olmasından doğan bir uyumsuzluktan da kaynaklanabilir. Özellikle ekonomik ve politik belirsizliğin var olduğu dönemlerde, girişimcilerin yüksek risk algıları nedeniyle yatırım yapmaktan kaçınabileceği de dikkate alınmalıdır.

Yukarıdaki gelişmeler değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerli olabilmesi için gerekli ortamın, yani finansal derinliğin belirli ölçüde oluştuğu görülmektedir. Çalışmanın devamında, incelenen bu finansal yapının ekonomik istikrarsızlık ile olan ilişkisi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde test edilecektir.

4 . TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TEST EDİLMESİ

Daha önce yapılan açıklamalarda, Türkiye ekonomisinde 1980 sonrasında yaşanan dönüşümün finansal sistemde de önemli değişimlere neden olduğu, bu değişimlerin ise bir yandan finansal sistemin fonksiyonlarını güçlendirirken, diğer yandan da bu sistemin gelişmiş ekonomilerde gözlenen özellikler kazanmasına yol açtığı belirtilmişti. Eğer finansal piyasalar Minsky'nin ifade ettiği gibi ekonomilerin merkezinde yer alıyor ve ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde etkili oluyorsa, Türkiye ekonomisinde de finansal sistemin benzeri bir etkiyi yaratabileceğini dikkate almak gerekmektedir. Böyle bir etkinin var olup olmadığının açıklığa kavuşturulması ise finansal istikrarsızlık hipotezinin Türkiye ekonomisi için geçerliliğinin test edilmesiyle mümkün olabilecektir. Bununla birlikte böylesi bir testin kendine özgü zorlukları vardır. Nitekim literatüre bakıldığında Minsky'nin hipotezinin yaygın bir şekilde test edilmediği görülmektedir. Bu durum kısmen, Minsky'nin yaygın kabul gören iktisat ekollerinden birine ait olmamasından, kısmen de böyle bir analize

Minsky'nin de başvurmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Minsky, hipotezini ortaya koyarken kimi yerlerde açıklık sağlamak üzere bazı formüller kullanmışsa da, bu formüller niceliksel bir analizi temellendirme işlevini görmekten uzaktır. Minsky'nin temel tercihi, yalnızca gerekli gördüğü yerlerde hipotezine ilişkin bir takım ilişkileri formüle etmektir. Bu formüller ise hipotezin bütününe ifade etmemektedir. Minsky hipotezini savunurken de niceliksel kanıtlardan çok Amerikan ekonomisine ilişkin güncel ve tarihsel örneklere başvurmayı sıklıkla tercih etmiştir. Minsky'den sonra yapılan ve bu hipotezi modellemeyi amaçlayan çalışmalarda ise ağırlıklı olarak simülasyon yöntemiyle, model içinde değişkenlerin nasıl sonuç verdiği incelenmiştir.¹⁶⁶

Bununla beraber, literatürde Minsky'nin hipotezini ampirik olarak test etmeyi amaçlayan çalışmalar da yok değildir. Örneğin, Lavoie ve Secareccia çalışmalarında Kanada örneğini ele alarak, şirketlerin borç/özsermaye oranları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler, regresyon ve Granger nedensellik testleri yardımı ile bu şirketlerin borçlanmalarının büyüme üzerinde, en azından Kanada örneği itibarıyla önemli bir etkisi olmadığını ortaya koymuşlardır.¹⁶⁷ Işık'ın Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini Türkiye ekonomisindeki finansal krizleri açıklamak amacıyla gerçekleştirdiği çalışmasında ise, "dışsal finansal kırılma endeksi" oluşturulmuş ve bu endeksin 1993 ya da 2000 yılı gibi kriz öncesi dönemlerde yükseldiği ve krizi haber verdiği tespit edilmiştir.¹⁶⁸

Belirtildiği gibi, Minsky hipotezini, üzerinde niceliksel bir analiz uygulanacak biçimde sunmamasına karşın, hipotezde ortaya konulan değişkenler ve aralarındaki

¹⁶⁶ Bu konuda yapılan çalışmalara örnek olarak: Steve Keen, "Finance and Economic Breakdown: Modelling Minsky's Financial Instability Hypothesis," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17, No. 4, (Summer 1995), s. 607; Steven Fazzari ve diğerleri "The Macroeconomics of Minsky's Investment Theory," (Ed: Riccardo Bellofiore, ve Piero Ferri, *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky Volume II*, Cheltenham: Edward Elgar, 2000), s. 99.

¹⁶⁷ Marc Lavoie ve Mario Seccareccia, "Minsky's Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?," *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky Volume II*, (Ed. Ricardo Bellofiore and Piero Ferri, Cheltenham: Edward Elgar, 2000), s.77

¹⁶⁸ Sayım Işık, "Post Keynesyen Finansal Kırılma Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uyarlanması", *İktisat İşletme ve Finans*, (Mayıs 2004), s. 51

ilişkinin niteliği ortadadır. Bu nedenle, bu değişkenlere ilişkin verilerin elde edilmesi ve uygun bir yöntemle bu değişkenler arasındaki ilişkinin niteliğinin incelenmesi, hipotezin geçerliliğine ilişkin önemli bir fikir verecektir. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi bağlamında özellikle üzerinde durduğu ilişki, banka kredilerinin ekonomik faaliyet düzeyi üzerindeki etkisidir. Buna göre, banka kredilerinin miktarındaki değişiklikler ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde etkili olmakta, bu durum ise ekonomik istikrarsızlık yaratabilmektedir. Bu çalışmada da Türkiye ekonomisinde böyle bir ilişkinin varlığını test etmek için, öncelikle ticari bankaların özel sektöre açtığı kredilerin miktarı ve GSMH artış oranına ilişkin veriler elde edilmiştir. Bunun yanı sıra bütçe açığı değişkeni de modele dahil edilmiştir. Çünkü daha önce değinildiği gibi, Minsky'ye göre, kendi işleyişine bırakıldığında ekonomik daralmanın kaçınılmaz olduğu modern kapitalist ekonomilerde, bütçe açıkları, ekonomik daralmaların şiddetini azaltması nedeniyle önemli bir işlev görmektedir. Ayrıca Minsky'ye göre, reel faiz oranlarının artışı ekonomik faaliyet düzeyini sınırlandırmakta, finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Bu nedenle diğer değişkenlerin yanı sıra, reel faiz oranları değişkeni de modele alınmıştır. Reel faiz oranları hesaplanırken, üç aylık mevduat faiz oranlarından enflasyon oranının düşülmesi yöntemi tercih edilmiştir. GSMH artış oranı değişkeni 1987 yılı fiyatlarıyla alınmış, kredi hacminin reel değerini elde etmek için, bu değişken Tüketici Fiyat Endeksine (TÜFE) bölünmüştür. Tüm değişkenlere ilişkin veriler TC Merkez Bankası'nın Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilmiştir.

Çalışmada söz konusu ilişki incelenirken 1987-2004 dönemi ele alınmıştır. Bu dönemin seçilmesinin iki temel nedeni vardır: Bunlardan birincisi, Minsky'nin hipotezinin geçerli olabilmesi için, öncelikle ele alınan ekonominin kurumsal yapısının modern bir ekonomiye benzerlikler göstermesi, özellikle de nispeten gelişmiş bir finansal sistemin var olması gerekliliğidir. Türk ekonomisinin kurumsal yapısının böyle bir karakter kazanması ise 80'li yılların ortalarında belirginleşmeye başlamıştır. İkinci olarak, Devlet İstatistik Enstitüsü milli gelir muhasebesi rakamlarını 1987 yılından sonra üçer aylık periyotlarla sunmaya başlamıştır. Dolayısıyla hem gerekli verilerin elde edilebilmesi hem de incelenen ilişkinin 80'li yılların sonlarında belirginleşmeye başlaması nedeniyle 1987 yılı ve sonrasına ilişkin veriler kullanılacaktır.

4.1. Tahmin Yöntemi

Bu çalışmada, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi bağlamında ele alınan, GSMH artış oranı, reel kredi hacmi, bütçe açığı ve reel faiz oranı değişkenlerinin birbirleri üzerindeki etkilerinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Literatürde bu amaçla geniş olarak kullanılan yöntem ise VAR (Vector Autoregression) modelleme tekniğidir. Ancak bilindiği gibi, zaman serileri ile bir regresyon eşitliği tahmin edilirken değişkenlerin durağan olup olmadığını bilmek, yanlış regresyon (spurious regression) hatasına düşmemek için önemli olmaktadır. Durağanlığın varlığı ise birim kök testi ile araştırılmaktadır. Uygulanacak birim kök testi sonucunda, incelenen zaman serisinde birim kökün varlığı belirlenirse, ilgili serinin durağan olmadığı sonucuna ulaşılır. Oysa uzun dönem dinamiklerini incelemeye dönük olarak gerçekleştirilecek bir regresyon analizinde kullanılacak zaman serilerinin durağan olması bir istatistiki zorunluluktur. Bu nedenle kullanılan zaman serisinin ilk farkları alınarak durağanlık yeniden test edilmelidir. Eğer ilgili serinin ilk farklarında durağanlık sağlanıyorsa, bu zaman serisinin $I(1)$ özelliği gösterdiği ifade edilir ve serinin birinci dereceden bütünleşik olduğu sonucuna ulaşılır. Ancak bu noktada araştırılması gereken bir sorunla karşı karşıya kalınmaktadır. Birinci dereceden bütünleşik olan, yani $I(1)$ özelliği sergileyen bu değişkenlerin düzeylerinde oluşturulacak lineer bir bileşim, doğrusal olabilir. Diğer bir ifadeyle, düzeylerinde durağan olmayan zaman serileri arasında oluşturulacak bir doğrusal bileşim, durağan olabilir. Bu da söz konusu değişkenlerin uzun dönemde bir denge değerine doğru birlikte hareket ettiklerini gösterir. Ekonometri literatüründe bu türden ilişkilerin varlığı eşbütünleşme testleri aracılığı ile araştırılmaktadır. Eğer bir grup durağan olmayan zaman serisi doğrusal bir bileşime sahipse, yani bileşimin stokastik trendi yoksa, bu zaman serilerinin eşbütünleşik olduğu söylenebilir. Bu doğrusal bileşim ise eşbütünleşik eşitlik (cointegrating equation) olarak adlandırılır. Bu durumda zaman serileri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu söylenebilir. Bu tür serilere örnek olarak, harcanabilir gelir ve tüketim, kamu harcamaları ve vergi gelirleri ya da farklı vadelerdeki faiz oranları gösterilebilir. Ekonomi kuramı da bu tür serilerin uzun dönemde beraber hareket ettiklerini göstermektedir. Aksi durumda, örneğin, kamu harcamalarının vergi gelirlerinden tamamen bağımsız ve uzun dönemde vergi gelirlerinin çok üstünde ya da çok altında gerçekleşebileceğini, benzer bir şekilde, bireylerin, gelirlerinden bağımsız olarak tüketim harcaması yapabilmesinin mümkün

olabileceğini kabul etmek gerekecektir. Bu nedenle birçok örnekte, ekonomik zaman serilerinin uzun dönemli denge ilişkisine sahip olması beklenmektedir. Eşbütünleşme de bu serilerin benzer stokastik trende sahip olduğunu ifade etmektedir. Eşbütünleşme analizinde, eğer N sayıda endojen değişken varsa ve her biri birinci dereceden eşbütünleşik ise, sıfırdan N-1'e kadar doğrusal olarak bağımsız eşbütünleşik vektör vardır. Eğer N adet eşbütünleşik eşitlik varsa, bu serilerin hiçbirinin gerçekte eşbütünleşik olmadığını gösterir. Eşbütünleşme testi olarak, literatürde yoğun olarak kullanılan yöntem Engle-Granger, Stock-Watson ve Johansen tarafından geliştirilmiş olan eşbütünleşme (cointegration) testleridir. Aşağıda, çalışmada uygulanan yöntemler hakkında bilgi vermek amacıyla, öncelikle birim kök testi açıklanacak, ardından Johansen eşbütünleşme testi ve son olarak VAR modeli incelenecektir.

4.1.1. Birim Kök Testi

Zaman serilerinin durağan olup olmadığına ilişkin çok sayıda test vardır. Bu testlerden bazıları; Dickey-Fuller (DF) testi, genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) testi, Phillips- Peron (PP) testi, Molinas-Schwert testi, Hall testi, Sagan-Bhargava testi, Phillips-Ouliaris testi, Sims testi ve Said-Dickey testi olarak sıralanabilir. Bununla birlikte uygulamada ADF testinin sıklıkla kullanıldığı gözlenmektedir. Bu çalışmada da birim kök testi olarak ADF testi kullanılmıştır. ADF testini incelemek için öncelikle çok değişkenli birinci dereceden eşbütünleşik ilişkiye ilişkin süreç ele alınabilir:¹⁶⁹

$$y_t = \mu + \rho y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Bu eşitlikte μ ve ρ tahmin edilecek parametreleri göstermekte ve ε_t hata teriminin beyaz hata terimi olduğu varsayılmaktadır. Eğer $-1 < \rho < 1$ elde edilirse y durağan bir seri olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla durağanlığa ilişkin hipotez ρ parametresinin mutlak değerinin 1'den küçük olup olmadığının test edilmesi yoluyla

¹⁶⁹ Emel Şıklar, **Eşbütünleşme Analizi ve Türkiye'de Para Talebi**, (Eskişehir: T. C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1206, 2000), s. 13.

ortaya konulabilir. Bu nedenle ADF testinde sıfır hipotezi seride birim kökün varlığını göstermektedir:

$$H_0 : \rho = 1$$

Sürekli artan zaman serileri iktisadi olarak anlamlı olmadığı için, alternatif hipotez tek yanlı olarak ifade edilebilir:

$$H_1 : \rho < 1$$

1 numaralı eşitliğin iki tarafından y_{t-1} teriminin çıkartılması ile elde edilen eşitlik tahmin edilerek ADF testini gerçekleştirmek mümkündür:

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Bu eşitlikte $\gamma = \rho - 1$ olarak tanımlanmakta ve sıfır ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

$$H_0 : \gamma = 0$$

$$H_1 : \gamma < 0$$

Bununla beraber yukarıda tanımlanan basit birim kök testi ilgili serinin birinci dereceden gecikmeli olduğu duruma ilişkindir. Eğer zaman serisi daha yüksek dereceden gecikmelerde korelasyona sahip ise, beyaz hata terimi varsayımı ihlal edilecektir. ADF testi bu sorunu çözmek için bağımlı değişkene ait gecikmeli fark terimlerini açıklayıcı değişkenler arasına dahil etmektedir:

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \delta_1 \Delta y_{t-1} + \delta_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \delta_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

ADF testinin gerçekleştirilebilmesi için yukarıdaki eşitliğin tahmin edilmesi gerekmektedir. Sıfır ve alternatif hipotezleri ise aşağıdaki gibi olacaktır:

$$H_0 : \gamma = 0$$

$$H_1 : \gamma < 0$$

4.1.2. Eşbütünleşme Testinde Johansen Yaklaşımı

Bu çalışmada kullanılan eşbütünleşme testi Johansen tarafından geliştirilen yöntemeye dayanmaktadır. Johansen'in yaklaşımı ise kısaca şu şekilde özetlenebilir:¹⁷⁰

i. Model için ρ gibi bir otoregresif düzey seçilmesi

ii. Bağımlı değişkenin ΔY_{t-1} ve bağımsız değişkenlerin $\Delta Y_{t-1}, \Delta Y_{t-2}, \dots, \Delta Y_{t-p+1}$ olduğu regresyon eşitliğinin tahmin edilmesi ve bu tahminden elde edilen artık terimlerin D_t isimli seriye aktarılması (Her t için D_t serisi n tane elemana sahip olacaktır.)

iii. Bağımlı değişkenin Y_{t-p} , bağımsız değişkenlerin $\Delta Y_{t-1}, \Delta Y_{t-2}, \dots, \Delta Y_{t-p+1}$ olduğu regresyon eşitliğinin tahmin edilmesi ve bu tahminden elde edilen artık terimlerin L_t isimli seriye aktarılması (Her t için L_t serisi n tane elemana sahip olacaktır.)

iv. D_t ve L_t arasındaki kanonik korelasyonların karesinin bulunması ve $\xi_1^2 > \xi_2^2 > \dots > \xi_n^2$ olduğunun gösterilmesi

v. Veride mevcut periyod sayısını N ile göstererek iz testinin aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanması

$$\text{İz Testi} = -N \sum_{i=k+1}^n \ln(1 - \xi_i^2)$$

Burada sıfır hipotezi “k veya daha az sayıda eşbütünleşik vektör bulunduğu” şeklindedir. Bu yöntemde maksimum özdeğer testini kullanmak da tercih edilebilir. Bu test “k+1” inci en büyük kanonik korelasyon karesini veya özdeğeri kullanarak aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

¹⁷⁰ Şıklar, a.g.e., s. 31.

$$\text{Max Özdeğer Testi} = -N \ln(1 - \xi_{k+1}^2)$$

vi. Johansen-Juselius tarafından hazırlanan tablolardan uygun olanını kullanarak hesaplanan test istatistiğinin kritik değerle karşılaştırılması.

4.1.3. VAR Modeli

Zaman serilerinin modellenmesine ilişkin olarak yapısal yaklaşımlar, değişkenler arasındaki ilişkiyi modellemek için ekonomi kuramını kullanmaktadır. Ancak genellikle, ekonomi kuramı bu ilişkileri yeterli derecede betimlemek için gerekli ayrıntıya sahip olamamaktadır. Bunun da ötesinde modellerin tahmini ve sonucu içsel değişkenlerin eşitliğinin ne tarafında bulunduğuyla ilgili olarak değişebilmektedir. Bu sorunlar nedeniyle, değişkenler arasındaki ilişkiyi modellemek üzere yapısal olmayan alternatif bir yaklaşım niteliğindeki VAR analizi geliştirilmiştir.

VAR analizi genellikle, birbirleriyle ilişkili zaman serilerinin oluşturduğu sistemleri tahmin etmek ve değişkenler sistemi üzerindeki rassal hataların dinamik etkisini analiz etmek için kullanılmaktadır. VAR analizi, sistem içindeki her bir içsel değişkeni sistemdeki tüm içsel değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu varsayarak, yapısal modelleme gereksinimini ortadan kaldırmıştır.

Y_t ve X_t gibi iki zaman serisi değişkeninin bulunduğu bir durumda, VAR modeli iki eşitlikten oluşmaktadır:¹⁷¹

$$\begin{aligned} Y_t &= \beta_{10} + \beta_{11}Y_{t-1} + \dots + \beta_{1p}Y_{t-p} + \gamma_{11}X_{t-1} + \dots + \gamma_{1p}X_{t-p} + u_{1t} \\ X_t &= \beta_{20} + \beta_{21}Y_{t-1} + \dots + \beta_{2p}Y_{t-p} + \gamma_{21}X_{t-1} + \dots + \gamma_{2p}X_{t-p} + u_{2t} \end{aligned}$$

Bu eşitlikte, β 'ler ve γ 'ler, tahmin edilecek olan ve katsayılar ve u_{1t} ile u_{2t} hata terimleridir. Eşitliğin sağ tarafında yalnızca içsel değişkenlere ait gecikmeli değerler bulunduğu için modelde eşanlılık sorunu ortaya çıkmamakta ve sıradan en küçük kareler (OLS) tutarlı olarak tahmin edilmektedir.

¹⁷¹ James Stock ve Mark Watson, **Introduction to Econometrics**, (Boston: Addison Wesley), 2003 s.535.

VAR analizi önemli bazı avantajlara sahiptir. Bunlar; tüm değişkenlerin içsel kabul edilmesi nedeniyle analizin basit olması, diğer bir ifadeyle, hangi değişkenlerin içsel hangilerinin dışsal olduğuna ilişkin karar vermeyi gerektirmemesi, OLS yönteminin her bir eşitliğe ayrı ayrı uygulanabilmesi nedeniyle tahminin basit olması ve bu yöntem ile elde edilen kestirimlerin sıklıkla, birçok karmaşık eş anlı eşitlik modellerinden daha iyi olmasıdır. Bununla beraber, VAR analizinin eleştirilen belli başlı sorunları da bulunmaktadır. Bunlar:¹⁷²

i. VAR modeli, eşanlı eşitlik modellerinin aksine, daha az bilgiye dayandığı için kuramsal değildir (a-theoric). Eşanlı eşitlik modellerinde ise belli değişkenlerin modele dahil edilip edilmemesi, modeli oluştururken son derece önemli olmaktadır.

ii. VAR modelinde esas olarak kestirim vurgulanmış olduğu için, bu model politika analizi açısından çok fazla uygun değildir.

iii. VAR modeline ilişkin en önemli sıkıntı, uygun gecikme yapısının belirlenmesidir. Sözelimi 3 değişkenli ve her bir eşitlikteki her değişkenin 8 gecikmeye sahip olduğu bir VAR modelinde, her bir eşitlikte 24 gecikmeli parametre ve bir sabit terim olmak üzere toplam 25 parametre bulunmaktadır. Örneklem miktarı yeterince büyük olmadığı sürece bu durum önemli bir serbestlik derecesi sorunu yaratacaktır.

iv. m değişkenli bir VAR modelinde, tüm m değişkenlerinin durağan olması gerekmektedir. Eğer durağanlık yoksa ilk farkların alınması gibi uygun bir yöntemle seriler durağan hale getirilmelidir. Bununla beraber, dönüştürülmüş verilerden elde edilmiş sonuçlar tatmin edici olmayabilir.

v. Tahmin edilen VAR modelindeki katsayıların yorumlanması güç olduğu için, uygulamada etki tepki fonksiyonunun elde edilmesi ve bu fonksiyonun yorumlanması tercih edilmektedir. Ancak bazı yazarlar bu fonksiyonun ne derecede faydalı olduğunu sorgulamaktadırlar.

¹⁷² Damodar Gujarati, **Basic Econometrics**, (Third Edition. New York: McGraw-Hill, 1995), s. 746.

4.2. Tahmin Sonuçları ve Değerlendirme

Bu çalışmada, finansal istikrarsızlık hipotezini test etmek için, öncelikle GSMH artış oranı, reel kredi hacmi, bütçe açığı ve reel faiz oranına ilişkin serilerin uzun dönemde bir denge ilişkisi gösterip göstermediği eşbütünleşme testi yardımıyla sınanmıştır. Ancak eşbütünleşme testinin uygulanabilmesi için, serilerin durağanlığının incelenmesi gerekmektedir. Bu ise birim kök testi yardımıyla gerçekleştirilebilir. Daha önce değinildiği gibi, birim kök testi sonucunda, eğer söz konusu serilerde birim kökün varlığı tespit edilirse, ilgili serilerin durağan olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak eğer seriler, ilk farklarında durağan oluyorsa, bu durumda seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı eşbütünleşme testi yardımıyla araştırılabilir. Bu çalışmada da, literatürde birim kökün varlığını sınamak için yoğun olarak kullanılan test tekniği olan genişletilmiş Dickey-Fuller ya da kısaca ADF testi uygulanmıştır. ADF testi uygulanırken, gecikmeli bağımlı değişkenlerde gecikme sayısının uzunluğu, geliştirilmiş (modified) Akiake kriteri kullanılarak belirlenmiştir. Bu modelde kullanılan değişkenlere ilişkin zaman serileri logaritmik formda kullanılmış ve Tablo 2’de verilen sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 2. Birim Kök Testi Sonuçları

<i>DEĞİŞKEN</i>	<i>DÜZEY</i>	<i>İLK FARK</i>
GSMH ARTIŞ ORANI	-0.79 (0.81)	-8.81* (0.00)
REEL KREDİ HACMİ	-1.54 (0.50)	2.84*** (0.05)
BÜTÇE AÇIĞI	-0.82 (0.80)	-13.23* (0.00)
REEL FAİZ ORANI⁽¹⁾	-0.82 (0.95)	-12.69* (0.00)

*, **, *** sırasıyla %1, %5, ve %10 anlamlılık düzeylerinde boş hipotezin reddini gerektirmektedir.

Tablo 2 incelendiğinde, ele alınan zaman serilerinin tamamının logaritmik düzeylerinde birim kök taşıdıkları, ancak ilk farklarında durağan hale geldikleri görülmektedir. Bu nedenle, seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin test edilebilmesi mümkün olmaktadır. Bu test ise durağan olmayan seriler yardımıyla gerçekleştirilecektir. Eşbütünleşme testi için ise logaritmik düzey (faiz oranı hariç) serilerinin kullanılması gerekmektedir.

Durağan olmayan zaman serilerinin birlikte incelenmesinde en az bir adet durağan lineer bir bileşim elde edilirse (bu durağan lineer bileşim eşbütünleşik vektör olarak adlandırılır), ilgili serilerin uzun dönemde bir denge değerine doğru yöneldikleri, bir diğer ifade ile, söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin varlığı belirlenmiş olur. Bu ilişkinin belirlenmesi için Johansen tarafından geliştirilen eşbütünleşmeye ilişkin iz (trace) testi uygulanmıştır. Bu sonuçlar Tablo 3’de gösterilmektedir.

Tablo 3. Eşbütünleşme Testi

GSMH ARTIŞ ORANI, REEL KREDİ HACMİ, BÜTÇE AÇIKLARI VE REEL FAİZ İÇİN EŞBÜTÜNLEŞME TESTİ				
Eşbütünleşik Vektör Sayısı	Özdeğer	İz Testi	Yüzde 5 Kritik Değer	Yüzde 1 Kritik Değer
0***	0.508024	105.3900	62.99	70.05
1**	0.390340	59.28388	42.44	48.45
2*	0.224981	27.11843	25.32	30.45
3	0.149846	10.55199	12.25	16.26

*(**) Hipotezin %5 (%1) anlamlılık düzeyinde reddini gerektirmektedir

İz testi % 5 anlamlılık düzeyinde 3 eşbütünleşik eşitlik olduğunu göstermektedir

İz testi % 1 anlamlılık düzeyinde 2 eşbütünleşik eşitlik olduğunu göstermektedir

Tablo 3 incelendiğinde, söz konusu seriler arasında % 1 anlamlılık düzeyinde 2 adet, % 5 anlamlılık düzeyinde 3 adet eşbütünleşik vektörün var olduğu görülmektedir. Dolayısıyla söz konusu değişkenler uzun dönemde iktisadi açıdan bir denge ilişkisi içindedirler. Ele alınan GSMH artış oranı, reel kredi hacmi, bütçe açığı ve reel faiz oranı serilerinin birbiriyle ilişkili olması, Minsky’nin finansal kırılganlık tezinin geçerliliği açısından ön koşulun geçerli olduğunu göstermektedir. Ancak elde edilen bu sonuç, incelediğimiz kuramsal çerçevenin geçerliliği açısından kesin bir

yeterlilik sağlamamaktadır. Bu nedenle, uzun dönemli bir denge ilişkisine sahip olduğu görülen bu değişkenlerin birbiri üzerindeki etkilerinin test edilmesi gerekli olmaktadır. Böylelikle, Türkiye ekonomisi için finansal kırılma yaklaşımının geçerli olup olmadığı hakkında daha belirgin bir fikir elde etmek mümkün olabilecektir.

Bu amaçla VAR analizine başvurulmuş ve modele dahil edilen değişkenlerin birinde gerçekleşen bir standart sapmalı bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bilindiği gibi, VAR analizinde tüm değişkenler içsel olarak kabul edildiği için, her biri değişken diğerinin üzerinde etki sahibidir. Bununla birlikte finansal istikrarsızlık hipotezi açısından en önemli ilişki reel kredi hacmi ile GSMH arasında olmaktadır. Eğer kredi hacmindeki bir artış GSMH artışını beraberinde getiriyorsa, Minsky'nin vurguladığı finansal istikrarsızlığın varlığı hakkında önemli bir kanıt elde edilebilir. Bunun yanı sıra, Minsky'nin öngördüğü, bütçe açıklarının ekonomik genişleme üzerine olan etkisi de önemli olmaktadır. Dolayısıyla bu ilişkinin geçerliliği de bu analiz çerçevesinde incelenebilir. Son olarak hem tüm bu değişkenlerle bağlantılı olması, hem de finansal istikrarsızlık hipotezinde değinildiği üzere, büyüme üzerindeki negatif etkisi nedeniyle reel faiz oranı da modele dahil edilmiştir. Modelde kullanılan bu değişkenler (reel faiz oranı dışında) logaritmik zaman serilerinden oluşmakta ve aşağıdaki biçimde tanımlanmaktadır:

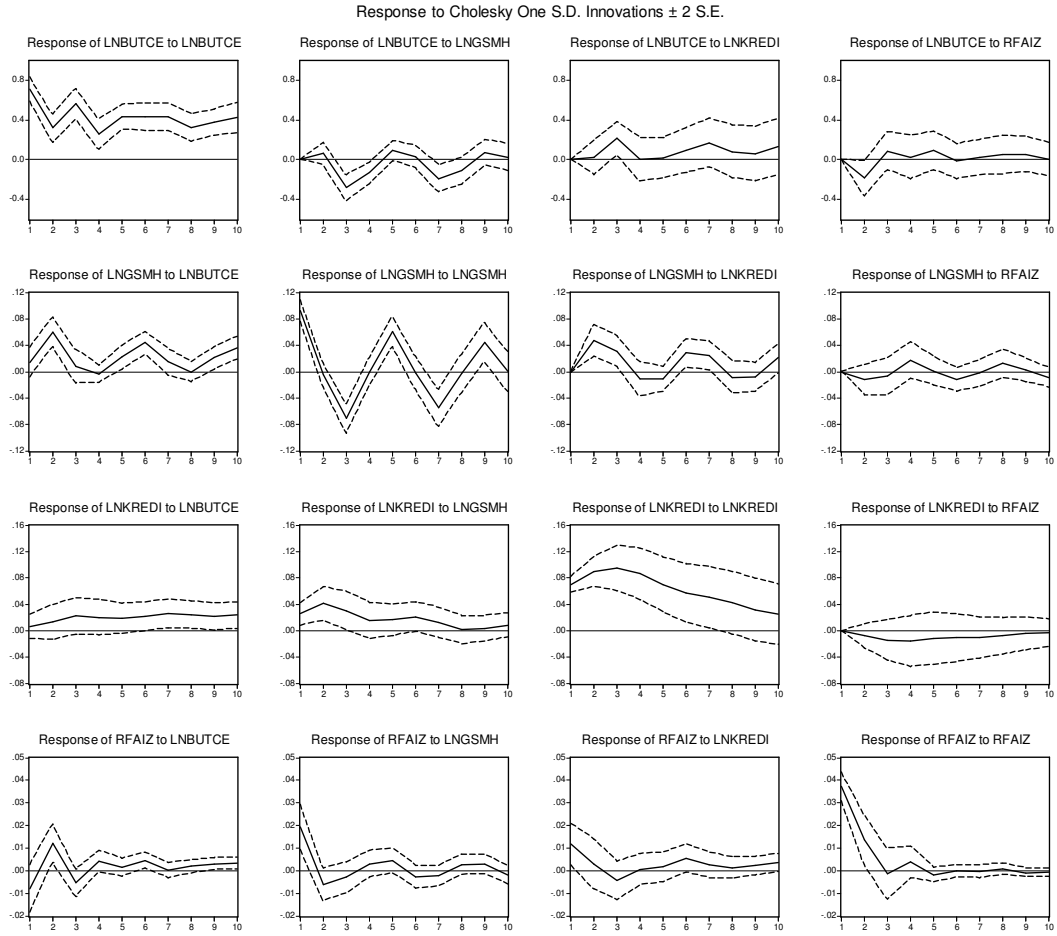
LNBTCE: Bütçe açığı

LNGSMH: GSMH artış oranı

LNKREDİ: Reel kredi hacmi

RFAİZ: Reel faiz oranı

Çalışmada VAR analizi uygulanırken kısıtlanmamış VAR yöntemi kullanılmış, gecikme yapısı için 2 dönem seçilmiştir. VAR analizi sonucunda etki tepki fonksiyonu (impulse response function) sonuçları Şekil 10'da gösterilmektedir.



Şekil 10. Etki Tepki Fonksiyonu Sonuçları

1987-2004 yılları arasındaki verilerin yardımıyla gerçekleştirilen VAR analizi sonucunda, reel banka kredilerindeki artış yönündeki 1 birimlik bir şokun milli gelirden yaklaşık 4 dönem boyunca bir artışa neden olduğu, bu artışın 2. dönemde zirveye çıktığı ve daha sonra milli gelirden artış oranının azaldığı görülmektedir. Dolayısıyla kredi hacmindeki artışın GSMH üzerindeki olumlu etkisi yaklaşık bir yıl sürmektedir. Daha sonra bu etki bir dönem için negatife dönmekte ve ardından tekrar pozitif olmaktadır. Diğer bir ifade ile banka kredilerinin GSMH üzerindeki ilk etkisi pozitif olmakta ancak ardından bu etki istikrarsız hale gelmektedir. Bu ilişki Şekil 10'da 3. sütun ile 2. satırın kesiştiği grafikte gösterilmektedir. Bu sonuç bize Türkiye ekonomisinde finansal sistemin ekonomik istikrarsızlık yaratabilecek

gücünün olduğunu ifade etmekte, diğer bir ifade ile, Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezinin Türkiye ekonomisi için de geçerli olduğunu göstermektedir. Ancak, daha önce belirtildiği gibi, Türkiye'de finansal sistem gelişmiş ekonomiler kadar derinliğe sahip değildir. Bunun da ötesinde, finansal piyasaların derinliğine ilişkin göstergeler, finansal piyasalar içinde kamu kesiminin büyüklüğü dikkate alındığında, çok gerçekçi olmayabilir. Bununla beraber görülmektedir ki, tüm yetersizliklerine karşın, bankacılık sektörü özelinde finansal piyasalar, ekonomik büyümeye katkıda bulunacak potansiyele sahiptir. Kuşkusuz bu durum ekonomi politikası açısından toplam yatırımların ve dolayısıyla istikrarlı bir büyüme oranının yakalanmasını güçleştirmektedir. Ancak burada, banka kredileri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin karşılıklı olabileceği konusu dikkate alınarak, ekonomik büyümenin reel kredi hacmi üzerindeki etkisinin de incelenmesi gerekmektedir. Bu ilişki ise, 2. sütün ile 3. satırın kesiştiği grafikte görülmektedir. Türkiye ekonomisi için gözlenen ilişki, ekonomik büyümenin de kredi hacmini arttırdığı yönündedir. Şekilde görüldüğü gibi, bu ilişki 8 dönem boyunca pozitif olmaktadır. Dolayısıyla banka kredilerindeki artış ve ekonomik büyüme, diğer koşullar sabit kaldığı sürece birbirini arttıran bir nitelik göstermektedir.

Şekil 10'da, bütçe açıklarının büyüme üzerinde de bir etkisi olduğu görülmektedir. 1. sütün ile 2. satırın kesiştiği grafikte görüleceği gibi, bütçe açığı büyüme üzerinde pozitif ancak kısa dönemli etkiye sahiptir. Böylelikle Minsky'nin öngördüğü anlamda bütçe açıklarının ekonomik daralmanın şiddetini azaltabileceği açıktır. Bununla beraber Türkiye ekonomisindeki bütçe açıklarının büyüklüğünün temel nedeninin kamu kesiminin borçlanma gereksinimi olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Öte yandan bütçe açıkları ile GSMH artış oranı arasındaki ilişki incelenirken daha uzun dönem ele alındığında, bütçe açıklarının milli gelir ve üretim düzeyinde istikrarsızlıklara yol açtığı ortaya çıkmaktadır. İkinci bölümde belirtildiği gibi, Minsky'e göre bütçe açıklarının ekonomik daralma tehlikesine karşı etkili bir araç olarak kullanılabilmesi için bütçenin genel olarak dengede olması gerekmektedir. Türkiye örneğinde görüldüğü gibi, sürekli açık veren bir bütçe ise, üretim düzeyinde istikrarsızlıklara yol açabilir. Ancak sürekli bütçe açıklarının görüldüğü bir ekonomide olası bir ekonomik daralma ile mücadele edilmesi

durumunda, gerekli bütçe açığının büyüklüğünün, bütçe açıklarının sürekliliğe sahip olmadığı bir duruma göre daha yüksek olması gerektiği de açıktır.

Reel faizlerin büyüme üzerindeki etkisi ise Şekil 10'da 4. sütun ile 2. satırın kesiştiği grafikte görülmektedir. Burada, reel faiz oranındaki artışın GSMH artış oranı üzerindeki etkisinin yaklaşık 3 dönem boyunca negatif olduğu görülmekte, ardından GSMH'nin önce artış eğilimine girdiği ve ardından tekrar bir azalma eğilimi gösterdiği gözlenmektedir. Dolayısıyla Minsky'nin öngördüğü gibi, örneğin konjonktürel dalgalanmanın zirve noktasına yaklaşıldığında artan reel faiz oranları GSMH artışı üzerinde sınırlandırıcı etkiye sahip olabilecektir. Reel faiz artışının ekonomik faaliyet düzeyi üzerindeki genel etkisi ise istikrarsızlık yaratıcı yönde olmaktadır.

Şekil 10'da, 2. sütun ile 4. satırın kesiştiği grafikte reel faiz oranlarının ekonomik büyümeye verdiği tepki görülmektedir. Burada görüldüğü gibi, ekonomik büyüme ile birlikte önce reel faiz oranı düşmekte, ardından bu oran artış eğilimine girmekte, daha uzun bir dönemde ise reel faiz oranının GSMH'daki artışa olan tepkisi sıfırlanmaktadır. Benzer bir ilişki, reel faiz oranının kredi hacmine tepkisini gösteren 3. sütun ile 4. satırın kesiştiği grafikte de gözlenmektedir. Banka kredilerindeki bir artışla birlikte reel faizler önce kısa bir dönem için azalmakta, daha sonra ise yükselme eğilimi içine girmektedir. Bununla beraber her iki durumda da reel faiz oranlarındaki dalgalanma azalan salınım göstermekte ve incelenen dönem içinde sıfırlanmaktadır.

Sonuç olarak, gerçekleştirilen analize bağlı olarak, Minsky'nin finansal kırılma hipotezinin Türkiye ekonomisi için belirli bir ölçüde geçerli olduğu ifade edilebilir. Öncelikle, banka kredilerindeki genişlemenin büyüme üzerinde olumlu ve belirgin bir etkisinin bulunduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum ise, banka kredi miktarındaki değişmelerin ekonomik genişleme ya da daralma sürecine yol açabileceğini ya da böyle bir süreci güçlendirebileceğini, diğer bir ifadeyle ekonomik istikrarsızlıkların ekonominin işleyişi ile ilgili bir sorun olabileceğini göstermektedir. Bunun yanı sıra, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde, bütçe açıklarının ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde olumlu etkisinin olduğu savunulmaktadır. Ancak Minsky, bütçe açıklarının gerektiği zaman verilmesi

gerektiğini belirtmiştir. Yapılan analiz çerçevesinde bütçe açıkları değerlendirildiğinde, bütçe açıklarının ekonomik faaliyet düzeyi üzerindeki ilk etkisinin olumlu olduğu, ancak zaman içinde istikrarsızlık yaratıcı etkisinin belirginleşmeye başladığı görülmektedir. Bu durumun, Türkiye ekonomisinde bütçe açıklarının süreklilik göstermesinden kaynaklandığı düşünülebilir. Reel faiz oranları dikkate alındığında ise, reel faiz oranlarındaki artışın ekonomik faaliyet düzeyini olumsuz olarak etkilediği ortaya çıkmaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezinde, reel faiz oranlarındaki artış büyümeyi yavaşlatmakta, finansal kırılganlığı arttırmakta ve krize ilişkin öncü gösterge olarak değerlendirilmektedir. Görüldüğü gibi, incelenen değişkenler arasındaki ilişkiler, finansal istikrarsızlık hipotezinin öngörülerine uygun olmaktadır. Ancak bilindiği gibi, Türkiye’de kamu kesiminin mali yapısından kaynaklanan sorunlar, ekonomik istikrarsızlıkların ve krizlerin en önemli nedeni olarak görülmektedir. Dolayısıyla, incelenen dönem açısından, finansal kırılganlık hipotezinin, yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların tek açıklayıcı nedeni olamayacağını ifade etmek mümkündür. Bununla birlikte, kamu kesiminin mali disiplinsizliğinin yanı sıra, finansal istikrarsızlık hipotezinin de ekonomik istikrarsızlıkları açıklamada dikkate alınması gerekliliği belirtilebilir. Böylelikle, yapılan analiz sonucunda, Türkiye ekonomisinde, finansal istikrarsızlığın ekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunduğu, kamunun sürekli olarak verdiği bütçe açıklarının ise üretim düzeyini ve dolayısıyla ekonomik istikrarı daha da bozduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Nitekim, Türkiye’nin özellikle 1990 sonrası yaşadığı ekonomik krizler öncesinde görülen ekonomik genişlemeye finansal kırılganlıktaki artışın da eşlik ettiği sıklıkla gözlenmiştir.

SONUÇ

Günlük yaşam ve toplumsal refah üzerinde etkileri nedeniyle, konjonktürel dalgalanmalar iktisatçıları en çok ilgilendiren sorunlardan biri olmuş ve bu konu çeşitli kuramsal çalışmalarda incelenmiştir. Bu çalışmalarda, ekonomideki spekülasyon faaliyetlerinden para arzındaki düzensizliklere kadar birçok unsur konjonktürel dalgalanmaların nedeni olarak ele alınmıştır. Nedenlerdeki bu çeşitliliğe karşın, bu konudaki çalışmalar temelde ikiye ayrılmaktadır: Konjonktürel dalgalanmaların nedenini ekonominin işleyişine ve dinamiklerine dayandıran içsel konjonktür kuramları ve konjonktürel dalgalanmaların nedenini ekonomi dışı unsurlarda arayan dışsal konjonktür kuramları. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, modern ekonomilerde gözlenen ekonomik istikrarsızları açıklamaya yönelik önemli bir içsel konjonktür kuramıdır.

Post Keynesyen yaklaşım içinde değerlendirilebilecek olan Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre, ekonomik istikrarsızlıkların ve konjonktürel dalgalanmaların kaynağı finansal sistem olmaktadır. Buna göre, ekonomide kâr fırsatlarının ortaya çıktığı her durumda, yatırımcılar ellerinde yeterli kaynaklar olmasa bile finansal piyasalardan borçlanmak yoluyla yatırım yapmakta, bu yatırım artışı ise önce bir ekonomik genişlemeye ve ardından aşırı borçlanmaya ve verimsiz yatırımlara bağlı olarak bir daralmaya neden olmaktadır.

Minsky bu görüşünü geliştirirken, kendinden önceki bazı iktisatçıların görüşlerini alıp özgün bir şekilde sentezlemiştir. Özellikle Marx, Fisher, Keynes ve Kalecki'nin çalışmaları finansal istikrarsızlık hipotezinin oluşumunda önemli etkilere sahiptir. Örneğin, Marx'ın ikili fiyat düzeyi analizi, Fisher'in borç-deflasyon yaklaşımı, Keynes'in yatırım kuramı, Kalecki'nin artan risk prensibi ve bütçe açıklarının toplam kârlara olan etkisi hakkındaki görüşü Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde var olan unsurlardır. Bu görüşlerle beslenen Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, bir ekonominin istikrarlı bir durumdayken bile, dışsal herhangi bir etki olmaksızın kendiliğinden istikrarsız bir duruma geleceğini ve konjonktürel dalgalanmaların ortaya çıkacağını savunmaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezi temelde Minsky'nin yatırım

kuramına dayanmakta ve yatırımların nasıl finanse edildiği konusunu çıkış noktası olarak almaktadır. Buna göre bir ekonomide daha önce üretilmiş yatırım mallarının yeni üretilmiş yatırım mallarına olan oranı 1'den büyük ise girişimciler bunu kâr fırsatı olarak görmekte ve yatırım yapma eğiliminde olmaktadır. Minsky'nin yatırım kuramının özgülüğü ise yapılan bu yatırımların nasıl finanse edilecekleri konusunda ortaya çıkmaktadır. Minsky'ye göre kâr fırsatlarını değerlendirmek isteyen yatırımcılar, ellerinde yeterli kaynak yoksa bile borçlanarak yatırım yapma eğiliminde olacaklardır. Yatırımların borçlanarak finansmanı ise borçlu ve alacaklı riski kavramlarını ortaya çıkartmaktadır. Buna göre, borçlunun borcunu ödeyememe riski borçlu riski; alacaklının verdiği borcu geri alamama riski ise alacaklı riski olmaktadır. Minsky'nin yatırım kuramında borçlu ve alacaklı riskinin varlığı, yatırım arz ve talebini azaltıcı etkiye sahiptir. Ancak ekonomide kâr fırsatlarına bağlı olarak ortaya çıkan iyimserlik durumunda, borçlu ve alacaklı riskleri daha düşük olarak algılanacak ve yatırımların daha fazla borçlanarak finanse edilmesine neden olacaktır.

Minsky, yatırımların borçlanarak finanse edilmesinin konjonktürel dalgalanmalar ile ilişkisini kurarken finansal kırılma kavramından yararlanmıştır. Buna göre firmalar uyguladıkları finansman yöntemine göre finansal olarak sağlıklı ya da kırılma olabilmektedirler. Minsky'ye göre üç finansman yöntemi bulunmaktadır. Bunlar, her dönem için firmaya yönelik nakit girişlerinin nakit çıkışlarından büyük olduğu güvenli finansman, bazı dönemlerde nakit girişlerinin nakit çıkışlarından yüksek olabildiği spekülasyon finansman ve firmanın sürekli olarak borçlanmak zorunda olduğu Ponzi finansmanıdır. Firmaların bu şekilde sınıflandırılmaları, ekonomideki finansal kırılma olgusunun anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Örneğin, eğer bir ekonomide ne kadar çok firma güvenli finansmanı tercih ederse, ekonominin finansal yapısı o kadar sağlam olacak, buna karşın ne kadar çok firma spekülasyon ve Ponzi finansmanı tercih ederse, ekonomideki kırılma düzeyi o kadar artacaktır.

Minsky, konjonktürel dalgalanmaları finansal kırılma kavramı ile açıklarken, ekonomi finansal olarak sağlam durumda olsa bile, ekonomik dinamiklerin zaman içinde finansal kırılma artıracak şekilde işlediğini, bunun ise ekonomik istikrarsızlıklara ve konjonktürel dalgalanmalara yol açtığını savunmuştur. Örneğin, bir ekonomik daralmadan yeni çıkmış bir ekonomide, bireyler temkinli hareket etme

eğiliminde olacaklardır. Bununla birlikte, ekonomide faizlerin düşük olması, borçlanma yoluyla sermaye varlığı sahibi olma olanağını arttıracak, bu fırsatı değerlendirmek isteyen yatırımcılar ise borçlanarak yatırım yapma eğilimine gireceklerdir. Böylece ekonomik istikrar devam ettiği sürece genel bir iyimserlik havası oluşacak, ekonomik birimlerin temkinli hareket etme eğilimleri azalacak, örneğin, bankacılar yatırımcıların borç taleplerine karşılık verecekler, yatırımlar artacak, ekonomi canlanma aşamasına girecektir. Ancak ekonomi tam istihdam aşamasına ulaştığında, bir yandan borçlanma devam ederken, diğer yandan kâr olanakları verimlilik artışının sınırlı olması nedeniyle azalmaya başlayacak ve borçların büyüme oranı kârların büyüme oranının üstüne çıkacaktır. Artan borçlanmaya bağlı olarak ise ekonominin finansal yapısı gittikçe kırılgan hale gelecektir. Ekonomi bu aşamada iken, sınırlanan kâr olanaklarına karşın borçlanma eğiliminin devam etmesi nedeniyle, firmalar gelirlerinin daha büyük bir kısmını borç ödemelerine ayıracaklar, böyle bir durumda bazı firmaların borç yükümlülüklerini gelirleri ile karşılayamamaları sorunu ortaya çıkabilecektir. Bu tür firmalar borç yükümlülüklerini karşılamak için ellerindeki finansal varlıkları satacaklar, bu ise ekonomide var olan borç talebine bağlı olarak artma eğilimine giren faiz oranlarını daha da arttıracaktır. Faiz oranlarının artışı ise krize dair öncü bir göstere olarak kabul edilebilir. Çünkü, artan faiz oranları, bir yandan bazı yatırımların riskli yatırım kategorisine girmesine neden olarak bu yatırımların yapılmasını engelleyecek, diğer yandan spekülasyon ve Ponzi finansmanı uygulayan firmaların daha zor koşullarda borç almasına ve bu firmalardan bir kısmının iflas etmesine yol açacaktır. Bu aşamadan sonra ekonomik büyüme duraksayacak ya da negatif değerler alabilecektir. Görüldüğü gibi, Minsky, gelişmiş ekonomilerdeki konjonktürel dalgalanmaların finansal sistem ile bağlantılı olduğunu ve bu dalgalanmaların ekonominin kendi işleyişinin sonucu olarak ortaya çıktığını savunmuştur.

Minsky finansal istikrarsızlık hipotezini oluştururken modern ekonomilerin kurumsal yapılarını da incelemiştir. Minsky'ye göre modern ekonomilerin kurumsal yapısı içinde para arzının içselliği, bankacılık sistemi, merkez bankasının rolü ve enflasyon olgusu özellikle önemlidir. Örneğin, para arzının içselliği, finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliği için oldukça önemli olmaktadır. Çünkü, eğer para arzı dışsal ise, merkez bankasının uygulayacağı sıkı para politikaları sayesinde, ekonomide yatırım artışına bağlı bir borçlanma eğiliminin ve dolayısıyla finansal

kırılganlığın artmasının önüne geçilebilecektir. Oysa Minsky'ye göre, para arzı önemli ölçüde içseldir ve bu nedenle sıkı para politikaları uygulandığı durumlarda dahi, girişimciler, finansal sistem sayesinde yatırım yapmak için gerekli fonları elde edebilmektedirler. Minsky, para arzının içselliğini ise finansal piyasalardaki yeniliklere bağlamıştır. Bu yenilikler, bankalar başta olmak üzere, finansal kuruluşların kâr arayışlarına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin, merkez bankasının uyguladığı bir sıkı para politikası, finansal kuruluşların borç verme olanaklarını sınırlayacak, bu durum ise bu kuruluşların kârlarını azaltabilecektir. Kârlarının azalmasının önüne geçmek isteyen finansal kuruluşlar ise finansal yenilikler yapmakta, yeni finansal araçlar bulmaktadırlar. Bu yeniliklerin sonucu olarak paranın dolaşım hızı ve ekonomide ödünç verilebilir fonlar artmakta, diğer bir ifade ile, finansal yenilikler para arzının içselliğini sağlamaktadır. Bu nedenle sıkı para politikaları yoluyla ekonomideki borçlanma eğiliminin ve artan kırılganlığın önüne geçilememektedir. Minsky'de banka sisteminin kurumsal yapı içindeki önemi, bankaların, yalnızca para arzının içselliğinin kaynağı olmasından değil, ekonomik faaliyet düzeyi ve finansal kırılganlık üzerinde de etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin, bankalar kârlılıklarını arttırmak için yükümlülük yapılarını değiştirmekte, finansal yenilikler gerçekleştirmekte, kaldıraç oranını arttırmaktadır. Bunlar ise ekonomideki borçlanmayı ve finansal kırılganlığı daha da büyütmektedir. Bu süreci merkez bankasının politikaları engelleyememekte, ancak finansal kırılganlığın artışı ile ortaya çıkabilecek olan bir ekonomik kriz durumunda, merkez bankasının nihai borç verme fonksiyonu, devletin bütçe açıkları ile birleşmekte ve ekonomik istikrarsızlıkların 1929 bunalımı benzeri bir ekonomik çöküşle sonlanmasının önüne geçmektedir. Ancak Minsky'ye göre finansal kırılganlığın bu şekilde engellenmesinin en önemli sonuçlarından biri, enflasyon olgusunun devamlılığı olmaktadır. Minsky'de enflasyon olgusu modern bir ekonominin kurumsal yapısının önemli parçalarından biridir. İkinci Dünya Savaşının ardından devlet müdahaleciliğinin başarısı ile birlikte yüksek enflasyon, işsizlik ve finansal kırılganlık olguları beraber görülmeye başlanmıştır. Minsky'ye göre devlet müdahalesi, ekonomik istikrarsızlık sorununu çözmekte, yalnızca Büyük Bunalım benzeri bir ekonomik çöküşü engellemektedir.

Minsky, ekonomik istikrarsızlık sorununun çözümü için öncelikle, kapitalizmin doğası gereği istikrarsız bir sistem olduğunun kabul edilmesini, ardından ise geniş

kapsamlı bir reform programının uygulamaya konulması gerektiğini savunur. Bu reform programı önerisi büyük devleti, finansal sisteme yönelik düzenlemeleri ve bunun yanı sıra istihdam ve sanayi politikası konularında yeni yaklaşımları içermektedir. Minsky'ye göre büyük devletin varlığı ekonomik istikrar açısından önemli olmaktadır. Çünkü, devlet bütçe açıkları sayesinde ekonomik bunalımları engelleyebilmektedir. Ancak bunun için hem devletin yeteri kadar büyük olması hem de ekonominin istikrarlı olduğu dönemlerde bütçenin denk olması gerekmektedir. Minsky bu reform programı çerçevesinde, işsizlik sorununun çözümü için devletin doğrudan görev üstlenerek istihdamı sağlaması gerektiğini savunmaktadır. Ayrıca Minsky, ekonomik istikrarsızlık sorununun çözümü için finansal piyasalara ve sanayinin yapısına yönelik düzenlemeler yapılması gerektiğini de belirtmiştir.

Minsky'nin görüşlerini benimseyen bazı iktisatçılar, günümüzde yaşanan küreselleşme olgusunun, finansal istikrarsızlık hipotezine küresel düzeyde geçerlilik kazandırdığını, dolayısıyla ekonomik istikrar konusunda uygulanacak politikaların yeniden düşünülmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu yazarlara göre, günümüzde kısa dönemli sermaye girişlerine bağlı olarak bazı ekonomilerde ekonomik canlanma artmakta, ancak bu durum söz konusu ekonomileri dışa açık bir kırılganlık içine itmektedir. Bu kırılganlık sürdürülemez noktaya geldiğinde ise bir döviz krizi ortaya çıkmakta, üretim ve istihdam düzeyleri düşmektedir. Bu nedenle Minsky'nin reform program önerisinin tekrar ele alınması gerekmektedir ve örneğin, sermaye kontrolü, finansal piyasaların kontrolü ve küresel düzeyde görev yapacak nihai ödünç veren bir kuruluşun oluşturulması amaçlanmalıdır.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi gelişmiş bir finansal sisteme sahip ekonomiler açısından ele alınmıştır. Ancak bir yandan finansal liberalizasyonun diğer yandan küreselleşme olgusunun geldiği nokta, gelişmekte olan ülkeler için de finansal istikrarsızlık olgusunun geçerli olabileceğini düşündürmektedir. Çünkü, finansal liberalizasyon politikaları uygulayan gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları gelişmiş ülkelere benzemeye başlarken, küreselleşme nedeniyle bu ülkeler kendilerini küresel ekonomideki istikrarsızlıklardan ayıramamaktadırlar. Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde finansal sistem de 1980 sonrası önemli reformlara sahne olmuş ve gelişmiş ekonomilere benzeyen bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Böyle bir finansal

sistemin varlığı, Minsky'nin işaret ettiği anlamda finansal kırılganlığı yaratan koşulların ortaya çıktığı anlamında yorumlanabilir. Finansal sistemin gelişmişliği ise bu finansal sistemin derinliğinin artmasına ve finansal piyasaların çeşitliliğinin çoğalmasına bağlıdır. Bu bağlamda Türkiye ekonomisi incelendiğinde 1980 öncesinde finansal sistemin devlet kontrolünde ve sığ olduğu, ancak 1980 sonrasındaki reformlar ile birlikte gittikçe derinlik kazandığı ve finansal araçların çoğaldığı görülmektedir. 1980 sonrası yapılan reformların amacı finansal sistemin liberalizasyonu ile birlikte ekonomide toplam tasarrufların, toplam yatırımların ve finansal sistemin etkinliğini arttırmak olmuştur. Bu politikalar amaçları çerçevesinde belirli ölçüde başarılı olurken, finansal sistem de gelişmiş ekonomilerdekine benzer bir yapıya dönüşmeye başlamıştır. Finansal sistemin bu dönüşümü Türkiye ekonomisinde gözlenen istikrarsızlıkların bir ölçüde de olsa finansal sistemden kaynaklanıp kaynaklanmadığı sorusunu beraberinde getirmiştir. Finansal sistemin böyle bir etkisinin var olup olmadığının açıklığa kavuşturulması ise finansal istikrarsızlık hipotezinin Türkiye ekonomisi için geçerliliğinin test edilmesiyle mümkün olabilecektir. Bununla birlikte böylesi bir testin kendine özgü zorlukları vardır. Nitekim literatüre bakıldığında Minsky'nin hipotezinin yaygın bir şekilde test edilmediği görülmektedir. Bu durum kısmen, Minsky'nin yaygın kabul gören iktisat ekollerinden birine ait olmamasından, kısmen de böyle bir analize Minsky'nin de başvurmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Minsky, hipotezini ortaya koyarken kimi yerlerde açıklık sağlamak üzere bazı formüller kullanmışsa da, bu formüller niceliksel bir analizi temellendirme işlevini görmekten uzaktır. Minsky'nin temel tercihi, yalnızca gerekli gördüğü yerlerde hipotezine ilişkin bir takım ilişkileri formüle etmektir. Bu formüller ise hipotezin bütününe ifade etmemektedir. Minsky hipotezini, üzerinde niceliksel bir analiz uygulanacak biçimde sunmamasına karşın, hipotezde ortaya konulan değişkenler ve aralarındaki ilişkinin niteliği ortadadır. Bu nedenle, bu değişkenlere ilişkin verilerin elde edilmesi ve uygun bir yöntemle bu değişkenler arasındaki ilişkinin niteliğinin incelenmesi, hipotezin geçerliliğine ilişkin önemli bir fikir verecektir. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi bağlamında özellikle üzerinde durduğu ilişki, banka kredilerinin ekonomik faaliyet düzeyi üzerindeki etkisidir. Buna göre, banka kredilerinin miktarındaki değişiklikler ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde etkili olmakta, bu durum ise ekonomik istikrarsızlık yaratabilmektedir. Bu çalışmada da Türkiye ekonomisinde böyle bir ilişkinin varlığını

test etmek için, öncelikle ticari bankaların özel sektöre açtığı kredilerin miktarı ve GSMH artış oranına ilişkin veriler elde edilmiştir. Bunun yanı sıra bütçe açığı değişkeni de modele dahil edilmiştir. Çünkü daha önce değinildiği gibi, Minsky'ye göre, kendi işleyişine bırakıldığında ekonomik daralmanın kaçınılmaz olduğu modern kapitalist ekonomilerde, bütçe açıkları, ekonomik daralmaların şiddetini azaltması nedeniyle önemli bir işlev görmektedir. Ayrıca Minsky'ye göre, reel faiz oranlarının artışı ekonomik faaliyet düzeyini sınırlandırmakta, finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Bu nedenle diğer değişkenlerin yanı sıra, reel faiz oranları değişkeni de modele alınmıştır. Belirtilen bu değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için, literatürde bu amaçla yaygın olarak kullanılan VAR analizi uygulanmıştır. Yapılan analizde, 1987-2004 döneminde, söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve bu değişkenlerin finansal istikrarsızlık hipotezinde öngörülen ilişkilere sahip olup olmadığı gözlenmiştir. Analiz sonucunda, öncelikle, banka kredilerindeki genişlemenin büyüme üzerinde olumlu ve belirgin bir etkisinin bulunduğu ortaya çıkmıştır. Analize göre, banka kredilerindeki artış yönündeki 1 birimlik şok, milli gelirden yaklaşık 4 dönem boyunca bir artışa neden olmaktadır. Bu durum ise, banka kredi miktarındaki değişmelerin ekonomik genişleme ya da daralma sürecine yol açabileceğini ya da böyle bir süreci güçlendirebileceğini, diğer bir ifadeyle ekonomik istikrarsızlıkların ekonominin işleyişi ile ilgili bir sorun olabileceğini göstermektedir. Ekonomik büyümenin kredi hacmi üzerindeki etkisi incelendiğinde ise, büyümenin kredi hacmini attırdığı, bu artışın ise 8 dönem boyunca sürdüğü görülmektedir. Dolayısıyla banka kredilerindeki artış ve ekonomik büyüme, diğer koşullar sabit kaldığı sürece birbirini arttıran bir nitelik göstermektedir. Bunun yanı sıra, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde, bütçe açıklarının ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde olumlu etkisi olduğu ve bu nedenle bir ekonomik daralmaya karşı etkili bir politika aracı olarak kullanılabilirliği savunulmaktadır. Yapılan analizde de bütçe açıklarının ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği ancak bu etkinin kısa dönemli olduğu ve zaman içinde istikrarsızlık yaratıcı etkisinin belirginleşmeye başladığı ortaya çıkmıştır. Bu durumun, Türkiye ekonomisinde bütçe açıklarının süreklilik göstermesinden kaynaklandığı düşünülebilir. Yapılan analize dahil edilen bir diğer değişken reel faiz oranıdır. Reel faiz oranının milli gelir üzerindeki etkisi incelendiğinde, reel faiz oranındaki artışın, yaklaşık 3 dönem boyunca milli gelir üzerinde negatif yönde etkisinin olduğu, ardından

GSMH'nin önce artış eğilimine girdiği ve ardından tekrar bir azalma eğilimi gösterdiği gözlenmektedir. Dolayısıyla Minsky'nin öngördüğü gibi, örneğin, konjonktürel dalgalanmanın zirve noktasına yaklaşıldığında artan reel faiz oranları GSMH artışı üzerinde sınırlandırıcı etkiye sahip olabilecektir. Reel faiz artışının ekonomik faaliyet düzeyi üzerindeki genel etkisi ise istikrarsızlık yaratıcı yönde olmaktadır. Görüldüğü gibi, incelenen değişkenler arasındaki ilişkiler, finansal istikrarsızlık hipotezinin öngörülerine uygun olmaktadır. Ancak bilindiği gibi, Türkiye'de kamu kesiminin mali yapısından kaynaklanan sorunlar, ekonomik istikrarsızlıkların ve krizlerin en önemli nedeni olarak görülmektedir. Dolayısıyla, incelenen dönem açısından, finansal kırılganlık hipotezinin, yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların tek açıklayıcı nedeni olamayacağını ifade etmek mümkündür. Bununla birlikte, kamu kesiminin mali disiplinsizliğinin yanı sıra, finansal istikrarsızlık hipotezinin de ekonomik istikrarsızlıkları açıklamada dikkate alınması gerekliliği belirtilebilir. Böylelikle, yapılan analiz sonucunda, Türkiye ekonomisinde, finansal istikrarsızlığın ekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunduğu, kamunun sürekli olarak verdiği bütçe açıklarının ise üretim düzeyini ve dolayısıyla ekonomik istikrarı daha da bozduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Burada kısaca vurgulanması gereken bir başka konu, Türkiye'de finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliğine yönelik analizin, Minsky'nin ortaya koyduğu çerçevede yapılmış olduğudur. Oysa belirtildiği gibi, küreselleşme ile birlikte, finansal kırılganlığın küresel düzeyde geçerlilik kazandığı ve gelişmekte olan ülkelerin de küresel düzeydeki bu kırılganlıktan etkilendiği savunulmaktadır. Bu durum dikkate alındığında, Türkiye ekonomisi açısından küreselleşme olgusunun, finansal istikrarsızlık hipotezini daha da geçerli kıldığını ifade etmek mümkündür.

Çalışmada elde edilen bu sonuçlar çerçevesinde, Türkiye ekonomisi açısından finansal istikrarsızlık hipotezinin giderek daha da önem kazanabileceği olasılığını dikkate almak gerekmektedir. Bilindiği gibi Türkiye ekonomisinde kamu kesiminin borçlanma gereğinin azaltılması için sıkı maliye politikaları izlenmektedir. Bu politikaların başarıya ulaşması ve mali disiplinin sağlanması ile birlikte, finansal piyasalar üzerinde kamu kesiminin baskısının azalmasıyla, devlete borç verme olanakları azalan finansal piyasaların bir anlamda asli işlevlerine daha fazla ağırlık

vererek özel kesime daha fazla borç verme eğilimi içine girecekleri beklenebilir. Bu durumda ise özel yatırımların yetersizliği olgusu ortadan kalkabilecek, iyimser beklentilerin olduğu bir ortamda yatırımlar banka kredileri ile finanse edilerek bir konjonktürel büyüme ortamına geçilebilecektir. Yapılan bu çalışmada, banka kredilerinin ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak kamu kesiminin finansal piyasalar üzerindeki baskısının azalmasıyla bu ilişkinin daha da belirgin olacağı ve ekonomik istikrar açısından bazı sıkıntılara neden olabileceği düşünülebilir. Burada bu ilişkinin tersinin de gerçekleşebileceği ve kredi hacmindeki azalmanın milli gelir üzerinde olumsuz bir etki yaratabileceği konusunun da dikkate alınması gerekmektedir. Bu durumda Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde ileri sürüldüğü gibi, ekonomiye ilişkin beklentilerin kötüleşmesiyle birlikte, bankalar verdikleri kredileri azaltabilecekler ve bu da ekonomik daralmayı hızlandırabilecektir.

Görüldüğü gibi, Türkiye ekonomisinde, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin temelini oluşturan ve finansal sistemin ekonomik faaliyet düzeyini etkilediğine ilişkin önerisinin geçerlilik kazandığını düşünmek mümkün olabilmektedir. Bu durum, Türkiye ekonomisinde yaşanan istikrarsızlıkların bir ölçüde de olsa, finansal sistemden kaynaklandığını göstermektedir. Eğer bu durum geçerli ise, Türkiye ekonomisinde yalnızca kamu mali sistemindeki bozuklukların düzeltilmesi, ekonomik istikrarsızlıkların ortadan kalkmasını sağlamayabilecektir. Çünkü, yukarıda açıklandığı üzere, kamu kesiminin borçlanma gereğinin azalması nedeniyle, finansal sistemin kaynaklarının daha büyük bir oranı özel kesimin yatırımlarını desteklemek için kullanılacaktır. Böyle bir gelişme, özel kesim yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyüme açısından olumlu gibi görülse de, Minsky'nin öngördüğü anlamda, yatırımların finansal kırılganlık pahasına artmasına ve istikrarsızlığın ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Dolayısıyla, eğer uygulanan istikrar politikaları kendi amaçları çerçevesinde başarılı olursa, yakın bir gelecekte ekonomik istikrarsızlıkların ana kaynağının kamu kesimi olmaktan çıkıp özel kesim olabileceğini düşünmek gerekmektedir. Bu ise, belki Türkiye ekonomisinde geçmişte yaşanan ekonomik krizler boyutunda istikrarsızlıkların yaşanmayacağını, ancak özel kesimin yatırım ve finansman kararlarına bağlı olarak konjonktürel dalgalanmalar gözlenebileceği olasılığını göstermektedir. Böylelikle finansal sistem verdiği borçlarla yatırımları ve büyümeyi

teşvik ederken, ekonomideki borçlanmanın artması ise finansal kırılganlığı ve buna bağlı olarak ekonomik istikrarsızlıkları arttırabilecektir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Arestis, Philip. **Money, Pricing, Distribution and Economic Integration**, London: MacMillan Pres, 1997.

Arestis, Philip. "Recent Banking and Financial Crises: Minsky versus Liberalizationists," Ed: Riccardo Bellofiore, ve Pierro Ferri, **Financial Keynesianism and Market Instability Volume I**, Cheltenham: Edward Elgar, 2000.

Bellofiore, Riccardo ve Ferri, Pierro. "Introduction: Things Fall Apart , and the Centre Cannot Hold," **Financial Keynesianism and the Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume I**, Ed. Riccardo Bellofiore and Pierro Ferri, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2000.

Clark, John Maurice. "Business Acceraletion and the Law of Demand: A Technical Factor in Economic Cycles," **Readings in Business Cycle Theory**, Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin, 1951.

Downward, Paul **Pricing Theory in Post Keynesian Economics: A Realist Approach**, Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

Dymski, Gary ve Pollin, Robert. "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm," **Financial Conditions and Macroeconomic Performance** Ed.: Steven Fazzari ve Dimitri B. Papadimitriou, New York: M.E.Sharpe, 1992.

Dymski, Gary. "Kalecki's Monetary Economics," **An Alternative Macroeconomic Theory: The Kaleckian Model and Post Keynesian Economics**. Ed.: J. E. King, Boston: Kluwer, 1996.

Fazzari, Steven. "Keynesian Theories of Investment and Finance: Neo, Post, and New," **Financial Conductions and Macroeconomic Performance**, Ed. Stevan Fazzari and Papadimitrion, London: M. E. Sharpe, 1992.

- Fazzari, Steven. ve diğerleri “The Macroeconomics of Minsky’s Investment Theory,” Ed: Riccardo Bellofiore, ve Pierro Ferri, **Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky Volume II**, Cheltenham: Edward Elgar, 2000.
- Ferri, Pierro “From Business Cycles to Economics of Instability,” **Financial Conditions and Macroeconomic Performance** Ed.: Steven Fazzari ve Dimitri B. Papadimitriou, New York: M.E.Sharpe, 1992.
- Fisher, Irving. “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” **Works of Irving Fisher: Volume 10**, Ed. :William J. Barber, London: Picketing & Chatto, 1997.
- Fisher, Irving. “The Rate of Interest,” **The Works of Irving Fisher**, Ed. William J. Barber, London: Picketing & Chatto, vol. 3, 1997.
- Hawtrey, Ralph George “The Monetary Theory of the Trade Cycle and its Statical Test”, **Readings in Business Cycles and National Income**, Ed. Alvin Harvey Hansen, Richard Clamence, New York: Norton, 1953.
- Hayek, Friederich A. “Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestments,” **Readings in Business Cycle Theory**, Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin, 1951.
- Gujarati, Damodar. **Basic Econometrics**, Third Edition. New York: McGraw-Hill, 1995.
- Jevons, William Stanley. “The Periodicity of Commercial Crises its Physical Explanation,” **Readings in Business Cycles and National Income**, Ed. Alvin Harvey Hansen, Richard Clamence, New York: Norton, 1953.
- Kaldor, Nicholas “A Model of the Trade Cycle,” **Readings in Business Cycles and National Income**, Ed. Alvin Harvey Hansen, Richard Clamence, New York: Norton, 1953.

- Kalecki, Michal. "The Determinants of Profits," Ed: Michal Kalecki, **Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933- 1970**, Cambridge : Cambridge University Press, 1971.
- Kalecki, Michal. "The Principle of Increasing Risk," **Essays in the Theory of Economic Fluctuations. Michal Kalecki**, New York: Russell & Russell, 1972.
- Keen, Steve "Minsky's Thesis: Keynesian or Marxian?," Ed: Riccardo Bellofiore, ve Pierro Ferri, **Financial Keynesianism and Market Instability Volume I**, Cheltenham: Edward Elgar, 2000.
- Keynes, John M. **The General Theory of Employment Interest and Money**, New York: Harcourt, Brace and Company, 1936.
- Lavoie, Marc ve Seccarecia, Mario. "Minsky's Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?," **Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky Volume II**, Ed. Ricardo Bellofiore and Piero Feri, Cheltenham: Edward Elgar, 2000.
- Lucas, Robert "Understanding Business Cycles," **Studies in Business Cycles Theory**, Ed. Robert Lucas, Cambridge: MIT Press, 1983.
- Marx, Karl. **Capital: A Critical Analysis of Capitalist Production Volume I**, Moscow: Foreign Languages Publishing House, 1961.
- Marx, Karl **Capital: A Critique of Political Economy Volume III**, Moscow: Foreign Languages Publishing House, 1957.
- McClam, Warren D. "Financial Fragility and Instability: Monetary Authorities as Borrowers and Lenders of Last Resort," **Financial Crises: Theory, History and Policy**, Ed.: Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
- Minsky, Hyman "The Financial Instability Hypotesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy," **Financial Crises: Theory, History and Policy**,

Ed.: Charles Kindleberger, Jean Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

Minsky, Hyman. "Financial Crises and the Evolution of Capitalism: The Crash of '87-What Does it Mean?" **Capitalist Development and Crisis Theory: Accumulation, Regulation and Spatial Reconstruction**, Ed: M. Gottdiener, N. Komninos, New York: St. Martin's Press, 1989.

Minsky, Hyman. **John Maynard Keynes**, New York: Columbia University Press, 1975.

Minsky, Hyman. **Stabilizing an Unstable Economy**, New Haven: Yale University Press, 1986.

Nasica, Eric. **Finance, Investment and Economic Fluctuations**, Chelham: Edward Elgar, 2000.

Perelman, Michael. **The Natural Instability of Markets**, New York: St. Martin's Press, 1999.

Rosier, Bernard,. **İktisadi Kriz Kuramları**, İstanbul: İletişim Yayınları, 1991.

Rousseas, Stephen. **Post Keynesian Monetary Economics**, Houndmills : Macmillan Press, 1998

Samuelson, Paul "Interactions Between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration," **Readings in Business Cycle Theory**, Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin 1951.

Schumpeter, Joseph. "The Analysis of Economic Change," **Readings in Business Cycle Theory**, Ed. Gottfried Haberler, Illinois: Richard D. Irwin, 1951.

Stock, James ve Watson, Mark **Introduction to Econometrics**, Boston: Addison Wesley, 2003.

Şıklar, Emel. **Eşbütünleşme Analizi ve Türkiye'de Para Talebi**, Eskişehir: T. C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, no:1206, 2000.

Toprak, Metin. **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**, Ankara, Turhan Kitabevi, 1996

Variato, Anna Maria. “Hyman Minsky: What Kind of (post-) Keynesian,” **Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky Volume I** Ed: Riccardo Bellofiore, ve Pierro Ferri, , Cheltenham: Edward Elgar, 2000.

Vercelli, Allesandro “Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economics” **Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume II**, Ed.Riccardo Bellofiore ve Pierro Ferri, Cheltenham: Edward Elgar, 2000.

Yülek, Murat. **Financial Policy in A Repressed Economy: Turkey 1950-1979**, Ankara Sermaye Piyasası Kurulu, 1998.

Zarnowitz, Victor. **Business Cycles**, London: The University of Chicago Press, 1992.

MAKALELER

Arestis, Philip ve Glickman, Murray. “Financial Crisis in Southeast Asia : Dispelling Illusion the Minskyan Way,” **Cambridge Journal of Economics**, March 2002.

Bandiera, Oriana ve diğerleri, “Does Financial Reform Raise or Reduce Saving,” **The Review of Economics and Statistics**”, Vol 82, No. 2, May 2000.

Chick, Victoria. “Some Reflections on Financial Fragility in Banking and Finance,” **Journal of Economic Issues**, Vol. 31, June 1997.

Crotty, James C. ve Goldstein, Jonathan. “The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky’s Investment Instability Thesis,” **Working Paper**, No. 79, Jerome Levy Economics Institute, September 1992.

- Davidson, Paul. "Finance, Funding, Saving and Investment" **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 9, No 1, Fall 1986.
- Deli, Domenico ve Gallegati Mauro, "At the Root of the Financial Instability Hypothesis: Induced Investment and Business Cycles," **Journal of Economic Issues**, Vol. 31, No. 2, June 1997.
- Dimsky, Gary. "Deciphering Wall Street Perspective," **Journal of Economic Issues**, Vol 31, No. 2, June 1997
- Dymsky, Gary. "A Keynesian Theory of Bank Behavior," **Journal of Post Keynesyen Economics**, , Vol 10, No. 4, 1988.
- Esen, Oğuz "Financial Openness in Turkey," **International Review of Applied Economics**, Vol. 14, No. 1, 2000 .
- Fazzari, Steven ve Minsky, Hyman "Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, What?," **Journal of Economic Issues**, Vol. 18, No. 1, March 1984.
- Heise, Arne. "Commercial Banks in Macroeconomic Theory," **Journal of Post Keynesian Economics**, , Vol. 14, No. 3 Spring 1992.
- Işık, Sayım. "Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uyarlanması," **İktisat İşletme ve Finans**, Mayıs 2004.
- Kaldor, Nicholas ve James Trevithick, A Keynesian Perspective on Money, **Lloyds Bank Review**, Spring 1981.
- Keen, Steve. "Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's Financial Instability Hypothesis," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 17, No. 4 Summer 1995.
- Keynes, John Maynard. "The "Ex-Ante Theory of the Rate of Interest," **The Economic Journal**, Vol. 47, No. 188, December 1937.

- Kregel, Jan. "A Note on Finance, Liquidity, Saving and Investment," **Journal of Post Keynesian Economics**, , Vol. 9, No. 1 Fall 1986.
- Kregel, Jan. "Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility," **Journal of Economic Issues**, , vol. 31, No. 2, June 1997.
- Lawson, Tony. "Uncertainty and Economic Analysis," **The Economic Journal**, December 1985
- Lilien, David. "Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment," **The Journal of Political Economy**, Vol. 90, No. 4, August 1982.
- Long, John ve Plosser, Charles, "Real Business Cycles," **Journal of Political Economy**, Vol. 9, No. 1, February 1983.
- Mehrling, Perry. "Minsky and Modern Finance," **Journal of Portfolio Management**, Vol. 26, Issue 2, Winter 2000.
- Minsky, Hyman. "Central Banking and Money Market Changes," **Quarterly Journal of Economics**, May, 1957.
- Minsky, Hyman. "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions," Working Paper, Levy Institute, 1992.
- Minsky, Hyman. Finance and Stability, **Working Paper**, No. 93, Jerome Levy Economics Institute, May 1993.
- Moore, Basil. "A Simple Model of Bank Intermediation," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 12, No. 1, Fall 1989.
- Moore, Basil. "Money Supply Endogeneity: "Reserve Price Setting" or "Reserve Quantity Setting"?", **Journal of Post Keynesian Economics**, , Vol. 13, No. 3 Spring 1991.
- Moore, Basil. "The Endogenous Money Supply," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 10, No. 3, Spring 1988.

- Moore, Basil. "Unpacking Post Keynesian Black Box: Bank Lending and Money Supply," **Journal of Post Keynesian Economics**, vol 5, 1983
- Özatay, Fatih ve Sak, Güven. "Financial Liberalization in Turkey," **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 38, No. 5, September-October 2002.
- Özer, Mustafa "Financial Liberalization in Turkey During the Period 1980-2000," **Journal of Economic Coopertion**, 24, 2003.
- Palley, Thomas. "Accomodationism versus Structuralism: Time for an Accommodation," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 18, No. 4 Summer 1996.
- Papadimitriou, Dimitri ve Wray, Randall. "The Institutional Prerequisites for Successful Capitalism," **Journal of Economic Issues**, Vol 31, No. 2, June 1997.
- Plosser, Charles. "Understanding Real Business Cycles," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 3, No :3, Summer 1989.
- Polin, Robert. "Alternative Perspectives on the Rise of Corporate Debt Dependency: The U.S: Post War Experience," **Review of Radical Political Economics**, Vol. 18, Spring and Summer, 1986.
- Pollin, Robert "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Endogeneity," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 13, No. 3, Spring 1991.
- Rittenberg, Libby "Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalization in Turkey," **The Journal of Development Studies**, Vol. 27, No.2, January 1991.
- Sau, Lino. "Banking, Information, and Financial Instability in Asia," **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 25, No. 3, Spring 2003.
- Scandals of the Past", **Time**, Vol. 165 Issue 5, 31/1/2005.

- Tobin, James .“The Commercial Banking Firm: A Simple Model,” **Scandinavian Journal of Economics**, 1982, Vol, 84, No. 4
- Tobin, James. “Comments on ‘Stabilizing on Unstable Economy’,” **Journal of Economic Literature**, March, 1989.
- Weintraub, Sidney .“The Missing Theory of Money Wages,” **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 1, No. 2, Winter 1978-1979.
- Wolfson, Martin. “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context,” **Journal of Economic Issues**, Vol 36, No. 2, June 2002.
- Wray, Randall “Commercial Banks, Central Bank, and Endogenous Money,” **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 14, No. 3 Spring 1992.
- Wray, Randall “Zero Unemployment and Stable Prices,” **Journal of Economic Issues**, Vol. 32, No. 2, June 1998.
- Wray, Randall. “Profit Expectations and the Investment-Saving Relation,” **Journal of Post Keynesyen Economics**, Fall 1988, Vol 11, No.1
- Wulwick. Nancy,. “The Radcliffe Central Bankers,” **Journal of Economic Studies**, Vol. 14, No. 1, 1987.
- Zaim, Osman. “The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency of Turkish Commercial Banks,” **Applied Financial Economics**, Vol. 5, 1995.

İNTERNET SİTELERİ

T:C Merkez Bankası: <http://www.tcmb.gov.tr/>

Hazine Müsteşarlığı: <http://www.hazine.gov.tr/>

T.C Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı: <http://www.dpt.gov.tr/>

Steve Keen, <http://www.debunking-economics.com/FinancialInstability.htm>

The Levy Economics Institute of Bard College: <http://www.levy.org/>