

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği

YÜKSEK LİSANS TEZİ
BÜLEND KARADAĞ

ANKARA-2004

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği

YÜKSEK LİSANS TEZİ

BÜLEND KARADAĞ

TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. AYKUT KIBRITÇIOĞLU

ANKARA-2004

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Aykut Kibritçioğlu

Tez Jüri Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Doç. Dr. Aykut Kibritçioğlu

.....

Doç. Dr. Yalçın Karatepe

.....

Doç. Dr. Ahmet Haşim Köse

.....

Tez Sınavı Tarihi :.....

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	1
2. MİNSKY'NİN STANDART İKTİSADİ ELEŞTİRİSİ	15
2.1 Tüketim Modeli	15
2.2. IS-LM Modeli	18
2.3. İşgücü Piyasasına Dayanan Denge Modeli	21
2.4. Standart Teori ve Belirsizlik	23
2.5. Minsky ve Standart İktisadi Teori	25
3. MİNSKY'NİN İKTİSAT TEORİSİ	28
3.1. Kapitalist Ekonomide Fiyatlar ve Kârlar	28
3.1.1. Üretim Malları Fiyatı ve Kâr	30
3.1.2. Makroekonomik Fiyat Düzeyi ve Devletin Modele Eklenmesi	32
3.1.3. Makroekonomik Fiyat Düzeyi ve Dış Ticaretin Modele Eklenmesi	35
3.1.4. Makroekonomik Fiyat Düzeyi, Kârdan Harcamalar ve İşçi Tasarruflarının Modele Eklenmesi	36
3.1.5. Kâr Gelirlerinin Tüketime Harcanmasının Anlamı	37
3.1.6. Tüketim Malları için Arz Fiyatı	40
3.1.7. İş Dünyasındaki Harcamaların Finansmanı	45
3.2 Yatırım ve Finansmanı	47
3.2.1 Kapitalizmin Özellikleri ve İkili Fiyat Yapısı	48
3.2.2 Sermaye Mallarının Talep Fiyatı	49
3.2.3 Yatırımların Büyüklüğü ve Hızı	53
3.3 Finansal Taahhütler ve İstikrarsızlık	60
3.3.1 Nakit Akışının Sınıflandırılması	61
3.3.2 Üretimden Sağlanan Nakit Akışı ve Borçlar	64
3.3.3 Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finans	65
3.3.4 Güçlü Finansmandan Zayıf Finansmana Geçiş	67
3.3.5 Faizler ve İstikrarsızlık	69
3.4 Yatırım ve Finansmanın Matematiksel Sunumu	71
3.4.1 Hedge Finansman	71
3.4.2 Spekülatif Finansman	74

3.4.3 Ponzi Finansman	77
3.5 Büyük Devlet Etkisi	80
3.5.1. Gelir ve İstihdam Etkisi	81
3.5.2. Nakit Akışı Etkisi.....	82
3.5.3. Portföy Etkisi.....	84
3.6. Son Borç Veren Mercı İhtiyacı.....	86
3.6.1. Son Borç Veren Mercilerin İşleyişı.....	89
3.6.2. Bankalar ve Son Borç Veren Mercı	90
3.6.3. Kapitalist Ekonomide Bankacılık.....	95
3.6.4. Para Talebi Modeli.....	97
4. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ VE TÜRKİYE	103
4.1. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Modelleri	110
4.2. Türkiye'deki Finansal Rejimin Evrimi	113
5. SONUÇ	128
6. KAYNAKÇA.....	130
EK I:	139
ABSTRACT	140

TABLO VE ŐEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1: Fiyat Yapıcı Firma	41
Şekil 3.2: Fiyat Alıcı Firma	44
Şekil 3.3: İ ve Dış Kaynakların Yatırım Üzerindeki Etkisi	55
Şekil 4.1: 1987-2003 yılları için Birikim Hızı, Kâr ve Faiz Oranları	115
Tablo 4.1 - Başlıca Ekonomik Göstergeler (GSMH'a Oranları)	117
Tablo 4.2: Kamu Kesimi Genel Dengeleri (GSMH'a Oranları)	119
Tablo 4.3: 500 Büyük Sanayi Kuruluşunda Faaliyet Kârları ve Faaliyet Dışı Gelirler.....	126
Tablo 4.4: İ Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı	127

Bu çalışmanın tamamlanmasında değerli katkılarında dolay› Yiğit Karahanoğulları'na ve sabrında dolay› sevgili eşim Demet Karadağ'a; ayrıca, tez çalışmam boyunca sunduğu değerli eleştiri ve önerileri için Aykut Kibritçioğlu'na teşekkürü bir borç bilirim. Doğal olarak, tezdeki muhtemel eksiklik ve hatalar bana aittir.

1. GİRİŞ

Kapitalist ekonomide yaşanan dalgalanmalar kuşkusuz, iktisat yazınının oluşumundan bu yana bir çok iktisatçı tarafından ilgilenilen bir konu olmuştur (Wray,2001). Ekonomik dalgalanmalar için farklı tarihsel dönemlerde farklı nedenler gösterilmiştir, gösterilebilir. Örneğin, Kindleberger'e (1989) göre, ekonomik dalgalanmalar, nedenlerine ve uzunluklarına göre dört başlık altında toplanabilirler. Mal piyasalarına bağlı dalgalanmalar (üç yıl süren), yatırımlara bağlı dalgalanmalar (7-8 yıl süren), demografik hareketlere bağlı dalgalanmalar (20 yıl süren) ve temel üretim araçlarına bağlı olan dalgalanmalar (çok uzun süren). Ancak Kindleberger tarafından yapılan sınıflandırmalardan da anlaşılacağı gibi, finansal istikrarsızlık ekonomik dalgalanmaların nedenlerinden biri olarak anılmaz. Çünkü, finansal istikrarsızlık için iktisat yazınında, esasen bağımsız bir alan yoktur (Wray,2001). Fakat finansal unsurların bahsedilen ekonomik dalgalanma nedenlerine dahil edilebileceği açıktır. Örneğin, yatırım temelli ekonomik dalgalanma çalışmaları, finansal gelişmeleri de kaçınılmaz olarak sürece dahil eder (Minsky, 1986). "Sermaye mallarının ve finansal varlıkların alınıp satılmasına" (Keynes, 1936) dayanan kapitalist ekonomilerde, ekonomik dalgalanmalara daima finansal piyasalardaki istikrarsızlık eşlik eder (Minsky, 1982). Ancak, finansal piyasalardaki her istikrarsızlık bir kriz olacağı anlamına gelmez. Bu durum, sadece ekonomide, ekonomik dalgalanma eğilimi olduğu anlamına gelir (Wray, 2001). Bu nedenle, ekonomik dalgalanmalar açısından söz konusu olan, finansal istikrarsızlıkların ekonominin tümünü etkisine alıp alamayacağıdır. Bir başka deyişle, ekonomik dalgalanmaları inceleyenler açısından sorun, ekonominin finansal piyasalardaki gelişmelere ne kadar bağlı olduğudur. Minsky (1986) kapitalist ekonomide, sermaye mallarının fiyatları pahalılaştıkça ve yatırımların vadeleri uzadıkça, ekonominin finansal piyasalara bağlılığının arttığını iddia eder. Bu iddianın en dolaysız anlamı, kapitalizm geliştikçe, finansal piyasaların ekonomiye olan etkisinin artması olacaktır. Bu nedenle, kapitalist ekonominin gelişmesine eşlik eden finansal piyasalardaki gelişmeleri hem son yıllardaki ekonomik dalgalanmalardan hem de iktisat yazınından görmek mümkündür.

Bir taraftan, finansal piyasalar dünya ekonomisine egemen olurken diğerk taraftan, iktisat yazınında da ekonomik dalgalanmaları finansal istikrarsızlıkla açıklamaya çalışan çalışmalar da artmıştır.

Ekonomik dalgalanmalar ve finansal istikrarsızlık için yapılan çalışmalardan bir tanesi Parasalcı okulun kurucusu Milton Friedman'a aittir. Friedman'a (1982) göre, para arzı ve kredi kanallarına yapılan müdahaleler ekonomik dalgalanmaya neden olabilir. Bir başka deyişle, merkez bankalarının kötü yönetimi, para arzını aşırı arttıran ya da daraltan politikalar, finansal piyasaların aksamasına ve krizlere yol açabilir. Yine aynı okulun mensubu Wolfson'da (1994) bankalar üzerindeki kısıtların sistemdeki borçlanma ilişkilerini aksatabileceğini ve finansal istikrarsızlıkların oluşabileceğini belirtir.

Finansal piyasalardaki aksamalar için getirilen bir başka açıklama Stiglitz ve Weiss'e (1981) aittir. Yaptıkları çalışmalarında, Akerlof'a ait asimetrik bilgi yaklaşımına dayanarak, finansal piyasalarda aksaklıklar ortaya çıkabileceğini belirtirler. Akerlof (1970) ABD'deki ikinci el araba piyasası için yaptığı öncü çalışmada, arabayı satanların kendi arabalarının durumlarını tam olarak bildiğini, fakat alıcıların arabaların durumu hakkında tam olarak bilgi sahibi olmadıkları için fiyatlandırma konusunda problem yaşanacağını belirtir. İkinci el araba alma isteğinde olanlar alacakları arabanın durumunu bilmedikleri için ortalama bir fiyat teklif edecekler ve bu durumda, piyasadaki iyi arabalar için düşük fiyat uygulanırken, hurda arabalar için yüksek fiyatlar verilecektir. Kısacası, asimetrik bilgi nedeniyle, arabaların durumundan bağımsız bir fiyatlama oluşacaktır. İşte, Stiglitz ve Weiss (1981) de benzer biçimde, asimetrik bilginin kredi piyasalarını aksatacağını belirtir. Asimetrik bilgi nedeniyle, bankalar kârlı yatırımları desteklemeyecekleri gibi, kârsız yatırımları da destekleyebilirler. Bu nedenle, bankaların firmalara verecekleri krediler yatırımların değerlerinden bağımsız olarak ortalama değeri temsil edecektir. Bu durumda, kârlı yatırımlar yeterli finansman kaynağı bulamazken, daha kârsız yatırımlar daha fazla finansman kaynağı bulmuş olacaktırdır.

Finansal istikrarsızlıklarla ilgili diğer önemli çalışmalar döviz kuru istikrarsızlıklarına dayanır. Bu konudaki çalışmalar üç gruba ayrılır: birinci, ikinci ve üçüncü kuşak kriz modelleri.

Krugman (1979) tarafından geliştirilen birinci kuşak kriz modellerine¹ göre, krizlerin nedeni döviz rezervlerinin erimesine yol açan tutarsız (*inconsistent*) para politikalarıdır. Para politikasının tutarsız olmasının nedeni, merkez bankasının bütçe açıklarını para basarak finanse ederken, aynı zamanda, döviz kurunu sabit tutmak için, belirlenen kur düzeyinde döviz satışı yapma taahhüdünde bulunmasıdır. Bir başka deyişle, bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesiyle, döviz kurunu koruma çabaları çelişir. Çünkü, sonuç döviz rezervlerinin erimesidir. Modele göre, döviz rezervleri belirli bir oranın altına indiğinde, spekülâtörler döviz kurunun artık korunamayacağına inanır ve ellerindeki yerel parayı terk ederek yabancı paraya yönelirler. Merkez bankasının döviz kurunu her şeye rağmen korumaya çalışması döviz rezervlerinin tükenmesine yol açarken, sabit döviz kuru uygulaması terk edilmek zorunda kalınır. Sonuç olarak, birinci kuşak kriz modellerine göre, bütçe açıkları, kredi genişlemesi ve döviz rezervlerindeki azalma krizlerin öncü göstergeleridir. Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, modelde, merkez bankasına pasif bir rol biçilirken, hükümet politikaları mekanik olarak ele alınmıştır.

Obsfeld (1996) öncülüğünde geliştirilen ikinci kuşak kriz modelleri,² esasen birinci kuşak modellere dayanmakla beraber, hükümet daha aktif bir rodedir. Birinci kuşak modellerde, hükümet döviz kurunu korumaya çalışırken, ikinci kuşak modellerde hükümetin böyle bir zorunluluğu yoktur. Hükümet; hesaplanabilir bir kayıp fonksiyonu aracılığıyla döviz kurunu koruyup korumayacağına karar verir. Döviz kurunu sabitlemenin uluslararası ticareti ve yatırımları kolaylaştırmak gibi faydaları varken, devalüasyona gitmenin ihracatı arttırmak ve reel ücretlerin azalmasını sağlayarak istihdamı

¹ Birinci kuşak kriz modelleri için Flood ve Garber (1996) çalışması da bir örnek olarak gösterilebilir.

² İkinci kuşak kriz modellerine Dornbusch (1987) ve Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1996) çalışmaları diğer örnekler olarak verilebilir.

arttırmak gibi faydaları vardır. Hükümetin döviz kuru üzerinde izleyeceği politika bu faydaların ağırlıklarına göre belirlenir. Hükümet açısından hesaplanabilir bir durum söz konusu ise spekülasyon bir atak olmadan döviz kurunda devalüasyona gidilebilir. Ancak bu durumda, hükümetin ekonomideki inandırıcılığı azalacağından ve politika kararlarını takip etmesi yönündeki iddiaları kabul görmeyeceğinden –çünkü daha önce açıkladığı politikayı terk etmiştir - , spekülasyonlar ekonomik göstergelerin ilk bozulduğu anda spekülasyon bir atak başlatacaktır. Sonuçta, ekonomik temellerdeki (döviz rezervlerindeki ve bütçe açıklarındaki) aksaklıklar devam ettiği sürece, krizler kaçınılmaz olacaktır. Hatta, ekonomik temellerde bir bozulma olmadığı halde, spekülasyonların ekonomik temellerin bozulacağına inanması bile krizlerin ortaya çıkmasına yol açacaktır. Bu nedenle, ikinci kuşak modeller “kendi kendini doğrulayan veya gerçekleştiren” (self-fulfilling) kriz modelleri olarak da anılmaktadır.

Doğu Asya örneğinde olduğu gibi makroekonomik temel büyüklüklerde ciddi bozulmalar olmadığı halde (Doğu Asya ülkelerindeki 1997 krizi öncesinde birinci ve ikinci kuşak modellerin öngördüğü gibi döviz rezervlerinde ve bütçe açıklarında ciddi bir bozulma gözlenmemiştir), krizlerin ortaya çıkması üçüncü kuşak kriz modellerinin³ ortaya çıkmasına yol açmıştır. Üçüncü kuşak kriz modellerinde krizlerin sebebi olarak ahlaki tehlike (moral hazard) ve aşırı şişirilen varlık fiyatları (asset bubble) gösterilmiştir (Krugman, 1998 ve 2001). Modele göre krize giden yol şu aşamalardan geçmektedir: Ülkeye sermaye girişi bankaların borç verme kapasitesini arttırmakta, bankalar da para otoritesinin (merkez bankasının) kredi kuruluşlarını korumak için verdiği teminata dayanarak, verdikleri kredilerin sonuçlarıyla ilgilenmeden kredi miktarını arttırmaktadır. Bu nedenle varlık fiyatları aşırı olarak şişer ve finansal yapılardaki kırılabilirlik artar. Ancak, varlık fiyatlarındaki şişmenin varlık deflasyonuna yol açması, banka kredilerinin değer kaybetmesine ve bankacılık sektöründe krizin patlak vermesine yol açar. Bu duruma, devalüasyon beklentisinin eklenmesi, yurt içindeki

³ Bu konudaki çalışmalara Calvo ve Mendoza (1996), Kaminsky ve Reinhart (1996), Krugman (1998), Radelet ve Sachs (1998) ile Chiang ve Valesco (1999) örnek gösterilebilir.

sermayenin dışarıya çıkmaya çalışması eşlik eder ve kriz genişleyen bir hal alır. Bu tür modellerin öncekilerinden farkı, sürecin tamamıyla finansal piyasalarda yaşanmasıdır. Modele göre, finansal piyasalardaki ahlaki tehlike krizin ortaya çıkmasının en önemli nedenidir (ki bu aynı zamanda varlık fiyatlarındaki yapay şişmenin de nedenidir). Ahlaki tehlike, aslında hem yurt içindeki bankacılar için hem de dışardan sermaye sağlayan uluslararası kuruluşlar için geçerlidir. Çünkü, Krugman'a (2001) göre, yabancı sermaye sağlayan kuruluşların ya da kişilerin, kriz olacağına inanarak sağladıkları kredileri bir anda çekmeyi istemeleri ve kriz yaratmaları bir ahlaki tehlikedir. Özellikle sermaye hareketlerinden kaynaklı krizlerde bu etkinin rolü büyüktür. Yabancı kredi sağlayan merkezlerin, kriz olacağına inanarak kriz yaratmaları, iktisadi yazında daha önce belirtildiği gibi "kendi kendini doğrulayan krizler" olarak da adlandırılmaktadır. Doğal olarak, tek bir yabancı finansal kuruluşun böyle düşünmesi, bir krize yol açmaz. Bu nedenle, finansal kuruluşların sürü davranışı (*herding behaviour*) içinde olmaları da bu krizlere getirilen açıklamalardan bir tanesidir.

Ekonomik dalgalanmalar için yapılan çalışmalardan bir tanesi de, Kindleberger tarafından getirilen "piyasa coşkunuğu" (*market euphoria*) açıklamasıdır. Kindleberger (1978), Minsky'nin çalışmalarına dayanarak kurduğu finansal istikrarsızlık modelini, beş aşamaya ayırır. Modelin birinci aşamasında yenilik (*displacement*) bulunur. Piyasada ortaya çıkan bir yeniliğin kâr fırsatlarını veya beklentilerini arttırması, ikinci aşamaya yol açar. İkinci aşamada, kâr beklentilerine bağlı olarak piyasada bir patlama (*boom*) yaşanır. Patlamanın sonucu olarak üçüncü aşama, yani, piyasada aşırı yatırım (*overinvestment*), aşırı tüketim ve aşırı borçlanma süreci başlar. Böylelikle fiyatlar ve dolayısıyla kârlar hızla artmaya başlar. Ancak, girişimcilerin bir kısmının kârların ve fiyatların daha da artamayacağını fark etmesiyle, sermaye mallarından ve finansal varlıklardan kaçış başlar. Bu kaçış dördüncü aşamayı (*revulsion*), yani, girişimcilerin gelecekteki kârlara olan inancını yitirdikleri aşamayı ifade eder. Böylelikle, kendini besleyen bir panik ortamında, kriz patlak verir. Krizin ardından beşinci aşamaya yani dingin duruma (*tranquility*) geçilir. Çünkü kriz, kâr beklentilerine bağlı patlamanın sonunu getirmiştir. Bir başka deyişle, sürecin başında ortaya

çıkan yeniliğin ekonomiye getirdiği dinamizmin sadece spekülâtorlerin gerçekçi olmayan beklentileriyle aşırı şişirildiği anlaşılmıştır. Kısacası, Kindleberger, piyasada ortaya çıkan bir yenilikle girişimcilerin gerçekçi olmayan kâr beklentisi oluşturarak, fiyatları aşırı arttırdıklarını ve fiyatların düşmesiyle krizlerin ortaya çıktığını belirtir.

Finansal istikrarsızlıklara dayanarak ekonomik dalgalanmaları açıklayan bu çalışmaların ortak noktası, ekonomik işleyişi engelleyen unsurlar üzerine kurulmuş olmalarıdır. Bir başka deyişle, bu çalışmalarda kapitalist ekonominin kendiliğinden işleyişinin etkin olduğu fakat dışarıdan müdahalelerle istikrarsızlaştırıldığı belirtilir. Ancak, kapitalist ekonominin sonuçlarını inceleyen temel iki bakış açısı vardır (Minsky, 1991). Bunlardan birincisi, köklerini Adam Smith (1776) tarafından ortaya atılan görünmez el hipotezinde bulur. Bu hipoteze göre, herkes kendi kazancını azami düzeye çıkartmaya çalışırsa, ekonomi daima kendiliğinden en yüksek istihdama ve dengeye ulaşır ve refah düzeyi artar. Bu nedenle, piyasaya müdahale edilmesi onu istikrarsızlaştırır. Kısacası yukarıda verilen ekonomik dalgalanma çalışmalarının bu kökten çıktığını söyleyebiliriz⁴. İkincisi ise köklerini John Maynard Keynes (1883-1946) ve Marx'ta bulan spekülasyonların piyasaya egemen olabileceği hipotezidir. Bu hipoteze göre, firmalar ya da bireyler gelecekteki kârlarını etkileyecek spekülasyonlara başvurabilirler. Bu nedenle, spekülasyonların hakim olduğu bir ekonomide, ekonominin istikrarı için piyasaya müdahale gereklidir (Minsky, 1991). Bu iki yaklaşım arasındaki en önemli fark: birinci yaklaşım ekonominin denge dinamiklerini incelerken, ikinci yaklaşımın ekonomideki dengesizliğin kaynaklarını araştırmasıdır. Birinci yaklaşım, piyasalarda ortaya çıkan aksaklıkları özel kurumsal zayıflıklara bağlarken, ikinci yaklaşım aksaklıkların piyasaya içsel olduğunu iddia eder (Minsky, 1991; Wray, 2001).

Bu iki yaklaşım arasındaki farkın bir diğer kaynağı spekülasyon ve spekülâtorlere yaklaşımlarıdır (Minsky, 1986; Alves vd., 2000). Yukarıda

⁴ Kindleberger'e ait piyasa coşkunuğu çalışmasını kısmen bu sınıflandırmanın dışında tutmak gerekir. Çünkü, Kindleberger bu çalışmasını, ikinci yaklaşım içinde sayılan Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine dayanarak oluşturmuştur.

anlatılan çalışmalardan da anlaşılabileceği gibi krizlerin ortaya çıkmasında spekülatörlerin ve spekülasyonların önemli bir rolü vardır. Standart iktisada göre spekülasyonların kaynağı asimetric bilgidir. Bir başka deyişle, piyasadaki fiyat hareketlerini bilen bir kısım kötü niyetli girişimcinin (*noise trader*), alış ya da satışlar yaparak bu durumdan faydalanmasıdır. Standart iktisatta,⁵ piyasaların etkin olduğu ve kendiliğinden dengeyi yarattığı iddia edildiği için dengesizliğin kaynağında spekülatörlerin rol oynadığı belirtilir. Her ne kadar, birinci ve ikinci kuşak modellerde krizlerin sebebi makroekonomik temel değişkenlerdeki zayıflıklar olsa da, bu zayıflıklar yine spekülatörler tarafından kullanılır. Bir başka deyişle, bu tip modellerde spekülasyonun her zaman olmadığı ve ancak belirli koşullar altında ortaya çıktığı iddia edilir. Yapılan diğer çalışmalarda ise, ekonomik temellerdeki zayıflıklara ihtiyaç duyulmadan spekülasyona başvurulduğu iddia edilir. Sonuç olarak, bu çalışmalarda spekülasyon için herhangi bir neden ya da varsayımda bulunulmaz. Standart iktisadın spekülasyonlarla ilgili bir başka iddiası, spekülasyonların sadece bölüşüm ilişkileri üzerinde etkide bulunduğu fakat bölüşülen miktar üzerinde etkide bulunmadığıdır (Stiglitz, 1989).

Ancak kapitalist ekonomideki dalgalanmaları inceleyen ve Marx ve Keynes'e dayanan ikinci tür yaklaşımda, spekülasyon sadece bir kısım girişimcinin yaptığı bir iş değil, tüm girişimcilerin başvurduğu bir yoldur. Bu yaklaşıma göre, kapitalist ekonomide her girişimcinin amacı, bugünkü paranın yatırımlarla ileride daha çok olmasını (kr) sağlamaktır. Oysa hiçbir yatırımcının ileride daha çok para elde etme kesinliği yoktur. Bir başka deyişle, her yatırım kararı bir belirsizlik altında yapılır ve dolayısıyla her yatırım kararı spekülatif bir tutumdur. Bu nedenle, belirsizliğin hakim olduğu bir ekonomide, spekülasyonların belirli bir koşulu ya da zamanı yoktur. Çünkü, yatırımlar yapıldığı sürece – ki kapitalist ekonomide sürekli yeni yatırımların yapılma zorunluluğu vardır – daima spekülasyon yapılmış olunur.

⁵ çalışmamızın bundan sonraki kısımlarında kolaylık olması açısından, birinci yaklaşımı ve ardılarını "standart iktisat" olarak adlandıracağız. Minsky tarafından getirilen bu tanımlama; Parasalcı, Rasyonel bekleyişi okullar, Klasik, Yeni-klasik ve Yeni-keynesyen akımlar için kullanılmıştır.

Bu yaklaşıma göre, spekülasyonların bölüşüm üzerinde etkisi olmakla birlikte, bölüşülen büyüklük üzerinde de etkisi vardır. Ekonomideki büyümenin gelecekteki kâr beklentilerine (spekülasyonlara) bağlı olduğu bir durumda, spekülasyonların asılsız çıkmasının kaçınılmaz sonucu ekonomideki sürdürülebilirliğin aksamaması ve büyümenin durması hatta küçülmesi anlamına gelecektir (Alves vd, 2000). Sonuç olarak, bu yaklaşıma göre, (1) spekülasyonlar, bir kısım girişimcinin değil tüm ekonominin başvurduğu bir yoldur. (2) Kapitalist ekonomide spekülasyonlara her zaman başvurulur. (3) Spekülasyonların ekonominin seyri üzerinde etkisi vardır.⁶

Ekonomideki dengesizliğin içsel kaynakları ilk defa klasik ekonomi politiği eleştiren Marx tarafından çalışılmıştır. Marx (1997) ekonomideki tüm girişimcilerin kâr peşinde koşmasının, üretim anarşisi ve istikrarsızlık yarattığını belirtir. Üretim anarşisi yaklaşımı, bir kısmı borçla sağlanan parayla başlar. Bu para, emek ve üretim araçlarının satın alınmasıyla yatırımlarda kullanılır ve sonuçta satılmak üzere tüketim malları üretilir. Sistemdeki tüm girişimciler, daha fazla kâr için daha fazla üretim yaptıklarından, ekonomide dengesiz ve plansız bir gelişme olur. Kapitalizmin geliştiği ölçüde de, sistemdeki parasal ilişkileri sağlayan uzun kredi zincirleri oluşur. Ancak üretilen bu malların satılamaması ya da istenilen fiyattan satılamaması durumunda, alınan borçlar ödenemeyecek ve firmalar iflas etmeye başlayacaktır. Bu aynı zamanda, borç veren kredi kuruluşlarının ve iflas eden firmalara bağlı olan firmaların da iflas etmesine yol açacaktır. Ellerindeki finansal kağıtların değersizleştiği anlayan kesimler de bir an önce içine girdikleri zarardan kurtulmak için ellerindeki kağıtları satmaya çalışacak ve fiyatların daha fazla düşmesine yol açacaklardır. Sonuçta, ekonomideki çöküş genişleyen şekilde artacaktır (Marx, 1997).

Ekonomik istikrarsızlıkları açıklaması açısından, benzer bir çalışma Fisher tarafından yapılmıştır (Wray, 2001). Fisher (1933) 1929 Büyük Bunalımı için yaptığı çalışmada, finansal piyasaların etkin çalışmamasından kaynaklı olarak, ekonominin sürekli denge durumunun üzerinde veya altında

⁶ Çalışmamızın 3. Bölümünde spekülasyonların ekonomi üzerindeki etkisi ayrıntılı olarak incelenecektir.

bulunacağını tespit etmiştir. Marx'la benzer bir biçimde, fiyat hareketlerinin piyasadaki borç miktarını desteklemediği durumlarda, ekonomide borç deflasyonuna bağlı iflasların ve krizlerin ortaya çıktığını iddia etmiştir. Fisher'e göre, firma gelirlerinin borç taahhütlerinin altında kaldığı ve firmaların kredi zincirleri ile birbirlerine bağlı olduğu durumlarda, piyasadaki herhangi bir firmanın iflası zincirleme bir şekilde diğer tüm firmaları etkileyecek ve kriz kaçınılmaz hale gelecektir.

Marx'ın sunduğu ekonomik analizin bir kısmı, Keynes tarafından *Genel Teori'ye* (1936) dahil edilmiştir (Wray, 2001). Bir başka deyişle, Keynes de Marx gibi kapitalist ekonominin içsel olarak dengesiz unsurlara bağlı olduğunu tespit etmiştir. Keynes (1936) kapitalist ekonomide dengesizliği yaratan unsurları beklentilere, belirsizliğe ve yatırımlardaki dalgalanmalara bağlar. Aslında bu unsurlar aynı zamanda, ekonomideki likidite talebi fonksiyonunun değişkenleridir. Bu nedenle, Keynes, istikrarsızlığı likidite tercihi üzerinden, yani parasal süreçler üzerinden açıklar. Likidite tercihi ile sermaye mallarının fiyatının ilişkili olduğunu ve likidite tercihinin artmasıyla sermaye malları değerinin düştüğünü, dolayısıyla yatırım malları üretiminin azaldığını ve sonuçta, toplam gelirin ve istihdamın azaldığını belirtir (Minsky, 1975).

Her ne kadar, İkinci Dünya Savaşından sonra, 1929 bunalımı tecrübesiyle beraber iktisat yazının da Keynes tarafından ortaya atılan görüşler hakim olmuş olsa da, ekonomik politikaları, ya klasik iktisat (Parasalci okul) ya da Keynes'i klasik iktisadın devamı olarak gören yaklaşımlar (Rasyonel Bekleyişçi okul) belirlemiştir (Minsky, 1975). Bu okullar 1970'li yıllardaki stagflasyon (enflasyon içinde durgunluk) ortamının aşılması için parasal otoritenin denetime alınması, sıkı para politikası, yatırımları hızlandırmak için ücretler aleyhine kârların artırılması, devlet harcamalarının azaltılması, dahası kamu girişimciliğinin ve sosyal devletin eritilmesi, üretim maliyetinin azaltılması ve kârlar üzerindeki baskıların azaltılması önerilerinde bulunmuşlardır. Ancak bu politikalarla beraber, özellikle finansal yapılarda aşırı kırılganlığın arttığı ve parasal değişkenlerin ekonomik yaşamda her geçen gün daha belirleyici olduğu bir ekonomik durum ortaya çıkmıştır (Ercan, 1997).

Bu durum, bir grup iktisatçının Keynes'i tekrar okumasına yol açmış ve bu yeniden okumalarda, para ile ilgili değişkenlerin sistemi dengesiz kıldığı yönündeki açıklamalar vurgulanmıştır. Bu konudaki önemli bir okuma Michael Kalecki'nin reel sektör üzerine yaptığı analizdir (Ercan, 1997) .

Sonuçta 1970'lerden itibaren Marx, Keynes ve Kalecki'nin kuramsal çerçevelerinden hareket eden fakat henüz içsel bir bütünlüğü bulunmadığı iddia edilen bu ele alışlar Post-Keynesyen okul olarak tanımlanmaya başlanmıştır (Ercan, 1997). Post-Keynesyen analizin temel varsayımı Marx ve Keynes gibi kapitalizmin bir dizi dengesiz dinamiğe sahip olduğudur. Post-Keynesyenler tarafından açıklanan dengesizliklerin kaynakları iki noktada toplanabilir: birincisi, parasal değişkenlere bağlı dengesizlikler (Crotty,1993) ve ikincisi, reel değişkenlere bağlı dengesizlikler (Kalecki,1971).

Post-Keynesyen akım içinde anılan Hyman Minsky 1970'li yıllardaki çalışmalarıyla bu iki yaklaşımı "finansal istikrarsızlık hipotezi" altında birleştirmiştir. Ancak bir dengesizlik kaynağı olarak üçüncü bir noktayı daha yani, kurumsal yapılanmaları da eklemiştir. Minsky'e göre "kurumsal yapılanmalarına göre birden çok kapitalist ekonomi türünden bahsedilebilir ve her tür kapitalist ekonomi kusurludur, ancak bazıları daha kusurludur"(Minsky,1986b).

Hyman Minsky finansal yönelimli dengesizlik analizlerinden yola çıkarak İkinci Dünya Savaşı sonrası kapitalizmini öncesinden ayırt eder. Çünkü, ona göre İkinci Dünya Savaşı öncesinde dünya ekonomisi iki büyük bunalım yaşamışken, sonrasında bu derecede büyük bir bunalım yaşanmamıştır. (Minsky,1986) Bu açıklama, İkinci Dünya savaşından sonra da krizler yaşanmadığı anlamına gelmez, hatta yaşanmıştır. Fakat hiçbiri 1929 Büyük Bunalımını etkisine ulaşamamıştır. Bu nedenle, ona göre sorun krizler değildir, neden krizlerin patlayıcı bir etkiye nadiren sahip olduğudur. (Minsky,1993) İkinci Dünya savaşından sonraki dönemde Büyük Bunalım derecesinde bir krizin yaşanmaması, Minsky tarafından kurumsal yapılanmalara dayandırılır. Özellikle, büyük devlet ve büyük bankaların ekonomi üzerindeki düzenleyici rolü büyük bir bunalımı engellemiştir. ABD ekonomisi üzerinden örnek verecek olursak savaş öncesi kamu harcamalarının GSMH'daki payı %3 iken bu oran savaş sonrası dönemde

%25 olmuştur. Diğer bir örnek ise ABD Merkez Bankasının ekonomi üzerindeki etkin rolüdür. (Minsky,1989)

Minsky ve Keynes'i buluşturan en önemli nokta, her ikisinin de ekonomiyi incelerken, farazi bir dünya yaratmaktan daha çok ekonomik gerçeklerden yola çıkmış olmalarıdır. Bu durum, onların sadece teoriyi geliştirmek ya da katkıda bulunmak istemelerinin bir sonucu değildir; aynı zamanda uygulanacak ekonomik politikalar için bir rehberine sahip olma isteklerinin de bir sonucudur. Keynes ve Minsky'deki ekonomiye müdahale etme isteği, kendi tercihlerinin değil, piyasa sisteminin bir özelliği olarak ortaya çıkar. Onlara göre piyasa, kendiliğinden dengeye kavuşamayacağı gibi istikrarsızlıkların da kaynağıdır. Hatta, bütün büyük bunalımlar ekonominin kendiliğinden akışının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Ekonomide krizlerden kaçınılmasa da, krizleri ertelemek yada etkisini nispeten zayıflatmak mümkündür. Bunun yolu ise, uygun ekonomi-politikalarından geçmektedir. Ancak hangi ekonomik politikanın yaşadığımız kapitalist sistemin işleyişine uygun olduğunu bilmek önemlidir çünkü piyasalar hiç dokunmamakta bir ekonomi politikasıdır (Variato, 2000).

Bu nedenle, Minsky çalışmalarında sürekli, şu vurguyu yapar: "her şeyden önce kapitalist bir ekonomide yaşadığımızı unutmamamız gerekir ve onun içinde yaşayabilmemiz için ilk önce onu anlamalıyız" (Minsky, 1975). Bu nedenle, Minsky, ortaya attığı finansal istikrarsızlık hipotezine girişmeden önce eski teorinin yaşananları neden açıklayamadığını ortaya koymaya çalışır. Bir başka deyişle, neden eski ekonomik teoriye dayanarak uygun ekonomi politikaları üretemeyeceğimizi ya da yanlış politikalar üreteceğimizi ortaya koymaya çalışır.

Bu çalışmada Türkçe iktisat yazınında pek tanınmayan ancak son yıllarda adı özellikle finansal krizlerle beraber anılan Hyman Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini tanıtmaya çalışacağız. Son yıllarda dünyada yaşanan finansal istikrarsızlıklar kervanına ülkemizin de – hem de 1994 ve 2001 yıllarında yaşadığı iki krizle katılması, ülke ekonomisine bu açıdan da bakmayı gerekli kılmaktadır. Yaşanan krizlere, kötü yönetim, artan iç borç stoku, bankacılık sektörü yetersizlikleri gibi bir çok açıdan bakılmış fakat finansal piyasaların tüm ekonomiye egemen olması sorunu henüz yeteri

kadar incelenmemiştir. Bu nedenle, finansal istikrarsızlık hipotezinin sunduğu politik araçlardan yararlanmak için Hyman Minsky'nin iktisadi fikirlerini sunmakta fayda olacağını düşünüyoruz.

1919 yılında Chicago'da doğan Minsky lisansını matematik bölümünde tamamlamasına karşın daha sonra ekonomi bilimine yöneldi. Bu yönelimde özellikle akademik yaşamının ilk dönemlerinde ve sonrasında beraber olduğu Oskar Lange'nin etkisi vardır. Minsky iktisat bilimindeki gelişimini en başta Keynes'e borçlu olduğunu belirtmekle beraber, Harvard Üniversitesinde beraber olduğu Oskar Lange, Henry Simons ve Alvin Kahn ile olan ilişkilerine de borçludur. Özellikle finansal yapıların ekonomiye egemen olması ve paranın doğasıyla ilgili çalışmalarında Simons'un etkisi görülürken sistemin işleyişi ile kurumsal yapılanmalar arasındaki ilişkilerin çözümlenmesinde de Lange'nin etkileri görülür. Hansen ile olan ilişkisi de yaygın kurumsal ilişkileri çözümlemesine yardımcı olurken, Keynesyen ekonominin analitik sunumundan dolayı onu, Keynesyen ekonominin tekrardan düşünülmesine sevk etmiştir (Day, 2000).

Minsky'nin sunduğu iktisat teorisinin arkasında Keynes'le beraber iki önemli iktisatçı daha bulunur: Schumpeter ve Marx. Parasal süreçler olarak kapitalizmin, reel ve finansal sektörler arasındaki ilişki, ekonomideki yenilikler, para arzının içsel olması ve ekonominin içsel olarak istikrarsız olması gibi konular Minsky'nin Schumpeter ve Marx çizgisinde bir hat izlediğini gösterir. Minsky'nin Marksist ekonomiyle olan ilgisi Kalecki bağlamında gerçekleşse de, ekonominin toplamda gidiş hattına, çevrimlere ve kârlara bakış açısı önemli benzerlikler taşır. Ancak özellikle yöntemsel açıdan ve piyasada ortaya çıkan yeniliklerin ekonomi üzerindeki etkisiyle ilgili olarak da daha çok Schumpeter'e yakındır. Özellikle Ekonomiye bütün olarak bakması ve çözümlenmeler için analitik bir zemin sunması Schumpeter'i çağırır (Day, 2000).

Yukarıdaki isimlerin dışında, Joan Robinson, Nicholas Kaldor ve Sidney Weinrub gibi isimlerinde Minsky'nin iktisadi fikirlerinin gelişmesinde katkısı olduğunu belirtmek gerekir.

Minsky 1950'li yıllarda vermeye başladığı ilk çalışmalarıyla daha sonraki iktisadi fikirlerinin temellerini atmıştır. Bu dönemde oluşturduğu temel üç nokta daha sonraki çalışmalarına da zemin oluşturmuştur.

1. Finansal unsurların önemi ve evrimi
2. İş çevrimlerin içsel gelişimine dayanan ekonominin dönüşümü
3. Ekonomideki dip ve tepe noktalarının varlığı

1960'lı yıllarda ilk önce ABD ekonomisinde ortaya çıkan dalgalanmalar ve daha sonrasında 1970'li yıllarında başında dünya çapındaki krizlerin varlığı Minsky'yi ekonomideki istikrarsızlıklar üzerine çalışmaya itmiştir. Bu dönemde, özellikle dünya ekonomisine Keynesyen iktisadın yön vermesi ve Keynesyen iktisat üzerine bir çok yorumun ortaya çıkması Minsky'yi Keynes'i tekrardan yorumlamaya itmiştir. 1975 yılında yazdığı *John Maynard Keynes* Adlı kitabıyla iktisadi fikirlerine biçim vermeye başlamıştır. Özellikle bu kitabıyla yukarıda bahsedilen noktalara ek olarak, belirsizlik ve yatırım süreçleri konusunda fikirlerini geliştirmiştir. Özellikle bu kitabında, standart ekonominin geniş bir yorumunu ve eleştirisini yapmıştır.

Finansal piyasaların dünya üzerinde yaygınlaşması, para akışının hızlanması ve ulusal ölçekteki krizlerin artması Minsky'yi bunalımlar üzerine düşünmeye itmiştir. Bu süre içerisinde, ortaya çıkan krizlerin neden 1929 yılındaki gibi bir bunalımın büyüklüğüne erişmediğini sorun edinmiştir. 1982 yılında "*Can 'It' happen again?*" adlı kitabını yazmıştır. Bu çalışmasıyla beraber sistem içindeki kurumsal yapılanmalara yönelmiş ve büyük devlet ve banka gibi kurumsal yapıların ve bunların işleyişlerinin ekonomi üzerindeki etkisini incelemeye başlamıştır.

En sonu 1986 yılında, o güne kadar oluşturduğu düşüncelerine son biçimini veren "*Stabilizing an Unstable Economy*" adlı kitabını yazmıştır. Bu kitabıyla ortaya attığı finansal istikrarsızlık hipotezi en olgun halini almıştır. Ayrıca kapitalist ekonomiler için politika önerilerini bu kitabında geliştirmiştir.

1996 yılının 26 Ekiminde öldüğünde ardında ortaya attığı fikirlere dayanan geniş bir yazın oluşmuş ve özellikle post-keynesyen, heterodox ve marksist çevrelerden bir çok iktisatçı tarafından fikirleri sahiplenilmiştir. Özellikle finansal istikrarsızlık ve para konusunda getirdiği fikirler

tanınmasına yardımcı olmuştur. Ancak maalesef Türkiye’de hâlâ Minsky’nin çalışmalarına dayanan ve Türkçe olan bir yazın yok denecek kadar azdır.

Bu nedenle, çalışmamızın amacı; (1) kapitalist ekonomide istikrarsızlığın kaynaklarını, (2) reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki ilişkileri, ve (3) Türkiye’de yaşanan ekonomik krizlerin açıklanmasında, Minskian teorinin sunduğu çerçevenin kullanılıp kullanılmayacağı araştırmaktır. Çalışmamızın birinci bölümünde, Hyman Minsky’nin standart ekonomiye getirdiği eleştirileri, ikinci bölümünde de alternatif bir teori için finansal istikrarsızlık hipotezinin temel dayanak noktaları sunulacaktır. 3. bölümde ekonomideki istikrarsızlığın Minsky’e göre içsel olarak nasıl ortaya çıktığı açıklanacaktır. 3. Bölümün diğer alt bölümlerinde, ekonominin işleyişi üzerinde etkide bulunan devlet, merkez bankası ve bankalar incelenecektir. Bu bölümlerde ayrıca finansal ve parasal süreçlerin Minsky tarafından nasıl izah edildiği açıklanmaya çalışılacaktır. Çalışmamızın 4. bölümünde, Minskian teorinin Türkiye uyarlaması tartışılacaktır. Bu tartışmaya zemin oluşturması için ufak da olsa bir model oluşturulacak ve Minskian teorinin Türkiye için önemli temel noktaları tartışılacaktır.

2. MINSKY'NİN STANDART İKTİSADI ELEŞTİRİSİ

Minsky, *John Maynard Keynes* (1975) adlı kitabında Keynes ile neo-Keynesyenler arasındaki ayrımlara ve özellikle neo-keynesyenlerin *Genel Teori'yi* nasıl yanlış yorumladıklarına değinir. Ancak standart ekonomi olarak adlandırdığı Keynes yorumlarını incelerken, sunulan Keynes yorumlarını üç kategori halinde sınıflandırır: tüketim modeli, IS-LM modeli ve işgücü piyasasına dayanan denge modeli. Minsky'nin neo-keynesyenleri sınıflandırmasındaki neden onların Keynes'i bir bütünlük içinde ele almamaları ve bunun yerine teorilerini Keynes'in geniş kuramsal çerçevesinin belirli parçaları üzerinde kurmalarıdır (Variato, 2000). Bir başka deyişle kendi isteğinin değil, Keynes'i yorumlama biçimlerinin bir sonucu olarak bu üç kategori ortaya çıkar.

2.1 Tüketim Modeli

Minsky neo-Keynesyen tüketim modelini Ackley'e ait "*Macroeconomic Theory*" (1961) ve Hansen'e ait "*Monetary Theory and Fiscal Policy*" kitaplarına dayanarak açıklar ve eleştirir.

Neo-Keynesyen tüketim modelleri ekonomiyi toplam talepteki gelişmelerin seyrine göre inceler (Minsky, 1986, s125). Tüketim modeline göre, toplam talebin bileşenleri, tüketim, yatırım, hükümet harcamaları ve net dış ticarettir. Tüketim vergi sonrası gelirin bir fonksiyonu iken, yatırımlar tüketimle ilişkili olarak tasarrufların bir fonksiyonudur. Gelir ise, yatırımların ve hükümet harcamalarının bir oranıdır ve bu oran (marjinal tasarruf eğilimi) yine tüketimle ilişkili olarak belirlenir (Minsky, 1986, s126). Tüketim esasen iki kesim tarafından gerçekleştirilir: Birincisi, finansal kaynaklara sahip olmayan ve tüketimlerini sadece ücret ve transfer ödemelerine bağlı gelirlerle sağlayan işçi sınıfı. İkincisi, finansal kaynaklara sahip fakat ancak net kâr beklentisi durumunda tüketime başvuran sermaye sahibi kesimler (Minsky, 1975). Toplam talebin seyri, bu kesimin tüketim davranışlarıyla belirlenir. Çalışan kesimlerdeki tasarruf eğilimin artarak tüketimi düşürmesi, iş dünyasında tasarrufların yatırımlara çevrilmesiyle dengelenir ya da dengelenebilir. Bu dengenin dış ticaretle dengelenemediği durumlarda ise, hükümet

harcamalarıyla bu denge sağlanmış olur (Minsky, 1986). İstihdam düzeyi de bu süreçte, toplam talebin düzeyine bağlı olarak değişir.

Her şeyden önce Minsky açısından önemli olan kapitalist ekonomideki istikrarsızlığın nedenlerini bulmaktır ve bu nedenle, tüketim, bu istikrarsızlığın nedenlerini açıklayabilecek güçte bir değişken değildir. Özellikle Keynesyen makroekonomik modelin temelini tüketim gibi pasif bir bileşenle incelemek, Minsky'e (1975) göre kapitalizmin özündeki istikrarsızlığın kaynağını anlamakta yetersizdir. Minsky'e göre, Keynes, *Genel Teori*'de tüketime sadece toplam talebin bileşeni olarak değinmiş fakat tüketime esaslı bir önem vermemiştir. Tüketime yönelik temel bulgusu, psikolojik yasalarla belirlenen tüketim eğilimi ile gelir arasında ters yönlü bir ilişki olduğu, tüketimin görece istikrarlı bir seyir izlediği ve tüketim eğiliminin çarpan üzerindeki etkisidir.

Minsky'e (1986) göre, tüketimin pasif bir karaktere sahip olması, tüketimi gerçekleştiren kesimlerin davranışlarından doğar. Çünkü, ne işçi sınıfı için gelir ve tüketim arasında istikrarlı bir ilişki vardır ne de sermaye sahibi sınıf için istikrarlı bir kâr beklentisi. Dolayısıyla, tüketime yön verdiği iddia edilen değişkenlerin, tüketimle olan ilişkileri belirsiz iken tüketim gibi bir veriden yola çıkarak ekonomideki dalgalanmaları açıklamak mümkün değildir (Minsky, 1975).

Bu modellerde, tüketim daima gelirin bir fonksiyonu olarak düşünülmüştür. Ancak Keynes'in de belirttiği gibi tüketimi etkisine alan yalnızca gelir değildir. Faiz haddi, enflasyon, hükümetlerin maliye politikaları ve iş dünyasının beklenen gelirleri gibi değişkenler de tüketim üzerinde etkide bulunur (Minsky, 1975). Bir başka deyişle, tüketim modellerinde, ekonominin arz yanı ihmal edilmiştir (Minsky, 1986, s124). Tüketim modeli, beklentileri ekonomik sürece dahil etmeden tasarrufların üretim olanaklarını harekete geçirdiğini iddia eder. Oysa, Minsky'e göre üretim olanaklarını harekete geçiren tasarruflar değil, beklenen kârlardır.

Diğer taraftan, Minsky'e (1975) göre Neo-keynesyen tüketim modellerinde finansal süreçlerin ve kurumların tüketimle olan ilişkisi sınırlıdır. Kurumsal açıdan sadece devlet harcamaları sürece basit bir toplam olarak dahil edilir. Devletin harcamalarını nasıl ve hangi alanlarda gerçekleştirdiği ya ikincil planda kalır ya da hiç değinilmez. Bununla birlikte, finansal araç, ilişki ve

kurumlar tüketim modellerinde hiç yer almaz. Özellikle tüketimin ve yatırımların nasıl finanse edildiğinin bir önemi yoktur, dolayısıyla banka gibi finansal kurumlarda modelde kendine yer bulamaz. Zaten tüketim modellerinin en aksayan yanı paranın modelde yer almamasıdır.

Neo-keynesyen tüketim modellerinin özellikle ikinci dünya savaşının hemen ardından yaygınlaşmasının ve kabul görmesinin iki nedeni vardır. Birincisi, ikinci dünya savaşı sonrası dönemde finansal piyasalardaki görece istikrarlı seyir, bu piyasaların ekonomi üzerindeki etkisinin, özellikle yatırım süreçleri üzerindeki etkisinin fark edilmesini engellemesidir. İkincisi, modelin basit olması politikacılar için bir olanak sağlamıştır. Çünkü modele göre kapalı bir ekonomide tüketim, hanehalkı harcamalarının, yatırımların ve devlet harcamalarının bir toplamıdır. Hanehalkı tüketimlerinin azalması, tasarrufları arttıracak, tasarruflarda yatırımları harekete geçirerek, böylelikle hanehalkı tüketimlerinin düşmesi yatırımlarla dengelenecekti. Dengenin oluşmadığı yerlerde ise, devlet ya harcamalarını arttıracak ya da vergileri düşürerek bir taraftan, harcanabilir geliri arttıracak diğer taraftan girişimcilerin maliyetlerini azaltarak yatırımlara olanak sağlayacaktı. Modelin çözümlenmesindeki basitlik, bu dönemde iktisatçıları, ekonomideki bazı değişkenlerle oynanmasıyla üretimin ne kadar artacağı, enflasyonun ne kadar değişeceğine yönelik hesaplamalar yapmaya yöneltti. İktisatçılar için bir egzersiz çalışması olarak ortaya çıkan ekonometrik çalışmalar, yaygınlık kazandı⁷. Ancak 1960'lı yılların sonuyla, finansal piyasaların ekonomide ağırlığını ortaya koymaya başlamasıyla beraber, tüketim temelli modeller geçerliliğini yitirmeye başladı çünkü tüketim modellerinde ortaya konulan varsayımların sonuçlarına göre finansal bir istikrarsızlığın doğması mümkün değildi (Minsky,1986, s129).

Tüketim modellerinin Minsky'e göre iki önemli sorunu mevcuttur. Birincisi, toplam talep içindeki tüketime görece fazla önem verilmesi yine toplam talep içindeki yatırımların rolünün görülmesini engellemiştir. Diğer taraftan, görece

⁷ Bu tip ekonometrik modellere Minsky (1986), Lawrence R. Klein ve S. Goldberger'in "an Econometric model of the United States" (1955) ve Daniel B. Suits'in "Forecasting and Analysis with an Econometric Model" (1962) çalışmalarını örnek verir.

istikrarlı bir bileşen olan tüketim üzerinde yoğunlaşma ekonomide beklenmeyen durumların yarattığı etkiyi önemsiz kılmıştır.

Sonuç olarak, Minsky'e göre istikrarsızlığın kaynağını bulmak için görece istikrarlı olan tüketimden yola çıkmak anlamlı değildir. Tüketim modelleri Keynes'in görüşlerini bütünlüğü içinde anlamakta da yetersizdir. Minsky'e göre Keynes, üretimin ne zaman kullanıldığına ve nasıl finanse edildiğine bakmadan, tüketimi sadece cari dönemdeki istihdam ve hasıla düzeyini etkileyen bir değişken olarak kullanmıştır. Tüketimden yola çıkarak dönemler arası bir ilişki kurmamıştır. Dönemler arasındaki ilişkiyi sağlayan sermaye mallarının fiyatıdır (Minsky, 1975).

2.2. IS-LM Modeli

Keynesyen ekonominin en yaygın kullanılan yorumu IS-LM modelidir. Hicks (1937) tarafından "*Mr. Keynes ve The Classics*" adlı eserinde geliştirilen bu modele göre, Keynesyen ekonomi, klasik iktisadın bir devamıdır. Yine de bu yaklaşım, tüketim modeline göre daha ileri bir noktadadır. Çünkü para piyasasındaki gelişmeler de modele dahil edilmiştir. Fakat parasal süreçler modelde, Keynesyen özgünlükten yoksundur ve klasik modelin bir devamı niteliğindedir. Keynesyen likidite tercihi fonksiyonu Marshallgil para talebi denkleminin bir uzantısı olarak görünür. Marshallgil para talebi, gelire faiz haddinin de eklenmesiyle elde edilen bir fonksiyondur. Yatırım talebi de, parasal süreçlerdeki gibi klasiklerin bir uzantısı şeklinde ortaya çıkar. Yatırımları belirleyen iki değişken mevcuttur: faiz haddi ve tasarruflar. Sonuç olarak, bu model klasik para talebi ve yatırım tüketim modellerini dönüştürerek Keynesyen bir model yaratmıştır (Minsky, 1975).

Bu modelde, eşanlı olarak çalışan iki piyasa mevcuttur: para ve mal piyasaları. Para arzı dışsal olarak belirlenirken, para talebi gelir ve faiz haddine bağlı "içsel" bir değişkendir. Para arzı dışsal ve sabit iken, para talebi gelirin pozitif ve faiz haddinin negatif bir fonksiyonu olarak ortaya çıkar. Bu fonksiyon genellikle pozitif eğimli LM eğrisi olarak adlandırılır. Çünkü, faiz haddi (i) artınca, para piyasasında dengenin korunabilmesi için *ceteris paribus* gelir de artmalıdır. Mal piyasası iki bileşenden oluşur. Birinci bileşen, faiz haddiyle ters orantılı yatırım talebidir ($I=I(i)$). İkincisi, gelir ve tasarrufa

bağlı tüketimdir ($S=Y-C$). Tasarruf yatırım eşitliğini sağlayan ($s(Y)=I(i)$) gelir ve faiz haddi düzeylerinin bileşimi de negatif eğimli IS eğrisini oluşturur. Veri para arzı miktarı için IS ve LM eğrilerinin kesiştiği nokta faiz haddi ve gelir düzeyini yaratır. İşgücü piyasaları için bu modelde açık ifadeler yoktur fakat fiyat düzeyi (P) sabit varsayılan ücretlerin bir oranı olarak kabul edildiğinden ($P = \lambda\omega$) para talebi işgücü talebine dönüştürülür ve böylece modelde istihdam düzeyi de elde edilmiş olur. Zaten para piyasası için LM (Labor-Money) kısaltmasının kullanılması bu nedendir (Minsky, 1975).

Modelin iç tutarlılığı şu varsayımlar ile sağlanır: yatırımların sadece faiz haddine bağlı olması, para arzının faiz haddini belirlemesi ve para arzının dışsal olması⁸. Oysa, Minsky (1975), Keynes'in *Genel Teori*'sini yorumlarken bu varsayımları yaratacak sonuçlara ulaşmamaktadır. Birincisi, Keynesyen ekonomide yatırımları sadece faiz haddi değil, sermaye malından beklenen gelir de etkiler. İkincisi, faiz haddini belirleyen sadece para değil, para ve para benzeri varlıklardır. Para benzeri varlıkların kapsamına finansal varlıklar girebileceği gibi, sermaye varlıkları da girebilir. Sonuncusu, para arzı sadece dışsal olarak belirlenmez, yaratılan para benzeri varlıkların da para arzı üzerinde etkisi vardır.

Modelin varsayımlarındaki bu zayıflıklar, yatırım sürecinin (IS tarafının) oldukça basitleştirilmiş olmasından kaynaklanır. Tüm yatırım süreci sermayenin marjinal etkinliğine yani faiz haddine bağlanmış ve yatırım kararlarının ardındaki karmaşık süreçler de ihmal edilmiştir. Minsky, *Genel Teori*'den devraldığı yatırım sürecini dört aşamaya ayırır:

1. "Para miktarı ve borçlanma faiz haddini yaratır
2. Uzun vadeli beklentiler sermaye malının yaratacağı gelire ve sermaye stoku oluşumuna yol açar
3. Beklenen gelir, sermaye stokunun miktarını ve faiz haddi, sermaye malının talep fiyatını oluşturur
4. Girişimcinin sermaye malından beklediği gelir sermaye malının arz fiyatına eşitlenene kadar yatırımlar arttırılır" (Minsky, 1975).

⁸ Minsky'nin Keynes'i yorumlayarak sunduğu para talebi modeli bölüm 3.6.4'de incelenecektir.

IS-LM modelinin sunduğu yatırım süreci ise Minsky tarafından sunulan sürecin birinci aşamasında son bulur. Birinci aşamada faiz haddinin sermayenin marjinal verimliliğine eşit olup olmadığı yatırım kararı vermek için yeterlidir. Bu nedenle, yukarıdaki aşamalardan da anlaşılacağı gibi, Minsky, yatırım kararlarında faiz haddinden daha çok sermaye mallarının fiyatıyla ilgilenir.

Minsky için IS-LM modelinde bir başka eleştirilmesi gereken nokta, sermayenin marjinal etkinliğinin, faiz haddi ve yatırım talebi arasındaki ilişkinin yansımaları olarak yorumlanmasıdır. Bir başka deyişle, faiz haddinin üretim fonksiyonunun bir davranışı olarak yorumlanmasıdır. Oysa, Minsky, Keynes'in açıklamalarına dayanarak faiz haddini belirleyen iki unsur olduğunu belirler. Birincisi, para miktarı ve borçlanma talebi arasındaki ilişki; ikincisi, sermaye malından beklenen gelirdir. Sermaye malından beklenen gelirin üretim fonksiyonuna (teknolojisine) bağlı olduğunu iddia etsek bile, beklenen gelir üzerinde sadece bu bağın etkili olduğunu söylemek mümkün değildir.

Eleştiriler, modelin LM tarafı için de genişletilebilir. LM eğrisinin gelir eksenine paralel olduğu başlangıç bölümü (yatırımların gelire duyarsız olduğu dönem, yani likidite tuzağı) ile faiz eksenine paralel olduğu bitiş bölümü (yatırımların faiz haddine duyarsız olduğu dönem) modelde özel durumlar olarak ele alınır. Oysa, faiz haddinin bu durumlar altında incelenmesi IS-LM modelinin zayıflıklarını ortaya koyar. Para arzındaki artışın gelir ve faiz haddini etkilemediği likidite tuzağı durumunda, para talebi denkleminde yer alan faiz haddi kısa vadeli değildir. Bir başka deyişle, likidite tuzağı durumunda, kısa vadede faiz haddi ile yatırımlar arasındaki ilişki kopar ve böylelikle modelin varsayımları da geçersiz hale gelir. IS-LM modeli, bu sorunu kısa ve uzun vadeli faiz hadleri arasında sabit bir ilişki olduğunu varsayarak aşmak istese de, en basit gözlemler bile bu ilişkinin sabit olmadığını gösterir. (Minsky, 1975)

Bununla birlikte, IS eğrisinin dik yani faiz haddine duyarsız olduğu durumlarda da faiz haddi ile yatırımlar arasındaki ilişki kopar. Yatırımların faiz haddine duyarsız olduğu durumlarda, faiz haddindeki düşüş yatırımları

arttırmaz. Bir başka deyişle, yine modelin faiz haddi ve yatırımlar arasındaki bağlantıyı sağlayan varsayımı işlemez duruma gelir.

Sonuç olarak, Keynesyen ekonomideki nakit akışı ilişkileri, belirsizlik, yatırımların dalgalı yapısı ve gerçek ekonomik ilişkilerin teoriyle olan bağlantıları bu yaklaşımın üzerinde durulmamış temel eksik noktalarıdır.

2.3. İşgücü Piyasasına Dayanan Denge Modeli

İşgücü piyasasına dayanan denge modelini Minsky(1975), Don Patinkin'e ait "*Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*" adlı kitabından yola çıkarak analiz eder ve eleştirir.

Bu model IS-LM modelinin devamıdır fakat IS-LM modeline işgücü piyasalarının eklenmiş halidir. Minsky tarafından bu modele getirilen eleştiriler daha çok bu modeli savunanların yöntemsel tutumlarıyla ilgilidir. Bu modelde, işgücü piyasasındaki arz ve talep dengesi istihdam düzeyini ve hanehalkı ücretleri belirler. Bu istihdam dengesi, firmaların üretim karakterlerini ve hanelerin tercihlerini yansıtır. Bir başka deyişle, işgücü talebi emeğin marjinal verimliliğine bağlı iken, arz kişisel tercihlere bağlıdır. Dengesizliğin kaynağı işgücü piyasasındaki arz ve talep farklılaşmaları olduğundan; denge ücretlerdeki değişimlerle sağlanır. Verili istihdam düzeyi için hasıla düzeyi, üretimin teknolojik yapısına bağlıdır (Minsky, 1986).

Oysa Minsky'e (1986) göre Keynes'in kendi analizinde işgücü piyasasındaki gelişmeler ikincil bir önem taşırlar. Keynes'in işgücü piyasasındaki gelişmeleri incelemesindeki amaç, toplam talebin bileşenlerini ve fiyat oluşumunu açığa çıkarmaktır. İşgücü piyasasında oluşan ücretler, gelir olarak toplam talebin bir bileşeni iken, maliyet olarak fiyatların bir bileşenidir.

Toplam talep açısından düşünecek olursak, ücretlerden sağlanan gelirle yapılan tüketim, toplam talebin bir kısmını oluşturur. Toplam talep içinde, yatırımlar ve devlet harcamaları da bulunur. Ücretler yatırımlara nazaran, toplam talebin seyri üzerinde sınırlı bir etkiye sahiptir (Minsk, 1986).

Ücretlerin maliyet olarak yorumlanması da, Minsky'e (1986) göre dolaylı yoldan toplam talebi açıklamaya yönelik bir girişimdir. Ücretlerdeki gerileme, maliyet azalmasına tekabül ettiğinden, fiyatlar üzerinde etkide bulunacaktır.

Ancak burada yöntemsel bir sorun vardır. Fiyatlar, ücretler düştüğü için mi, yoksa toplam talep düştüğü için mi düşmüştür? Aslında her iki yoldan da fiyatlar etkilenebilir; ancak, fiyatlar üzerindeki başat etken toplam talebin seyridir. Düşen talep, fiyatların kırılmasıyla arttırılmaya çalışılır; fakat fiyatların düşürülmesine olanak sağlayan da ücretlerin düşük olmasıdır. Öte yandan, ücretlerin düşmesinden kaynaklanan toplam talepteki düşüş, yatırım ve devlet harcamalarıyla telafi ediliyorsa, ücretlerin düşürülmesine de gerek yoktur. Bu nedenle, ücretler, fiyatlar üzerinde yeterince etkili bir etken değildir. Özellikle, yatırım sürecinin ortaya çıkarttığı süreçler ile devlet harcamalarının da bir etkisi vardır. Bu nedenle, işgücü piyasasında oluşan ücretler, toplam talep için gerekli işgücü talebini açıklamakta yetersizdir.

Kapitalist ekonomide istihdam dengesi, toplam talep için gerekli işgücü miktarına bağlıdır. Ancak diğer taraftan, işgücü arzı talep edilen işgücünden fazla olabilir. Zaten bu durum, Keynes (1936) tarafından tam istihdam altında denge olarak yorumlanmıştır (Minsky, 1986).

Sonuç olarak, Minsky'e göre, ücretlerin yön verdiği işgücü arzı işsizliği ortadan kaldıracak kadar güçlü bir etken değildir. Bu nedenle, tam istihdamın olmadığı koşullarda da bir denge durumu oluşabilir. Keynes işgücü piyasasındaki dinamikleri şöyle açıklar: İşgücü arzındaki fazlalık ücretlerin düşmesine; düşen ücretler fiyatlarla beraber işçilerin gelirlerinin de düşmesine; düşen gelirler de toplam talebin düşmesine yol açar. Dolayısıyla, işgücü arzındaki fazlalık hem toplam talebin hem de arzın düşmesine yol açar ve başlangıçtaki işsizlik telafi edilemez. Ücretlerdeki düşüş fiyatlardaki düşüşe yol açtığından reel para miktarındaki artış faiz haddinin düşmesine sebep olur. Faiz haddindeki bu düşüşün yatırımlar üzerindeki etkisi de sınırlıdır, çünkü toplam talep düşmüştür (Minsky, 1975).

İşgücü piyasasına dayanan denge modeli, fiyat esnekliğine dayanarak denge sürecini açıklar. Fiyatlardaki düşüşün toplam talebi arttırması beklenir. Oysa, Minsky'e göre bu modelde ihmal edilen iki nokta vardır: Birincisi, ücretlerdeki azalışın geliri, dolayısıyla toplam talebi düşürmesi; ikincisi, yatırımlardan beklenen gelirlerin düşmesi ve taahhüt edilen ödemelerin zora girmesidir. Özellikle, bu ikinci etki, ekonomik işleyişte finansal süreçlerin de etkin bir rol oynadığı üzerine kuruludur. Minsky'e(1986) göre ekonomik işleyiş

sadece işgücü ve mal piyasalarındaki gelişmelerden değil, aynı zamanda para piyasasındaki gelişmelerden de etkilenir. Ancak, işgücü piyasasına dayanan denge modelinde para piyasası için bir alan tanımlanmamıştır. Para modelde dışsal bir unsur olarak sunulduğundan, ekonomik süreçlerin para arzı, faiz haddi ve yatırımlar üzerindeki etkisi açıklanmamıştır.

Fiyatlar, modelde hasıla düzeyini ve kaynakların dağılımını etkileyen bir rol üstlenmiştir. Ancak, fiyatların bu rolleri yanında, kâr sağlamak ve ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek gibi rolleri de vardır. Çünkü, fiyatlardaki düşüş, hem kârların düşmesi hem de ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilememesi anlamına gelir. Bu nedenle, ekonomideki firmaların, fiyat düşüşü nedeniyle nakit para talebi artarken, gelecek yatırımları destekleyecek iç kaynakları da azalır. Fiyatlara bağlı olarak beklenen gelirlerin düşmesi, firmaların dışardan kaynak sağlayışını da olumsuz yönde etkileyecektir.

Fiyatlardaki düşüş toplam talebi arttırsa bile, bu artışın ne kadar süre alacağı ve var olan ödeme taahhütlerini karşılamak için yeterli olup olmadığı önemlidir. Bu nedenle, model de bir zaaf olarak bulunan iki eksiklik daha mevcuttur: Birincisi, borç yükünün ekonomi üzerindeki etkisi; ikincisi, zamanın modelde yer almayışıdır. Oysa, tüm ödeme taahhütleri bir zamana bağlıdır. Modelin temel eksikliği özetle finansal süreçleri ihmal etmesidir (Minsky, 1986).

Sonuç olarak Minsky tarafından Keynesyen olabilmek için önemsenen temel unsurları Ackley, Hicks ve Patinkin gibi neo-keynesyenlerde bulmak mümkün değildir. Buraya kadar verdiğimiz neo-keynesyen modellerde, denge durumları sorgulanmış fakat istikrarsızlığın kaynakları açıklanmamış, ekonomik birimler arasındaki gelişmiş ve karmaşık finansal ilişkilerin varlığı ihmal edilmiş ve toplam talebi etkilemesi dışında devlet gibi sistemi etkileyecek kurumsal yapılanmalar üzerinde durulmamıştır.

2.4. Standart Teori ve Belirsizlik

Minsky (1975), Keynesyen anlamda belirsizliğin anlaşılmadan Keynes'in ortaya koyduğu ekonominin de anlaşılamayacağını ifade eder. Bu yüzden belirsizlik Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde önemli bir yer

tutar. Belirsizlik hipotezin başlangıç ve bitişinde yer alır. Finansal istikrarsızlığı yaratan temel etkenlerden bir tanesi belirsizlik olduğundan, politika önerileri de bu belirsizliği sınırlamak üzerine kurulur. Kapitalist ekonominin işleyişi kendiliğinden belirsizliği yarattığından, büyük devlet ve merkez bankalarının bu belirsizliği azaltabilecek rollerinin olduğunu belirtir.

Keynes'e (1936) göre Büyük Bunalımı açıklayan birbiriyle ilintili üç nokta vardır: likidite tercihi, sermayenin marjinal verimliliği ve ekonomideki belirsizlik. Fakat belirsizlik 1929 Büyük Bunalımının açıklanmasında fonksiyonel bir ilişki olarak görünmez. Yine de belirsizliğin finans ve yatırımla ilişkisi Büyük Bunalımı açıklamakta anahtar roledir (Minsky, 1996).

Keynesyen anlamda belirsizlik olasılıktan farklıdır. Çünkü olasılık veri nesnel koşullar altında hesaplanabilirken, belirsizlik hesaplanamaz (Minsky, 1975). Keynes'in (1937) kendi ifadesiyle, "bir oyun masasındaki olasılık, değişmez nesnel koşulların varlığından dolayı, sayısal olarak ifade edilebilir. Fakat diğer taraftan ekonomi için nesnel koşullar belirli olmadığından ya da bu koşullar farklı olarak anlaşıldığından ancak öznel olasılıklardan bahsedilebilir. Eksik ve farklı bilgiye dayanan bu olasılıklar sürekli değişme eğilimindedir." Bu nedenle, Keynes, belirsizliği olasılıktan ayırmak için şöyle örnekler verir: "bir rulet oyununda belirsizlik yoktur. İnsan ömrü az da olsa belirsizdir ya da hava durumu bile nispeten belirsizdir. Ancak bir Avrupa savaşı beklentisi, faiz haddinin ve bakır fiyatının yirmi yıllık seyri, yeni bir icadın ne zaman demode olacağı ya da 1970'lerin sosyal sisteminde servet sahiplerinin yeri, işte bunlar tamamıyla belirsizdir." (Keynes, 1937) Bu belirsizliğin esas nedeni açıktır: Bu olaylar için hesaplanacak bir dayanak noktası yoktur. Bir başka deyişle, bu olaylar herhangi bir dağılım çeşidiyle ifade edilebilecek özellikler taşımazlar.

Ekonomik hayatta belirsizlikle karşılaşıldığında, çoğunlukla "bugün geleceğin iyi bir rehberidir" yaklaşımı benimsenir ve çoğunluğa ya da ortalama davranışlara uyum sağlanmaya çalışılır. Geleceğe bakıştaki bu güçsüz dayanaklardan dolayı yapılan planlar ve beklentiler sürekli ve hızla değişir. Belirsizlik ekonomik hayatta iki noktada kendini güçlü bir şekilde hissettirir: finansal kurumların, firmaların ve hanehalklarının portföy kararlarında ve sermaye malından bekledikleri nakit akışında (Minsky, 1996).

Minsky (1996), Sargent'ın (1993) "*Bounded Rationality in Macroeconomics*" başlıklı kitabından yola çıkarak yeni klasik ekonomistler ile Keynesyen iktisadın, belirsizlik konusunda birbirleriyle yaklaştığı ve uzaklaştığı noktaları belirler.

Sargent çalışmasında "firmaların kurulan modellerin modeli olduğunu" belirtir. Bir başka deyişle, kurulan ekonomik modellerde modelin iç tutarlığı adına bütün firmaların aynı düşündüğünün varsayıldığını belirtir. Oysa, Sargent modeldeki her firmanın aynı düşünemeyeceğini iddia eder. Firmalar karar verirken deneyimlerinden yaralandığından, kullandıkları model ne zaman işlemese yeni bir modele yönelirler. Bu da firmaların sürekli yaklaşım değiştirmesine neden olur ve firmalar için hiçbir zaman sonlanmış bir model ortaya çıkmaz. Dolayısıyla modelde firmalar arasında sistematik bir ilişki ortaya çıkmaz ve kaçınılmaz olarak Sargent Keynesyen belirsizliğe yönelir. Ancak her ne kadar Sargent'ın getirdiği yaklaşımla Keynesyen belirsizlik bazı benzerlikler taşısa da, Minsky'e (1996) göre aralarında hâlâ bazı temel farklılıklar da mevcuttur. İlk fark, Keynes'in paranın nötr olmadığını göstermeye çalışması ve dolayısıyla ikili fiyat yapısına yönelirken, Sargent'ın görece fiyatların paradan bağımsız ve geçici etkilerinin bulunduğunu belirtmesidir. İkincisi, Sargent klasik iktisada ait dikotomiyi takip ederken, Keynes dikotomiyi reddeder. Son olarak, Keynes yatırım kararlarını ve aşamalarını ve buna bağlı dağılımı vurgularken yeni klasik iktisat bu unsurları görmezden gelir.

2.5. Minsky ve Standart İktisadi Teori

Kuşkusuz, standart iktisadi teori, Minsky'nin ele aldığı çalışmalarla sınırlı değildir. Minsky'nin Sargent'ın makalesiyle ilgili yaptığı tartışmadan da anlaşılacağı gibi onun ekonomik teori için vurguladığı noktalar ile standart teorinin ilgilendiği konular zaman zaman birbirlerine yaklaşmıştır. Minsky'e göre standart iktisadi teorideki sorun bir önceki bölümde bahsedildiği gibi standart ekonominin parçalı yapısı ya da Keynesyen teoriyi bütünlüklü olarak kavramamış olmaları değildir (Variato, 2000). Sorun, finansal yapı ve süreçlerin, belirsizliğin ve ekonomik dalgalanmaların dikkate alınıp alınmadığıdır. Minsky'nin ele aldığı neo-Keynesyen çalışmalarda bu unsurları

göremesek de, 1980'li yıllardan sonra özellikle belirsizliğin ve finansal süreçlerin neo-Keynesyen iktisadi teoriye dahil edildiği çalışmalar olmuştur.

Sargent'ın sınırlı gerçeklik (*bounded rationality*) ve Akerlof'a(1970) ait asimetric bilgi kuramları, Minskian anlamda belirsizliğe yakın tespitlerdir (Fazzari, 1999). Akerlof'un (1970) yaptığı çalışmaya göre, piyasadaki satıcılar daima alıcılardan daha iyi bilgiye sahiptirler. Bu nedenle, satıcılar daima bu avantajlı durumlarından faydalanmak isterler ve bu durum, çoğu zaman ya satıcıların mallarını yüksek fiyattan satmasına ya da alıcıların kötü kalitede mal almasına sebep olur (Fazzari, 1999). Bir başka deyişle, tam bilgiye dayanan piyasadaki alışverişlerin sağladığı optimal düzeylerden sapılmış olunur. Hem Sargent'ın hem de Akerlof'un piyasadaki bilgi ya da belirsizlik için yaptıkları çalışma kuşkusuz, Minskian çerçeveye uymamaktadır. Örneğin, her iki çalışmada da finansal süreçler analize dahil edilmemiştir. Ancak, Minsky için gerçeğe yakın her açıklama yöntemsel sorunlardan daha önemlidir (Variato, 2000). Bu yüzden, Minsky, standart iktisat kuramını bir bütün olarak hiçbir zaman ret etmemiştir. Kendi geliştirdiği yaklaşım ile standart iktisadi kuram arasında sürekli bir ilişki kurmaya çalışmıştır (Variato, 2000).

Fazzari (1999) yaptığı bir çalışmada, Stiglitz ve Weiss (1981), Bernanke ve Gertler'in (1995) ve Bernanke ve Blinder(1988) tarafından yapılan çalışmaların Minsky'nin iktisadi kuramına yakınlaştıklarını belirtir. Stiglitz ve Weiss (1981) tarafından asimetric bilginin finansal piyasalara uygulandığı bu çalışmayla, piyasadaki aktörlerin farklı düzeydeki bilgilerinin kredi kanallarını aksatabileceği vurgulanırken, Bernanke ve Gertler'in (1995) tarafından yapılan çalışmada, firma borç yüklerinin kredi kanalları üzerindeki etkisi gösterilmeye çalışılmıştır. Bernanke ve Blinder(1988) tarafından yapılan çalışmada ise, IS-LM modeli çerçevesinde para ve maliye politikası araçlarının kredi kanalları üzerindeki etkisi incelenmiştir (Fazzari, 1999).

Üçüncü kuşak kriz modellerinde kullanılan ahlaki tehlike sorunu da Minskian teori içinde anılan bir problemdir. Örneğin Minsky, merkez bankası tarafından verilen mevduat güvencelerinin bankalar tarafından kullanılmasını bir ahlaki sorun olarak belirtir. Çünkü, bu güvenceye dayanan bankalar kredi kanallarını, kredilerin sonuçlarıyla ilgilenmeden kullanırlar ve olağan dışı bir

kredi genişlemesine yol açabilirler. Ancak Minskian teoride, ahlaki tehlike sistemden bir sapma olarak ele alınmaz. Çünkü, bu finansal kuruluşların ve bankaların sürekli başvurduğu bir yoldur. Minsky'e göre önemli olan iş dünyasının ahlaki durumu değildir. Önemli olan bunu neden yaptıklarıdır. Bu nedenle, Minsky'e göre ahlaki tehlike, iş dünyasının kârlara ulaşmakta kullandığı yollardan sadece birisidir.

Standart iktisat içinde gösterilen Kindleberger'in (1978) piyasa coşkunluğu çalışmasının, büyük oranda Minsky'e dayanması da, Minsky ile standart iktisat arasındaki yakınlaşmanın bir göstergesidir. Ancak, Minsky (1992) Kindleberger'in çalışmasını Fisher (1933) tarafından geliştirilen borç deflasyonu teorisinin bir uzantısı olarak değerlendirir. Minsky'e (1992) göre Kindleberger'in çalışmasında finansal piyasaların istikrarsızlaştırıcı bir etken olarak anılmasını ileri bir noktadır. Fakat, kapitalist ekonomide sermaye mallarının karakteristik özellikleri bu çalışmada yer almamıştır. Bir başka deyişle, Minsky'e göre, Kindleberger'in çalışmasının finansal piyasalar ile reel ekonomi arasındaki ilişkiler sermaye malları bağlamında eksiklikler taşımaktadır.

Açık ki, son yıllarda standart iktisat kuramı ile Minsky arasında benzerlikler oluşmuştur fakat farklılıkların hâlâ çok büyük olduğu söylemek gerekir. Çünkü, Fazzari'ye (1999) göre standart iktisat kuramının hâlâ Minskian iktisat açısından çözemediği ilişkiler ve üzerinde durmadığı noktalar vardır. Fazzari'ye (1999) göre büyük devlet ve büyük bankaların ekonomi üzerindeki etkileri hala standart iktisat kuramı tarafından dar bakış açısıyla ele alınmaktadır ve finansal ilişkilerin ekonomi üzerindeki rolü sınırlı bir incelenmektedir.

3. MINSKY'NİN İKTİSAT TEORİSİ

Minsky'e (1986, s100) göre kapitalist ekonominin kendiliğinden işleyişi istikrarsızlık yarattığından ekonomiye müdahale sürekli bir ihtiyaçtır. Fakat ekonomiye müdahale etmek ya da ekonomik politikalar geliştirmek sadece ekonominin içsel olarak istikrarsız olduğuna inanların bir sorunu değildir. Böyle düşünenler kadar, ekonominin kendi dengesini kuracağına inanlar da ekonomik politikalar geliştirirler. Dolayısıyla sorun, hangi noktada durarak politika geliştirdiğinizdir. Bir başka deyişle, sorun hangi iktisadi teoriye dayanarak ekonomik politikalar geliştirdiğinizdir. Açık ki, ekonomik anlamda sorun olarak kabul ettiğimiz şey, kullandığımız iktisadi kurama göre değişecektir. Bu yüzden, Minsky (1986, s101) iktisatçıların üzerinde ağır bir yük olduğunu çünkü ekonomik sorunları anlamak için sürekli yeni araçlar yaratmak zorunda olduklarını belirtir. Minsky'i böyle düşünmeye iten özellikle 1960'lı yıllardan sonraki dünya ve ABD ekonomisinin seyridir. Çünkü, bu yıllarda, Minsky (1986) standart iktisat teorisinin istikrarsızlıkları engelleyecek politikalar geliştiremediğini ve başarısız olduğunu belirtir. Ona göre standart iktisat teorisi hala neden istikrarsızlıkların ortaya çıktığını anlayamamıştır. Minsky'e göre söz konusu iktisat politikalarını geliştirmek için iktisat teorisi şu üç sorunun nedenleri araştırılmalıdır:

1. "Piyasa mekanizması hasıla ve fiyatlar arasındaki uyumlu ilişkiyi nasıl sağlıyor?
2. Gelir, hasıla ve fiyatlar hangi yolla belirleniyor?
3. Neden zaman zaman bu unsurlar arasındaki ilişki bozuluyor ve ekonomi krizlere eğilimli hale geliyor?" (Minsky, 1986, s101)

Çalışmamızın bundan sonraki bölümlerinde, Minsky'nin sorduğu bu sorulara kendisinin nasıl yanıt verdiğini bulmaya çalışacağız.

3.1. Kapitalist Ekonomide Fiyatlar ve Kârlar

Minsky'e (1986) göre Neo-klasik fiyat teorisi, kapitalist ekonomiyi karmaşık finansal yapısıyla beraber düşünmediği için fiyatların piyasayı nasıl temizlediğini açıklamakta yetersiz kalır. Neo-klasik fiyat teorisine göre fiyatların ekonomideki rolü kaynak dağılımını ve üretim düzeyini belirlemektir.

Bu teoride fiyatların, borçlarla ve ekonomiyi yükümlülük altında bırakan diğer sözleşmelerle olan ilişkileri ihmal edilir. Çünkü, sermaye ve finansal varlıkların üretimde para gibi kâr sağlamak amacıyla kullanımı neo-klasik fiyat teorisinin merkezinde yer almaz. Dolayısıyla paranın zaman içindeki seyri ekonominin anlaşılmasında merkezi bir öneme sahip değildir.

Oysa, yatırım yaparak devamlılığını sağlayan kapitalist ekonomide, yatırımların finansmanı ve sermaye varlıklarının mülkiyeti, ekonomik birimleri sözleşmelere dayanan parasal ödeme yükümlülükleri altında bırakır. Yatırım, kısaca, gelecekte kazanılacak paranın bugün satın alınmasıdır. Bu durum, ekonomide yatırımların finansal varlıklara dayanan bir nakit akışıyla bütünleşmesine yol açar. Yatırımlar sadece üretim mallarının fiyatına bağlı değildir, aynı zamanda finansal varlıkların fiyatına da bağlıdır. Dolayısıyla, fiyatların ekonomide kaynakların dağılımını ve üretim düzeyini belirlemek dışında artık değer yaratmak, yeni sermaye mallarının üretimine yol açmak ve geçmiş borçların ödenmesini sağlamak ve yeni borçlara da yol açmak gibi rolleri de vardır. Bir başka deyişle fiyatlar, kapitalist sistemde kârların taşıyıcısı rolündedirler (Minsky,1986).

Öte yandan, fiyatların aynı zamanda, yönetim, kırtasiye ve reklam gibi işletme yan giderlerini de kapsamaları gerekir. Bu giderler, toplam ekonominin ve firmaların çalışma tarzlarına bağlı olarak değişir.

Minsky'e (1986) göre Ekonominin yeni yatırımlara yönelebilmesi için geçmiş yatırımların, üretim malları fiyatları aracılığıyla geçerliliğinin (*validate*) sağlanması gerekmektedir. Geçmiş yatırımların "başarılı" sayılabilmesi için üretim malları fiyatlarının yukarıda belirtilen üç özelliği sağlaması gerekir. Bu, kapitalist ekonomide üretim malları fiyatları yanında sermaye ve finansal varlıkların fiyatları da önemli roller oynadığını gösterir. Yatırımların seyri belirtilen bu iki fiyat kümesi arasındaki ilişkiliyle belirlenir. Üretim malları fiyatları daima sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarını sağlamalıdır. Bir başka deyişle, yatırım, yeni bir sermaye malının alımı, dolayısıyla üretimdir. Yeni bir sermaye malının üretilmesi için ise sermaye malının fiyatının belirli bir seviyede oluşması gerekir. Sermaye mallarının fiyatının düşük

olması o sermaye malının üretiminin düşmesi, olmaması – yatırımların düşmesi, durması anlamına gelir. Sermaye malının üretiminin sağlanması ya da talebinin gerçekleşmesi için ise üretim (tüketim) malları fiyatlarının o sermaye malının fiyatını sağlayacak bir seviyeye ulaşması gerekir. Anlaşılacağı gibi, sermaye ve üretim malları arasında tek yönlü bir ilişki mevcuttur. Bu ilişkiye göre sermaye mallarının fiyatı daima görece olarak üretim malları fiyatından fazla olmalıdır, ki yeni yatırımların (yeni sermaye malları üretiminin) yolu açılsın.

Sonuç olarak, fiyatların iş gücü maliyetlerinden ve bunun üzerindeki kâr marjlarından oluştuğunu söylersek, kâr marjlarının, sırasıyla, sermaye mallarının fiyatını, borçların fiyatını ve diğer işletme giderlerini kapsamaları gerekir. Dolayısıyla ekonominin nasıl işlediği sorusuna cevap verebilmemiz için ilk önce kârların nasıl oluştuğu sorusuna cevap vermemiz gerekir (Minsk,1986).

Gelecek bölümde, Minsky'nin bakış açısından, kârların fiyatların oluşumunu ve kâr marjları üzerinde etkide bulunan faktörleri göstermeye çalışacağız. Kapitalist bir ekonomide, kaynak dağılımıyla ve fiyatların oluşumuna, üretimin finansmanını, sermaye mallarının pozisyonunu ve yükümlülüklerin sağlanmasını eklediğimizde Minsky'e göre paranın neden etkisiz olmadığını göstermiş olacağız.

3.1.1. Üretim Malları Fiyatı ve Kâr

Şimdi üretim malları fiyatları ve kârlar arasındaki ilişkiyi, Minsky'nin Kalecki'den (1971) devir alarak sunduğu basit bir model aracılığıyla açıklayacağız (Minsky, 1986, s141-171). Kapalı bir ekonomide devletin ve vergilerin olmadığını, iki sektörün: tüketim ve yatırım malları üreten sektörlerin olduğunu, işçilerin tüm ücretlerini harcadığını ve tüm üretimin tüketildiğini varsayıyoruz. Ayrıca, ekonomide sadece işçilerin tükettiğini varsayıyoruz. Basit modelimizde kullandığımız bir diğer varsayım da, sermaye malları fiyatının görece olarak üretim malları fiyatından yüksek olduğudur. Bu varsayımı kabul etmemizin nedeni, modelde sermaye mali

üretimine olanak vermektir. Çünkü aksi takdirde, yani sermaye mallarının üretim mallarına göre düşük olduğu bir durumda yatırım yapmak rasyonel bir karar değildir.

Tüketim	Yatırım	Açıklama
P_c	P_I	Fiyatlar
N_c	N_I	İstihdam
Q_c	Q_I	Üretilen Mal Miktarı
W_c	W_I	Ücretler

Ekonomideki toplam üretimin parasal değeri $P_c Q_c$ kadardır. Tüketim sektöründeki işçilerin toplam geliri $W_c N_c$, yatırım sektöründekilerin ise $W_I N_I$ kadardır. Yatırım sektörü olmasaydı, tüm üretim, tüketim sektöründeki işçiler tarafından tüketilecek, $P_c Q_c = W_c N_c$ olacak ve kâr gerçekleşmeyecekti. Çünkü, $\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c$ yani toplam Kâr=gelir-gider olacağından kâr sıfır olacaktı. Fakat gerçekte modele göre yatırım sektöründeki işçiler de tüketim yapacağından, $P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I$ olacak, yani tüm üretim yatırım ve tüketim sektörlerindeki işçiler tarafından tüketilecektir. Diğer bir deyişle, modelde tüketim sektörü işçileri ürettikleri her şeyi tüketemeyecekler ve yatırımın finanse edilmesi için artı değer yaratmaları gerekecektir. Sonuçta, $\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c = W_I N_I$ olacak ve böylelikle temel makroekonomik ilişkiyi ifade eden “toplam kâr toplam yatırıma eşittir” sonucuna ulaşılabacaktır.

Gelir-tüketim denkleğinden, tüketim malları fiyatını çekersek,

$$P_c = \frac{W_c N_c}{Q_c} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_c N_c} \right) \quad (3.1)$$

olur. Biraz daha basitleştirmeye gidersek ve tüketim ve yatırım malları sektörlerindeki ücretlerin eşit olduğunu ($W_c = W_I$) ve $Q_c / N_c = A_c$, olduğunu yani A_c 'yi tüketim sektöründeki bir işçinin verimliliği olarak kabul edersek. Tüketim malları fiyatı, (3.2)'de belirtildiği gibi olur:

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{N_I}{N_c} \right) \quad (3.2)$$

Böylelikle tüketim malları fiyatını etkileyen temel bileşenler bulunmuş olunur. Fiyatları etkileyen unsurlar sırasıyla, ücretler (W_c), tüketim sektörü işçileri verimliliği (A_c) ve yatırım sektöründeki işçilerin tüketim sektöründeki işçilere oranıdır (N_I / N_c). Burada dikkat çekici olan nokta, ileride modelin genişletilmesi durumunda dahi para arzının fiyat denklemi içinde olmamasıdır. Bilindiği gibi Neo-klasik iktisadın miktar teorisi yaklaşımına göre fiyat düzeyi para arzının bir fonksiyonudur. Burada, para arzı, sonradan belirtileceği gibi sermaye mallarının fiyatı üzerinde dolayısıyla yatırımlar ve bütçe açıkları üzerinde etkili oluyor. Bir başka deyişle, ekonomik sistemin yarattığı finansal ilişkiler içinde ortaya çıktığı için tüketim malları üzerindeki etkisi dolaylı olarak ortaya çıkar. Dikkat çekici bir diğer nokta, fiyat hareketlenmelerini anlamaya çalışırken ücretlerin, verimliliğin ve istihdamın dağılımının fiyatlar üzerinde dolaysız bir etkiye sahip olduğunu göstermesidir. Bu nedenle, Minsky'e (1986) göre, tüketim malları fiyatını etkileyen unsurlar arasında değişkenliği en fazla olan unsur yatırım olduğundan, fiyat hareketlerini anlamamanın en iyi yolu yatırım sürecini incelemekten geçer.

3.1.2. Makroekonomik Fiyat Düzeyi ve Devletin Modele Eklenmesi

Modele devletin de katılması durumunda, gelir-tüketim denkliği

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I + W_G N_G + T_r - T_w (W_c N_c + W_I N_I + W_G N_G) \quad (3.3)$$

W_g : Kamu sektörü işçi ücretleri

N_g : Kamu sektöründeki işçi sayısı

T_w : Ücretlere uygulanan gelir vergisi oranı

T_π : Kârlara uygulanan vergi oranı

T_r : Transfer harcamaları

ve bütçe açığı da

$$Df = W_G N_G + T_r + II_G - T_\pi (W_c N_c + W_I N_I + W_G N_G) - T_\pi II \quad (3.4)$$

olacaktır. Bu durumda fiyatlar genel düzeyi

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_c N_c} + \frac{D_f - \pi_G}{W_c N_c} + \frac{T_\pi \pi}{W_c N_c} \right) \quad (3.5)$$

denklemlerle ifade edilmiş olur. Denklemlerden de anlaşılacağı gibi yatırım sektöründeki işçilerin ücretleri, bütçe açığı ve kâr üzerindeki vergiler kâr-marjı oranını belirler.

$$\text{Tüketim Sektörü Kârı} \quad \Pi_c = W_I N_I + D_f - \Pi_G + T_\pi \Pi \quad (3.6)$$

$$\text{Yatırım Sektörü Kârı} \quad \Pi_I = I - W_I N_I \quad (3.7)$$

$$\text{Devlet İşletmelerinin Kârı} \quad \Pi_G = \Pi_G \quad (3.8)$$

$$\text{Ekonomideki Toplam Kâr} \quad \Pi = \Pi_c + \Pi_I + \Pi_G = I + D_f + T_\pi \Pi \quad (3.9)$$

$$\text{Vergi Sonrası Kâr} \quad \Pi^* = I + D_f \quad (3.10)$$

Kârlar ise yatırımların, bütçe açığının ve vergilerin toplamına eşit olur.

(3.5) ve (3.10) nolu denklemlerde ortaya çıkan sonuçlar oldukça önemlidir. Çünkü, 1970'li yıllarda yaşanan durgunluk içinde enflasyon (stagflasyon) olgusu bu denklemler aracılığıyla açıklanabilir. Zaten Minsky tarafından yaratılan finansal istikrarsızlık hipotezinin amaçlarından bir tanesi de bu dönemi açıklamaktır. (3.10) nolu denklemden yola çıkarsak, düşen yatırımlar karşısında artan bütçe açıklarıyla kârların en azından korunabileceği görülebilir. Bu aynı zamanda neden 1970'li yıllarda 1930'lardaki gibi bir bunalıma sürüklenilmediğinin bir açıklamasıdır. Çünkü büyük bir devlet vereceği büyük bütçe açıklarıyla ortaya çıkan bir krizin büyük bir bunalıma dönüşmesini kârları arttırarak engelleyebilir. (3.3) nolu denklemin sağ tarafından da görülebileceği gibi devlet, yatırım ve istihdamın düşmesine rağmen tüketimi mal ve hizmet satın alarak, istihdam yaratarak ve transfer harcamalarında bulunarak arttırabilir ya da en azından düşmesini engelleyebilir. Ancak küçük bir devletin bu tarz bir etkide bulunamayacağı açıktır. Büyük bir devletin modeldeki işlevi aynı zamanda onun ne kadar büyük olması gerektiği konusunda da fikir verir. Minsky'e (1986) göre bir

devlet düşen kârları telafi edebilecek kadar büyük olmalıdır. 1929 yılındaki Büyük Bunalım ile İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki krizleri birbirinden ayıran en önemli noktalardan bir tanesi budur. Çünkü, 1970'li yıllarda, 1930'lu yıllardaki kadar ekonomik yönden küçük devletlere rastlamak mümkün değildir. Büyük Bunalımın ardından Keynesyen politikalar nedeniyle kapitalist ekonomilerde devletin ekonomi içindeki payının artması, daha sonraki yıllarda kârların düşmemesini engelleyen en önemli etken olmuştur.

(3.5) nolu denklem ise büyük bir bunalımdan sakınmanın bedelini gösterir niteliktedir. Denklemden de görülebileceği gibi makroekonomik fiyat düzeyi üzerinde bütçe açıklarının da etkisi vardır. 1970'li yıllarda kârları korumanın bedeli artan fiyat düzeyi (enflasyon) olmuştur. Bu dönemde, kârların düşmesi devletler tarafından engellenmiş fakat ekonominin büyümesini sağlayacak bir etki de olmamıştır. Bu nedenle, bir çöküş olmamış fakat ekonomi durgunluk içerisine girmiştir. Ekonomik durgunlukla beraber fiyat düzeyindeki bu artış seyri temel iktisat yazınında stagflasyon olarak anılmıştır.

Fiyat denklemdeki (3.5) bir diğer nokta, Minsky'e (1986) göre bilinenin aksine vergilerin de enflasyonist bir etki yaratabileceği yönündedir. Denklemden işçi ücretleri işçi maliyetleri gibi düşünülürse ve bu vergiler de maliyete dahil edilerek kapitalistler tarafından üstlenilirse kapitalistler bu durumu bir maliyet artışı olarak algılayıp, bu maliyetleri fiyatlara yansıtacaklardır. Ya da hükümet transfer harcamalarını sosyal güvenlik primlerini arttırmak yoluyla finanse etme yoluna giderse, yine aynı şekilde işverenler bu maliyeti fiyatlara yansıtma yoluna gidebilirler. Sonuç olarak, hükümetlerin nasıl bir vergileme yöntemi yürüttükleri ve hangi harcama programları uyguladıklarının da fiyatların gelişimi üzerinde etkisi vardır. Hükümetlerin bu rolü sadece fiyat ve kârları etkilemez, aynı zamanda nakit akışını, göreceli fiyatları ve üretim için seçilen teknikleri de etkiler.

3.1.3. Makroekonomik Fiyat Düzeyi ve Dış Ticaretin Modele Eklenmesi

Dış ticaretin modele eklenmesi durumunda gelir tüketim denkliği (3.11) denklemindeki gibi olacaktır.

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I + W_G N_G + W_x N_x + T_r - T_w (W_c N_c + W_I N_I + W_G N_G + W_x N_x) - P_m Q_m \quad (3.11)$$

Dış ticaret dengesi

$$BTDF = P_M Q_M - P_X Q_X \quad (3.12)$$

$P_M Q_M$: İthalatın parasal değeri

$P_X Q_X$: İhracatın parasal değeri

(3.11) ve (3.12) nolu denklemlerden fiyat ve kârı çekersek, (3.13), (3.14) ve (3.15) nolu denklemleri elde ederiz.

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_c N_c} + \frac{Df}{W_c N_c} + \frac{BTDF}{W_c N_c} + \frac{T_\pi \pi - \pi_G - \pi_X}{W_c N_c} \right) \quad (3.13)$$

$$\text{Vergi öncesi kâr} \quad \Pi = I + Df + T_\pi \Pi - BTDF \quad (3.14)$$

$$\text{Vergi Sonrası Kâr} \quad \Pi^* = I + Df - BTDF \quad (3.15)$$

Kâr ve fiyat denklemlerinden de anlaşılacağı gibi dış ticaret dengesinin de fiyat ve kârlar üzerinde bir etkisi vardır. Dış ticaret açığı kârları düşürürken, yurt içi fiyatlarını sınırlar ya da azalmasına yol açar. Her yatırım ve bütçe açığı düzeyleri için dış ticaret açığı, kârların azalmasına yol açar. Dış ticaret fazlası durumunda elde edilen kârlarla, geçmiş borçlar ödenebilir ve sermaye mallarının fiyatının geçerliliği sağlanabilirken, toplam talebin yapısından dolayı (talebin bir kısmının yurt dışından sağlanmasından dolayı) tam istihdamı gerçekleştirmek ya da korumak güçleşir. Dış ticaret açığının kârlar üzerindeki sınırlayıcı etkisi yurt içi genişlemeyi zayıflatırken, tam istihdam için gerekli olan yatırım ve bütçe açıklarının artmasına yol açar. Dış ticaret açığının fiyat düzeyini sınırlama nedeni açıktır, çünkü, toplam talebin bir kısmı artık yurt dışından sağlanmaktadır.

3.1.4. Makroekonomik Fiyat Düzeyi, Kârdan Harcamalar ve İşçi Tasarruflarının Modele Eklenmesi

Şimdiye kadar yapılan analizlerden, “yatırımlar kâra eşittir” sonucunu çıkarttık. Bu sonuç, kapitalist ekonomide gelirin kârlar ve ücretler arasında nasıl dağıldığını belirleyen bir sonuçtur. Bu durum, kapitalist ekonomiye has bir durumdur ve ekonominin bu tarz işleyişi gelir dağılımını belirler. Yatırımların kârlara eşit olduğu sonucu aynı zamanda fiyatların, nominal ücretlere ve kaynakların yatırım, tüketim ve devlet arasındaki dağılıma da bağlı olduğunu göstermiştir. Ancak bu sonuçları elde etmemize başta yapılan iki varsayım – kârdan tüketim yapılmadığı ve işçilerin tüm ücretlerini harcadığı varsayımları – neden olmuştur.

Şimdi modelimizden dış ticareti çıkartıp, kârdan yapılan kapitalist tüketimleri ve işçi tasarruflarını ekleyeceğiz. Bu durumda gelir-tüketim denkliği denklem (3.16)'daki gibi olacaktır.

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_l N_l + W_G N_G + T_r - T_w (W) + c \pi^* - s \bar{W}^* \quad (3.16)$$

c : vergi sonrası kârın tüketim oranı

s : işçilerin tasarruf oranı

\bar{W}^* : vergi sonrası ücretler

Gelir-tüketim denkliğinden kârı çekersek (3.17) ve (3.18) nolu denklemleri elde ederiz.

$$\text{Vergi öncesi kâr} \quad \Pi = I + Df + T_\pi + c \pi^* - s \bar{W}^* \quad (3.17)$$

$$\text{Vergi Sonrası Kâr} \quad \Pi^* = I + Df + c \pi^* - s \bar{W}^* \quad (3.18)$$

Yukarıdaki (3.18) kâr denklemine göre işçilerin tüketim oranı arttıkça kârlar artıyor; azaldıkça kârlar azalıyor.

(3.18) nolu denklem Minsky'e(1986) göre, modelimizin en önemli sonuçlarından bir tanesini ortaya koyuyor: “kapitalistler harcadıklarını geri alırlar”. Bu sonucun iki bileşeni vardır. Birincisi, yatırım olarak yapılan kapitalist harcamalar(I) ve ikincisi, tüketim olarak yapılan kapitalist harcamalar ($c\pi^*$). Kâr denkleminde de görülebileceği gibi, bu her iki harcama türü kapitalistlere kâr olarak geri döner. Ekonominin genişleme dönemlerinde yatırımlar ve kapitalist ve işçi tüketimleri beraber artacağından toplam kârda bir spiral halinde artacaktır. Ancak daralma dönemlerinde hepsi birden azalacağından toplam kârlar da yine spiral bir şekilde azalacaktır.

Sonuç olarak, genel fiyat düzeyi de kapitalist tüketim oranından ve işçilerin tasarruf oranlarından etkilenecektir.

$$P_c = \frac{W_C}{A_C} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_c} + \frac{Df}{W_C N_c} + \frac{T_\pi \pi}{W_C N_c} + \frac{c\pi^*}{W_C N_c} - \frac{sW^*}{W_C N_c} \right) \quad (3.19)$$

Kapitalistlerin tüketim oranı, genel fiyat düzeyini arttıran yönde etkide bulunurken; işçi tasarrufları, azaltan yönde etkide bulunacaktır.

3.1.5. Kâr Gelirlerinin Tüketime Harcanmasının Anlamı

Bir önceki bölümde elde edilen kârdan yapılan tüketim harcamalarının tekrar kâr olarak geri döndüğü sonucu modern işletmelerin karmaşık maliyet yapılarıyla ve artık değer dağılımıyla ilişkilidir. Üretimin yapıldığı piyasaya ait kurumsal ve işletme düzenlemeleri firmaların maliyet yapılarından izlemek mümkündür. Başlangıçta elde edilen artık değer sermaye varlıklarının üretiminde kullanıldığı belirtmiştik fakat üretimden elde edilen artık değer her zaman yeni sermaye mallarının üretimine harcanmaz. Üretilen artık değer, üretimin teknik maliyetleri olarak adlandırılan alanların – sermaye malları ve ücretler – dışında da kullanılabilir.

Zengin ve varlıklı kişilerin yüksek yaşam düzeyinin yeni iş alanları yarattığı ve kârları arttırdığı klasik iktisatçılar tarafından da tespit edilmiştir. Bir prensin mahkemeler kurması, askeri güçler yaratması, şirketleri için

bürokratik bir ağ kurması daima kârdan yapılan harcamalarla sağlanır. Bu kesimlere ücret olarak ödenen bu gelirler tamamıyla tüketime yöneleceğinden toplam talebi arttırırlar ve dolayısıyla kârları da arttırırlar (Minsky, 1986).

Kapalı bir ekonomide, satın alınan girdilerin maliyetleri iki gruba ayrılabilir: teknik olarak üretim için gerekli emek maliyetleri ve satın alınan mal ve hizmetler. Firmanın elde ettiği kâr, bunların dışındaki alanlardan oluşur: vergiler, kâr payları, faiz ödemeleri, kira, yönetim giderleri, brüt kazanç vs. Teknolojik olarak sermaye malında içerilmiş bir emeği bulunmayanların aldığı maaş ve ücretler bir maliyet değil, brüt kârın dağılımı sürecidir. Reklam, pazarlama, satış, araştırma ve yönetim gibi bölümlerde çalışanların aldıkları ücret ve maaşlar Minsky' göre üretim maliyetlerinin içinde yer almazlar. Bu gruptakilerin gelirleri, kârdan alınan paylar olarak düşünülür.

Bu nedenle, artık değer bilinen anlamından yani yatırımlardan ve karlardan daha büyüktür. Yalnızca işçilere verilen ücret ve maaşlar değil, aynı zamanda devlete verilen vergiler de artık değer içindedirler. Satışlar, yönetim ve teşvikler için kullanılan kaynakları düzenleyen kurumsal yapılanmalar büyük bir artık değer gerektirir. Yönetim, reklam, pazarlama, satış, araştırma, ürün geliştirme ve hukuksal işlemlerde istihdam edilen emeğin bir sermaye varlığında teknolojik olarak içerilmiş olmasına gerek yoktur. Fakat tüm bu alanlarda istihdam edilen emek iş dünyasının ve firmaların devamı için yaşamsal derecede önemlidir. İki petrol şirketi arasında teknik maliyetler açısından çok ciddi farklar olmayabilir, fakat içinde buldukları iş dünyasının çalışma tarzları ve kurumsal düzenlemeleri açısından ciddi farklar olabilir (Minsky,1986).

Herhangi bir üretim malının satış fiyatıyla teknik maliyetleri arasındaki fark kâr marjını gösterir. Firmalar bu kâr marjını kullanmak konusunda "serbesttirler". Bu kâr marjı, vergiler, kâr payları, kira, borç ödemeleri, yönetim hizmetlerinin satın alınımı yada kiralanması için kullanılabilir ya da kazanç olarak elde tutulabilir. Artık değer nerelerde kullanılacağı ya da

hangisinin ne kadar pay alacağı piyasada kalmak isteyen bir firma için iş dünyasının kurumsal ve örgütsel yapısına bağlıdır. Ancak tüm bu giderler iş dünyasında kâr olarak rapor edilmez ve bilançolarında işletme maliyetleri ve yan maliyetleri olarak görünür. Bu nedenle, iş dünyasında rapor edilen kârlar, gerçekte olandan daima daha az gösterilir.

Bir tüketim ürünü içindeki işletme ve sair maliyetlerin oranı ne kadar fazla ise o ürün için kâr marjının o kadar yüksek olması gerekir. Bu nedenle, bir firmanın reklam, yönetim, ürün geliştirme gibi faaliyetleri ne kadar artarsa, bir başka deyişle, tüketim malı üretimi artışına yol açmayan fakat toplam talebin artışına yol açan bu tip faaliyetler ne kadar artarsa, genel fiyat düzeyi de o kadar artacaktır. Bir ekonomide, bu tip faaliyetlerden elde edilen ücret ve maaş gelirlerinin teknolojik olarak gerekli emek ücretlerinden fazla olması durumunda tüketim mallarının fiyatları üzerinde artan yönde bir baskı oluşacaktır. Kapalı bir ekonomi için enflasyonun kaynaklarından bir tanesi de beyaz yakalılar olarak adlandırılan bu kesimin ekonomideki ağırlıklarıdır. Sonuç olarak, Modelimizin basit sunumunda da gösterildiği gibi, toplam istihdamın dağılımı genel fiyat düzeyi üzerinde etkilidir.

Ancak, Minsky'e (1986) göre tüm firmalar için yapılan tüm işletme ve sair maliyetlerin tekrardan kâr olarak geri döneceğini söylemek doğru olmaz. Toplamda, bu tür harcamalar ne kadar artıyorsa, daha fazla firmanın da bu tür harcamalara yönelmesi gerekir ki, bu iddia doğru olsun. Bu iddianın geçerli olması için gerekli bir başka unsur ise, bu tür harcamaların yol açtığı gelirlerin tasarruf edilmeden harcanmasıdır.

Firmalar için kârlardan pay vermek olarak değil de, maliyet olarak algılanan bir başka unsur, borç ödemeleridir (Minsky, 1986). Firmanın ürünü için belirleyeceği asgari fiyat daima borç ödemelerini kapsamalıdır, çünkü, firma ödeme taahhütlerini yerine getiremediği takdirde, yeni yatırımlar için finansman kanallarını yitirmiş olur. Dolayısıyla, ekonomideki firmalar yatırımların devamlılığını sağlamak için daima kârlarının bir kısmını rantie (gelirlerini faizlerle sağlayan) olarak adlandırılan bu kesime aktarmak

zorundadır. Ekonomideki rantiyeye grubunun kârlardan aldığı pay, para piyasalarındaki gelişime bağlıdır.

Sonuç olarak kârların dağılımını belirleyen, ekonomideki firmaların çalışma tarzıdır. Ekonomik sistemin işleyişi karmaşıklaşmış, bu işleyişine yeni birimler katıldıkça, kârdan pay alanların sayısı artar. Bu durum da, kaçınılmaz olarak, kârların artmasına gerektiğine ve dolayısıyla fiyatların artmasına yol açar. Çünkü, tekrar edecek olursak, fiyatlar kârların taşıyıcısıdır (Minsky, 1986).

3.1.6. Tüketim Malları için Arz Fiyatı

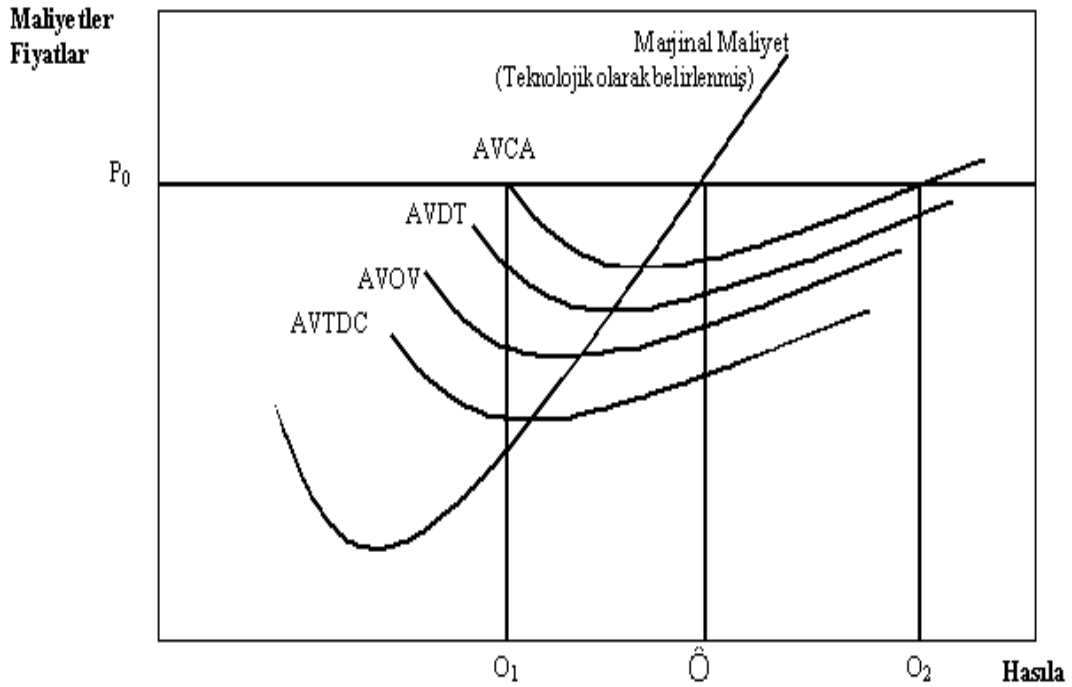
Kapitalist ekonomide tüketim mallarının arz fiyatı, firmaların maliyet yapılarını ve onların piyasa güçlerini yansıtır. Piyasa gücü açısından, tüketim malları arz fiyatının oluşumunda iki tür firmadan bahsedilebilir: fiyat alıcı firmalar ve fiyat yapıcı firmalar. Ancak piyasadaki firmaların bu farklılaşması Minsky'e (1986) göre, firmaların içinde buldukları kısıtları değiştirmez. Her iki firma türü de, aynı yoldan, yani ödeme taahhütlerine göre incelemeye tabi tutulurlar.

Bir firma için toplam gelir, üretim miktarının fiyatlarla çarpılmasıyla elde edildiğinden, gelirini belirlemek isteyen fiyat yapıcı bir firma için tek değişken üretim düzeyidir. Çünkü, bu tip firmalar piyasa gücüne sahiptirler ve karmaşık maliyet yapılarını fiyatlara yansıtabilirler. Ancak, fiyat yapıcı firmanın istediği fiyat düzeyinden istediği kadar üretim yapabileceği anlamına gelmez. Çünkü artan üretim fiyatların aşağı çekilmesine yol açar. Bu nedenle üretim düzeyinin belirlenmesi aynı zamanda fiyat düzeyinin belirlenmesidir. Fiyat yapıcı bir firma için üretim düzeyi-fiyat bileşimini, firmanın ödeme yükümlülükleri belirler. Üretim düzeyinin dolayısıyla toplam gelirin belirlenmesinde, fiyat yapıcı bir firma için açık ve örtük olmak üzere iki tür ödeme yükümlülüğü rol oynar. Firma belirlediği üretim düzeyiyle, açık ödeme yükümlülüğü bulunan emek, hammadde ve borç yükümlülüklerini karşılarken, örtük olarak satın aldığı sermaye mallarının fiyatlarının geçerliliğini korumaya ve borç veren mercilerin güvenini kazanmaya çalışır. Bu nedenle, fiyat yapıcı

firmalar için fiyat düzeyi, daima teknolojik olarak belirlenen maliyetlerin (emek ve hammadde maliyetlerinin) üzerindedir.

Fiyat alıcı firmalar ise, piyasada belirlenmiş fiyatları veri olarak alırlar ve üretim düzeylerinin fiyatlar üzerinde bir etkisi yoktur. Bu nedenle üretim düzeylerini teknolojik olarak belirlenmiş maliyetlere göre oluştururlar. Ancak yine de, fiyatlar ile teknolojik olarak belirlenmiş maliyetler arasında bir fark olmalıdır. Çünkü, fiyatlar ve teknolojik maliyetler arasındaki fark, taahhüt edilmiş ödemeler ve çeşitli işletme giderleri gibi diğer maliyetlerin karşılanmasını sağlamalıdır.

Şekil 3.1: Fiyat Yapıcı Firma



AVTDC : Teknolojik olarak belirlenmiş ortalama maliyet (Average technologically determined cost)

AVOV= AVTDC + ortalama işletme giderleri (average overhead cost)

AVDT= AVOV + ortalama borç ödemeleri (average debt payment)

AVCA= AVDT + ortalama sermaye varlığı fiyatı geçerliliği (average capital asset price validation)

Şimdi fiyat yapıcı bir firmayı Minsky'e (1986) göre bir şekil yardımıyla açıklamaya çalışacağız. Her şeyden önce, yukarıdaki şekilden de anlaşılacağı gibi, Minsky neo-klasik iktisattan farklı olarak, borç ödemelerinin ve sermaye varlığının geçerliliğinin sağlanması gibi unsurları da hesaba

katarak, bunların firma davranışları üzerinde etkisi olduğunu belirtir. Bu durum bir bakıma, Minsky'nin sürekli üzerinde durduğu finansal süreçlerin de, analize dahil edilmesi durumudur. Minsky'e(1986) göre firmalar, kapitalist ekonomik ilişkilerin doğası gereği, sürekli borçlanarak çalıştıklarından işleyişlerine borçlanma ilişkilerini de dahil etmek zorundadırlar. Zira yapılan üretimin sonunda elde edilen gelirlerin borç taahhütlerini karşılayamaması durumunda, firmalar borçlanabilme güçlerini kaybederler ki, bu durum firmanın üstlenmek istediği yeni yatırımlar için gerekli finansmanın tehlikeye girmesi demektir. Diğer taraftan, makroekonomik fiyat düzeyini incelediğimiz bölümde de bahsedildiği gibi, yatırımların devam etmesinin koşulu, sermaye mallarının fiyatlarının üretim malları fiyatlarına göre yüksek olmasıdır. Bir başka deyişle, her sermaye malı, teknolojik maliyetleri, işletme maliyetlerini ve borç ödemelerini aşacak bir gelir yaratmalıdır ki, yeni sermaye mallarının üretiminin yolu açılsın. Eğer bir sermaye malı bu tür maliyetleri aşan bir gelir yaratıyorsa, o sermaye malına olan talep artacak ve o sermaye malının fiyatı da artacaktır. Sermaye malları için artan fiyatlar, yeni sermaye mallarının üretimine ve dolayısıyla yeni yatırımlara yol açacaktır. Bu tür bir maliyet türü, firmaların bilançolarına girmez ancak, yatırımlara seyrine yön veren, bu maliyetin sermaye malı tarafından karşılanmasıdır. Bu durum şöyle de ifade edilebilir: tüketim malları üreten firmalar belirledikleri fiyat düzeyiyle, hem kendi kârlarını hem de yatırım malları üreticilerinin kârlarını sağlamalıdır.

Sonuç olarak, Şekil 3.1'den yola çıkacak olursak, AVCA eğrisi üzerindeki herhangi bir fiyat ve üretim düzeyi için fiyat yapıcı bir firma tüm gelir gereksinimlerini karşılamaktadır. Eğer firma P_0 düzeyinde fiyat koyarsa, üretim düzeyi O_1 den büyük ve O_2 den küçük olacaktır ve böylece firmanın gelir gereksinimi istenilenden daha çok olacaktır.

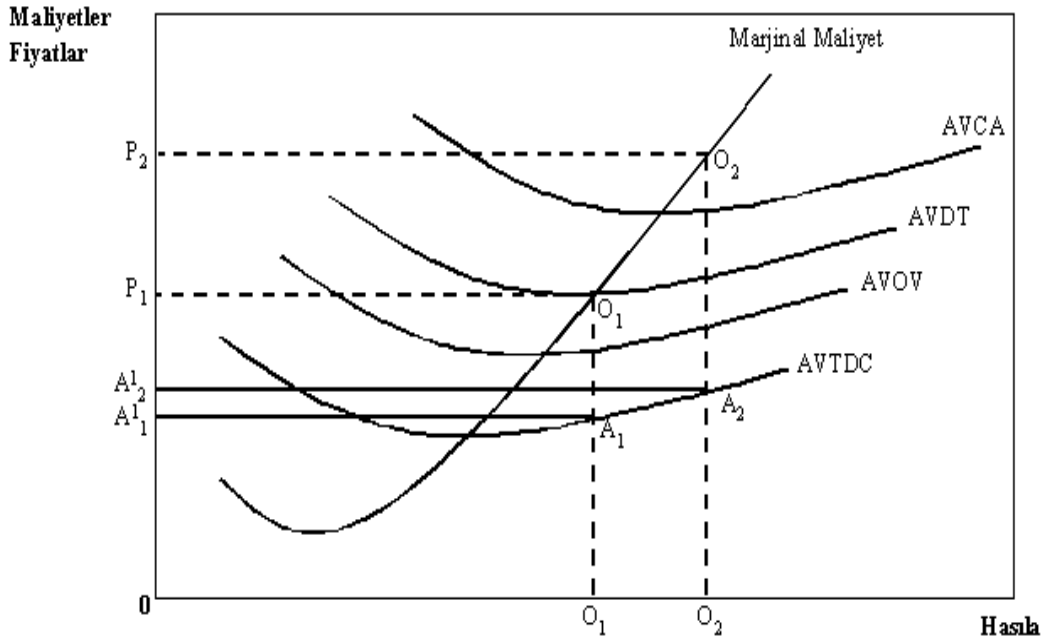
Finansal süreçler firmanın fiyat oluşturması üzerinde etkide bulunduğundan, fiyatlar sadece firmayı değil aynı zamanda firma ya da firmalara borç sağlayan kurumları da ilgilendirir. Örneğin oligopol bir piyasadaki firmaların davranışları borç veren merciler tarafından sürekli gözlenir. Borç veren kuruluşlar oligopol bir piyasada firmaların fiyat

rekabetinden örtük olarak kaçınmasında ısrar ederler çünkü, olası bir fiyat düşüşü firmaların ödeme yükümlülüklerini yerine getirmesini engelleyebilir. Aynı biçimde, olası bir talep düşüşüne firmaların fiyat kırarak cevap vermesi de borç veren kuruluşları tedirgin eder. Şekil 3.1’de oluşan $P_0 - \hat{O}$ durumu borç veren mercilerin istediği bir durumdur, firma için ise optimal noktadır. Firma bu optimal noktanın üzerinde bir üretimi tercih edemez, etmesi durumunda fiyatlar dolayısıyla kârları düşeceğinden olası bir talep düşüşü karşısında finansal esnekliğini kaybeder.

Fiyatların finansal piyasalarla dolaysız ilişkisini gösteren AVDT eğrisi, firma için asgari fiyat-üretim düzeyini gösterir. Firmanın en azından borçlarını çevirebilmesi için bu eğrinin üzerinde kalması gerekir. Borçlar yatırımın başlangıcında alındığından, bu eğrinin üzerindeki bir fiyat-üretim düzeyinde yer almak firma için en azından geçmiş yatırımların geçerliliğinin sağlanmış olduğu anlamında gelir. Diğer taraftan, borç faizlerinin zaman içindeki seyri ve fiyatlar üzerindeki etkisi şeklimizde örtük olarak gösterilmiştir. Faiz haddindeki bir farklılaşma borç ödemelerini etkileyeceğinden AVDT eğrisinin konumu da değişir. Bu durumda firma için optimal üretim noktası da değişir. AVDT eğrisi P_0 üzerinde bir konum alırsa, firma borçlarını çeviremez.

Şekil 3.1’de firmanın kısa vadedeki giderleri sabit varsayıldı fakat gerçekte, talebin düşmesi ve üretim düzeyinin O_1 ’e kayması durumunda firmalar talebi arttırmak ve piyasa güçlerini korumak için pazarlama, reklam, satış ve ürün geliştirme giderlerini arttırmaları. Eğer talep düşüşü devam ederse firmaların bu geleneksel tavırları, onları ödeme yükümlülüklerinin bazılarını ya da tümünü karşılayamaz duruma düşürebilir.

Şekil 3.2: Fiyat Alıcı Firma



Fiyat alıcı firma için P_2 fiyat düzeyinde, kârlar en geniş anlamıyla $P_2O_2A_2A_2$ olacaktır. Fiyat yapıcı firmada olduğu gibi fiyat alıcı firma da sadece üretim için belirlenmiş teknolojik ödemeleri yapmak yükümlülüğü altında değildir. Zaten Minsky'e (1986) göre kâr teknolojik giderlerin (AVTDC) üzerindeki nakit gelirlerinden oluşur. Firma piyasada kalabilmek için kârlarının bir kısmını reklam, satış, pazarlama, ürün geliştirme gibi işletme giderlerine (AVOV) ayırmak zorundadır. Örneğimizdeki, firma her ne kadar fiyat alıcı bir firma olsa da, piyasadaki tüm firmaların amacı fiyat yapıcı bir firma düzeyine ulaşmaktır. Fiyat alıcı bir firmanın fiyat yapıcı bir firma olabilmesi için kârlarından bu payı ayırması gerekir. Ancak, hem piyasada kalmak, hem de fiyat yapıcı bir firma olmak için firma aynı zamanda borç veren mercilerin güvenini almak zorundadır. Bu güven ise fiyatların, borç ödeme yükümlülüğünü (AVDT) gerçekleştirecek kadar yüksek olmasıyla sağlanır. Firmanın ödeme yükümlülükleri içinde bulunan ve fiyatlar tarafından kapsanması gereken sermaye malı fiyatlarının sağlanmasının (AVCA) iki anlamı vardır: Birincisi, fiyatlar, firmanın piyasaya borç almak için sürdürdüğü sermaye (finansal) varlıkların değerlerinin korunmasını sağlamalıdır; ikincisi,

fiyatlar, yeni sermaye malları üretiminin sağlanmasına yol açmalıdır. Fakat tüm firmalar, fiyatların AVCA eğrisi üzerinde bir yer almasını ister çünkü, fiyatların AVCA üzerindeki kısmı firmaları, ekonomide önceden öngörülemeyen belirsizlikler karşısında koruyan bir güvenlik tamponu görevi görür.

Sonuç olarak, Minsky'e (1986) göre hem fiyat alıcı hem de fiyat yapıcı firmalar için fiyatlar, ödeme yükümlülüklerini ve bir güven payını kapsmalıdır. Ancak fiyat ve üretim düzeyi ilişkilerinin analizinde dikkat çekici bir nokta vardır. Kapitalist ekonomiye özgü olan bu nokta, firmaların bir özelliğini daha açığa çıkartır: "firmalar sadece daha fazla kâr hedeflerler". Başta da belirttiğimiz gibi fiyatlar kârların kaynağı olduğuna göre firmalar ekonomide üretim düzeyiyle ilgilenmezler, sadece fiyatlarla ilgilenirler. Bu sonuç, özellikle fiyat yapıcı monopol firmaların bulunduğu ekonomiler için anlamlıdır. Çünkü, fiyatlar monopolcü bir firmanın isteğini karşıladığı sürece, üretim düzeyini arttırmak onun için bir sorun değildir. Aslında bu, dolaylı olarak monopolcü firmaların istihdamı arttırmak gibi bir sorunları olmadığı anlamına gelir. Fiyatlarla istihdam arasındaki bu ilişki, ekonominin seyrini anlamak için önemlidir (Minsky,1986).

3.1.7. İş Dünyasındaki Harcamaların Finansmanı

Önceki bölümlerde bahsedildiği gibi, firmaların olağan çalışmalarına devam edebilmeleri için belirli ödeme yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekir. Firma için bu ödeme yükümlülükleri yatırım tamamlanmadan beklenen kâra göre öngörülür. Bu yüzden, firmalar yatırım dönemi boyunca belirli bir borç yüküyle beraber hareket eder ve bu borç yükü önceden belirlendiğinden ödemeler tamamıyla beklenen kâr gelirlerinin gerçekleşmesine bağlıdır. Kârlar daha önce belirtildiği gibi büyük oranda yatırımlara ve bütçe açıklarına bağlıdır. Yatırımların düşük seyrettiği bir dönemde kârlar bütçe açıklarıyla telafi edilebilir fakat söz konusu ekonomide küçük bir devlet varsa, kârların telafi edilmesi mümkün olmayabilir. Bu durumda firmalar, içine düştükleri nakit sıkıntısını ya borç alarak, ya eldeki

nakit kaynaklarıyla, ya da sermaye varlıklarını satarak aşarlar (Minsky,1986, s165).

Ancak içinde bulunduğumuz ekonomiye bakarsak, bu gibi sorunların genellikle bankacılık sistemiyle aşıldığını görürüz (Minsky, 1986, s166). Firmalar yeterli kârların gerçekleşmediği durumlarda, varolan kredi kanallarının devreye sokulmasıyla bankalardan borç alınır. Ancak bu bir sonraki dönemde firmanın borç yükünün arttığı anlamına gelir. Minsky'e(1986) göre, bu borç yükü, maliyet eğrisini yukarı kaydırırken, artık firma ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek için daha yüksek fiyatlara ve üretim düzeyine ihtiyaç duyar. Dolayısıyla, cari dönemde ortaya çıkan nakit sıkıntısı bir sonraki dönemde fiyatların ve üretim düzeyinin artmasına yol açar.

Kısa dönemde, gelirler, üretim için gerekli teknik maliyetleri karşılayamıyorsa, firmalar üretimi düşürerek ve teknik maliyetleri azaltarak bu duruma cevap verebilir. Fakat aynı firma, işletme giderleri ve borç ödemeleri önceden belirlendiğinden bu yükümlülüklerini aynı esneklikle karşılayamaz. İşletme giderlerinin yüksek olduğu sermaye yoğun ekonomilerde, yatırımların finansmanı borçlarla sağlanıyorsa (içinde bulunduğumuz ekonomi gibi), iş dünyasında bu tip nakit sıkıntılarının ortaya çıkması her zamankinden daha fazla mümkün olacaktır.

3.2 Yatırım ve Finansmanı

Minsky'e (1986) göre kapitalist ekonomide, iş dünyasını kârlar harekete geçirir. Kârlar, bir taraftan iş dünyasının geçmişte verdiği yatırım kararlarının doğruluğunu sağlarken diğer taraftan gelecek yeni yatırımları mümkün kılar. Bölüm 3.2'de sunulan modelimizde de belirttiğimiz gibi işçilerin tüm gelirlerini harcadığı ve kapitalistlerin hiç tüketim yapmadığı durumda kârlar yatırımlara eşittir. Modelin genişletilmiş durumunda kârları belirleyen daha birçok faktör (bütçe açıkları, dış ticaret fazlası, tasarruflar) olmakla birlikte, yatırımların hala kârların en önemli belirleyicisi olduğu gerçeğini engellemez.

Yatırımların nihai sonuca ermesi bir zaman aralığı gerektirdiğinden, yatırımlar daima bu zaman aralığında finanse edilmelidir. Bu yüzden ki, yatırımın finansmanı ile sermaye varlıklarının fiyatları ve yatırım ürünlerinin fiyatları arasında bir ilişki vardır.

Bu nedenle Minsky'e (1975,1982,1986) göre, kapitalist ekonomiyi ve bu ekonomi içindeki dalgalanmaları anlamanın yolu, bu yüzden yatırım sürecini anlamaktan geçer. Kapitalist ekonomi için bütçe açıkları, tüketim davranışları ve ücretler, yatırıma nazaran ikincil bir önemdedirler. Bu ikincil faktörler, ekonomi içindeki devresel hareketlerin artmasına ve azalmasına yol açabilirler fakat devresel hareketleri başlatan daima yatırım süreci aksaklıklarıdır. Bu yüzden, ekonomideki temel devresel hareketler, kârlar, sermaye malı fiyatları, finansal piyasa koşulları ve yatırımlar arasındaki ilişkilerin belirleyiciliği altındadır (Minsky,1986) .

Bir önceki bölümde de belirtildiği gibi ekonomide esasen iki çeşit üretim vardır. Birincisi sermaye malları üretimi; ikincisi, tüketim malları üretimi. Bu ikisi arasındaki fark önemlidir. Çünkü, biz çalışmamızda, sermaye malı üretimini daima yatırım olarak kabul ederken, sadece üretimi, tüketim malları üretimini kabul edeceğiz.

Sermaye malları, üretim içinde kullanılan mallardır ve bu malların kullanımının sonucunda daima, üretimin maliyetinden daha fazla gelir beklenir. Elde edilen bu fazla, yeni sermaye mallarının alımına, dolayısıyla yeni yatırımlara yol açar. Ancak her yatırım belirli bir süreyi kapsadığından,

her sermaye alımına bir karar veriş, bir çeşit “belirsiz sözleşmedir” çünkü, sermaye malından elde edeceğiniz kâr ekonominin devam eden koşullarına bağlıdır ve ekonominin koşulları yatırım süresince değişebilir. Bu nedenle, yatırımları, başında ve sonunda para ya da sermaye malı olan iki farklı süreç olarak tanımlamak mümkündür. Bir başka deyişle, daha fazla para için para harcamak ya da yeni sermaye malları almak için sermaye malları satın almak (Minsky, 1986, s171-172).

Bugünkü ekonomide, yatırımları emeği kiralamak, makineler satın almak ve binalar kurmak olarak tanımlarsak, yatırımların pahalı ve uzun süreler aldığını söyleyebiliriz. Dolayısıyla, yatırımlar nihai sonucunu verene kadar çalışan işçilerin ve alınan sermaye mallarının finanse edilmesi gerekir. Yatırımların bu finansmanı iki şekilde olabilir: firmanın iç kaynaklarıyla ya da dışarıdan alınan borçlarla. İçinde bulunduğumuz ekonominin en önemli özelliklerinden bir tanesi, yatırımların ağırlıklı olarak dışardan finanse edilmesidir (Minsky, 1986). Bu yüzden yatırım kararları – sermaye mallarının satın alınması – daima firmalar için bir yükümlülük yapısı oluşturur.

Bu nedenle, bu ve bundan sonraki bölümde, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde, yatırımlar ve yatırımların finansmanı arasındaki ilişkileri inceleyecek ve bu süreç içindeki kriz dinamiklerini açığa çıkartmaya çalışacağız.

3.2.1 Kapitalizmin Özellikleri ve İkili Fiyat Yapısı

Finansal istikrarsızlık hipotezinin temel iki önerisi vardır:

- 1- “Kapitalist piyasa mekanizması fiyat istikrarını, tam istihdam dengesini ve ekonominin sürdürülebilirliğini sağlayamaz.
- 2- Kapitalist ekonomide, finansal davranışlardan dolayı ortaya çıkan iş dünyasındaki devresel hareketlerden kaçılmaz.” (Minsky, 1986, s173).

Yukarıdaki önermeler neo-klasik iktisat teorisinin tamamıyla karşıtıdır. Neo-klasik iktisada göre, bir ekonomi dışsal şoklara maruz kalmadığı sürece, istikrarlı bir fiyat yapısı oluşturabilir ve tam istihdam dengesini sağlayabilir. Bu iki görüş arasındaki fark, Minsky'e (1986) göre, finansal süreçlerin ve

kurumsal yapıların ekonomiye dahil edilip edilmemesinden kaynaklanmaktadır.

Finansal istikrarsızlık hipotezini açıklamadan önce kapitalist ekonomi kavramı ile neyi kastettiğimizi açıklamamız gerekir. Kapitalist ekonomide sermaye varlıklarının kişisel sahipliği söz konusudur. Sermayeye sahip olan kişi, üretimin toplam geliriyle işgücü maliyetleri arasındaki farka el koyar. Bununla birlikte, kapitalist ekonomide bu sermaye mallarının ticareti yapılabilir ya da borçlar için teminat gösterilebilir. Borçların teminat gösterilmesiyle elde edilen finansal araçlar ya da üretimin sonunda elde edilen gelir de ticarete tabii olabilir. Çünkü, tüm bu malların ve araçların bir fiyatı vardır. Sonuç olarak, Minsky'e (1986) göre, kapitalist ekonomide, sadece tüketim mallarının değil, aynı zamanda, sermaye varlıklarının ve finansal araçlarında fiyatları ve dolaşımı söz konusudur.

Sermaye mallarının ve finansal araçların fiyatları piyasada belirlenir. Her iki varlık türü de belirli bir zaman aralığı içinde gelir yarattığından, varlıklar için yapılan değerlendirme beklenen bu gelire göre yapılır. Sermaye ve finansal varlıklardan beklenen gelir, üretim mallarının fiyatına bağlı olarak oluşur. Bu nedenle, sermaye malına biçilen değer ile üretimin sonucunda oluşan malların fiyatları arasında bir ilişki vardır. Kapitalist ekonominin hareketini bu iki fiyat kümesi arasındaki ilişki belirler.

Bu iki fiyat kümesi arasındaki en önemli fark oluştukları zamanla ilgilidir. Sermaye malları yatırımın başında beklenen gelire göre fiyatlandırılırken, üretim mallarının fiyatı yatırımın sonunda belli olur. Bu nedenle, sermaye mallarına biçilen değer daima bir risk ve belirsizlik taşır. Aslında belirsiz olan gelecekteki üretim malları fiyatı dolayısıyla gelecekteki kârlardır. Bu yüzden, sermaye ve finansal varlıkların fiyatı üretim malları fiyatlarının bir alt kümesidir (Minsky, 1986).

3.2.2 Sermaye Mallarının Talep Fiyatı

Minsky(1975) sermaye mallarının fiyatlarını incelerken, daha çok Keynes'in (1936) *Genel Teori*'deki açıklamalarına dayanır. Bu nedenle Minsky, Keynes'den yararlanarak, sermaye mallarının değerini belirleyen esasen üç unsur olduğunu belirtir: sermaye malından beklenen gelir (*quasi-*

rents) (q), sermaye malının maliyeti (c) ve sermaye malının nakit değeri (ℓ). Sermaye malının değerini, bu üç özelliğine dayanarak matematiksel olarak şöyle tanımlayabiliriz:

$$P_k = q - c + \ell \quad (3.20)$$

Her türden sermaye malı bu üç özellikten birinin yada bir kaçının ağırlığına göre değer kazanır. Fakat her sermaye malından beklenen gelir aynı olmayacağı gibi aynı sermaye malı için beklenen gelir düzeyi de her zaman aynı değildir. Bir başka deyişle, farklı türden iki makinenin beklenen gelirleri aynı olmak zorunda değildir ya da bir makine farklı zamanlarda farklı gelir düzeyleri yaratabilir. Bu nedenle, Sermaye malı talep fiyatı oluşumu tamamıyla ekonominin işleyişine bağlıdır (Minsky, 1975).

Fakat burada, sermaye mallarını kullanan firmalar için öznel bir belirleme de ortaya çıkar. Ekonomik işleyişin gelecekte nasıl olacağı firmaların algılayışlarına bağlıdır. Bu nedenle, firmalar algılayışlarına göre bu üç unsur farklı olarak değerlendirebilirler. Bu kapitalist ekonominin karakteristik bir özelliğidir ve Minsky'e (1975) göre bu özelliğinden dolayı kapitalist ekonomi daima bir belirsizlik ve spekülasyon altında işler.

Firmalar portföylerini ekonomik varlıkların temel iki özelliğine dayanarak biçimlendirirler: gelir getirenler ve likit değerleri olan varlıklar. Varlıkların maliyeti, bu iki özelliğin firma portföylerindeki ağırlığını belirler. Bir firmanın sahip olduğu ekonomik varlıkların bu ağırlıklandırılmış düzeni portföy olarak adlandırılır. Bu nedenle, firmaların portföy kararları, onların ekonomik algılayışlarıyla sonuçlanan maliyetlere bağlıdır. Ekonominin genişleme döneminde olduğuna inanan firmalar, gelir getireceğine inandıkları sermaye malını alarak portföylerinin likit değerlerini azaltırken yani, portföylerini q ağırlıklı kurarken, daralma dönemlerinde kaynaklarını likit tutarak, portföylerini ℓ ağırlıklı kurarlar.

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi, sermaye malı talep fiyatının belirlenmesi bir portföy kararıdır (Minsky, 1975). Ekonomik işleyiş portföy kararlarını belirlediği kadar portföy kararları da ekonomik işleyiş belirler. Tek bir firmanın ekonomiyi aşırı iyimser algılayışı ve ona göre davranışı; yani spekülasyon yapması problem yaratmayabilir fakat

ekonomideki tüm firmaların böyle bir eğilim içinde bulunması ekonomiyi kumar alanına çevirebilir. Zaten, krizlere yol açan patlamalar daha çok q değeri üzerine kurulan aşırı iyimser beklentilerden doğar. Aşırı iyimser beklentiler içinde olan firma borç yükümlülüğünü arttırarak daha çok sermaye malı talebinde bulunacaktır. Borç yükümlülüğünün yarattığı faiz ödemeleri burada sermaye malının maliyeti (c) olarak algılanabilir. Dolayısıyla, ekonomideki tüm firmaların aşırı iyimser kâr beklentisi içerisine girmesi q 'ya göre maliyetlerin (c) daha çok artmasına yol açar ve ekonomideki firmaların güvenlik sınırları zayıflamaya başlar. Aşırı kâr beklentilerinin sermaye mallarının maliyetini arttırmasının nedeni, sermaye mallarının kapitalist ekonomide dış finansmanla sağlanmış olmasıdır. Ekonomideki tüm firmaların aşırı iyimser bir bakışa sahip olmaları yani, borçlanma taleplerinin artması, faiz haddini arttıracak ve bu nedenle sermaye mallarının maliyetleri artacaktır. Ekonomideki, güvenlik sınırının düşmesinin anlamı, ekonomideki borç yükünün, sermayeden beklenen gelire göre artmasıdır. Bir başka deyişle, firmaların likit olmayan kaynaklara dayanarak yatırım yaparken, borçlar nedeniyle likit kaynak ihtiyacının artmasıdır. Aslında bu durumun ortaya çıkması, genelde, borç vadelerinin yatırımların vadelerinden kısa olması durumunda ortaya çıkar. Yatırımlara göre kısa vadeli olan borçların miktarı ne kadar fazla ise, ekonomideki güvenlik sınırları o kadar düşmüş demektir.

Bir sermaye malının alınıp satılır olması, o sermaye malının bir nakit değerinin (ℓ) olduğu anlamına gelir. Bir firma çeşitli nedenlerle, özellikle nakit sıkıntısı çektiği dönemlerde, sermaye malını satarak nakit bir gelir elde edebilir. Böyle bir durum, firmanın gelir beklentisinin gerçekleşmemesi sonucu oluşur. Bu nedenle, para da, bir sermaye malı olarak değerlendirilebilir. Paranın, sermaye malından farkı yukarıdaki denklem aracılığıyla açıklanabilir. Para, gelir (q) yaratmaz fakat nakit değerinden dolayı elde tutulması daima ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin bir güvencesidir. Firmaların ellerindeki mevcut para miktarıyla borç yükümlülüklerinin oranı, onların güvenlik sınırına dair bir göstergedir. Bu nedenle, ekonominin daralma dönemlerinde, "firmalar portföylerini ℓ ağırlıklı

kurar” demekle, aslında para tutma taleplerini arttırdıklarını dile getirmiş oluruz. Bu yüzden, P_k denklemi aynı zamanda likidite tercihi için para talebi denklemi olarak yorumlanabilir.

Sonuç olarak, bu durum para arzının da denkleme katılmasını gerektirir. Minsky'e (1975) göre, para arzı mevcut sermaye stokuna göre arttırıldığında, sermaye mallarının fiyatı da artma eğiliminde olur. Fakat ekonomide bu durum aksine işlediği koşullarda oluşabilir. Özellikle kriz dönemlerinde ya da kriz dönemlerinin hemen sonrasında firmaların gelirleri borç yükümlülüklerini yerine getiremiyorsa ya da firmalar ödeme taahhütlerini yerine getiremeyeceklerini bekliyorlarsa, olağan dışı bir nakit talebi ortaya çıkabilir. Bu durumda, piyasaya sürülen para, firmalar tarafından sermaye mallarının alımı için kullanılmaz. Ya cari dönemdeki ya da gelecek dönemdeki ödemeleri için kullanılır. Biraz önce de belirtildiği gibi firmalar, piyasadaki güven sınırlarını düşürmemek; yani borç yükümlülüklerini yerine getirebilmek için ellerinde daha çok para tutmak isteyeceklerdir. Bu sürecin kaçınılmaz sonuçlarından bir tanesi sermaye mallarının fiyatlarının düşmesi olacaktır. Standart ekonomide farklı bir kanaldan açıklanan bu durum, likidite tuzağı olarak adlandırılmaktadır.

Kapitalist ekonomide firmaları, yatırımlar için dışardan borçlanmaya zorlayan da paranın bu özelliğidir, çünkü para, daima borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde bir nevi sigorta görevi görür. Olumlu ekonomik beklentilerin olduğu dönemlerde sermaye malının değeri kâr beklentilerine bağlı olarak artarken sermaye malında içerilmiş olarak bulunan nakit değer görel olarak azalır. Bir başka deyişle q artarken ℓ değerinin sabit kalmasıdır çünkü bir lira daima bir liradır. Fakat bir lirada içerilmiş olan sigorta değeri, sermaye malı fiyatı arttıkça azalır. Bu aslında, artan borç yükü karşısında eldeki mevcut nakit değerini sabit kalmasından kaynaklanır. Çünkü, firmalar ekonomideki olumlu beklentilere daha fazla yatırım yaparak dolayısıyla daha fazla borçlanarak tepki verirler.

Bu süreç, neo-klasik iktisadın aksine sistemde içsel olarak istikrarsızlık sağlayan unsurların olduğuna dair bir işarettir. Fakat, bunun daha iyi anlaşılması için ekonomideki olumlu beklentilerin nasıl istikrarsızlık yarattığını belirtmek gerekir.

Finansal istikrarsızlık hipotezinin kurucusu Minsky (1986), neo-klasik anlamda “denge” kavramını kullanmaz. Daha doğrusu, ekonomi için neo-klasik dengenin süreç içinde bir aşama olduğunu kabul eder. “Denge” kavramının yanlış bir yönlendirmeye yol açtığını belirtir. Bunun iki sebebi vardır: birincisi, neo-klasik sentez, dengeyi sağlayan ekonomik güçleri açıklarken, dengesizliği yol açan ekonomik güçleri açıklamamaktadır ve bu yüzden, dengenin nasıl ortaya çıktığı hala ispatlanmamış ve gözlemlenmemiştir; ikincisi, önemli olan dengesizliğe yol açan bu güçleri açıklamaktır. Bu nedenle, hızlı değişimlerin olmadığı ekonomik süreci, “dingin dönem” olarak adlandırır. Minskian anlamda “dingin dönem” (*period of tranquility*) genelde kriz sonralarında yatırımların, borç yükünün arttırılmadan yapıldığı bir dönemdir. Yatırımcılar, kriz döneminin acı tecrübeleri nedeniyle ne aşırı kâr beklentisi içine girerler ne de borç yüklerini arttırırlar. Dolayısıyla, bu, finansal piyasaların görece daha az aktif olduğu fakat yeni finansal araçların ortaya çıktığı bir dönemdir. Bu dönemde firmalar, yatırımların finansmanını iç kaynaklarından sağlarlar. Kriz sonrası yatırımların başarıyla sonuçlanması, ekonomide tekrardan olumlu beklentilerin ortaya çıkması ve kâr beklentilerinin artması, dingin dönemin sonunu getirir. Bu son aslında, finansal piyasaların tekrardan yatırımlar üzerinde egemen olduğu yeni bir başlangıçtır çünkü, geçmişte alınmış her yatırım kararının başarıyla sonuçlanması firmaların yatırım büyüklüğü ve hızı üzerinde etkide bulunacak ve büyüyen yatırımların finansmanı için dış kaynaklara başvurulacaktır. Finansal süreçlerin yatırımlar üzerindeki etkisi artacaktır. Bu sonuç, bizi kapitalist ekonomi için daha önce yapılan tespite götürecektir: “bütün kapitalist ekonomiler istikrarsızdır, fakat bazıları daha istikrarsızdır” (Minsky, 1986b).

3.2.3 Yatırımların Büyüklüğü ve Hızı

Yatırım incelemelerimize sermaye mallarını fiyatını etkileyen unsurları anlatarak başladık, çünkü bir yatırım kararının alınabilmesi için sermaye malları talep fiyatının arz fiyatından yüksek olması gerekir. Bir başka deyişle, sermaye malından sağlanan gelirler (q) maliyetlerini (c) aşılırsa, yatırıma

gidilebilir. ℓ değeri sermaye malı için nakde çevrilebilme gücü olduğundan kârların maliyeti aştığı her durumda sermaye malının talep fiyatı (P_K) nakit değerinin (ℓ) üzerinde olacaktır. Fakat bu durum, yatırım kararı alan bir firmanın bu koşullar altında istediği büyüklükte bir yatırım yapabileceği anlamına gelmez. Minsky'e (1975) göre, yatırımları sınırlayan bazı etkenler vardır.

Her şeyden önce, yatırım mallarının arz fiyatı, yatırımın belirli bir eşiğinden sonra artan bir yol izleyecektir. Verili bir dönemde sermaye mallarının üretim kapasitesi sınırlı olduğundan artan yatırımlar sermaye mallarının fiyatlarını arttıracaktır çünkü sermaye malı üreticisi elinde bulunan en son malı satacağına inanmadan yeni bir üretime geçmez. Bu sermaye malında içerilen likit değer (ℓ) artması ve dolayısıyla sermaye malından beklenen getirinin düşmesi anlamına gelir.

Yatırımın, yatırıldan daha fazla bir gelir sağlayacağına inanan bir firma için yatırımın büyüklüğünü ve hızını belirleyen ikinci ve en önemli etken yatırımın finansmanıdır. Yatırımların finansmanı temel olarak iki kanaldan gerçekleşir: iç ve dış kaynaklar. İç kaynaklar, firmanın elinde bulunan nakit paradan, eşdeğer finansal varlıklardan ve süregiden faaliyetinden elde ettiği kârlardan meydana gelirken; dış kaynaklar, banka ya da benzeri kuruluşlardan aldığı borçlardan ve hisse senedi ve bono gibi finansal araçlardan oluşur.

Ancak, yatırımların bu ikinci türden finansmanı süreci oldukça karmaşılaştırır ve hem talep hem de arz fiyatı üzerine etkide bulunan bir sonuç yaratır. Bu sonuçların, yatırımların büyüklüğü üzerindeki etkisini Minsky (1975) bir şekil yardımıyla açıklar.

olduğu gibi yatırımlar \hat{I} düzeyinde olacaktır. Bir başka deyişle Q değeri yatırım düzeyiyle yatırım malları fiyatının çarpımına eşittir ($Q = \hat{I} \cdot P_I$). Q değeri aynı zamanda, firmanın dış finansman olmadan yapabileceği yatırım düzeyini gösterir. Ya da bu, yapacağı yatırım için beklediği asgari gelirdir. Eğer firma yatırım düzeyini I_1 düzeyine çıkarmak isterse, - ki daha önce belirtildiği gibi yatırımlar kârlara eşittir bu yüzden firmalar daima yatırımlarını arttırma istediğinde olurlar – firmanın $P_I I_1 - Q$ kadar bir kaynağa ihtiyacı olacaktır. Açık ki, yatırımını arttırmak isteyen bir firma için bu kaynak borçlanmayla sağlanabilir. Aslında firmanın, eldeki para ve finansal varlıklar gibi fazladan iç kaynakları olabilir fakat firma bu atıl kaynaklarını harcamak istemeyecektir çünkü yatırımdan beklenen gelir belirsizdir ve ekonomik koşullara bağlıdır. Olası bir beklenmeyen durum karşısında beklenen gelirin gerçekleşmemesi firmanın ödeme yükümlülüklerini zor durumda bırakacak ve korunma gücünü (güvenlik sınırını, *margin of safety*) azaltacaktır. Bu durumdan kaçınmak isteyen firmalar eldeki para ve benzeri varlıklarını daha önce de belirtildiği gibi korunma sigortası olarak ellerinde tutacaklardır. Kısacası dış finansman yardımı olmaksızın yatırım \hat{I} düzeyini aşamayacaktır.

Ekonominin işleyişini belirleyen finansal süreçler bu andan itibaren ortaya çıkmaya başlar çünkü mevcut durumda hem borç alanların hem de borç verenlerin riskleri devreye girer. Borç alan ve verenlerin risk algılayışları ekonomik işleyiş etkileyen bir süreç başlatır. Bir başka deyişle, finansal yapıların ekonomik işleyiş üzerinde etkili olduğu bir süreç başlamış olur.

Bu nedenle, yatırımlarını arttırarak dış kaynaklara başvuran bir firma için iki çeşit risk söz konusu olur. Birincisi, her sermaye malının getirisi aynı olmayacaktır ve artan sermaye malları için getiri azalacaktır. İkincisi, borç yüküyle beraber artan sermaye mallarının maliyetleri de (c) artacaktır. Bu riskler, denklem (3.20)'ye göre sermaye malları için q değerleri azalarak artarken, c değerinin artarak arttığı anlamına gelir. Şekil 3.3'de borç alanın riskinin sermaye malının talep fiyatında (P_K 'da) bir azalmaya yol açması bu yüzdendir. Burada dikkat edilecek nokta, sermaye malı talep fiyatında bir düşmeye yol açan bu risklerin, yatırımın dışarıdan finansmanından sonra ortaya çıkmasıdır. Yatırımların dışardan finansmanı arttığı sürece bu sermaye mallarının talep fiyatı düşmeye devam edecektir.

Bu risk algılamaları tamamıyla öznel değerlendirmelere dayanır ve bu riskleri herhangi bir borç sözleşmesi üzerinde görmek mümkün değildir. Dolayısıyla, P_K değerlemesi içinde aynı şey geçerlidir. Aslında P_K 'nın değeri düşmez, düşen sermaye malına yönelik yapılan değerlemedir yani sermaye malı fiyatına risk payının eklenmesidir. Sermaye malına yönelik bu algılayıştaki düşüş artan sermaye malı miktarından ve borçlardan kaynaklanmaktadır. Kısacası, nesnel dayanaklardan yola çıkan öznel bir değerlendirme söz konusudur. (Minsky, 1975)

Fakat Minsky'e (1975) göre, borç verenlerin riski için aynı şeyler söz konusu değildir. Borç verenler risklerini sözleşmelere artan faiz haddi, kısalan vadeler ve gösterilmek zorunda olunan teminatlar olarak yansıtır. Firmaların borç yükümlülükleri arttıkça, riskleri firmalar üzerine yıkmak isteyen finansal kuruluşlar faiz haddini arttıracak, vadeleri kısaltacak ve daha fazla teminat isteyecektir. Daha önce de belirtildiği gibi sermaye mallarının arz fiyatı tüketim malları fiyatlarının bir alt kümesidir. Dolayısıyla, tüketim mallarının fiyatlarını etkileyen sebepler sermaye mallarının arz fiyatını da etkileyecektir. Firmaların borç taleplerinin artması, beklenen gelir içindeki ödeme yükümlülüklerinin payını arttıracığından, firmaların güvenlik sınırları düşer. Borç veren kuruluşlar, güvenlik sınırları düşen bu firmalara karşı kendi güvenlik sınırlarını korumak için artan ödeme yükümlülükleri içinden daha fazla pay almak isteyeceklerdir. Bir başka deyişle, borç veren firmalar faizlerin üzerine risk primlerini ekleyeceklerdir. Faizlerin üzerine eklenen risk primi, sermaye malı arz fiyatının bir bileşeni olduğundan, bu durum kaçınılmaz olarak sermaye malları arz fiyatlarının artması olarak algılanacaktır ya da beklenecektir.

Şekil 3.3'e dikkat edilecek olunursa, yatırımın dışardan finansmanı başladığı anda borç verenlerin riski de sermaye mallarına eklendiğinden bir sıçrama yaşanır. Daha sonra artan borç yüküne paralel olarak sermaye mallarının arz fiyatı da artar. Ancak, borç verenler daima kendilerini en son borç verilen anlaşmaya göre düzenleyeceklerinden, marjinal borç riski daha hızlı bir şekilde artacaktır (Minsky, 1975).

Biraz önce de belirtildiği gibi gerçekte artan sermaye malının arz fiyatı değildir. Değişen sadece sermaye malına yönelik değerlemedir. Fiyat,

sermaye malının piyasada ortaya çıkan ve alınıp satılırken kullanılan değeridir. Fakat değerlendirme, piyasada gözlenmez, ve sermaye malı çeşidine, beklentilere ve risklere bağlı olarak oluşur. Yukarıdaki incelemede yatırımın sadece belirli bir dönemi kapsamaktadır. Oysa yatırımlar sürekli ve sermaye mallarının arz ve talep fiyatları sürekli bir devinim yaşar. Bu süreklilik içinde, sermaye malının bir sonraki yatırım döneminde ne olacağı bilinmez, bilinemez. Bu belirsizlik, borç alan ve verenleri bir fiyatlamaya değil, değerlemeye götürür. Zaten sermaye mallarını satan borç veren kuruluşlarından alınan bir şey değildir. Çünkü, risklere bağlı değerlendirme bir fiyatlamaya dönüşseydi, yatırımların dışarıdan finansmanı anlamsız olacaktı.

Sonuç olarak, borç alan ve verenlerin risk eğrilerinin kesiştiği nokta yatırımların sınırını belirler. Yatırımlar I_1 düzeyinde gerçekleşmiştir yani, firma P_1I_1-Q kadar borçlanabilmiştir. Böylelikle, yatırım harcamaları miktarı $OP_1P'_1I_1$ kadar olmuştur. Yatırımların $0AA_1I_1$ kadarı iç kaynaklarla, $AP_1 P'_1 A_1$ kadarı da dış kaynaklarla finanse edilmiştir. Yatırım sonucunda ortaya çıkacak beklenen gelirin A_1C_1/I_1E_1 oranı borç verenlere gidecek ve $(IA_1+C_1 E_1)/I_1E_1$ oranı da sermaye malı sahiplerine gidecektir.

Şimdi sermaye mallarını üretimde kullanıldığını ve yatırımın beklenen Q değerini yarattığını kabul edersek, yatırım malları P_K düzeyinde değerlendirilmiş olacaktır. Yatırımın toplam değeri $OP_K E_1 I_1$ kadar olacaktır ve yatırımcının bir sermaye kazancı olacaktır. Aynı zamanda borçlar da güvence altına alınmıştır ve borç verenlerin uyguladığı risk priminin yüksek olduğu görülmüştür. Bilindiği gibi risk primi belirsizliklere bağlı olarak ortaya çıkar fakat yatırımcı tarafından beklenen gelirin gerçekleşmesi risk algılayışlarını zayıflatacaktır. Yatırımın başlangıcında pay sahiplerinin $0AA_1I_1$ kadar olan değeri yatırım sonunda $0AA_1I_1$ 'na ek olarak $CP_K E_1 C_1$ kadar olacaktır.

Görüldüğü gibi, yatırımların büyüklüğü borç alan ve verenlerin risk algılayışlarına karşı çok hassastır. Yukarıda bahsedilen gibi bir deneyimin tekrarlanması, yani beklenen gelirin gerçekleşmesi her iki tarafın da risk algılayışını azaltacak ve böylelikle hem firmaların borç yükünü artacak hem de yatırımların büyüklüğünü arttıracaktır. Fakat aksi yönde bir gelişme de risk algılayışlarını arttıracak, piyasanın taşıdığı borç yükünü ve yatırımların büyüklüğü azalacaktır.

Gelirin beklenenden daha fazla oluşması durumunda P_K değeri yükselecek ve P_K ile P_I değerleri arasındaki uzaklık artacak ve yatırımlar daha da artacaktır. Bu durumda ekonomide artan oranda büyüme yaşanacak fakat büyüme, hem artan sermaye mallarının getirisinin düşmesinden hem de borç yükünün artmasından dolayı temelleri sağlam olmayan bir noktaya sürüklenecektir. Gelirin beklenenden daha az gerçekleşmesi durumunda ise firmalar, artmış olan borç yüklerinden kaynaklı olarak sermaye mallarını satma niyetinde olacak ve sermaye mallarının talep fiyatını düşüreceklerdir. Bu durumda, yatırımlar azalacak ve ekonomi daralma eğilimine girecektir (Minsky, 1986).

Yatırımların artmasına yol açan sadece sermaye mallarının talep fiyatı ile arz fiyatı arasındaki fark değildir. Zaten bu farkın artmasına yol açan geçmiş ekonomik deneyimlerdeki başarılardır. Girişimcilerin beklentilerini gerçekleştirmesi, hem borç alanların hem de borç verenlerin risk algılayışlarını azalttığından, bir sonraki yatırım döneminde yatırımların dışarıdan finanse edilme eğilimi de artacaktır. Bu durum yatırım süreçlerine finansal piyasaların egemen olmaya başladığı anlamına gelir. Finansal araçların çeşitliliği, kurumlar ve çalışma tarzı, artık yatırım süreçlerine etkide bulunacaktır. Ekonomideki finansal araç ve kurumların geçerliliği yatırımların başarısına bağlıdır. Bu nedenle, her kriz dönemi yani yatırımların başarısızlıklarla sonuçlanması, bu araç ve kurumların işlememesine ve / ya da değişmesine yol açar. Kısacası, ekonomideki finansal işleyişte bir değişim ortaya çıkacak ya da çıkması beklenenecektir (Minsky, 1986).

3.3 Finansal Taahhütler ve İstikrarsızlık

Minsky'e (1986) göre, her ekonomide, varolan sermaye malları ve işgücü geçmişten devir alınırken, yarınki sermaye malları ve işgücü de bugünkü ekonomik etkinlikler tarafından belirlenir. Sermaye mallarının edinilmesini sağlayan finansal yapılar ve araçlar için de aynı durum söz konusudur. Finansal araçların ve ödeme taahhütlerinin bu dönemler arası ilişkisi kapitalizme özgü bir durumdur (Minsky, 1986, s197). Ancak standart iktisadi teoride, sermaye malları üretimde işçilerin kullandıkları araçlardan başka bir şey değildir. Bu nedenle, sermaye mallarının edinilmesinde kullanılan finansal araçlar ve ödeme yükümlülükleri ekonomik işleyiş ve teori içinde kendine yer bulamaz (Hahn'dan aktaran Minsky, 1991).

Finansal taahhütlerin ekonomiyi nasıl etkilediğini anlamak için Minsky (1986) nakit akışı düzenlerine göre ekonomik birimleri incelemek gerektiğini belirtir. Ekonomide esasen üç ekonomik birimin varlığından bahsedilebilir: hanehalkı, firmalar ve devlet. Ekonomideki nakit akışları sırasından bu birimler yüz yüze gelmek zorunda olmadığı gibi, nakit akışının aracı olarak da daima para kullanılmaz. Bu birimlere kurumsal olarak bankalar ve finansal kuruluşlar aracılık ederken, nakit akışının aracı olarak para benzeri finansal veya gerçek varlıklar da kullanılabilir. Hemen belirtelim ki, Minsky'e göre bizim incelediğimiz ekonomi karmaşık finansal ilişkilere sahip gelişmiş bir kapitalist ekonomidir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçları bir başka ekonomik sisteme uygulamak mümkün değildir. Ya da, daha önce de belirtildiği gibi yapılan analizler tamamıyla gelişmiş kapitalist ekonomiler için yapılmıştır.

Minsky'e göre, nakit akışı düzeni en gelişmiş ve yalın haliyle bankaların işleyişinde gözlemlenir; kapitalist ekonomide ekonomik birimlerin davranışları bankalardan farklı değildir. Tüm ekonomik birimler, bankalar gibi borçlarını ödeyebilmek için varlıklarının bir kısmını likit kaynaklarda tutmak ister. Nakit akışı düzeni açısından bankalar ile ekonomik birimlerin davranışlarını yönlendiren unsurlar aynıdır. Dolayısıyla, bir dördüncü unsur olarak bankalar, ekonomik birimlerin davranışlarını belirler. Tüm ekonomik birimler likit kalmak ve borçlarını ödeyebilmek için bankalara ihtiyaç

duyarken, bankalar da aynı yolla diğer ekonomik birimlere ihtiyaç duyarlar (Minsky,1986, s198-200).

Firmaların bankalara olan ihtiyacı, sermaye malları ile ödeme yükümlülükleri arasındaki ilişkiden ortaya çıkar. Sermaye malları ne kadar pahalı ve uzun vadeli getiriye sahip ise dış finansman o kadar zorunlu olacak ve bir dış finansman unsuru olan bankalara da o kadar ihtiyaç olacaktır (Minsky, 1986). Yatırımlar için gerekli unsur olan sermaye mallarının pahalı ve uzun vadeli olması ile yatırımların finansmanın kısa vadeli oluşu ekonomik istikrarsızlığı kaynağını oluşturur. Sermaye mallarının pahalı ve uzun vadeli pozisyonlar alması kapitalizmin gelişimiyle ilgili bir durumdur. Sermaye malları ucuz ve basit olarak kalsaydı, kapitalist ekonominin işleyişi de görece olarak istikrarlı olabilirdi (Minsky, 1986, s200). Ancak, üretimin sermaye yoğunluğu arttıkça ve yatırımların olgunlaşma dönemi uzadıkça istikrarsızlıklar ağırlaşmaktadır.

Sermaye mallarının bu özelliği, Minsky (1986) göre dış finansmanı zorunlu kılarken, dış finansmanın vadeli yapısı da dönemler arasındaki ilişkiyi zorunlu kılmaktadır. Firmalar için geçerli olan bu süreç benzer bir biçimde hanehalkına ve devlet davranışlarına da uygulanabilir. Dolayısıyla, nakit akışı yaklaşımı hem ekonomik birimlerin ortak davranışı hem de ekonomik birimleri birbirine bağlayan unsurdur. Bu nedenle, finansmanın üretim gelirleri ve borçlanmayla sağlandığı bir ekonomide istikrarsızlığı anlamak için yatırımların dışarıdan finansmanını ve borçlanma biçimlerini incelemek gerekir.

3.3.1 Nakit Akışının Sınıflandırılması

Kapitalist ekonomide gelir, bilanço (*balance sheet*) ve portföy olarak üç temel nakit akışı türünden bahsedilebilir. Bu nakit akışı türlerinin kullanım amaçları ve araçları birbirlerinden farklıdır (Minsky, 1986).

Açık ki, her nakit akışı sisteminin bir yanında girdiler bulunurken diğer tarafından çıktılar bulunur. Gelir nakit akışında üretilen malların satışından sağlanan karlar girdileri oluştururken, çıktıları ücretler ve üretimin herhangi bir anındaki ödemeler oluşturur. Gelir nakit akışı döngüsü için kullanılan araç paradır. Ekonomik birimler açısından, nakit akışının unsurları farklı anlamlar

taşıyabilir. Bir firma için ücretler dışarıya bir nakit akışı olarak yansırken, hanehalkı için içeriye bir nakit akışıdır.

Varolan ve geçmişten devir alınan borçlar bilanço nakit akışı türü içine girer. Faiz ve anapara ödemelerinin yarattığı nakit akışı, sözleşmeler ve borçlanma araçlarından takip edilebilir. Bu tip nakit akışı döngülerinde, ticari senetler ve banka kredileri kullanılır. Finansal araçlar ne kadar kısa vadeli ise bilanço nakit akışı o kadar fazladır.

Üçüncü tip nakit akışı portföy düzenlemelerinden kaynaklanır. Portföy düzenlemeleri sermaye mallarının ve finansal araçların el değiştirmesidir. Bir başka deyişle, firma içindeki varlıkların ağırlık oranlarının değişmesidir. Bu tip nakit akışı yatırım kararları ile beraber ortaya çıkar. Yatırım kararı nedeniyle, sermaye malları elde edilmeye çalışılırken finansal araçlar elden çıkarılır. Yatırımın sonunda ise tersine bir süreç meydana gelir yada gelebilir. Ancak söz konusu yatırım olunca, nakit akışlarında asimetrik durumlar ortaya çıkabilir. Yatırım malları üreticisi için satılan mallar gelir nakit akışı yaratırken, yatırımcı firma için bu durum, bir portföy düzenlemesi yaratır. Bu asimetrik durum gelecek beklentilerinin yatırım kararlarına dahil edildiğini gösterir çünkü sermaye malının alınmasındaki amaç kendisinden daha fazla nakit akışı yaratması beklentisidir. Aynı şekilde, elden çıkartılan finansal araçların da birileri tarafından alınması, diğer birimlerdeki nakit akışı düzeninde bir farklılık yaratacaktır. Firmanın yapacağı bir portföy düzenlemesi için elden çıkarttığı finansal varlıklarda, bankalar yoluyla hanehalkı tarafından alınabileceği gibi doğrudan finansal kurumlar tarafından da alınabilir.

Sonuç olarak, Minsky'e (1986) göre tüm nakit akışı türleri bütün ekonomik birimlerin birbirine olan para veya para benzeri değer transferlerini kapsar. Nakit akışı düzeni açısından ekonomideki birimler bir denge içindedir. Bir tarafta dışarıya doğru gerçekleşen bir nakit akışı, diğer tarafta içeriye doğru bir nakit akışı olarak görünür. Fakat, aynı para ya da benzeri bir transferin anlamı her ekonomik birim için farklı olacaktır.

Minsky, bilanço nakit akışının da üç farklı biçimi olduğunu belirtir: düzenli, mevduat ve belirsiz bilanço nakit akışları.

Minsky'e göre, düzenli nakit akışlarını anlamak kolaydır. Örneğin aylık yapılan taksitli ödemeler bu sınıflandırmaya dahil edilir. Bu tip nakit

akışlarında bugünkü para yarınkiyle yer değiştirir. Her taksit faiz ve anapara ödemesini kapsar. Taksit ödemelerinin faiz haddine göre geçmişe doğru indirgenmiş miktarının toplamı, başlangıçtaki para miktarını vermesi gerekir. Ancak sözleşme dönemindeki faiz haddinde bir değişim olursa, bu durum kapitalizasyon oranı üzerinde etkide bulunacaktır. Sözleşme dönemi içinde faiz, başlangıç faiz haddine göre artarsa kapitalizasyon oranı artar, çünkü ödemeler toplamının yeni faiz haddine göre indirgenmiş miktarı başlangıcındaki miktarından büyük olacaktır. Faiz haddi ve kapitalizasyon oranı arasındaki bu belirsiz ilişki kapitalist finans ilişkileri açısından önemli ipuçları verir (Minsky, 1986). Ekonomideki borç yükünün arttığı dönemlerde, faiz haddindeki bir artış borç verenler için bir kayıp olurken; azalış borç alanlar açısından bir kayıp olacaktır. Dolayısıyla ekonomik birimler arasındaki nakit akışlarında faiz haddinden kaynaklı önemli dalgalanmalar olabilir. Bilançolardaki bu tip nakit akışları düzenli olarak adlandırılır fakat faiz haddi gibi belirsiz bir unsurun etkisi altında olmaları onları, dış finansmanın özellikle ağırlıklı olduğu dönemlerde, düzensiz hareketlere sürükleyebilir.

Düzenli ödemelere benzer bir biçimde tahvil ve bonolar da dahil edilebilir. Hatta bunlar kapitalist ekonomide en yaygın finansman araçlarından bazılarıdır. Bu nedenle, faiz haddinin bu tip araçların değerleri üzerinde etkisi olduğu gibi, ters yönde bu araçların da faiz haddi üzerinde bir etkisi olur.

Kısa vadeli olan mevduatlar da, bilançolardaki nakit akışını oluştururlar. Özellikle ticari bankaların ve finansal kuruluşların elinde bulunan mevduatlar her an nakde çevrilebileceği gibi bir bankadan diğer bankaya aktarılabilir veya bir sermaye malının alımında kullanılabilir. Minsky'e (1986) göre, ekonomide tek bir bankanın olması, mevduattan kaynaklı nakit akışlarını problem haline getirmez fakat ekonomide birden çok bankanın bulunuşu mevduatların bankalar arasında akışına sebep olur ve bankaların varlık-yükümlülük dengeleri üzerinde etkide bulunur. Bankalar arasındaki bu mevduat akışları merkez bankaları aracılığıyla gerçekleştiğinden "bankalar arası piyasa" gibi para piyasası biçimleri bu süreçte ortaya çıkar.

Bilanço nakit akışını sağlayan üçüncü tip ve duruma bağlı, belirsiz finansal araçlardan kaynaklı nakit akışları da vardır. Bu tip nakit akışları

üçüncü şahıs ya da kurumların çekleri ciro etmelerinden kaynaklanabilir. Bununla beraber, yaşam ve kaza sigortaları ve dağıtılan kâr payları da bu gruba girer.

Minsky'e göre, finansal istikrarsızlık yukarıda sayılan gelir, bilanço ve portföy nakit akışlarının görelî durumuyla ilgilidir. Gelir nakit akışı, bilanço ve portföy nakit akışı düzenini belirler. Bir ekonomideki firmaların nihai ya da ara malların satışlarından sağlanan gelirleri (gelir nakit akışı), var olan borç ödeme taahhütlerinin (bilanço nakit akışı) üzerinde ise ekonomi finansal açıdan güçlüdür denilebilir. Fakat gelirlerin, bilanço nakit akışının altında kaldığı durumda ise ekonomi finansal açıdan zayıflıyor demektir (Minsky, 1986). Firmalar gelirlerinin ödeme taahhütlerinin altında kaldığı bir durumda portföy düzenlemesine giderler ve sermaye mallarını ya da finansal araçları ellerinden çıkarmaya başlarlar. Ancak portföy düzenlemesi sadece ödeme yükümlülüklerinden kaynaklanan bir durum değildir. Firma stratejisi gereği de portföy düzenlemesine gidebilir. Ancak firma gelirlerinin bilanço nakit akışını sağlayamadığı durumlarda portföy düzenlemesi kaçınılmazdır.

Portföy düzenlemesine giden firmalar finansal piyasalara bağımlıdırlar. Ödeme yükümlülüklerini yerine getirmekte zorluk çeken firmaların, borçlarını çevirebilmek ya da borç yüklerini arttırabilmek için bankalardan ya da finansal kuruluşlardan onay görmeleri gerekir. Bir ekonomide firmaların portföy düzenlemeleri yaygın hale gelmiş ise krize eğilimli bir durumdan bahsedilebilir (Minsky, 1986).

3.3.2 Üretimden Sağlanan Nakit Akışı ve Borçlar

Sermaye mallarından beklenen gelir akışı firmaları yatırım yapmaya yönlendirir. Sermaye mallarına, yarattığı bu gelir nedeniyle değer biçilir. Zaten finansal piyasalarda bir sermaye malına verimli ya da yararlı olduğu için değer biçilmez, kâr yarattığı için değer biçilir. Örneğin, bir uçağın ne kadarlık bir menzile sahip olduğunun önemi yoktur. Ya da tam tersi bir yolla, bir sermaye malı kullanımının sonuçlarıyla da ilgilenilmez. Örneğin, bir nükleer santral kullanımının yaratacağı çevre zararının önemi yoktur. Önemli olan sermaye malının yaratacağı kârdır (Minsky, 1986).

Bu nedenle kapitalist ekonomide, Minsky'e göre sermaye malının sadece gelecekte yaratacağı gelire ve arz fiyatına bakılır. Bir sermaye malını yatırım için alıp-almama kararı sermaye malına biçilen değer ile arz fiyatı arasındaki ilişkiyle belirlenir. Ancak yukarıda da belirtildiği gibi, kapitalizmin gelişmesiyle beraber sermaye malının (yatırımların) değeri yükselmiş ve yatırımların süresi de uzamıştır. Bu yüzden, sermaye malının elde edilmesi için dış finansman kaçınılmazdır. Yatırım yapan firmalar bu nedenle yatırımlarının karşılığında bir ödeme yükümlülüğü içerisine girerler. Bununla beraber, yatırım kararı firmayı bir sorunla yüz yüze getirir: ödeme yükümlülükleri sözleşmelerle daha baştan kesin bir biçimde belirlenirken, yatırımdan beklenen gelir, koşullara bağlı, öznel ve belirsizdir. İkinci bir sorun da ödeme yükümlülüklerinin vadesi ile yatırımların olgunlaşma süresi arasındaki ilişkiden doğar. Bu iki sorun firmaların portföy düzenini dolayısıyla yatırım kararlarını belirler. Firmalar bir taraftan üretim gelirlerini sağlamak için sermaye mallarına yönelirken, diğer taraftan yatırımları tamamlanana kadar kısa vadeli borçlarını aşmak için finansal araçlara yönelirler.

3.3.3 Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finans

Borç alıp-verme üzerine kurulmuş bir ekonomide firmalar Minsky'e (1986) göre üç tip finansman durumunda bulunurlar: hedge, spekülatif ve ponzi. Bu finansman durumları beklenen ve gerçekleşen gelirler ile ödeme yükümlülüklerinin büyüklüğü arasındaki ilişkilerden doğar.

Sermaye malının kullanımından elde edilen gelirleri ödeme yükümlülüklerini şimdi ve gelecekte aşan firmalar hedge durumdadırlar. Bu tip firmaların mevduat borçları fazla olmadığı gibi belirsiz borç yükümlülükleri de yükümlülüklerinin önemli bir kısmını oluşturmaz. Hedge durumdaki firmalar genellikle bir kriz sonrasında görülür, çünkü krizin ardından firmaların dış finansmana dayalı işlemleri azalırken, ödeme yükümlülükleri büyük oranda iç kaynaklardan sağlanır. Örneğin, ticari bankalar hedge bir durumda olamazlar çünkü yükümlülüklerindeki vadesiz ve kısa vadeli mevduatların ağırlığı çok yüksektir.

Spekülatif firmalar kısa dönemde borç yükümlülüklerini yerine getiremezler fakat uzun dönemde böyle bir sorunları yoktur. Borç ödemelerini

anapara ve faiz olarak iki kısma ayırırsak, spekülâtif durumdaki firmaların gelirleri faiz ödemelerini karşılar fakat anapara ödemelerini karşılayamaz. Firma gelecekteki gelirlerinin anapara ödemelerini de karşılayacağını iddia ederek borçlanmaya çalışır. Bu durum spekülâtif firmanın borçlarını yalnızca çevirebildiği anlamına gelir. Hedge durumdaki bir firmanın gelirlerindeki azalma firmayı spekülâtif duruma sürükler. Ticari bankalar spekülâtif duruma bir örnektir, çünkü uzun vadedeki durumunu koruyabilmek için kısa vadede sürekli borçlanırlar (Minsky, 1986). Ticari bankaların kredi ve mevduat vadeleri arasındaki farklar bir finansman göstergesi olarak alınabilir. Ticari bankaların kredi vadeleri mevduat vadelerine göre daha uzun olduğu için, sürekli spekülâtif finansman durumunda çalışırlar. Ancak aradaki fark arttıkça, finansal sistemdeki kırılganlığın da arttığı söylenebilir.

Firmanın kısa dönem gelirleri borç faizlerinin ödenmesine yetmiyorsa firma ponzi durumda demektir. Ponzi finans, spekülâtif finansın özel bir durumudur. Ancak ponzi durumdaki firma kısa dönemde faiz ödemelerini dahi yerine getiremediği için borç yükümlülüğü giderek artar. Dolayısıyla bir süre sonra, gelecekteki gelir beklentisi ödeme yükümlülüklerinin altında kalabilir. Bir başka deyişle, ponzi durumdaki firma borç ödemek için borçlanır. Sadece gelirlerin düşmesi değil aynı zamanda borçlanma maliyeti olarak faiz haddinin artması da spekülâtif bir firmayı ponzi duruma sürükleyebilir. Yine tam tersi durumda faiz haddinin düşmesi ponzi durumdaki bir firmayı spekülâtif bir firmaya çevirebilir.

Spekülâtif ve ponzi durumda olan firmalar tamamıyla finansal piyasaların işleyişine bağımlıdırlar. Hedge finans durumundaki bir firmanın dış borçlanma miktarı azdır ve ödeme taahhütleri iç kaynaklardan sağlandığı için finansal piyasalardaki değişmelerden pek etkilenmezler. Ancak spekülâtif ve ponzi durumda olan firmaların piyasadaki varlıkları yeniden borçlanabilme durumlarına bağlıdır. Bu nedenle, sadece faiz haddindeki değişmeler değil, borç veren kuruluşların tavır ve durumları da bu firmaların finansman durumunu etkiler. Spekülâtif ve ponzi finansmanın ağırlıkta olduğu bir sistemde varolan sürekli borçlanma ilişkisi ekonomik tüm birimleri birbirine bağlar. Ekonomideki tek bir firmanın spekülâtif ya da ponzi finansman kararı alması, önemli sonuçlara yol açmayabilir fakat firmaların büyük

çoğunluğunun bu finans türüne yönelmesi ekonomiyi bir kumarhaneye çevirebilir. Ancak burada firmanın büyüklüğü de önemlidir. Büyük bir firmanın ya da bankanın iflas etmesi sistemdeki nakit akışında önemli aksamalara ve bir krize neden olabilir (Minsky,1986).

3.3.4 Güçlü Finansmandan Zayıf Finansmana Geçiş

Minsky'e (1982,1986) göre tarihsel deneyimler ekonomilerin sürekli bu iki uç arasında sallandığını göstermektedir. Bu nedenle, hedge pozisyonunda faaliyetini sürdüren bir firmanın ya da bir ekonominin nasıl kırılgan ve güçsüz bir finansman pozisyonuna sürüklendiğini ya da tam tersi sürecin nasıl yaşandığını açıklamak gerekir.

Hedge finansmanın baskın olduğu bir ekonomide ekonomik birimlerin sahip olduğu likit kaynaklar çok ve faiz haddi düşük olduğundan kâr olanakları çok fazladır. Gerçi daha önce de belirtildiği gibi, kârların kaynağı faiz haddi değildir; kârlar büyük oranda yatırımların ve bütçe açıklarının etkisi altındadır. Yatırımların ve bütçe açıklarının sağladığı kârların uzun vadeli getirisi, kısa vadeli faiz haddinin üzerinde olduğunda sistem finansal açıdan sağlam bir durumdadır. Böyle bir durumda sadece yatırım yapan firmalar açısından kârlar oluşmaz, banka gibi finansal kuruluşlar için de kâr olanağı doğar (Minsky,1986). Gelir beklentilerinin ve taahhüt edilen ödeme yükümlülüklerinin gerçekleştirildiği durumlarda karşılıklı iki süreç ortaya çıkar. Bir taraftan firmalar, gerçekleşen beklentilerinden güç alarak daha fazla yatırıma yönelirken, bankalarda gerçekleşen gelirlerden daha fazla pay almak için firmaları daha fazla finanse etme çabası içine girerler .

Ancak kâr olanağından kaynaklı bu karşılıklı hareket ekonomide kendini bir yatırım patlaması olarak gösterir. Fakat bu hareket Minsky'e göre bir anda ortaya çıkmaz ve sistemi de biranda kırılgan yapıya büründürmez. Sistemi finansal açıdan kırılganlığa sürükleyen süreçlerin karşısında bazı engeller vardır. İlk olarak kâr olanağının varlığı yatırımları sınırsız bir şekilde arttırmaz, çünkü borç alan ve verenlerin riskleri yatırımların büyüklüğü önünde bir engel olarak ortaya çıkar. Diğer bir neden, ekonomide hedge pozisyonun yaygınlığı genelde kriz sonrası ortaya çıktığından, son krizin yarattığı tahribatları aşan yeni kurumların kurulması gerekir. Ekonominin

finansal kurumlar ve araçlar açısından kendini yenileme ve yeni araç ve kurumlar yaratma hızı da yatırımların sınırsızca büyümesi önünde engel oluşturur. Ayrıca, bu yeni kurum ve araçlara intibak süreci de zaman alır.

Aslında, kâr olanaklarının varlığı nedeniyle, yatırımların dışardan finanse edilerek artması spekülâtif bir karardır. Ekonomideki firmalar beklentilerini gerçekleştiren gelirler sayesinde kurarken, beklenen gelirin bir garantisi yoktur ve belirsizdir. Hatta yatırımlara hız verme kararı ponzi finansman durumuna da yol açabilir. Ekonomideki borç veren kurumların spekülâtif ve ponzi finansmana başvuran firmalara tepkisi de zaman alır. Bir anda tüm firmalar finanse edilmez. Spekülâtif firma davranışının bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından kabul görmesi gerekir.

Yeni araç ve kurumlarla artan finansman, para ve likit varlıkların içsel olarak artmasına tekabül eder. Bankalar kârlara yönelik iyimser beklentileri finanse ederken sistemdeki para miktarını arttırmaları ve ekonomideki menkul kıymetlerde de bir artış gözlemlenir. Para benzeri menkul kıymetlerdeki artış Minsky'e (1982,1986) göre ekonominin genişleme dönemlerinde merkez bankası politikalarına bağlı olarak para miktarındaki artıştan daha fazla olabilir.

Ekonomideki para ve benzeri varlıkların artışı üretim malları fiyatına göre sermaye malları fiyatının artışının bir sonucudur. Çünkü artan sadece sermaye malları fiyatı değil aynı zamanda yatırımlardan beklenen gelirdir. Yatırımlardan beklenen gelirin artması, firmaları uzun pozisyonlarını kısa vadeli borçlarla finanse etmesine yol açar. Eğer yatırımlardan beklenen kârlar gerçekleşmişse, kârlarla beraber yatırımların içerden finansman olanağı da artacağından ekonominin güçlü bir konumdan kırılgan bir konuma geçişi zaman alır. Bir başka deyişle, yatırımların içerden finansmanının büyüklüğü de sistemin kırılgan bir yapıya dönüşmesini engelleyen etmenlerden bir tanesidir.

Ancak yatırımların başarıyla sonuçlanması, yani beklenen kârların gerçekleşmesi Minsky'e (1975) göre firmaları başarısızlık olasılığına karşı kayıtsız yapmaya başlar. Özellikle uzun bir süre finansal açıdan sıkıntı yaşanmamışsa firmaların uzun dönemli yatırımlarının kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi normal bir durum halini alacak ve bu finansman tarzının

spekülatif bir karar olduğu unutulacaktır. Firmaların büyük çoğunluğunun spekülatif bir durumda olması yani kısa vadeli yükümlülüklerinin gelirlerine göre fazla olması sistemi kırılğan hale getirecektir.

3.3.5 Faizler ve İstikrarsızlık

Spekülatif ve ponzi finansmanın ağırlıklı olduğu ekonomilerde Minsky'e (1986) göre istikrarsızlığı yaratan, faiz haddindeki değişmelerdir. Özellikle devam eden yatırımların faiz haddi esnekliği zayıftır, çünkü bitmemiş yatırımların değeri yoktur ve yatırımlar bitene kadar yani beklenen geliri yaratana kadar sürekli finanse edilmek zorundadırlar. Aksi takdirde, hem yatırımların tamamlanmasındaki gecikme hem de faiz haddindeki artış nedeniyle maliyetler artacaktır. Bu nedenle, yatırımın sonlandırılmasıyla beraber beklenen gelirin artan faiz haddini telafi edecek kadar büyük olması gerekir.

Faiz haddinin hem yatırım projesinin maliyeti hem de sermaye mallarının fiyatı üzerinde etkisi vardır. Yatırım maliyetleri varolan yada beklenen faiz haddi üzerinden hesaplanır. Ancak yatırım başladıktan sonra faiz haddinin düşmesi yatırım projesinin maliyetini azaltırken; artması proje maliyetlerini artırır. Sermaye mallarının fiyatı yatırımın değerini dolayısıyla yatırımdan beklenen geliri belirler. Yatırımdan beklenen gelir finansman için bir zemin yaratır. Yatırımlardan beklenen gelir maliyetlerin üzerinde ise yatırım yapılır. Ancak faiz haddindeki artış, bir taraftan yatırım maliyetlerini arttırırken diğer taraftan sermaye mallarının fiyatını düşüreceğinden, devam eden yatırımların finansmanının zora girmesi söz konusu olabilir.

Ancak Minsky'e (1986) göre yatırımlar büyük oranda içeriden finanse ediliyorsa, faiz haddindeki değişmelerin yatırımlar üzerindeki etkisi sınırlı olacaktır. Bu nedenle yatırımlarını dışarıdan finanse eden firmalar için iki çeşit güvenlik sınırı söz konusudur: birincisi, portföylerindeki nakit para miktarına göre belirlenirken ikincisi, beklenen gelirin yatırımların maliyetini aşan kısmına göre belirlenir.

Bu güvenlik sınırları, yatırım bölümünde de belirtildiği gibi borç alan firmaların riskini dolayısıyla yatırımların hızını ve büyüklüğünü belirler. Firmalar yatırımların sonunda sadece kâr elde etmezler aynı zamanda

yatırımlarında kullandıkları sermaye mallarını da kazanırlar. Yatırımların büyüklüğü de kazanılan sermaye mallarını belirler. Yatırımların küçülmesi firmalar için bir kısıt yaratır çünkü faiz haddinin arttığı durumlarda borç veren kuruluşların teminat isteği de artar. Firmaların gösterebilecekleri teminatları ne kadar azsa yatırımları için yaratacakları finansman da o kadar azalır. Bu nedenle, daha fazla borçlanabilmeyi sağlayan sadece faiz haddi değildir, bir firmanın piyasadaki konumu da borçlanabilmeyi belirler. Piyasadaki bütün firmalar borçlanabilme gücü açısından eşit değildir. Firmanın büyüklüğü ve fiyat koyucu olma özellikleri de borçlanmayı etkiler. Büyük mal ve sermaye varlıklarına sahip firmalar artan faiz haddine karşı her zaman istenilen teminatları gösterebilirler. Hatta, borçlarının teminatı olarak, piyasadaki tekel olma durumunu gösterebilirler.

3.4 Yatırım ve Finansmanın Matematiksel Sunumu

Bu bölümde hedge finansmanla çalışan bir firmanın, nakit akışı, sermaye değeri ve bilanço özellikleri matematiksel olarak formüle edilecektir. Bu çözümler yapılırken, spekülasyon ve ponzi finansman durumlarına zemin hazırlanırken, firmaların finansman yapısının ekonominin işleyişi üzerindeki etkisi de incelenecektir⁹.

3.4.1 Hedge Finansman

Hedge finansmanla çalışan firma için

$$CC_i < \bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2 \quad (3.21)$$

bu eşitsizliğin sağlanması gerekir. Firma için CC_i , sözleşmelere dayanan ödeme taahhütlerini, Q , sermaye malından sağlanan nakit akışının ortalamasını, σ , sermaye malından beklenen nakit akışının varyansını ve i dönemleri göstermektedir. λ öznel olasılık değerini göstermektedir. λ 'nın büyük değerler alması, yani sermaye malından beklenen değerlerin aşırı dalgalanmalar göstereceğine inanılması, eşitsizliğin tersine dönmesine ($CC_i > Q$) yol açabilir. Eşitsizliği sağ tarafı sermaye malından beklenen nakit akışını gösterirken, sol tarafı ödeme taahhütlerini miktarını göstermektedir.

Bu nedenle, (3.21) nolu denklemi şöyle de yazabiliriz:

$$CC_i = \tau(\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2) \quad \tau < 1 \quad (3.22)$$

Nakit akışı üzerindeki güvenlik sınırı τ ile gösterilmektedir. τ ne kadar küçükse, firma için güvenlik sınırı o kadar yüksektir. Bir başka deyişle, ödeme taahhütleri, sermaye malı beklenen nakit akışından ne kadar az pay ayrılıyorsa, güvenlik sınırı o kadar yüksektir.

Sermaye malından sağlanan kazanç K oranında sermayeleştirilirse, ödeme taahhütlerinin sermayeleştirilmesi de K oranında olacaktır. Bu durumda beklenen gelirin sermayeleştirilmiş değeri (*capitalized value*) (3.23)

⁹ Bu bölümün hazırlanmasında Minsky'nin *Stabilizing an Unstable Economy* kitabının Appendix I bölümünden yararlanılmıştır.

nolu denklemdeki gibi olacaktır. Bir başka deyişle, yatırımın sonunda firmanın kazancı sadece kâr olmayacak aynı zamanda sermaye mallarının edinimi olacaktır. Bu nedenle, P_K (sermaye malının değeri) sermaye malından beklenen nakit akışının bir oranıdır.

$$P_{k,i} = K(\bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \quad (3.23)$$

(3.23) nolu eşitsizlik sağlandığı sürece, $P_{k,i} > K(CC_i)$ olacaktır. Sermaye varlığının piyasa değerinin borçların piyasa değerinin üzerinde olması firma için bir güvenlik sınırı daha sunar. Sermaye malındaki bu güvenlik sınırı μ ile ölçülür. μ ne kadar büyükse, sermaye varlığının güvenlik sınırı da o kadar yüksek olacaktır. Bu nedenle, beklenen gelirin sermayeleştirilmiş değeri sermayeleştirilmiş ödeme taahhütlerinin bir oranı olacaktır. Böylelikle P_K (3.24) nolu denklemdeki gibi yazılabilir.

$$P_{k,i} = \mu K(CC_i) \quad ; \mu > 1 \quad (3.24)$$

Borçlu için, borçlardan kaynaklı ödeme taahhütleri, sermaye malından sağlanan nakit akışından daha kesindir. Bu durum, borçların ödenemeyeceğine dair bir olasılık olduğunu gösterir. Modeldeki tanımlardan da anlaşılacağı gibi, sermaye malından beklenen nakit akışı için bir sapma öngörülüyor iken, ödeme taahhütleri için bir sapma öngörülmemiştir. Bu durum, ödeme taahhütlerinin karar altına alınabildiğini fakat sermaye malından beklenen nakit akışının belirsiz olduğunu yada oynak olduğunu gösterir. Bu yüzden, firmalar, yatırımlarını kendi kaynaklarından daha çok borçlanarak finanse ederler. Bir başka deyişle, kendi kaynaklarını değil, başkalarından aldıklarını riske ederler. Sonuç olarak, borç alan ve verenler için sermayeleştirme oranları (capitalization rates), sermaye malından beklenen nakit akışının sermayeleştirme oranından daha büyük olması beklenir. Ancak biz modelimizde bu oranların eşit olduğunu varsaydık. Piyasadaki sermaye varlığı değerinin yükümlülük değerleri üzerinde yer alarak bir güvenlik sınırı oluşturması ($\mu > 1$), $Q > CC_i$ olduğu anlamına gelir. Yani, sermaye malından beklenen nakit akışının ödeme taahhütlerinden büyük olması gerekir.

Hedge finansmanla çalışan bir firma, üretimden sağladığı gelirin ödeme taahhütlerinin üzerinde olmasını bekler. Ancak ekonomide kazalar (talep düşüşü) ortaya çıkabilir ve üretimden beklenen nakit akışı ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyecek kadar az olabilir. Bu tip olasılıklara karşı firmalar ellerinde hazır nakit veya her an nakde dönüştürülebilir varlıklar tutarlar. Borçlanmanın hakim ilişki olduğu ekonomilerde, elde tutulan bu varlıklar bir sigorta görevi görür. Dolayısıyla, firmaların bilançolarına $P_K K$ sermaye varlıklarına ek olarak bu tür nakit varlıkları da $(\eta K(CC))$ eklemek gerekir.

$$P_K K + \eta K(CC) = K(CC) + Eq \quad (3.25)$$

Eq, beklenen nakit akışından ayrılan (hisse senetleri gibi) payları gösterirken, η , firmanın ödeme taahhütlerine karşı elinde tuttuğu nakit varlıklarla sağlanan bir başka güvenlik sınırının göstergesidir. Sonuç olarak, bir firma için toplam üç çeşit güvenlik sınırından bahsedilebilir: nakit akışı güvenlik sınırı, τ ; sermaye malı güvenlik sınırı, μ ve elde tutulan nakit varlıkların sağladığı güvenlik sınırı, η . Hedge finansmanla çalışan bir firma için, bütün yatırım dönemlerinde $\tau < 1$, $\mu > 1$ ve $\eta > 1$ koşullarının sağlanması gerekir. Bir başka deyişle, beklenen nakit akışına yönelik belirsizliğin az ($\tau < 1$), sermaye malının piyasa değerinin borçların piyasa değerinden büyük ($\mu > 1$) ve belirsizliklere karşı ise elde sürekli ödeme taahhütlerinin belirli bir oranında ($\eta > 1$) nakit varlık bulunması gerekir. τ , ne kadar küçük μ ve η ne kadar büyük değerler alırsa, firma içim güvenlik sınırları o kadar yüksek demektir. Sermaye malından beklenen nakit akışının (Q) verili olduğu bir durumda, tüm dönemler için $Q > CC_i$ ise, net para akışı $Q - CC_i$ kadar olacaktır. Bu durumda, elde edilen net para akışı elde nakit varlık tutmak için kullanılırsa, η oranı artma eğiliminde olacaktır. Bununla birlikte, net para akışının artması, firmanın hisse senedi değerlerini de arttıracaktır ve μ (sermaye malının borçların üzerindeki değeri de) değeri de artacaktır. Sonuç

olarak, firma portföy düzenini $\frac{d\eta}{dt}$, $\frac{dEq}{dt}$ ve $\frac{d\mu}{dt}$ oranlarının sıfırdan büyük olmasına göre düzenleyecektir.

Firma değer kazanan hisselerini ve eldeki nakit varlıklarını sermaye mallarının finansmanında kullanabilir. Bu durumda firma için hisse senedi-borçlanma oranı bozulmayacaktır. Gelecekteki beklenen nakit akışlarının gerçekleşmesi, firmanın sermaye mallarını finanse ederken güvenlik sınırlarının düşmesine yol açmayacaktır.

Bununla birlikte, hedge finansmanla çalışan bir firma beklentileri gerçekleştikçe, hisse senetleri de değer kazanacaktır. Değer kazanan hisselerle sahip olanlar da bir gelir sağlarken, hisselerin değer kazanması, firmanın borçlanma gücünü arttıracaktır.

3.4.2 Spekülatif Finansman

Spekülatif finansmanla çalışan bir firma için kısa vadede ödeme taahhütleri (CC_i) sermaye malından beklenen nakit akışından (\bar{Q}_i) fazladır. Bu durum genelde yatırım yada dolaşım döneminin uzamasından kaynaklanır çünkü, üretilen mallar satılmadığı sürece yatırım tamamlanmış sayılmaz. Her iki durumda da firma, gerçekleştirdiği yatırımdan beklenen gelire ulaşamamıştır fakat gelecek dönemlerde ulaşmayı beklemektedir. Bu durum, firmayı borçlarını çevirme davranışına yöneltir. Firma gelirleri kısa vadeli borçları karşılamakta fakat anapara ödemelerini karşılayamamaktadır. Bu durum, spekülatif finansmanın kısa vadeli borçların çevrilmesine dayandığını gösterir.

Bu nedenle $CC_i > \bar{Q}_i$ eşitsizliği sadece bazı i dönemleri için geçerlidir. Ancak uzun vadede, Q değerleri, ödeme taahhütlerinden (CC_i) daha fazladır çünkü sermayeleştirilen Q değerleri, sermayeleştirilen CC_i değerinden daha fazladır. Yani, sermaye malı güvenlik sınırı hala $\mu > 1$ değerler almaktadır. Sermaye malları için bu güvenlik sınırı, borç alan ve verenlerin spekülatif finansmanla ilgilenmesinin sebebinin yaratır. Bir başka deyişle, $P_{k,i} > K(CC_i)$

eşitsizliği hala geçerlidir çünkü borçlar büyümemiş sadece çevrilmiştir. Artık en azından geçmiş borçların faiz kısmından muaf olunmuştur.

Spekülatif finansmanla çalışan bir firma için yakın dönemdeki ödeme taahhütleri (CC_i) ile \bar{Q}_i değerleri arasındaki fark tekrardan finanse edilmelidir. Ancak spekülatif finansman için önkoşul, borç alan ve verenler için borçların vadesi dolana kadar aradaki bu farkın ($CC_i - \bar{Q}_i$) fazlasıyla kapatılacağına inanmalarınıdır. Fazlasıyla kapatılacağına inanılması gerekir çünkü, bu yeni ödeme (spekülatif) taahhütlerin diğer ödemeleri de aksatmaması gerekir.

Bazı i dönemleri için $CC_i > \bar{Q}_i$ ve $P_{k,i} > K(CC_i)$ olsa bile, K sermayeleştirme oranları spekülatif finansman altında faiz haddindeki artış nedeniyle değişecek ve $K(CC_i) > P_{k,i}$ olabilecektir. Spekülatif finansmanla çalışan bir firmanın ödeme gücü belirli faiz haddi aralığı için devam ettirilebilir. Spekülatif finansmanla çalışan bir firma için uzun vadede sermaye mali güvenlik sınırının (μ) korunması gerekir. Artan faiz haddi firmanın güvenlik sınırını düşürür çünkü, beklenen Q değerleri yatırımın başlangıcındaki faiz haddi üzerine kurulmuştur. Doğası gereği, spekülatif finans belirli bir faiz haddi aralığı üzerine oturur. Faiz haddindeki bu belirli aralığı aşan aşırı dalgalanmalar spekülatif finansmanla çalışan firmanın ödeme gücünü yıpratacaktır.

Bu nedenle, spekülatif finansmanla çalışan bir firma sadece mal ve faktör piyasasındaki gelişmelere değil, finansal piyasalarda ortaya çıkan faiz haddi hareketlerine karşı da duyarlıdır. Ancak hedge finansmanla çalışan bir firma için finansal piyasalara bağımlılık söz konusu değildir; böyle bir firma sadece mal ve faktör fiyatlarındaki değişimlerden etkilenir.

Spekülatif finansmanla çalışan bir firma için $CC_i - \bar{Q}_i$ farkı kısa vadede sadece borç çevrilmesine dayanılarak finanse edilmeyebilir. Piyasadaki diğer ekonomik aktörlerin kabul görmesi halinde, hisse senedi ihracı yoluyla da aradaki fark finanse edilebilir. Ancak bu durumda, firmanın portföy düzeni farklılaşacak ve hisse senetlerinin borçlara oranı artacaktır.

Firma nakit akışının ve para piyasasındaki aksamaların bir başka sonucu, firmanın elinde daha fazla likit kaynak tutmak isteği olacaktır. Bu durum, hedge firmaya göre spekülative bir firma için η değerinin büyümesi anlamına gelir.

Bu koşullar altında spekülative firmanın nakit akışı düzeni şöyle olacaktır:

$$\begin{aligned} CC_i &> \bar{Q}_i + \lambda\sigma_{Q_i}^2 && \text{bazı } i < t \text{ iken} \\ CC_i &< \bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2 && \text{bazı } i \geq t \text{ iken} \end{aligned} \quad (3.26)$$

Bu eşitsizlikler nakit akışı güvenlik sınırına göre eşitlik haline getirilirse;

$$\begin{aligned} CC_i &= \tau(\bar{Q}_i + \lambda\sigma_{Q_i}^2) && \text{bazı } i < t \text{ ve } \tau > 1 \text{ iken} \\ CC_i &= \tau(\bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2) && \text{bazı } i \geq t \text{ ve } \tau \leq 1 \end{aligned} \quad (3.27)$$

Sonuç olarak, kısa vadede bazı i dönemleri için τ bir ölçüsüdür. τ değeri ne kadar yüksekse, risk o kadar fazladır.

Yukarıdaki denklem ve eşitsizliklerde de görüldüğü gibi sermaye malından beklenen nakit akışının varyans değerleri spekülative bir firma için toplanmış fakat hedge bir firma için çıkartılmıştır. Bu durum firmaların spekülative kararlarından kaynaklanmakla beraber, bazı firmaların sınıflandırmasını da sorunlu hale getirmektedir. Bir firmanın ödeme yükümlülükleri, $\bar{Q}_i + \lambda\sigma_{Q_i}^2 \geq CC_i \geq \bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2$ değerleri arasında yer alması belirsiz bir durum yaratır. Bu tip sınırdaki firmalar marjinal spekülative firmalar olarak değerlendirilir. Sermaye malından sağlanan gelire göre her an hedge yada spekülative finansman duruma geçebilirler.

Sermaye malından beklenen nakit akışı, ödeme taahhütlerinde olduğu gibi iki kısma ayrılabilir. Ödeme taahhütleri iki kısımdan oluşur anapara ve faiz ödemeleri. Sermaye malı da yarattığı gelire, ilk önce kendini amortize ederken, geri kalan kısmı sermaye malının devamına, faiz ödemelerine ve yeni yatırımlara gider. Sermaye malının yarattığı bu ikinci kısma (Q_y) ve borçların faizine (CC_y) gelir dersek, $Q_y > CC_y$ olması gerekir. Eğer ödeme taahhütleri (CC) kâr payı dağıtımlarını da kapsıyorsa, firma için net kazanç

söz konusudur. Ancak kapsamıyorsa, bu tercih $Q_y < CC_y$ 'ye yol açabilir. Bu durum, firmanın gelecekteki kazanç kapasitesinin düştüğü ve spekülasyon yanının arttığı anlamına gelir.

Sonuç olarak, τ , μ ve η parametrelerini esas alarak, spekülasyon bir firma ile hedge bir firma arasındaki farkları belirleyebiliriz. Hedge finansmanla çalışan bir firmada $\tau < 1$ iken, spekülasyon firmada kısa vadede $\tau > 1$ değerler alır; yani ödeme yükümlülüklerine göre sermaye malından beklenen nakit miktarı azalır. Hedge finansmanla çalışan bir firma için $\mu > 1$ iken, spekülasyon bir firma için kısa vadede $\mu < 1$ değerler alır; yani, ödeme yükümlülükleri karşısında sermaye malının güvenlik sınırı azalır. En sonu, hedge bir firma için η değeri 1'den büyük yada küçük değerler alabilirken, spekülasyon bir firmada η değeri daima hedge bir firmadakinin daha büyüktür. Bir başka deyişle, spekülasyon bir firma hedge bir firmaya göre daha fazla nakit tutma eğilimindedir.

3.4.3 Ponzi Finansman

Ponzi finansmanla çalışan bir firmada, hedge finansmanla çalışan bir firmanın tüm parametreleri ve şartları tersine döner. En başta,

$$CC_i > \bar{Q}_i + \lambda \sigma_{Q_i}^2 \quad i=n(?) \text{ dışındaki tüm } i \text{ değerleri için} \quad (3.28)$$

(3.28) nolu eşitsizlikte olduğu gibi ponzi finansmanla çalışan bir firmanın sermaye mallarının kullanımıyla beklediği gelir ödeme taahhütlerinin altında kalır. Bu durum, n'inci dönem haricinde tüm dönemler için geçerlidir. Eşitsizliğimizde soru işareti kullanmamızın nedeni, bu eşitsizliğin ne zaman tersine döneceğinin belli olmamasıdır. Özellikle, sermaye malından beklenen nakit akışları, ödeme yükümlülüklerinin faizini bile karşılamadığı için ($Q_y < CC_y$), ponzi bir firma sürekli olarak, borçlarını borçlarla karşılama yoluna gider. Ancak, spekülasyon bir firmadan farklı olarak, burada borç anapara yükümlülükleri de artar.

Bu nedenle, ponzi finansman dolandırıcılığı andıran, bir şema gibi düşünülebilir. Şemaya ilk önce girenlerin alacakları sonradan girenlerin verdiği borçlarla sağlanır. İlk girenlerin burada bir kaybı olmadığı için, bu durum sonradan şemaya dahil olmak isteyenleri teşvik eder. Spekülasyon bir

firma kısa vadede borç faizlerini karşılayabildiği için borç yükümlülükleri uzun vadede artmaz ancak ponzi bir firmada bu borç sürekli arttığı için sürekli daha fazla borçlanmaya ihtiyaç duyar. Dolayısıyla, şemaya sonradan katılanların yarattığı yükümlülükler ilk girenlerden daha fazladır. Bu nedenle, spekülatif bir firma uzun vadede net varlıklarını koruyabilir ve likit kalabilirken, ponzi bir firmanın varlıklarını koruması ve likit kalması mümkün olmaz. Firmanın likit kaynakları borçlanma gücüne göre belirlendiğinden, ponzi firmanın artan borç ihtiyacı borçlanma gücünü düşürecek ve likit kaynaklarını sıfıra çekecektir. Borçlanma gücünün düşmesinin bir kaynağı da, artan yükümlülüklerden kaynaklı firma pay (hisse senedi) değerlerinin düşmesidir ($\frac{dEq}{dt} < 0$). Firma nakit yükümlülüklerini pay ihracı ya da dışarıdan borçlanma şeklinde yapamadığı durumda, kendi sermaye varlıklarının satışına yönelecektir. Bu durumda da, sermaye mallarının değerinde bir azalma yaşanacaktır. Bir başka deyişle, (3.28) nolu denklemdeki sağ tarafı azalırken, sol tarafı artarak eşitsizliğin tersine dönme ihtimali gittikçe zayıflayacaktır.

Ponzi firmanın sürekli daha fazla likit kalma ihtiyacı para talebini arttırdığından, ekonomide bu durumun yaygın hale gelmesi faiz haddini yukarı doğru çeker. Faiz haddindeki aşırı bir artış özellikle, spekülatif çalışan firmaları etkisi altına alabilir ve onları da ponzi finansmanla çalışmaya zorlayabilir. Spekülatif firmanın durumdan etkilenmesinin sebebi finansal piyasalara bağımlı olmasından kaynaklanır; hedge bir firma için bu geçerli değildir.

Bir firma diğer faaliyetlerine nazaran büyük bir yatırım yapmış ve bu girişim bir yatırım patlaması dönemine rast gelmişse, üretimin teknik girdilerindeki kıtlık nedeniyle, maliyetler artabilir ve yatırımın tamamlanması gecikebilir. Yatırımların tamamlanmasında güçlük çekildiği bu dönemler, ponzi finansmanın ortaya çıkması için zemin yaratır çünkü, artan maliyetlere, artan faiz haddi eşlik eder. Firmanın yatırımdan vazgeçmesi oldukça güçtür çünkü vazgeçmesi, ödeme yükümlülüklerinin de yerine getirilemeyeceğini daha baştan kabul etmek anlamına gelir.

Ponzi finansman dolandırıcılığı andıran farazi bir durum gibi algılansa da, ekonomideki firmaların bu duruma düştüğü sıklıkla görülür. Ponzi

finansmanla çalışan firmaların sayısının artması, sistemin kırılđan bir yapıya bürüdüğünün habercisidir.

3.5 Büyük Devlet Etkisi

Özellikle fiyat ve kâr ilişkilerinin incelendiği bölümden de anlaşılacağı gibi Minsky'e (1986) göre devlet harcamalarının ekonomi üzerindeki etkisi önemlidir. Çünkü Minsky, ikinci Dünya Savaşından sonra büyük bir bunalım yaşanmamasını büyük devletlerin varlığına bağlar. Bu nedenle, devletin ekonomi üzerindeki etkisini açıklamak için devlet harcamalarını dört gruba ayırır.

- I. Devlet istihdamı ve üretim için yapılan harcamalar
- II. Devletin özel kesime yaptırdığı işler
- III. Sosyal güvenlik için yapılan transfer harcamaları
- IV. Borç faizi ödemeleri

Devleti büyük yapan ilk iki kalemde belirtilen maddeler değildir. Hemen belirtelim, standart teoride devlet sadece ilk iki kalem için yapılan harcamalar nedeniyle toplam talep denkleminde girer. Ancak Minsky için devlet sadece ilk iki kalem yoluyla toplam talebi etkilemez. Aynı zamanda, yapılan sosyal transferler de toplam talep üzerinde etkide bulunur. Diğer taraftan, borç faizi ödemelerinin de biraz sonra anlatılacağı gibi ekonomi, bütçe dengesi ve portföy düzeni üzerinde etkisi vardır.

Hükümet bütçesindeki sosyal güvenlik transferleri iki yönlü alışverişlerin tersine tek yönlü bir ekonomik ilişkidir. Bir başka deyişle, transfer ödemesi yapılan kişi karşılığında herhangi bir şey vermeden nakit veya mal elde eder. Transfer ödemeleri derken kastettiğimiz işsizlik sigortası ve emekli ödenekleri gibi bütçeden yapılan harcamalardır. Bu tip transfer ödemelerini alan kişiler ülkedeki toplam gelirin bir parçası fakat milli hasılanın bir parçası değildir. Ekonomide bu tip ödemelerin ağırlık kazanması üretime nazaran fazladan bir alım gücü doğurur. Ortaya çıkan bu fazladan alım gücü enflasyonun kaynaklarından birisidir. Bu tip transfer harcamalarıyla aynı kategoride değerlendirilebilecek bir başka harcama türü de savunma ve emniyet harcamalarıdır. Bütçe tarafından yapılan askeri harcamalar da, ekonomideki toplam hasılaya katkıları olmadığı halde gelirin bir parçasını oluştururlar. İşsizlik ödeneği yada emekli maaşı alan bir kişinin yaşamının bir döneminde milli hasılaya katkısı varken, askeri harcamalardan pay alan

kesimlerin böyle bir katkısı yoktur. Dolayısıyla, Minsky'e (1986) göre en az transfer harcamaları kadar askeri harcamaların da ekonomi üzerinde enflasyonist bir etkisi vardır.

Büyük bir devletin ekonomideki gerilemeyi nasıl önlediğini anlamak için hükümet harcamalarının ekonomi üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunu bilmek gerekir. Bu nedenle, Minsky (1986) bütçe harcamaları yoluyla devletin ekonomi üzerindeki etkisini üç başlık altında toplar.

- I. Gelir ve istihdam etkisi
- II. Bütçe etkisi (Nakit akışı etkisi)
- III. Portföy etkisi

Birinci etki herkes tarafından bilinmektedir ve ekonomideki standart bakış sadece bu etkiyi anlamak üzerine kurulmuştur. Fakat devletin ekonomideki etkisini anlayabilmek için diğer iki etki üzerinde de durulmalıdır çünkü, bu aynı zamanda Minsky'e göre ekonomideki finansal süreçleri de teoriye dahil etmeyi gerektirir.

3.5.1. Gelir ve İstihdam Etkisi

Ekonomideki standart bakış açısına göre hükümet yatırım ve tüketim harcamaları nedeniyle mal ve hizmet satın alarak toplam talebin bir parçası olur. Transfer harcamaları bu toplamda görülmez. Daha doğrusu ekonomideki toplam tüketim harcanabilir gelirin bir fonksiyonu olarak gösterildiğinden transfer harcamaları, vergiler, sosyal güvenlik kesintileri bu fonksiyonda örtük olarak bulunur. Ancak ortada önemli bir fark vardır çünkü çalışan bir temizlik işçisine verilen paranın milli hasılaya etkisi ile aynı miktarda işsizlik ödeneği alan bir kişinin milli hasılaya yaptıkları etki arasında bir fark vardır. Birincisinde, satın alınan hizmet karşılığı hükümet doğrudan istihdam yaratmıştır fakat ikincisinde böyle bir durum dolaylı olarak ortaya çıkar. Yapılan transfer harcamalarının sonucunda artan harcanabilir gelir toplam talebi arttırdığından iş dünyası için ek kâr olanağı yaratılır. Özellikle vergileri aşan bütçe harcamaları –bütçe açığı ekonomideki gelirin artmasına yol açar.

Kısaca vurgulamak istediğimiz noktayı şöyle özetleyebiliriz: hükümet harcamalarını ekonomideki toplam talebi etkileyen basit bir büyüklük olarak

düşünmemek gerekir. Hükümet harcamalarının dağılımı ekonomideki istihdam ve gelir oluşumu üzerinde farklı etkilerde bulunabilir. Ekonominin düşüşe geçtiği dönemlerde bütçe açıkları bir araç olarak kullanılabilir fakat transfer harcamalarının bütçeden büyük paylar alması beraberinde enflasyon sorununu da getirebilir. 1970'li yıllarda dünyada görülen durgunluğa rağmen enflasyonun artmasında transfer harcamaları önemli rol oynamıştır.

3.5.2. Nakit Akışı Etkisi

Ekonomideki birimleri temel olarak üç ana gruba ayırabiliriz: hanehalkı, iş dünyası ve hükümet. Bu üç kesimin belirli dönemlerdeki fazla(+) ve açıklarının(-) toplamı daima sıfır etmelidir. Belirli bir dönemde hükümet tarafından verilen açık hanehalkı ve iş dünyasında kendisini fazla olarak göstermelidir (Minsky, 1986).

Ancak ekonomik birimlerin fazla ve açıklarının toplamının sıfır etmesi ekonomideki toplam durumun bir ifadesidir. Minsky' göre önemli olan bu ekonomik birimler arasındaki davranışsal ilişki nedenlerinin ne olduğu ve toplamın nasıl sıfır ettiği.

Hanehalkı bunalım dönemleri haricinde daima fazla verir. Bazı dönemlerde hanehalkı tasarrufları fazla olabilir ve toplam talepte nispi bir düşüş yaşanabilir. Fakat her tasarruf artışı gelecek dönemlerdeki harcamaların artışına yol açacağından hanehalkının ekonomik gelişmeler karşısındaki davranışı görece olarak istikrarlı sayılabilir. Ekonomi için hanehalkının tasarruf düzeyi çoğu zaman yakın geçmişteki ekonomik gelişmelerden etkilenir ve düzey buna göre belirlenir. Hükümet gelirleri de, ekonominin yakın geçmişindeki gelişmelerden etkilenir ve ona göre bir vergi politikası düzeni uygulanır. Dolayısıyla, hanehalkı ve hükümet gelirleri belirli bir ilişki içerisindedir. Çünkü, vergi ve benzeri kesintilerin hanehalkı davranışları üzerinde bir etkisi olduğu gibi hanehalkı tüketim davranışlarındaki değişim hükümeti farklı bir vergileme politikasına zorlayabilir.

Diğer taraftan, iş dünyasının yatırım harcamalarına yönelik tutumları yakın geçmiş ve cari dönemden pek etkilenmez, daha çok gelecek beklentilerinden etkilenir. Elbette, cari dönemin yatırımlar üzerinde bir etkisi

vardır fakat yatırımların büyüklüğünü ve niteliğini belirleyen gelecek beklentisidir. İş dünyası için iç kaynakları aşan yatırımlar açık yaratır. Böylesi bir yatırım düzeyinin ortaya çıkması için iş dünyası, gelecekteki nakit akışının borçlarını karşılayacağı beklentisi içinde olmalıdır. Gelecekteki nakit akışı ise toplam talebin seyrine bağlıdır. Toplam talebin önemli bileşenlerinden bir tanesi de hükümet harcamalarıdır. Hükümetlerin harcama programları iş dünyasının beklentilerini etkileyen önemli bir unsurdur.

Birbirine doğrudan ve dolaylı bağlı olan bu ilişkiler içinde devlet toplamın sıfır yapılmasını sağlayan bir unsur olarak ortaya çıkar. Düşen yatırımlardan dolayı azalan gelir ve artan tasarruftan dolayı azalan talep bütçe açıklarına yol açar. Düşen vergi gelirlerine ekonomideki gerileyişi engellemek için artan harcamalar eklenince bütçe açığı artar. Bütçe açıklarıyla, iş dünyasının hem vergi sonrası kârları hem de borç taşıma kapasitesi artar.

Ancak burada kapitalist ekonominin bir özelliğinden bahsetmek gerekiyor. Kapitalist ekonomide, iş dünyası borç yüküyle beraber hareket eder. Bu yüzden, ekonomide borç yükü üzerine kurulu iki güvenlik sınırı mevcuttur. Birinci güvenlik sınırı, borçtan elde edilen nakit akışının borç sağlayanların elde ettiği nakit akışına oranıdır. İkinci güvenlik sınırı, gelecekte beklenen nakit akışının bugünkü değerinin varolan borçların gelecekteki değerine oranıdır. İş dünyasının borç taşıma kapasitesi bu oranlar tarafından belirlenir. Ekonomideki genişleme dönemlerinde hem taşınan borç yükü artar hem de borç yükünün vadesi kısalır. Kısa vadeli borçlar genellikle firmaların cari dönemdeki işlemlerinden sağlanan iç kaynaklardan ödenir. Firmanın iç kaynakları geçmiş yatırımların bir sonucu olarak ortaya çıkar. Cari dönemdeki talep düşüşü nedeniyle firmanın yatırımdan beklediği geliri sağlayamaması durumunda borçların ödenmesinde aksaklıklar ortaya çıkmaya başlar. Bu aksaklıklarla karşılaşan bir firma, varolan sermaye ve finansal varlıklarını satmaya çalışarak durumdan kurtulabilir. Bu durumun ekonomide yaygın hale gelmesinin iki anlamı vardır. Birincisi, sermaye ve finansal varlıkların arz fazlası nedeniyle fiyatlarının düşmesi ve firmanın gelecek dönemdeki borçlanmasının zorlaşmasıdır. İkincisi, gelecekteki kâr beklentisinin düşmesine bağlı olarak yatırım yapamaması ya da yapmamasıdır.

Sonuç olarak 1974-75 yıllarında ABD örneğinde olduğu gibi Minsky'e göre hükümet açık vermek pahasına ekonomideki borç döngüsünün kırılmaması için harcamalarını arttırmıştır. Ancak daha öncede belirtildiği gibi burada hükümetin hangi harcama kalemlerini kullandığı önemlidir. Hükümetin harcamalarını mal ve hizmet satın alarak yapması sadece toplam talebin ve kârların artmasına neden olmaz. Aynı zamanda iş dünyasının borç taşıma kapasitesini de artırır.

3.5.3. Portföy Etkisi

Bütçe açıklarının verildiği dönemlerde hükümetin piyasaya sürdüğü finansal araçlar artarken fazla verildiği dönemlerde bu araçlar uygulanan politikalara göre azalabilir. Özellikle ekonomideki durgunluk dönemlerinde, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar hükümet tarafından piyasa sürülen borç senetlerini satın alarak büyük bütçe açıkları finanse ederler. Ekonomideki gruplar – hanehalkı, iş dünyası ve hükümet – açık ve fazla verme durumlarına göre portföy düzenlerini belirlerler. Fazla veren ekonomik gruplar açık veren grupların açıklarını doğrudan almazlar. Örneğin hanehalkının diğer gruptaki açıkları finansmanı dolaylıdır. Hanehalkı bankaların ya da diğer finansal kuruluşların yükümlülüklerini vadeli ya da vadesiz mevduat gibi biçimler altında satın alırlar. Bu yükümlülüklerine dayanan bankalar ve finansal kuruluşlar da iş dünyasının ya da hükümetin açıklarını finanse eden yükümlülüklerini satın alırlar. Bu yükümlülükler piyasa da kendisini mevduat, bono, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklar olarak gösterir. Ekonomideki birimlerin açık ve fazla verme durumlarına göre bu finansal varlıklar el değiştirir.

Hükümet açıklarını finanse eden firma ya da kuruluşlar aslında varolan portföy düzenlerini değiştirmiş olurlar. Firma ve kuruluşların bu değişikliğe gitmelerinde bir kaç sebep vardır. Birincisi, hükümet borçları gelişmiş tüm kapitalist ülkelerde risksizdir; ikincisi, çok rahat tekrardan satılabilirler çünkü devlet güvencesi altındadırlar. Bir başka deyişle, nakit değer olarak işlem görebilirler. Piyasadaki diğer tüm finansal varlıklar için aynı özellikleri aynı kesinlikle söylemek mümkün değildir. Piyasanın sürekli bir belirsizlik altında çalışması firmalara ait finansal varlıkları sürekli değer kaybetme tehlikesi

altında bırakırken, hükümet tarafından sunulan finansal varlıklar için böyle bir tehdit yoktur (Minsky, 1986). Ekonomideki beklentiler için belirsizliğin arttığı koşullarda finansal varlıkların değerlerindeki oynaklık dolayısıyla kırılganlık artar. Ancak hükümetler tarafından piyasaya sürülen finansal varlıkların riskten bağımsız durumları, sisteme güven ve belirlilik kazandırır. Bir başka deyişle, bir kriz durumunda, firmalara ait sistemdeki değersiz kağıtlarla devletin güvenli ve değerli kağıtları yer değiştirir.

Sonuç olarak, Minsky İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde devletlerin ekonomiye istikrar kazandıracak büyüklüklere kavuştuğunu belirtir. Bu bilindiği gibi sadece devletlerin toplam talebi arttırmamasından değil aynı zamanda ekonomideki güvenlik sınırlarını arttırmamasından ve belirsizliği düşürmesinden kaynaklanır. Minsky'nin, devletlerin ekonomi üzerindeki bu ikinci etkisini finansal süreçler aracılığıyla açıklaması onu farklı kılan yandır.

3.6. Son Borç Veren Mercii İhtiyacı

Krizler sadece reel sektörler üzerinde etkide bulunmaz, finansal sektörleri de etkileyerek artan bir etki yaratır. Bu nedenle, büyük devletlerin krize karşı çabaları ekonomiye nispi bir istikrar verir ancak, bu çabalar yeterli değildir. Büyük devletler verdikleri açıklar, üretim, istihdam ve kârlara (dolayısıyla tüketim malları fiyatlarına) istikrar kazandıran bir etkide bulunurken, bu etkinin kalıcı bir sonuç vermesi için para piyasalarının da istikrara kavuşması gerekir. Çünkü, Minsky'e (1986) göre krizler, para piyasasında kendisini sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarında düşüş olarak da kendisini gösterir.

Bu nedenle, krizler sadece bir talep düşüşü olarak kendisini göstermez, iş dünyasında talep düşüşüne eşlik eden finansal sıkıntılar da ortaya çıkmaya başlar. Bu finansal sıkıntılar ekonomide borç ödeyememe durumu olarak görünse de, gerçekte var olan durum, bankalar ile firmalar arasındaki varlık-yükümlülük sorunudur. Çünkü, kapitalist ekonominin temel özelliklerinden bir tanesi, sermaye varlıklarının sahipliğinin borca dayanmasıdır yani, her yatırım kararının bankalar için varlık iken firmalar için yükümlülük olmasıdır. Modern kapitalist ekonomide bu sonucun ortaya çıkmasının nedeni, sermaye mallarının pahalı ve uzun vadeli getiriye sahip olma özelliklerindedir. Bir örnek vermek gerekirse, bir nükleer santralinin yapımı çok pahalı olduğu gibi tamamlanması da yıllar alacaktır. Santral tamamlanana kadar gerekli tüm giderler için sadece iç kaynaklar yeterli olmayacak ve borçlanma kaçınılmaz olacaktır. İşleyen firmalar için de durum farklı değildir. Çünkü, planlanan üretimin tamamlanması, borçların ödenmesi için yeterli değildir. Üretimin tamamlanmasına ek olarak ortaya çıkan malların satılması için de belirli bir süre geçeceğinden, bu süre içinde firma ödemelerini borçlanarak sağlayacaktır. Bu yüzden, iş dünyasının borçlarını çevirmek için sürekli yeni borçlanmalara ihtiyacı vardır. Modern kapitalist ekonomideki zorunlu borçlanma ilişkisi, daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi, sistemdeki tüm ekonomik aktörleri (devlet, iş dünyası ve hanehalkı) banka ve ticari kredi yollarıyla birbirine bağlar.

Ekonomideki beklentilerin gerekleŖtiđi durumlarda, bankaların varlıkları ile firmaların yükümlülükleri arasında bir denge vardır. Bir baŖka deyiŖle, firmaların sahip olduğu sermaye malları ile bankaların sahip olduğu finansal varlıkların değerleri arasında bir denge vardır. Zaten bankalar finansal varlıkları sermaye malından beklenen kârların bir karŖılıđı olarak satın almıŖ ve firmalar da bankalardan edindikleri kredi ile sermaye malını kullanarak yatırım yapmıŖlardır. Hem sermaye mallarının hem de finansal varlıkların değeri yatırımların sonucunda elde edilecek kârlara bağlıdır. Ekonominin durgunluk ya da kriz dönemlerinde sermaye mallarının fiyatlarının dŖmesi, firmaların yükümlülükleri ile bankaların varlıkları arasında bir dengesizlik yaratacaktır. Gerçekte, sermaye malının üretkenliği dŖmemesine rağmen sermaye malından beklenen gelirin dŖmesi, firmaların bankalardaki yükümlülüklerine olan güveni azaltacak ve finansal piyasalarda bir panik ortamı doğacaktır (Minsky,1982).

Çünkü beklenen gelirin dŖmesinin tek nedeni kriz ortamındaki toplam talebin dŖmesi değildir. Toplam talebin dŖmesi firmaların gelirlerini azalttığından firmalar cari dönemdeki borçlarını ödeyebilmek için likit kalma çabasına gireceklerdir. Sistemdeki bütün firmaların portföylerini likit kaynaklara göre düzenleme çabaları, faiz haddini arttıracaktır. Faiz haddinin artması da sonuçta, firmaların faiz haddine göre indirgenmiŖ beklenen gelirlerini azaltacaktır.

Para piyasalarındaki akıŖı sağlayan bankalar için de durum farklı değildir. Bankalar da sistemdeki nakit akıŖını sağlayabilmek için artan likit kalma çabası içine gireceklerdir. Fakat, bankalardaki varlıkların (firmaların yükümlülükleri) değer kaybetmesi, bankalara olan güveni azalttığında bankalar da likit kaynak bulma sıkıntısı içine gireceklerdir. Paralarını bankalara yatırarak değerlendirmek isteyen hanehalkının değerlendirme ölçüsü bankaların varlıklarının değer olduğundan, banka varlıklarının değer kaybetmesi hanehalkının bankalara para yatırmaktan imtina etmesine ya da paralarını bankalardan çekmesine yol açacaktır. Sonuç olarak sistemdeki tüm birimler için likit kalma çabası para piyasalarında ciddi bir krize yol açacaktır (Minsky,1982).

Bu yüzden, sistemin normal akışını sağlayabilmesi için finansal düzenlemelerin iyi işlemesi gerekir çünkü sistem içinde uzun ve karmaşık borçlanma ilişkileri vardır. Örneğin, pamuk üreticisi iplik üreticisine, iplik üreticisi kumaş üreticisine, kumaş üreticisi giyim malları üreticisine, giyim malları üreticisi tüccarlara ve onlarda uzak diyarlardaki pazarlardan beklenen gelirlere bağılıdırlar (Marx, 1997). Ancak pamuk üretimiyle başlayan bu zincire başka halkalarda eklenir. Zincirin herhangi bir halkasında başvuru bankası kredileri, banka ve benzeri finansal kuruluşların da sürece dahil olmasına yol açar (Minsky, 1986). Bilinebileceği gibi banka kredileri de özellikle hanehalkının ve iş dünyasının tasarruflarına dayandığından hanehalkı da sistemdeki nakit akışına katılmış olacaktır.

Sistemdeki bu karmaşık ve uzun borçlanma ilişkileri içinde milyar dolarlarla ifade edilebilecek firmalar da bulunmaktadır. Bu tür büyük bir firmanın borç yükümlülüklerini yerine getirememesi borç deflasyonu denilen ve tüm ekonomik birimleri içine alan bir süreç yaratır. Çünkü, borç yükünü yerine getiremeyen böyle bir firma, sadece kendisini değil, kendisiyle ilişkili bir çok firmayı da borç ödeyemez bir duruma getirebilir. Bu yüzden firmalar, zincirleme bir şekilde, borç yükümlülüklerini yerine getirebilmek için kendi varlıklarını satma çabası içine girerler. Bu toplu yöneliş, sistemdeki varlıkların fiyatlarında daha fazla bir düşüşe yol açar ve firmaların likit değerleri azalır (Minsky, 1986).

Yukarıda anlatılanlardan da anlaşılacağı gibi sistemdeki istikrarı bozan ikili fiyat yapısındaki kırılmadır. Ancak daha önceki bölümlerde bahsedilenden farklı olarak para piyasalarında, ikili fiyat yapısı kendisini sermaye ve tüketim malları fiyatları arasındaki ilişki olarak değil, sermaye ve finansal varlıklar arasındaki ilişki olarak gösterir. Her ne kadar, temelde ilk belirtilen ilişki geçerli olsa da, para piyasalarındaki istikrarsızlığın görünüşü bu ikinci ilişkiyle kendisini gösterir. Dolayısıyla, finansal istikrarsızlık hipotezinin sunduğu çerçeve iki aşamalı ikili fiyat yapısı olarak adlandırılabilir (Kregel, 1992).

Sermaye ve finansal varlıklar arasındaki ikili fiyat ilişkisinin bozulduğu durumlarda, son borç veren merci olarak büyük bir banka ya da finansal kuruluş, iş dünyasındaki borç taahhütlerinin yerine getirilmesi önündeki

engelleri kaldırmaya ve sermaye mallarının fiyatına istikrar kazandırmaya yardım eder. Ancak bu müdahalenin anlamlı olabilmesi için son borç veren mercinin, gelirin düşmesinden ve devletin duruma müdahalesinden hemen önce ortaya çıkması gerekir. Dolayısıyla, bu mercilerin müdahalesi doğru zamanda ve biçimde olmalıdır (Minsky, 1986).

3.6.1. Son Borç Veren Mercilerin İşleyişi

Son borç veren merciler, finansal ve sermaye varlıklarının fiyatlarının düşmesini engelleyerek ve bankaların ve dolayısıyla firmaların likit kalmasını sağlayarak bu görelî fiyat durumunu korumaya çalışırlar. Bu bir bakıma, sistemdeki kaybın son borç veren mercii tarafından üstlenilmesidir. Bir başka deyişle, sistemde değer kaybeden varlıklar, son borç veren mercii tarafından tekrardan değer kazanana kadar tutulur. Son borç veren mercii kendi risksiz ve likit varlıklarıyla, piyasada değer kaybeden varlıkları değiştirir. Bu yönüyle, her zaman ödeme taahhütlerinin yerine getirilebileceği güvencesini verir. Böylelikle, ekonominin finansman kapasitesi yükselir ve varlıkların fiyatları ve borçlanma artar. Aynı zamanda, bankalar yoluyla hanehalkının da durumdan etkilenmesinin önüne geçilmiş olur (Minsky, 1986).

Son borç veren mercii için en önemli nokta sermaye mallarının fiyat istikrarıdır. Bu nedenle Minsky, sermaye mallarının fiyat istikrarı için son borç veren mercinin borçlanma ilişkisini devam ettirmesi gerektiğini belirtir. Çünkü finansal varlıkların değerinin düşmesi, firma için tahvil, bono yada hisse senedi yoluyla borçlanmasının değerini de düşürecektir. Fiyatların düşmesinden önce firma ödeme yükümlülüklerini ya da yatırımları gerçekleştirmek için gerekli borçlanmayı daha rahat sağlayabilecekken, fiyatların düşmesinden sonra bu işlemleri yerine getirmekte zorlanacaktır. Böylelikle, hem yatırımlar azalacak hem de ödeme yükümlülükleri yerine getirilemeyecektir. Zaten, finansal ilişkilerin kapitalist ekonomideki bu rolü, ekonomiyi çok kısa sürede bir krize sürükleyebilir.

Minsky'e (1986) göre, ekonomide son borç veren mercii rolünü ya büyük bir banka ya da Merkez Bankası üstlenir. Standart teoride merkez bankalarının bu rolü ve etkisi üzerinde pek durulmaz. İhmal edilen bu rolün yerine sadece para arzını kontrol eden bir rol biçilir. Çünkü, standart teoriye

göre sistem müdahale olmaksızın normal çalışmasına devam edebilir ve bu normal işleyişi içinde herhangi bir istikrarsızlığa yol açmaz. Çünkü, üretim malları fiyatlarına bağlı talep hareketleri ile yeni bir denge yaratılır. Ancak, ihmal edilen esas nokta, firmaların borçlanma ilişkileri ile birbirlerine olan bağımlılığıdır. Üretim malları fiyatlarındaki düşmenin talebi hareket ettirene kadar geçen sürede firmaların ödeme yükümlülüklerini nasıl yerine getireceği standart ekonomide belli değildir.

Merkez Bankalarını Minsky'e göre basit anlamıyla borç veren bir yer gibi düşünmek de yetersizdir. Merkez bankalarını aynı zamanda finansal piyasalara çekidüzen veren bir kurum olarak düşünmek gerekir. Kapitalist ekonomilerde, finansal piyasalara düzen vermek konusunda merkez bankaları yalnız değildir. Bu nedenle, Minsky'e göre tarihsel pratik, her istikrarsızlık döneminin yeni bir finansal yapılanmayla sonuçlandığını göstermektedir. Sermaye ve bankacılık piyasalarına düzen veren özelleşmiş kurumlar da Merkez Bankasına eşlik eder. Finansal yapılanmadaki değişiklik sadece yeni kurumların kurulması değildir, varolan kurumların görevlerinde bir farklılaşmaya gidilerek de bir değişim olabilir.

Birçok kapitalist ülkede, Merkez Bankaları ve finansal piyasaları düzenleyen bir çok kurum ilk ortaya çıktıkları dönemden farklı roller üstlenmişlerdir. Bu farklılaşmanın daima bir kriz dönemine denk gelmesi, Minsky'e (1986) göre, bu ekonomilerde, ekonomik politikaların hem deneme yanılma yöntemiyle hem de teoriden yoksun yapıldığını göstermektedir. Bir başka açıdan, uygulanan ekonomi politikalarının ne kadar dar bir bakış açısına sahip olduğunu gösterir.

3.6.2. Bankalar ve Son Borç Veren Mercii

Ticari bankaların iş dünyasını, hanehalkını ve hükümeti finanse etme yolları hem bankaların varlık kompozisyonunu hem de son borç veren mercii işlemlerini etkiler. Merkez bankasıyla diğer bankaların ilişkilerini düzenleyen temel iki yoldan bahsedilebilir: reeskont penceresi ve açık piyasa işlemleri (Minsky, 1986).

Merkez bankasının başvurduğu her iki yolda bir borçlanma ilişkisine tekabül etse de her iki yol arasında önemli farklılıklar vardır. Açık piyasa

işlemlerinde varlıklar satılarak (kesin satım söz konusu olmayabilir) paraya dönüştürülürken, reeskont penceresi uygulamasında para varlıklar karşılığında borç alınır. Birinci yol daha çok borç ödeme sıkıntısı ya da artan faiz haddi karşısında likit kalma durumunu ifade ederken, ikinci yol, sadece geçici bir borçlanma ilişkisini ifade eder. Açık piyasa işlemlerinde kullanılan finansal varlıklar kamu kağıtları iken; reeskont uygulamasında kullanılan finansal varlıklar sermaye ya da tüketim malları alışverişinde ortaya çıkan ticari kredilerdir (Kregel, 1992).

Merkez bankası reeskont penceresinden bankaların elinde bulunan ve iskonto edilmiş olan varlıkları veya ticari kredileri yeniden, bir bedel karşılığı tekrardan iskonto eder. Bu araç, bankalar ile merkez bankası arasında bir hiyerarşi yaratır. Bu hiyerarşide merkez bankası diğer bankaların olağan işleyişi gibi davranarak, bankaların verdiği varlıklara karşılık bankalara kredi sağlar. Bankalar da, bu kredi aracılığıyla iş dünyasına, hanehalkına ve hükümete kredi sağlar. Merkez bankaları, bu yolla hem finansal araçların ve firmaların finansal varlıklarının fiyatlarını hem de bankaların ve dolayısıyla firmaların bilançolarındaki likit durumu desteklemiş olurlar. Merkez bankasının reeskont penceresini kullanarak finansal varlıkların fiyatını belirlemesi, yukarıda belirtilen iki aşamalı ikili fiyat yapısına göre sermaye mallarının da fiyatının belirlenmesidir (Minsky,1986).

Sermaye malları fiyatının belirlenmesi ekonomideki uzun dönemli beklentileri desteklediği için faiz haddi de, bu süreçte merkez bankası eliyle oluşturulmuş olur. Gerçekte, faiz haddi belirli bir sayı olarak ortaya çıkmaz fakat sermaye malları için bir fiyatın belirlenmiş olması, ekonomideki uzun dönemli beklentilere katkıda bulunduğu için faiz haddi üzerindeki belirsizlik azalmış olur. Zaten Minsky (1982) merkez bankasının en önemli işlevlerinden birisinin belirsizliği azaltmak olduğunu belirtir.

Firmalar tarafından yaratılan finansal varlıkların son borç veren mercii tarafından kabul edilmesi, finansal varlıkların da para benzeri varlıklar olarak ekonomide rol oynamaya başladığını gösterir. Böylelikle, firmaların borçlanma kanalları ya da yatırımlarını dışarıdan finanse etme çabaları destek görmüş olur. Firmalar tarafından yaratılan yükümlülüklerin devamının sağlanması için gereken tek şey, firmaların yatırımlarından bekledikleri kârları

sağlamalarıdır. Bu yüzden, firmaların yarattıkları yükümlülüklerin satın alınması, aynı zamanda firmaların kâr beklentilerinin de satın alınmasıdır.

Firmalar tarafından yaratılan finansal varlıkların merkez bankaları tarafından kabul edilmesinin bir başka anlamı, iş dünyası tarafından yaratılan varlıkların güvence altına alınmış olmasıdır. Merkez bankası eliyle ekonomideki genişlemenin desteklendiğini gören bankalar, iş dünyasındaki yatırımları gerçekleşen faiz haddi üzerinden daha fazla finanse etme girişimi içine girerler. Bankaların rezerv varlıkları reeskont penceresinden desteklendiği sürece, bankalar rezerv varlıklarını arttırmak için daha fazla borç verme girişiminde bulunacaklardır. Böylelikle ekonomideki para miktarı, ekonominin işleyişine bağımlı hale gelir. Bankaların iş dünyasına verdiği borçlar ne kadar fazla ise sistemdeki likit para miktarı da o kadar artmış olacaktır (Wray,1992). Reeskont penceresi uygulamasının açık piyasa işlemlerinden farkı özellikle bu noktada ortaya çıkar. Sistemdeki likit miktarı, yaratılan varlıklara paralel olarak bir büyüme gösterir. Bir başka deyişle, sistemdeki likit miktarı ile yaratılan yükümlülükler arasında merkez bankasının belirlediği oranlarda bir gelişme yaşanır.

Ancak merkez bankalarının bu işleyişi Büyük Bunalımdan sonra değişime uğramıştır. Minsky bu değişimi ABD merkez bankası üzerinden şöyle anlatır: “Özellikle büyük Bunalımın etkilerinin sürdüğü dönemlerde ABD merkez bankası para piyasalarını reeskont penceresinden destekleyemedi çünkü bankaların elinde reeskont penceresi uygulamasında kullanılacak varlıkların sayısı çok azdı. Bu nedenle, sistemdeki likit kaynakları reeskont penceresi yoluyla arttırmak mümkün olamıyordu. Diğer taraftan, ABD merkez bankası aracılığıyla basılan paralar, altın ve iskonto edilen ticari senetlerin miktarına bağlı olduğundan bankaların rezerv pozisyonunu desteklemek için para basmakta mümkün değildi. Hazine kağıtlarının bankalardan satın alınması uygulaması da işe yaramadı çünkü bankalar artan rezervlerini iş dünyasına borç vermek için değil, merkez bankasındaki karşılıklarını sağlamak için kullandılar. Bankalar bu dönemde devlet iç borçlanma senetlerini merkez bankasındaki altın karşılıkları için kullanamıyordu. Sisteme likit para sürülememesi faiz haddini de arttırmıştı. Sonuçta, ABD merkez bankası çözümü devlet iç borçlanma senetlerini bankaların merkez

bankalarındaki altın karşılığı olarak kullanılmasına izin vererek yani, bankaların ellerindeki borç senetlerini satın alarak hem faiz haddinin düşmesini hem de bankaların rezervlerinin artmasını sağladı” (Kregel, 1992; Minsky, 1982). Özellikle İkinci Dünya Savaşından sonra devlet iç borç senetlerinin kullanıldığı açık piyasa işlemleri ile, bankaların rezervleri denetim altında tutulmuş oldu ve yavaş yavaş reeskont uygulaması terk edilmeye başlandı. Böylelikle, bankaların rezerv durumları için kullanılan temel kaynaklar ticari senetler olmaktan çıkıp, devlet iç borç senetleri haline gelmeye başladı (Minsky, 1986).

Açık piyasa işlemlerinin merkez bankası açısından anlamı, bankaların elindeki devlet iç borç senetlerinin satın alınarak (satarak), bankaların rezervlerinin artırılması (azaltılması) ve iş dünyasına verilen borçların artmasının (azaltılmasının) sağlanmasıdır. Açık ki, açık piyasa işlemleri reeskont penceresi uygulamasından oldukça farklıdır. Her şeyden önce, reeskont penceresi uygulamasında Merkez Bankası ile bankalar arasında bir hiyerarşi vardır. Ancak açık piyasa işlemlerinde böyle bir hiyerarşi bozulmuş olur çünkü, açık piyasa işlemlerinde hedef, banka rezervlerinin denetimi olduğundan bir banka, rezervlerini arttırmak için ya da eksik olan rezervlerini kapatmak için merkez bankasına başvurmak zorunda değildir. Diğer taraftan, reeskont penceresi uygulamasında Merkez Bankası bankaların iş dünyasıyla olan ilişkisini takip edebilirken, açık piyasa işlemlerinde böyle bir durum söz konusu değildir. Çünkü Merkez Bankası sadece bankaların rezerv durumlarıyla ilgilenir.

Bunun dışında, bankalar, merkez bankası dışındaki kaynaklardan ya da kendi aralarındaki ilişkilerden oluşan ikincil piyasalardan rezervlerini düzenleyebilirler. Bankalar için rezervlerini düzenlemenin yolu yeni yükümlülükler yaratmaktır. Zaten, bu yüzden, açık piyasa işlemlerinin bankacılık sektöründe yaygınlaşmasıyla beraber, bankalar varlıklara dayanan çalışmalarını yükümlülüklere dayanan yapıya büründürmüşlerdir. Reeskont penceresi uygulamasında varlıkların merkez bankası tarafından satın alınması, varlıklar üzerinde bir güvence oluştururken, bankalar tarafından açık piyasa işlemleriyle yaratılan yükümlülüklerin böyle bir güvencesi yoktur. Bir başka deyişle, bu güvence sadece banka tarafından verilmiş olur.

Rezerv hareketleri sonucu, bankalar arası piyasanın oluşması, faiz haddinin serbest bir şekilde bankalar eliyle oluşturulduğunu gösterir. Merkez Bankası, açık piyasa işlemlerinin bir parçası olan bankalar arası piyasa işlemlerine faiz haddi için sınırlar belirleyerek eşlik edebilir. Faiz haddinin belirlenen üst sınıra ulaşması durumunda, merkez bankası hazine kağıtlarını satın alarak ya da limitleri dahilinde borç vererek sistemdeki rezerv miktarını artırır ve faiz haddinin düşmesini sağlar. Alt sınıra ulaşması durumunda ise, Merkez Bankası hazine kağıtlarını satın alarak ya da limitleri dahilinde borçlanarak sistemdeki fazla rezervleri çeker ve faiz haddinin artmasını sağlar. Bu işlemlerin sonucunda bir taraftan uzun vadeli faiz haddinde büyük oynaklıklar ortaya çıkıp, belirsizlik artarken, diğer taraftan sermaye varlıklarının likit değerleri düşer. Bu durum, bankaları yüksek faiz haddinden borç vermeye iterken, artan belirsizlik ortamında kısa vadeli yatırımlar artmaya başlar.

Ancak bankalar ile merkez bankası arasındaki işlemlerde bir zorunluluk yoktur. Örneğin, faiz haddinin arttığı bir durumda bankalar, merkez bankasının açık piyasa işlemlerine dahil olmak zorunda değildirler. Çünkü, böyle bir durumda, ellerindeki hazine kağıtlarını merkez bankasına satarak ve rezerv fazlası yaratarak iş dünyasını finanse etmek yerine, yeni yükümlülükler yaratarak da iş dünyasını finanse edebilirler. Bu durum, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmadan hareket edebildiklerini gösterirken, bankalara dair önemli bir noktaya da işaret eder.

Bankalar tarafından yaratılan yeni bir finansal araçlar ya da iş dünyasıyla yaratılan açık ya da örtük yeni bir ilişki tarzları, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmadan, yeni yükümlülükler yaratarak iş dünyasının finanse etmesini sağlayabilir. Bir başka deyişle, sistemdeki banknot miktarı değişmeden yaratılan finansal yeniliklerle sistem finanse edilmiş olunur. Bu nedenle, Minsky kapitalist ekonomide finansal piyasaları incelerken yaratılan yeniliklerin ekonomideki istikrarsızlıkları açıklamakta önemli bulgular sağladığını belirtir. Finansal piyasalardaki her yenilik ilk çıktığı anda çok fark edilmez ve etkileri üzerinde durulmaz. Ancak, bir finansal kriz durumunda finansal yeniliklerin ekonomi üzerindeki etkileri araştırmaya başlanır ve onu sınırlayacak önlemler alınır. Ancak Minsky'e

(1982) göre, kâr güdüsüyle hareket eden finansal piyasalar için yeniliklerin sınırı yoktur ve her yeni önlem, bankaları yeni yenilikler keşfetmeye yönlendirir. Minsky, finansal istikrarsızlıkların kaçınılmaz olduğunu belirtirken, bu noktanın da altını çizer. Bu nedenle, sabit ekonomi politikasının geliştirilemeyeceğini çünkü ekonominin sadece göstergeler açısından değil kurumsal düzenlemeler açısından da sürekli bir belirsizlik içinde olduğunu belirtir (Minsky, 1982).

3.6.3. Kapitalist Ekonomide Bankacılık

Neo-klasik iktisatta bankalar, özellikle ticari bankalar statik, mekanik ve pasif bir rodedirler. Bankaların ekonominin işleyişi üzerinde önemli bir etkisi yoktur. Bankaların etkisi sadece para arzı ve faiz haddi etkileriyle sınırlıdır. Aslında bu yaklaşım, Minsky'e (1986) göre modern endüstriyel kapitalizmin ortaya çıkmasından önce yaygın olan ticari kredi sistemine dayanan bir bakış açısıdır. Neo-klasik yaklaşıma göre, banka kredileri sadece malların üretiminde ve satışında kullanılan bir unsurdur. Dolayısıyla, üretilen ve dolaşıma sunulan mallar ile para miktarı arasında dolaysız bir ilişki vardır. Bu nedenle, neo-klasik iktisadın sunduğu takasa dayanan kasaba ekonomisi ile ticari kredi sistemi mantıksal bir bütünlük taşır. Bu bütünlük, para arzının kontrol edilmesiyle üretim miktarının ve dolayısıyla istihdamın kontrol edilmesini mümkün kılar. Ekonomik işleyişe böyle bakan bir yaklaşım, sonuçta merkez bankalarının rolünün abartıldığı bir noktaya varır (Minsky, 1982). Bu yaklaşıma göre, merkez bankaları, bankaların rezervlerini ve faiz haddini denetim altına alarak üretimi, istihdamı ve enflasyonu denetleyebilir.

Ancak gerçekte, modern kapitalizm koşullarında merkez bankalarının, bankalar üzerindeki etkisi sınırlıdır çünkü bankalar geçmişteki gibi pasif bir rolde değil, bizzat kâr elde etme peşinde olan aktif bir rol içindedirler. Bankaların ekonomideki bu aktif rolleri, gelir, istihdam ve fiyatlarda dalgalanmalara yol açabilir. Ancak, bankaların ekonomi üzerindeki bu etkisi, dar anlamıyla para arzı üzerindeki etkilerinden dolayı ortaya çıkmaz. Çünkü modern kapitalist ekonomide banka kredileri sadece tüketim mallarının üretiminde kullanılmadığı gibi bankaların kredi araçları da sadece para değildir (Minsky, 1986).

Para arzının artması için, ekonomik birimlerin gelirlerinden daha fazla harcamaları gerekir. Harcamalarla gelirler arasındaki fark kapitalist ekonomide bankalar tarafından finanse edilir. Ancak bilindiği gibi, bankalardan alınan borcun bir süre sonra faiziyle beraber geri ödenmesi gerekir. Dolayısıyla, bankalardan borç alınmasının sebebi, borç alınan paranın faizinden daha fazla gelir yaratması beklentisidir. Bir başka deyişle, borç alınan paranın sermaye mallarının alımına ve yatırıma gitmesi gerekir ki, alınan borç kendisinden ve faizinden daha fazla gelir yaratsın. Aksi takdirde, bankalar yoluyla para arzının artması mümkün değildir (Minsky, 1982).

Bir başka deyişle, para arzı neo-klasik iktisatçıların iddia ettiği gibi Merkez Bankaları yoluyla dışsal olarak belirlenen bir durum değil, ekonominin işleyişine bağlı içsel bir durumdur. Merkez Bankaları, banka rezervleri üzerindeki kontrolü sayesinde bankaların kredi miktarları üzerindeki etkiye bulunabilir. Fakat, ekonomide kullanılan tek kredi aracı para değildir. Çünkü Minsky'e (1986) göre kapitalist ekonomide herkes para çıkarma hakkına sahiptir ancak önemli olan basılan paranın kabul görmesidir. Bu yüzden, yatırım yapmak isteyen firmalar para olmasa da, para benzeri ve piyasada kabul edilen finansal varlıklar üreterek kredi kanalları yaratabilirler. Ancak burada yaratıcılık firmalara değil bankalara aittir. Yani, bankaların bu araçları kabul etmiş olmasıdır. Yatırım yapmak isteyen bir firmanın, tahvil, bono yada hisse senedi ihraç etmesi, bir para basma durumudur. Ya da bir parasal değer yaratma durumudur. Dolayısıyla, Minsky'e göre kapitalist ekonomide paradan değil, paralardan ve çeşitlerinden bahsetmek gerekir. Bankalar tarafından kabul edilen bu para benzeri varlıklar, ekonominin genişleme dönemlerinde yatırımların finansmanında kullanıldığından, para arzında bir artış yaşanır. Para arzındaki bu artış, harcamalar ile gelirler arasındaki farka bir başka deyişle, sermaye mallarının gelecekte yaratacakları kârlara dayanır. Sermaye mallarından beklenen kârlar sağlandığı sürece, bu para benzeri varlıkların ekonomideki varlığı devam eder. Hatta, beklenen kârların gerçekleşmesi yeni yatırımlara yol açacağından para benzeri varlıklar artacağı gibi para arzı da artar. Kapitalist ekonomide para dar anlamıyla banknotlar olarak var olmaz. Yaratılan tüm sermaye ve finansal varlıklar da

para tanımı içine girer. Bir finansal varlığın para olarak değerlendirilmesi için kendi arz fiyatından daha fazla değer yaratması yeterlidir (Minsky, 1986).

Merkez bankalarının önemi bu son durumda ortaya çıkar. Yatırımların devam edebilmesi için sermaye mallarının talep fiyatı arz fiyatından yüksek olmalıdır. Ekonominin genişleme dönemlerinde, yatırımların hız kazanması sermaye ve finansal varlıkların artışına yol açar. Talep edilen yatırımlardan daha fazla sermaye ve finansal varlık yaratılması, bu varlıkların değerini arz fiyatının altına düşürebilir ve yeni yatırımların yapılmamasına yol açabilir. Böyle bir durumda, Merkez Bankaları sermaye ve özellikle finansal varlıkların fiyatlarının düşmesini engelleyici müdahalelerde bulunabilir.

Merkez Bankasının böyle bir müdahalede bulunmaması, finansal varlıkların değerinin ve yatırımlar için gerekli dış kaynakların azalmasına yol açacaktır. Yatırımların azalması ise, değerleri yatırımlardan beklenen kârlara bağlı olan para benzeri varlıkların değerinin azalmasına yol açacaktır. Yani süreç katlanarak artan bir krize yol açacaktır. Bu durumda, bono, tahvil ve hisse senedi gibi varlıklar para olarak kabul görmeyecek ve gerçek paraya bir akın başlayacaktır. Son kertede gerçek paranın kendini dayatması, ekonomideki paralar arasında bir hiyerarşi olduğunu gösterir. Yada gerçek paraya olan ilginin kaynağını gösterir (Minsky, 1986).

3.6.4. Para Talebi Modeli

Minsky'e (1975) göre, neo-klasik iktisadın Keynes'den devraldığı para talebi modeli oldukça sınırlıdır. Bu yaklaşıma göre para talebi, gelir ile faiz haddinin bir bileşimi olarak ortaya çıkar. Ancak Minsky (1975) *Genel Teori*'yi yorumlarken, daha fazla etkenin para talebi üzerinde etkide bulunduğunu belirtir ve daha önceki bölümlerde belirtilenlerin ışığında, Minsky en geniş anlamıyla para talebi denklemini şöyle formüle eder:

$$M = M_1 + M_2 + M_3 - M_4 = L_1(Y) + L_2(r, P_K) + L_3(F) - L_4(NM) \quad (3.29)$$

Para talebinin birinci kısmı (L_1) işlem saikiyle likidite tercihini gösterirken, ikinci kısmı (L_2) spekülasyon saikiyle likidite tercihini gösterir. Standart teoride spekülasyon saikiyle para talebi sadece faiz haddinin bir fonksiyonudur fakat Minsky'e göre spekülasyona yol açan sadece faiz haddi değildir, sermaye mallarının talep fiyatı da spekülasyona yol açar.

Sermaye malları fiyatı üzerindeki spekülasyonun kaynağı ekonomideki belirsizliktir. Firmanın, sermaye malını borçlanarak satın alması, onu bir ödeme taahhüdü altına sokar. Ancak bu andan itibaren çelişkili bir durum ortaya çıkar çünkü firma için ödeme taahhüdü kesin iken, ödeme taahhüdü karşılığında sunulan gelecekteki geliri belirsizdir. Bu gelir tamamıyla ekonominin işleyişine bağlıdır. Bu nedenle, bir sermaye malını satın alma kararı aynı zamanda spekülatif bir karardır. Bir başka deyişle, sermaye malını satın alınması için kullanılan para, spekülatif bir paradır.

Yukarıdaki denklemin tersten okunması bizi para arzının sermaye mallarının fiyatı üzerinde bir etkisi olduğu sonucuna götürür. Ancak önemli olan baskın olan hareketin hangi yönde gerçekleştiğidir. Para arzı arttığı için mi sermaye mallarının fiyatı artıyor; yoksa sermaye mallarının fiyatı arttığı için mi para arzı artıyor? Bu soruların cevabı denklemin geri kalanıyla ilgilidir. Denklemindeki üçüncü bileşen (L_3), para talebinin finansal taahhütlerin büyüklüğüne bağlı olduğunu gösterirken, dördüncü bileşen (L_4) para benzeri varlıkların büyüklüğüne bağlı olduğunu gösteriyor.

Açık ki, son iki bileşen yatırım süreçlerinde, sermaye mallarını satın alınmasıyla ortaya çıkan unsurlardır. Sermaye mallarının satın alınması sırasında, firmaların sermaye mallarını nasıl finanse ettiği kapitalist ekonomideki önemli noktalardan bir tanesidir. Zaten Minsky tarafından neo-klasik iktisada getirilen en önemli eleştiri bu noktada toplanır. Neo-klasik iktisatta sermaye mallarının nasıl finanse edildiğinin bir önemi yoktur. Oysa yukarıdaki denklemden de görüldüğü gibi, para talebinin oluşumu üzerinde önemli bir etkisi vardır. Bu nedenle, Minsky'e göre para, neo-klasik iktisatçıların iddia ettiği gibi ekonomide dışsal olarak belirlenen bir unsur değil, içsel olarak belirlenen bir unsurdur.

Minsky'nin (1982) paranın ekonomide içsel olarak yaratıldığı saptaması finansal yapılardaki ve araçlardaki yeniliklere dayanır. Finansal araçların yenilenmesi merkez bankasının sıkı para politikalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. İş dünyasındaki harcamaların arttığı bir durumda enflasyondan korkarak sıkı para politikasının uygulanması bir anda borçlanmaya olan talebi aşağı çekmez ve devam eden borç talebinden dolayı faizler artar. Minsky'e (1982) göre, böyle bir durumda, kâr peşinde koşan

finansal kuruluşlar, artan kâr fırsatından yararlanmak ve devam eden borç talebini karşılamak için azalan para miktarına rağmen borç yaratmaya çalışırlar. Devam eden borçlanma talebi finansal kuruluşlar tarafından ortaya çıkartılan yeniliklerle karşılanır. Borçlanma talebinin düşmemesi, paranın dolanım hızındaki süreklilikten kaynaklanır. Bu nedenle, finansal kuruluşların kâr fırsatları faiz haddi ile paranın dolanım hızı arasındaki ilişkiyi doğar denilebilir. Merkez Bankası eliyle sıkı para politikasına gidilmesi paranın dolaşım hızını artırırken, faiz haddi de artar. Her iki sonucun nedeni, ekonomide devam eden nakit akışı sisteminden kaynaklanır. Ekonomideki para miktarı kısa sürede belirlenen bir düzeye çekilebilse de, ihtiyaç duyulan nakit miktarı bir anda yada kısa sürede değişmez. Sıkı para politikası koşulları altında paranın dolanım hızındaki devamlılık ya da artış faiz haddinin artmasına yol açar.

Minsky, paranın içsel olarak yaratıldığı tezini Kaldor'dan (1982) devralmasına rağmen, bu yaklaşımda para miktarı merkez bankası eliyle dışsal olarak belirlendiği için açıklamayı yeterli bulmaz. Kaldor'a (1982) göre para miktarı dışsal olarak belirlenirken, paranın dolaşım hızı iş dünyasındaki harcamalar yoluyla içsel olarak belirlenir. Bir başka deyişle, paranın dolanım hızı ile faiz haddi arasında bir ilişki olduğunu iddia eder (Wray,1992). Ancak Minsky'e (1982) göre faiz haddi üzerinde sadece paranın dolaşım hızı etkili değildir. Faiz haddi artmadan da, paranın dolaşım hızı artabilir. Bu durum özellikle, finansal araçların yenilenmesiyle yani bankaların yada firmaların değerli kağıtlar yaratmasıyla ortaya çıkar. Yaratılan menkul değerler paraya ihtiyaç duyulmadan ekonomideki nakit gereksiniminin karşılanmasını sağlayabilir. Bir bakıma, para benzeri varlıklar yaratılarak para ikamesi sağlanmış olur. Finansal yeniliklerin arttığı durumlarda, paranın dolanım hızı ile faiz haddi arasındaki ilişki zayıflar. Ancak bu durum bankaların yükümlülüklerinin varlıklara oranının azalmasına, likit durumlarının zayıflamasına ve risklerinin artmasına yol açar. Ancak, faiz haddine karşın paranın dolanım hızındaki bu artışında bir sınırı vardır. Belirli bir noktadan sonra, artan riskten dolayı bankalar faiz haddinin artmasına gereksinim duyarlar (Wray,1992).

Sonuç olarak, sıkı para politikasının uygulandığı durumlarda bile yaratılan yeni finansal araçlarla para arzının artışı söz konusu olabilir. Para arzındaki bu artış sadece banka ve firmaların yarattığı menkul kıymetlerden kaynaklanmaz, hükümetlerin ihraç ettiği menkul değerler de yüksek likiditeye sahip olmalarından dolayı para arzı üzerinde etkide bulunurlar. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde, iş dünyasındaki artan harcamalara rağmen faiz haddinin düşük seyretmesini Minsky(1982), savaş döneminden kalan hükümet kağıtlarına bağlar. Zaten 1960'lı yıllarla beraber devlet menkul kıymetlerinin iş dünyasına yeterli gelmemesiyle bankalar yeni finansal araçlara ihtiyaç duymuşlardır.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, Minsky'e göre para arzı üzerinde etkide bulunanlar sadece Merkez Bankası ve bankalar değildir. Nakit akışlarını yarattıkları yükümlülüklerle sağlayan tüm kurumlar para arzı üzerinde bir etkiye sahiptir. İş dünyasına katılan bütün firmalar bir banka gibi varlıklarını aşan yükümlülükleri yarattıkları sürece, bir başka deyişle para benzeri varlıklar yarattıkları sürece ekonomideki para arzı üzerinde etkiye sahiptirler. Bu nedenle, Minsky'e göre ekonomideki tüm birimler "kâr arayan girişimciler" kategorisi altında toplanır. Girişimcilerin özelde neyle ilgilendiklerinin bir önemi yoktur; önemli olan nasıl çalıştıklarıdır. Bütün ekonomik birimler portföy düzenlemesine dayanarak hareket eder. Bu düzenlemedeki amaç her birim için aynıdır: daha çok kâr sağlamak.

Kârlarını daha çok borç vererek sağlamak zorunda olan bir bankanın iş dünyasına verdiği kredileri Merkez Bankasının rezerv oranı gibi araçlarıyla durdurmak olanaklı değildir. Bankalar kâr için her yolun meşru olduğu bir zeminde hareket ederler. Bu yüzden sürekli önlerindeki kısıtları yarattıkları yeni kanallarla aşmaya çalışırlar. Bu bir bakıma Keynes'in iş dünyasındaki girişimciler için belirttiği "hayvani duyguların" bir başka şekilde anlatılmasıdır. Minsky'e (1982) göre bankalar zaten kendi paralarını kullanarak ticari kredi olanakları yaratmadıklarını ya da ticari kredi kanallarını yaratırken her zaman para kullanmadıklarını belirtir. Ticari kredi kanallarını kullanırken ya da yaratırken baş vurdukları yöntem güncel olan mevzuatın sınırlarına ve boşluklarına dayanır. Örneğin, 1966 yılında ABD'de yaşanan ufak çaplı krizde olduğu gibi bankalar tarafından ödeme taahhütlerinin yükümlülük

olarak kabul edilmesi, ticari kredilerin genişlemesine yol açmıştır (Minsky,1982; Wray 1992).

Olağan koşullarda bankaların ticari kredi miktarı, rezerv oranı ile denetim altında tutulabilir görünür çünkü, bu sisteme göre bankalar merkez bankalarındaki rezervlerine göre iş dünyasına kredi kullandırabilirler. Merkez bankasındaki rezervlerini genişletmenin bir banka için iki yolu vardır: devlet harcamalarının banka yoluyla karşılanması (bankanın devlete kredi vermesi) ve devlet senetlerinin merkez bankasına satılması. Ancak bu iki yol olmadan da bankalar kredilerini genişletebilirler. Bunun yolu ise finansal kanallarda yenilikler yaratılmasıdır. Bankalar para yerini tutan araçlar ve yükümlülükler yarattıkları sürece bu kredi genişlemesini sürdürebilirler.

Denklem (3.29) aynı zamanda faiz haddinin belirlenmesine dair ipuçları da vermektedir. Veri para miktarı için gelirin artması, faiz haddinin artmasına, sermaye malları fiyatının düşmesine yol açacaktır. Ancak, gelir sermaye mallarından beklenen gelir olarak ifade ediliyorsa, bu durumda para talebi denklemi kayacak ve gelirin artması hem faiz haddinin hem de sermaye mallarını fiyatının artmasına yol açacaktır. Yine veri para arzı ve gelir düzeyi için ödeme yükümlülüklerinin artması faiz haddinin artmasına, sermaye mallarının fiyatının düşmesine yol açacaktır.

Para benzeri varlıkların ekonomide artması, gelir, para miktarı, finansal ödemeler ve yatırım hızı sabit olmak koşuluyla faiz haddini düşürecek, sermaye mallarının fiyatını arttıracaktır. Ekonomide para benzeri varlıkların artması finansman talebinin arttığını gösterir ve para arzı banka ve benzeri kuruluşların denetimine girer. Bu durumda, faiz haddi ekonomik aktörlerin likit kalma tercihlerine göre değişir. Yatırımlardan beklenen gelirlerin risksiz olduğu yönünde bir kanı varsa, likit kalma isteği azalacak ve faiz haddi düşecektir fakat gelirlerin riskli bir duruma girmesi likit kalma tercihinin arttıracak ve faiz haddi de yükselecektir.

Bankaların bu süreçteki rolleri, onların gelir kaynaklarına dayanır. Bankalar için kasalarında duran atıl paranın bir önemi yoktur çünkü onlar gelirlerini kredi kanallarını işleterek kazanırlar. Bu yüzden daima, yatırım yapmaya istekli iş adamları ararlar. Yada girişimcileri yatırım yapmak

konusunda ikna etmeye çalışırlar. Bu nedenle, bankacılar, paranın pasif bir yöneticisi değil, kârlarını azamiye çıkarmaya çalışan iş adamlarıdır.

4. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ VE TÜRKİYE

Minsky'nin finansal istikrarsızlıklar için sunduğu teorik çerçevenin, son yıllarda yaşanan krizlere uygulanabilirliği konusunda çeşitli tartışmalar vardır. Çalışmamızın giriş bölümünde de belirtildiği gibi, krizleri finansal piyasalardaki gelişmelere dayanarak açıklamaya çalışan bir çok çalışma yapılmıştır. Krizler için her ne kadar döviz kuru istikrarsızlıkları, bankacılık sektörü yetersizlikleri, aşırı sermaye hareketleri, varlık fiyatlarındaki yapay şişmeler, ahlaki bozukluklar ve kurumsal yetersizlikler gibi açıklamalar getirilmiş olsa da, bu nedenlerin hepsi anlaşılacağı gibi finansal piyasaların içindeki unsurlardır. Bu nedenle, bir ülkede ortaya çıkan krizde, bu sebeplerden birinin ya da bir kaçının ağırlık kazanması, Minsky'nin sunduğu teorik çerçevenin yeterli ya da yetersiz olduğunu üzerine de tartışmalar çıkarmıştır. Örneğin, Kregel (1998a) Güney Doğu Asya'da yaşanan krizlerin Minsky'nin sunduğu teorik çerçeveye uygun geliştiğini iddi ederken, Meksika ve Brezilya'da yaşanan krizlerin bu çerçeveye uygun olmadığını iddia eder (Kregel, 1998b, 1998c). Diğer taraftan, Saqib (2001) ve Silva (2002) yaptıkları çalışmalarda, Güney Doğu Asya, Brezilya, Meksika ve Türkiye'deki krizlerin Minsky'nin sunduğu teorik çerçeveye uyduklarını iddia etmektedirler. Benzer bir şekilde, Wray da (2001) yaptığı çalışmada, Asya ve Rusya'da yaşanan krizlerin aynı çerçevede değerlendirilebileceğini iddia eder. Ayrıca, yeni-keynesyen akımdan da Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine eleştiriler vardır. Krugman (1991) krizlerin standart bir şekilde aşamalandırılmasını eleştirirken, Mishkin (1992), Minskian teorinin aşırı geniş bir bakış açısına sahip olduğu için kullanışsız olduğunu iddia eder.

Gerçekten, Minsky'e dayanarak krizleri açıklama girişimlerinin geniş bir yazın oluşturduğunu söylemek yersiz olmayacaktır. Ancak, özellikle Kregel tarafından yapıldığı gibi, her finansal istikrarsızlığın Minsky'nin sunduğu çerçeveye uygun olduğunu söylemek mümkün müdür? Ya da sorumuz bir başka açıdan şöyle ifade edilebilir: Minsky finansal krizleri inceleyen bir şablon mu sunmaktadır yoksa krizleri inceleyecek araçlar mı sunmaktadır?

Bu soruya yanıt verebilmek için 3. Bölüm boyunca anlatmaya çalıştığımız finansal istikrarsızlık hipotezinin öne çıkan yanlarını vurgulamamız

gerekmektedir. Finansal istikrarsızlık hipotezine göre krizler kendilerini bir borç deflasyonu dolayısıyla, sermaye ve finansal varlıkların değerlerindeki bir düşüş olarak gösterir. Borç deflasyonu ise, genelde büyük bir bankanın ya da firmanın iflas etmesiyle tetiklenir. Sistem için uzun borçlanma zincirleri olduğu için büyük bir firmanın ya da bankanın iflas etmesi, merkez bankası ve devlet müdahalesi olmadığı koşullarda tüm borç zincirinin aksamasına yol açar. Yeni borçlanmaların aksamasının ise en dolaysız anlamı, varlık fiyatlarının düşmesidir. Kısacası bir borç deflasyonu, sistemde uzun borçlanma ilişkilerini öngörür. Burada, özellikle Türkiye ve Latin Amerika ülkeleri için unutulmaması gereken nokta, krizlerin büyük bir firma ya da banka iflası ile harekete geçmiş olmasıdır, devletin değil. Minsky'e göre sistemde uzun kredi ve borçlanma ilişkilerinin oluşması ise, ekonomilerin genişleme dönemlerinde ortaya çıkar. Minsky için ekonomik gelişmenin anlamı, olumlu kâr beklentilerine bağlı olarak yatırımların artmasıdır. Bir başka deyişle, sistemde uzun kredi ve borç ilişkilerinin oluşması için yatırımların arttığı bir dönem yaşanmalıdır. Yatırımların artması, ekonomide hem dikey hem de yatay uzun kredi ilişkilerinin oluşmasına yol açar. Hem girişimciler birbirine borçlanır hem de bankalar ve finansal kuruluşlara borçlanılır. Ayrıca, finansal kuruluşlar da birbirine borçlanır. Kısacası ekonomideki borç yükünde sermaye varlıklarından beklenen gelire nazaran aşırı bir artış yaşanır. Yatırımların finansmanı aynı zamanda finansal piyasalarda finansal araçların hem fazlalaşmasına hem de miktarının artmasına yol açar. Ekonominin genişleme dönemlerinde bu artış sermaye varlıklarının fiyatlarında bir azalmaya yol açmaz, çünkü kâr beklentilerine bağlı olarak varlık fiyatları artmıştır. Ya da, kâr beklentisi olduğu için ekonomi genişleme dönemine girmiştir. Dolayısıyla, Minsky'e göre yatırımların hız kazanması için sermaye varlıklarından beklenen gelirlerin, sermaye varlıkların arz (üretim) fiyatını aşması gerekir. Sistemdeki borç miktarını belirleyen ise, borç alan ve verenlerin riskleriyle beraber sermaye varlıklarının talep ve arz fiyatı arasındaki farktır. Faiz haddi de sistemde yatırımlar için talep edilen borç miktarına göre belirlenir. Bu nokta da yine, Türkiye gibi ülkeler için önemlidir çünkü, Minskian teoride faiz haddi firmaların yatırımları için borçlanma talebinin sonucu olarak doğar. Oysa Türkiye gibi ülkelerde, faiz haddi devletin açıklarının kapatılması için

gereken borçlanma talebinin sonucu oluşmaktadır. Yani Minsky için, sistemdeki esas aktör firmadır. Faiz haddini belirleyen de firmaların davranışlarıdır. Dolayısıyla, Minsky için faiz haddinin üst sınırı, firmaların kâr oranıdır. Ekonominin seyri de, yatırımların maliyeti ile kârlar arasındaki ilişki ile belirlenir. Kârları ise üretim mallarının fiyatları belirler çünkü, Minsky'e göre fiyatlar kârların taşıyıcısıdır.

Aslında Minsky finansal istikrarsızlık hipotezinin sunuşunda, yukarıdaki anlatımın tam ters yolunu izler. Bir başka deyişle nedenlerden yola çıkarak, sonuçlara ulaşmaya çalışır. Ancak biz hem teorinin anlaşılmasına hem de teorinin sunduğu olgular arasındaki ilişkilerin daha rahat görülmesini olanak tanıdığı için sonuçlardan yola çıkmanın daha doğru olduğunu düşünürüz. Yukarıda yapılan sunumdan da anlaşılacağı gibi, Minsky'nin sunduğu teorik çerçevedeki kavramlar ve olgular arasında hiyerarşik bir ilişki mevcuttur. Olgular arasındaki bu hiyerarşik ilişki yukarıdan aşağı şöyle sıralanabilir:

- I. Kriz
- II. Borç deflasyonu (varlık fiyatlarındaki düşüş)
- III. Uzun Kredi ve borç zincirlerinin oluşması (borç yükünün artması)
- IV. Ekonomik genişleme (Sermaye birikimindeki artış)
- V. Yatırımlardaki artış
- VI. Sermaye varlık fiyatlarındaki artış (İkili fiyat yapısı)
- VII. Kârlardaki artış
- VIII. Üretim malları fiyatlarındaki artış

Bu sıralamada finansal istikrarsızlık hipotezinin sonucu en başta ve nedeni en sonda bulunur. Sıralamada yer alan her olgu, kendinden sonrakileri kapsamaktadır. Örneğin, yatırımlarda bir artış olabilmesi için sermaye varlık fiyatlarının artmış olması gerekir ya da borç deflasyonu olabilmesi için sistemde uzun kredi zincirleri bulunmalıdır. Yukarıdaki sıralamada belirtilmemiş fakat olgular arasındaki geçişleri sağlayan ve Minsky tarafından sıklıkla kullanılan kavramlar ve unsurlar da vardır. Örneğin, sermaye varlık fiyatlarındaki artışın yatırımlara yol açması, sistemdeki ikili fiyat yapısının bir sonucudur. Firma, yatırım kararını alırken, üretim malları fiyatlarının sermaye varlık fiyatlarını sağlamasını gözetir. Üretim malları fiyatlarındaki artış (beklenen kârlar), sermaye mallarının fiyatını

sağlayamıyorsa, firma tarafından yatırım kararı alınmayacak ve borç deflasyonuna giden süreç duracaktır.

Sıralamada gösterilmeyen bir diğer nokta ise, yatırımların büyüklüklerini dolayısıyla sermaye birikimini etkileyen borç alan ve verenlerin riskleridir. Sistemdeki ikili fiyat yapısı müsaade ettiği sürece, bu firmaların istediği kadar yatırım yapacağı anlamına gelmez. Yatırımların büyüklüğü, dış finansmana bağlı olduğu sürece borç alan ve verenlerin riskleri yatırımlar üzerinde bir sınır oluşturacaktır. Bu noktada, yine Minsky'nin sıklıkla kullandığı bir kavram daha ortaya çıkar çünkü, ona göre risklerin kaynağı sistemdeki belirsizliktir. Borç deflasyonuna giden süreçte, belirsizliğe verilen önem sistemdeki kredi zincirlerinin uzunluğunu ve borç miktarının belirler.

Finansal istikrarsızlık hipotezi içindeki kavram ve olguların bu hiyerarşik ilişkisi, hipotezin bir şablon mu yoksa bir teorik araç mı sunduğuna dair ipuçları verir. Yukarıdaki verilen maddeler hem tarihsel hem de kavramsal bir sıralama içindedir fakat krize giren her ülkede yukarıdaki sıralamaya uygun bir süreç bulamayabiliriz. Bunun nedeni yine, Minsky'nin sıklıkla vurguladığı bir noktaya işaret eder. Çünkü, ekonomik ilişkiler sadece kendi ürünlerinin ilişkileriyle hareket etmezler, politikalar ve kurumlar da bu süreç üzerinde etkide bulunurlar (Minsky, 1986; Marx, 1997, Polanyi, 2003). Minsky'nin büyük devlet, büyük banka ve sistemi denetim altında tutmaya çalışan diğer tüm kurumsal yapılanmalar üzerindeki vurgusu bu yüzdendir. Bir başka deyişle, Minsky'e göre "her tür kapitalizmin krizlere eğilimli ancak bazılarının daha fazla eğilimli" olması, politikaların ve kurumsal yapılanmaların işleyiş tarzına ve hedeflerine bağlıdır. Bu nedenle, her ekonomik genişleme bir krizle sonuçlanacaktır diye bir şart yoktur. Örneğin, kurumsal yapılanmalar sistemdeki borç yükünün aşırı artmasının önüne geçebileceği gibi, borç deflasyonu olması durumunda ise, büyük devlet ve son borç veren mercilerin etkisiyle bir kriz en azından ertelenebilir ya da krizin yayılması engellenebilir. Örneğin, Minsky *Stabilizing an Unstable Economy* adlı kitabında, 1974-75 yıllarında ABD'de yaşanan finansal istikrarsızlığın devlet ve merkez bankasının müdahaleleri ile nasıl bir krize dönüşmediğini ayrıntıları ile anlatır.

Minsky'nin teorisindeki esas amaç sistemin kendi dinamiklerinin de krizlere yol açabileceği yönündedir. Dolayısıyla, O daima bu süreci açığa

çıkartmaya çalışır. Kurumsal ve siyasi yapılanmaların krize giden yoldaki etkileri, krizleri başlatan değil, krizlerin hızlarını belirleyen rodedir. Sistemdeki kurumsal yapılanmalar krizlerin hızını ve etkilerini sınırlayabilirler fakat bu eğilimi engelleyemezler. Bu nedenle, bir çok krizin bir başka adla (petrol, borç, döviz kuru krizleri gibi) ifade edilmesi, sadece kriz sürecini hızlandıran unsurlara ait bir tanımlamadır (Minsky, 1986).

Sonuç olarak, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini bir şablon olarak düşünmenin veya herhangi bir ülkedeki kriz için uygun olup olmadığını düşünmenin doğru bir tutum olmadığını düşünüyorum. Zaten, Minsky göre, bir iktisat teorisinin amacı ekonomik politikalar üretirken politika yapıcılarına uygun düşünsel araçlar (kavramlar) yaratmaktır. Çünkü, ona göre, içinde yaşadığımız ekonomiyi anlayacak kavramlarımız olmadan onu etkileyecek politikalar üretemeyiz (Minsky, 1986).

Bu nedenle, Kregel'in Meksika ve Brezilya krizlerini Doğu Asya krizlerinden ayırarak finansal istikrarsızlık hipotezine uymadığını belirtmesi tartışılmaya değerdir. Kregel'in Meksika ve Brezilya krizlerini Doğu Asya krizlerinden ayırma nedeni, Minsky'nin sıklıkla eleştirdiği bir noktaya örtüşmektedir. Kregel (1998a) Doğu Asya krizlerini incelerken, döviz kuru ve faiz haddini dışsal olarak alır. Oysa her ne kadar Minsky teorisini kapalı ekonomiler için kurmuş olsa da, açık ekonomiler için döviz kurunu ve faiz haddini dışsal olarak ele almak için hiçbir neden yoktur. Kregel (1998a) yaptığı çalışmada sermaye hareketlerinin serbest olmasından kaynaklı olarak döviz kurunun, yabancı sermaye girişlerine bağlı olduğunu ve dolayısıyla döviz kurunun dışsal bir unsur olduğunu belirtir. Aynı yolla, Kregel, döviz kurunu korumaya çalışan bir ülkenin, yabancı sermaye girişi durumunda bir kaçıışı engellemek için faiz haddini arttırmak zorunda olduğunu ve faiz haddinin de dışsal olduğunu belirtir. Ancak, söz konusu durumda, sermayenin yurt dışından gelmesiyle, döviz kuru ve faiz haddi için dışsal bir durum oluşmaz.

Minsky'de içselliğin anahtarı firma portföyleridir. Firma portföyleri içine giren her araç, ekonomi tarafından içselleştirilmiştir. Bir hazine kağıdı gibi, firma portföylerine dahil olan yerli ve yabancı tüm varlıklar, portföylerde tuttukları yer kadar ekonomi tarafından içselleştirilmiş olurlar. Yerli ya da

yabancı herhangi bir varlık, firma portföylerinde yer edindiği anda, firmaların çalışma düzenlerini ve geleceklerini belirler. Ya da firmanın çalışma tarzı değiştiği için yabancı varlıklar firma portföyünde yer eder. Her portföy düzenine geçiş veya firma portföyüne katılan her yeni varlık, firma için spekülâtif bir karardır çünkü, varlığın yabancıda olsa portföye katılmasının sebebi ondan kâr beklenmesidir. Söz konusu belirsizlik hem yerli hem de yabancı varlıklar için geçerlidir. Firma yabancı bir varlığı portföyüne eklemekle, yurt dışı gelişmelerden de etkilenebileceğini gösterir. Ki, bu durumun firma için anlamı, sadece yurt içindeki gelişmelerin değil yurt dışı gelişmelerin de hesaba katılmasıdır. Arestis ve Glickman, firmaların yurt dışı kaynaklarla yatırımlarını finanse etmesini artan risklerden dolayı *süper spekülâtif finans* olarak adlandırırılar (Arestis ve Glickman'dan (2002) aktaran Cruz,2002).

Yerli varlıkların yerel ülke hükümet tarafından güvence altına alınması da, firmanın varlıkları arasında bir fark olduğunu göstermez. Çünkü, Minsky'e göre, bir kriz durumunda, yerel hükümetler tarafından korunan gerçekte sermaye varlıkları değildir, sermaye varlıkları yoluyla korunanlar gerçekte firmalardır. Dolayısıyla, bir kriz durumunda yerel hükümetlerin firmaları koruma kararı alması, aslında firmaların portföylerindeki tüm varlıklara güvence vermesidir. Ancak yerel hükümetin, böyle bir gücünün olup olmaması başka bir tartışma konusudur. Ancak, Minsky'nin büyük devlet vurgusu bu çerçevede de düşünülmelidir. Zaten Minsky, devletlerin ekonomideki yatırımların büyüklüğü kadar büyük olması gerektiğini belirtmiştir.

Kregel'in (1998b, 1998c) Meksika ve özellikle Brezilya'da yaşanan krizleri Minsky'nin teorik çerçevesinden ayırmasının bir nedeni de, bu ülkelerdeki krizlerde devletin mali krizinin ağırlık kazanmış olmasıdır. Yukarıda sözünü ettiğimiz gibi finansal istikrarsızlık hipotezinde borç deflasyonu büyük bir firmanın ya da bankanın iflas etmesiyle başlıyordu. Ancak Brezilya ve Meksika'da kriz kendisini devletin mali krizi olarak göstermiştir. Bu iki bulgunun uyuşmaması, Kregel'in bu krizleri Minsky'nin teorik çerçevesinden ayırmaya iten bir başka nedendir. Ancak bu krizlerin bu şekilde değerlendirilmesi, sadece Minskian teorinin bir şablon olarak

algılanmasından kaynaklanmaktadır. Devletin mali krizinin kaynaklarına yöneldiğimizde, durumun Minskian teoriden bir sapma olmadığı anlaşılacaktır. Minskian teoride devletler, piyasadaki kâr düşüşlerine, bütçe açıklarıyla cevap verirler. Bir başka deyişle, bütçe açıkları vermenin sebebi, piyasadaki firmaların en azından bir kısmını – özellikle ekonomi üzerinde etkide bulunan büyük firmaları kurtarmaktır. Devletlerin piyasaya bu müdahalesi ya da firmaların bir kısmını ya da hepsini kurtarmak istemesi, bütçe açıkları yoluyla dolaylı yoldan olabileceği gibi doğrudan bu firmalara borçlanmak yoluyla da olabilir. Bir başka deyişle, devlet bütçelerindeki açığın kaynağı, desteklenen firma kârlarıdır. Minskian teoride, devletler borçlandığı için firmaların kârları artmıyor, firmaların kârları düştüğü için devletler borçlanıyor. Sonuç olarak, devletlerin mali krizi, Minskian kriz sürecinin bir sonucudur. Bu süreçten ayrı bir yerde değil.

Kregel (1998a, 1998b) devletin borçlanarak firmalara kaynak aktarımını da, Minskian çerçeveye uygun bulmuyor. Ancak, Minsky böyle bir kaynak aktarımı olamayacağını belirtmemiştir. Sadece, devletin harcamalarını arttırmasının dolaylı yoldan ekonomiye ivme kazandıracak olduğunu ve firmaların çalışma devamlılığı için daha güçlü bir zemin oluşturduğunu belirtmiştir. Devletin borçlanma yoluyla kaynak aktarımının ise, ekonomiyi daha fazla istikrarsızlaştıracağını belirtmiştir. Ki, Kregel devletin borçlanarak kriz sürecine yol açtığını reddetmemektedir. Minsky (1986:292) bu yüzden, devletlerin bu müdahaleleri yapabilmeleri için sağlıklı vergi politikaları ile bütçelerini desteklemelerini ve belirli dönemlerde bütçe fazlası vermeleri gerektiğini belirtir.

Sonuç olarak, sermaye mallarının alınıp satıldığı ve finansal varlıkların yaratıldığı tüm ekonomiler için Minskian teorinin kullanılması için bir sakınca yoktur. Minsky tarafından kriz sürecine giden yolda ortaya çıkan olguların bir ekonomide kısmen ya da hiç görülmemesi onun teorisinin uygulanamayacağı anlamına gelmez. Minsky kendisinin de belirttiği gibi sadece bir ekonomik dalgalanmanın incelenmesinde başvurulacak kavramları ve olguları işaret eder. Bir başka deyişle, kapitalist ekonomiyi incelerken bir iktisatçının işini kolaylaştıracak ve kullanmasını sağlayacak kavram ve olgular verir. Bunları kullanma becerisi ise iktisatçının kendisine aittir.

4.1. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Modelleri

Minsky her ne kadar teorisini, kapalı ve gelişmiş kapitalist ekonomiler için oluşturmuş olsa da son yıllarda Brezilya, Arjantin, Türkiye ve özellikle Güney Doğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerle beraber Minsky'nin sunduğu teorik çerçeve bir çok iktisatçı tarafından gelişen açık ekonomilere de uygulanmaya çalışılmıştır. Bu konudaki çalışmalardan bir tanesi Gary Dymksi'e (1999) aittir. Dymksi Güney Doğu Asya krizleri üzerine yaptığı çalışmada, açık ekonomilerin, ülkelerin gelişmişlik düzeyine bakılmadan finansal kırılganlığa daha yatkın olduğunu belirtmiştir. Bu sonucun ortaya çıkmasının en önemli nedeni Dymksi'e (1999) göre, yabancı sermaye girişlerini sabit sermaye yatırımlarına yönlendirecek kurumsal yapılanmaların eksikliğidir. Bu tür kurumsal yapılanmaların eksikliği Dymksi'e (1999) göre, yabancı sermaye girişlerinin finansal varlık fiyatlarını yapay şekilde arttırmasına ve döviz kurundaki dengeyi bozmasına yol açmıştır. Yılmaz Akyüz (1998) tarafından yapılan bir başka çalışma da, Dymksi'le aynı sonucu vermektedir. Akyüz de (1998) kurumsal yapılanmalardaki eksikliğin, Minsky'nin sunduğu istikrarsızlık sürecini arttırdığını belirtmiştir.

Güney Doğu Asya krizi üzerine benzer bir çalışma Kregel (1998) tarafından yapılmıştır. Kregel (1998) faiz haddi ve döviz kuru gibi dışsal değişkenlerin, açık ekonomilerde güvenlik sınırını düşürdüğünü belirtmiştir. Daha önceki bölümlerden belirttiğimiz gibi Minsky'e (1986) göre, firma güvenlik sınırı, sermaye malından beklenen gelirler ile ödeme yükümlülükleri arasındaki fark olarak tanımlanıyordu. Açık ekonomilerde, Kregel'e göre uluslararası faiz haddinin değişmesi, iki yoldan firmaların güvenlik sınırını düşürür. Birincisi, artan uluslararası faiz haddi yurt dışından borçlanan bir firmanın ödeme yükümlülüklerini attıracaktır. İkincisi, yurt dışında artan faiz haddi döviz kurunu da arttıracığından, yatırım gelirlerini ağırlıklı olarak yurt içinden sağlayan bir firmanın ödeme yükümlülüklerinin yine göreceli olarak artmasına yol açacaktır. Yurt dışındaki faiz haddi artışlarına yurt içi faiz haddindeki bir artışla cevap vermekte iç borçlanmanın maliyetini arttıracığından, sonuç değişmeyecek çünkü bu durumda da, içeriden borçlanmanın maliyeti artacağından yine firmaların güvenlik sınırı düşecektir.

Hem Dymski hem de Kregel tarafından yapılan her iki çalışma da, gelişen ülkelerde ortaya çıkan finansal krizler için krizlerin yurt içinden mi, yoksa yurt dışından mı kaynaklı olduğuna dair net bir tespit yapamamaktadır. Ancak, yurt dışı gelişmelerin krizler üzerinde, hızlandırıcı bir etkiye sahip olduğunu belirtmektedirler. Söz konusu çalışmaların cevap vermediği bir başka nokta, finansal istikrarsızlık sürecini açıklamamasıdır. Çünkü, Minsky'e (1986) göre, istikrarsızlık sağlam finansal yapıların kırılgan bir yapıya bürünmesiyle ortaya çıkar. Minsky'nin sözünü ettiği bu geçiş, hedge, spekülative ve ponzi finansman durumları olarak belirtilir. Hedge finansman durumu, ekonominin finansal açıdan güçlü olduğunu gösterirken, spekülative ve ponzi finansman durumu ise finansal kırılganlığın arttığını gösterir. Sonuç olarak, Kregel ve Dymski tarafından yapılan çalışmalarda, bu geçiş sürecinin dinamikleri açıklanmamıştır.

Lance Taylor-Stephen O'Connell (T-O) modeli (1989) ekonominin finansal açıdan yaşadığı geçişlerin izlenebileceği göstergeler sunarlar. Firmaların finansal açıdan yaşadıkları geçiş sürecini firmaların net değerine dayanarak açıklamaya çalışırlar. T-O modeline göre bir firmanın net değeri, varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farkla belirlenir. Ekonominin genişleme dönemlerinde, faiz haddi düşük ve kâr oranları yüksek olduğu için firmanın net değeri artar. Yani, firma finansal açıdan hedge durumdadır. Bu durum, firmaları yeni yatırımlar için borçlanmaya sevk ettiğinden, genişleme döneminin sonuna doğru, firmaların yükümlülükleri kârlarına göre daha hızlı artar. Yükümlülüklerin daha hızlı artmasının sebebi, faiz haddinin artması ve artan borç yükünden dolayı firma güvenlik sınırlarının düşmesidir. Bu durumun kaçınılmaz sonucu yatırımların azalması, dolayısıyla kârların da azalmasıdır. Düşen kâr oranlarına artan yükümlülüklerin eklenmesi, firmaların likidite ihtiyacını arttıracığından, ekonomideki daralma döneminin başlangıcına para benzeri varlıkların artışı tekabül eder. Firmalar ekonominin genişleme döneminde, portföylerini likit olmayan varlıklara göre kurduğundan, artan likit ihtiyaçlarını para benzeri varlıklar yaratarak cevap verirler. Artan finansal varlıklar faiz haddindeki yükselmeyi bir süre durdursalar da, bu artış yakın zamanda faiz haddinin yine artacağına bir göstergesidir. Sonuç olarak, T-O modeline göre, firmaların borç yükü ve

finansal varlıkların miktarına bakarak ekonominin finansal durumu hakkında sonuçlar çıkartılabilir. Bir başka deyişle, ekonomideki sermaye varlıkları arasındaki ikamenin arttığı dönemler krizlerin habercisidirler.

Ancak T-O modelinde, ekonominin finansal durumlarına (hedge, spekülâtif ve ponzi) göre geçiş aşamalarını açık bir şekilde bulmak mümkün değildir. Bu nedenle, Duncan Foley (2001) yaptığı bir çalışmada, T-O modelini kullanarak bu soruna analitik yollarla cevap vermeye çalışır. Kâr oranı, faiz haddi ve sabit sermaye birikim hızı arasındaki ilişkinin bu soruya cevap olabileceğini, ya da oluşabilecek bir krizin bahsedilen bu göstergelerin takip edilmesiyle anlaşılabilceğini belirtmiştir (Foley(2001)'den aktaran Schröder, 2002).

Schröder'in (2002) Tayland'daki finansal krizi açıklamak için kullandığı Foley'in çalışmasına göre, faiz haddi, kâr oranı ve sabit sermaye birikim hızı arasındaki ilişkiler, finansal istikrarsızlık hipotezine uygun olarak nakit akışı sistemine göre geliştirilmiştir. Bir başka deyişle, Foley'in (2001) çalışmasında finansal durumu açıklayan dinamikler esas alınmıştır. Bir firmanın net değeri, varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki farkla belirlenir.

$$N \text{ (net değeri)} = A \text{ (varlıklar)} - B \text{ (yükümlülükler)}$$

Dolayısıyla, bir firmanın net değerindeki değişim aynı zamanda firmanın varlık ve yükümlülükleri arasındaki değişimin farkına eşittir.

$$\overset{*}{N} = \overset{*}{A} - \overset{*}{B} \quad (4.1)$$

Firmanın net değerinin pozitif olması firmanın ödeme yükümlülüklerini yerine getirebildiğini gösterirken, negatif olması ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilemediğini gösterir. Bu durum, nakit akışı dengesine göre, firma kaynaklarıyla yani kârlar ve alınan borçlarla, firmanın harcamalarıyla (yatırımlarıyla) ve borç ödemeleriyle belirlenir. Bu nedenle, firmanın ödeme gücü aşağıdaki denklemlerle daha açık bir hal alır.

$$R + D = I + V \quad (4.2)$$

R, firmanın kârlarını ve D aldığı borçları gösterirken, I yatırımları ve V ödenen borçları göstermektedir. (4.2) nolu denklemini uygun işlemlerden geçirdiğimizde, (4.3) nolu denklemi elde ederiz.

$$D = (g-r).A + i.B \quad (4.3)$$

r kâr oranını (R/A), i faiz haddini (V/B), g firmanın büyüme hızını (I/A) göstermektedir. (4.3) nolu denklem temsili bir firmayı temsil etmektedir. Bununla birlikte, firma varlıkları (A) için sabit sermaye miktarını (K) ve alınan dış borçlar(D) için cari işlemler açığının kullanırsak, bu denklemi bir ülke ekonomisi için kullanmak da mümkündür.

(4.3) nolu denklemden yola çıkan Foley, kâr oranı, faiz haddi ve sermaye birikim hızı arasındaki ilişkilerden yola çıkarak, bir firmanın dolayısıyla bir ülke ekonomisinin finansal pozisyonunun belirlenebileceğini belirtir. Kâr oranları, faiz haddinden ve sermaye birikim hızından büyük olduğu süreçte ($r > i > g$ veya $r > g > i$), o ekonominin hedge pozisyonunda olduğu söylenebilir. Bir başka deyişle, borçlar elde edilen kârlarla ve veri faiz haddi üzerinden alınan borçlarla ödenebilmektedir. Ancak, sermaye birikim hızı kâr oranından ve kâr oranı da faiz haddinden büyük ise ($g > r > i$), o ekonomi için spekülâtif pozisyonunda denilebilir. Yani, kârlar hala borç ödemelerini sağlamakta fakat kâr oranları düşme eğilimi içine girmektedir. Faiz haddinin kâr oranlarını aştığı durumda ise ($i > r$), ekonomi ponzi finansman durumuna geçmiş olacaktır. Bu durumda, ekonominin finansal açıdan kırılganlığı artmış olacaktır. Çünkü, firmalar kârlar borç ödemeleri karşılayamazken, borç ödemelerinin devamlılığı, finansal kuruluşların yeni kredilerine bağımlı duruma gelecektir. Ancak bu durum, genelde finansal kuruluşlarının firmalara olan güvenin bitmesiyle sonuçlandığından, ekonomi krize sürüklenecektir.

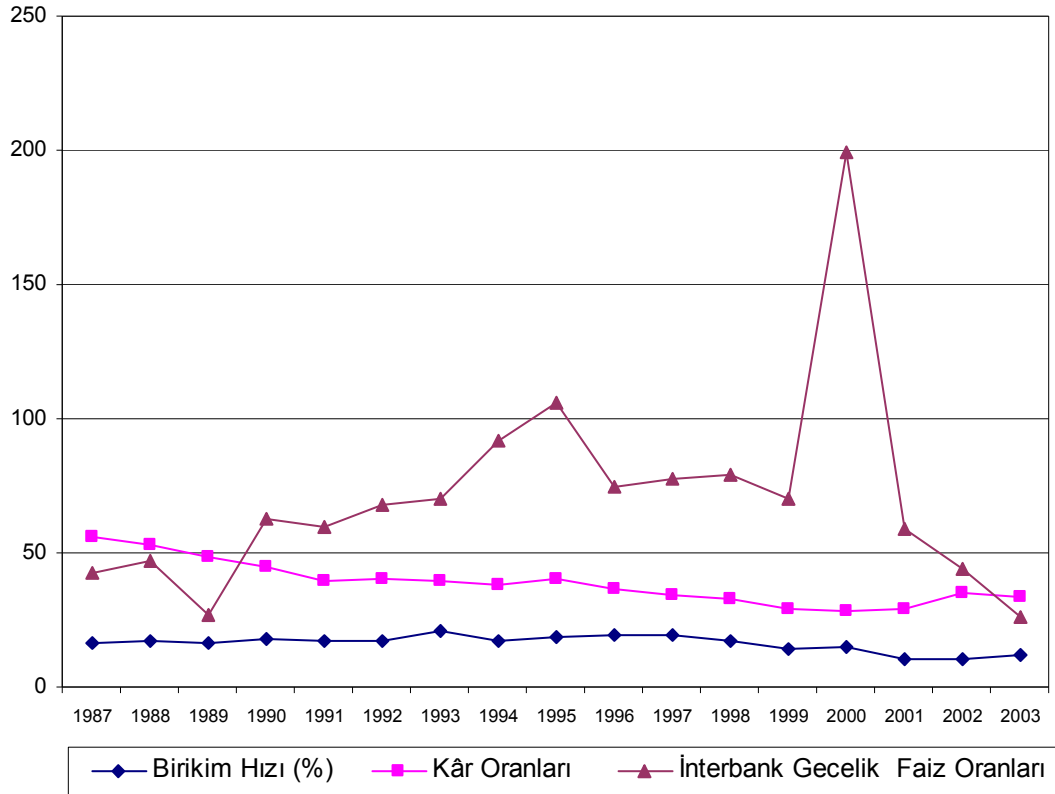
4.2. Türkiye'deki Finansal Rejimin Evrimi

Yukarıda açıklanan Duncan Foley'e ait finansal rejimlerin sınıflandırılması yaklaşımını 1987-2003 yılları için Türkiye'ye uygulamaya çalışacağız. Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi çalışmamızda kâr oranları, faiz haddi ve sermaye birikim oranları kullanılmıştır. Kâr oranları, gelir yöntemiyle hesaplanan GSMH serilerinden elde edilen işletme artığının sermaye stokuna bölümü ile elde edilmiştir. Faiz haddi için interbank gecelik faiz haddi kullanılmıştır. Sermaye stokunun hesaplanması hakkındaki bilgi için EK l'e bakılabilir.

Çalışmamız veri yetersizlikleri nedeniyle 1987 yılında başladığı için 1987 yılından öncesine ait bir tespit yapamıyoruz. Fakat eldeki verilerle elde edilen

Şekil 4.1'den, Türkiye ekonomisinin 1980'li yılların sonunda spekülâtif finansmandan ponzi finansmana geçen bir süreç yaşadığını ve daha sonrasında 1990'lı yıllar boyunca ponzi finansman ($i > r$) durumuna geçtiğini görüyoruz. Ponzi finansmana geçiş yılının 1990 olması çarpıcıdır. Çünkü, 1990 Türkiye'de finansal serbestleşmenin yaşandığı 1989'dan sonraki ilk yıldır. Bu nedenle, Türkiye ponzi finansman durumuna finansal serbestleşmeyle beraber girmiş diyebiliriz. Şekil 4.1'de 1990'dan sonra olumlu görünen tek yıl, yani hedge finansman olarak adlandırdığımız ve kâr oranlarının faiz haddinden yüksek ($r > i$) olduğu tek yıl 2003 olmuştur.

Şekil 4.1: 1987-2003 yılları için Birikim Hızı, Kâr ve Faiz Oranları



Ancak şekil 4.1 bir gösterge niteliğindeki verilerin toplamıdır. Ekonominin Minsky'e göre tanımlanan finansman durumları hakkında bilgi vermekte fakat örneğin ponzi finansmana geçişlerinin nedenleri ve süreci hakkında Türkiye'ye özgü genel ve dönemsel bilgilerini yansıtmamaktadır. Bu nedenle çalışmamızın bundan sonraki kısmında, bu sürecin kaynakları üzerinde duracağız.

Minsky'nin ekonominin finansal durumundaki evrimi üzerine tespitleri: finansal süreçlerin reel ekonomi üzerinde egemen olması ve finansal alandaki gelişmelerin reel sektörden kopması olarak özetlenebilir. Bu süreç aslında aynı zamanda, hedge finansmandan spekülâtif ve daha sonrasında ponzi finansmana geçişin öyküsüdür. Türkiye'deki krizler üzerine çalışan bir çok iktisatçının da belirttiği gibi Türkiye'deki finansal evrim Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde gösterdiği gibi firmalar üzerinden değil, devlet üzerinden yaşanmıştır¹⁰. Bu nedenle, hem 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin devletin mali krizi olarak görünmesini ve hem de bu krizlerin Minskian analizden bir sapma olup olmadığını tespit etmek için devletin ekonomi içindeki rolüne dönmek gerekir.

En başta, şu soruya yanıt vermek gerekir: Türkiye'deki ekonomik krizlerin, devletin mali krizleri olarak görünmesi finansal istikrarsızlık hipotezine uymakta mıdır yoksa uymamakta mıdır? Minsky'e (1986:302) göre ekonomik işleyişin anahtarı iş dünyasının kârlarından geçmektedir ve krize giden süreç iş dünyasındaki kârların düşmesiyle başlar. Şekil 4.1, Minsky'nin bu tespitini doğrular niteliktedir. 1987 yılından 2000 yılına kadar Türkiye'de kâr oranları istikrarlı bir biçimde düşmektedir. 2000 yılından sonra nispi bir artış olmuş olsa da, 2003 yılı haricinde kâr oranları hala faiz haddinin altındadır. Burada hemen hatırlatmak gerekir ki, tarafımızca hesaplanan kâr oranları, reel kârların toplam reel sermaye stokuna bölümü ile elde edilmiştir. Bu nedenle, kâr oranları uzun dönemli kâr oranlarını gösterirken, kâr oranlarının belirlenmesinde sermaye stoku büyüklüğünün de bir etkisi vardır. Özellikle son on yıl içerisinde iki önemli kriz geçiren Türkiye ekonomisi, krizlerin etkisiyle daralan toplam talebin etkisiyle, sabit yatırım hızını

¹⁰ Bu konudaki çalışmalar geniş bir yazın oluşturmakla beraber özellikle Boratav (1991, 2000, 2001), Yeldan (2001), Özatay (2000) ve Arın (2003) çalışmalarına bakılabilir.

Tablo 4.1 - Başlıca Ekonomik Göstergeler (GSMH'a Oranları)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
GSMH Büyüme Hızları	9,8	1,5	1,6	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,5	7,9
Sabit Sermaye Yatırımları																
Toplam	21,5	21,4	21,7	22,8	22,7	22,5	25,8	23,4	23,6	24,8	26,1	24,3	22,4	24,1	18,4	17,7
Kamu	8,8	7,1	7,4	7,2	7,3	7,3	7,3	4,6	4,2	5,0	6,0	6,3	6,8	7,6	6,0	6,0
Özel	12,7	14,3	14,4	15,3	15,3	15,2	18,6	18,9	19,4	19,7	20,1	18,1	15,6	16,5	12,5	11,7
Kamu Tas.-Yat. Farkı	-3,4	-1,3	-2,4	-5,4	-6,7	-7,5	-9,8	-4,3	-3,7	-6,8	-5,6	-8,7	-12,5	-12,6	-15,0	-12,9
Özel Tas.Yat. Farkı	1,5	1,8	3,2	2,2	4,2	5,4	3,4	4,2	0,6	3,5	1,7	7,6	9,2	6,7	17,7	12,5
Para Piyasaları																
Dolaşımdaki Para	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,1	2,1	2,0	2,4	2,5	2,7	2,5
M1	11,5	8,8	8,5	7,9	7,4	7,1	6,5	5,9	4,9	6,0	5,4	4,8	5,5	5,4	6,2	5,8
M2	23,5	21,1	20,5	18,0	18,5	17,3	14,1	16,2	16,0	19,5	19,3	21,3	28,1	24,8	26,2	22,6
M2Y	30,7	28,4	26,6	23,5	26,5	26,6	23,7	30,7	30,7	35,9	36,3	37,8	51,3	44,6	58,0	48,9
Mevduat Toplamı	28,0	25,9	24,4	21,2	24,4	24,6	21,8	29,4	29,7	35,1	36,3	37,6	50,2	43,5	55,3	48,5
TL Mevduat	20,6	18,6	18,3	15,7	16,2	15,0	11,9	14,0	13,8	17,6	17,6	19,7	26,7	23,4	23,5	21,2
- Tasarruf Mevduatı	11,0	10,7	10,8	8,8	9,6	8,6	6,3	8,5	8,8	11,6	10,9	12,0	17,0	14,2	15,2	12,7
- Vadesiz	2,0	1,4	1,5	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9	0,7	0,9	0,8	0,6	0,8	0,7	0,8	0,8
- Vadeli	9,0	9,3	9,3	7,5	8,4	7,5	5,3	7,6	8,1	10,7	10,1	11,4	16,2	13,5	14,4	11,8
Döviz Tevdiat Hesapları	7,4	7,3	6,1	5,5	8,2	9,6	9,9	15,4	16,0	17,5	18,7	17,8	23,5	20,2	31,8	27,3
Bankacılık Kesimi Kredileri	23,3	19,7	17,4	17,7	17,7	18,3	18,6	16,1	18,2	21,9	25,8	22,0	22,1	22,4	19,0	12,8
Menkul Kıymet İhraçları																
Toplam				7,1	8,5	17,9	20,4	24,9	22,0	36,4	24,2	31,0	39,7	42,2	26,5	38,0
Özel				1,6	1,1	2,0	3,6	2,2	2,2	1,1	1,3	1,6	1,1	4,6	3,2	1,5
Kamu				5,5	7,4	15,9	16,8	22,7	19,8	35,3	22,9	29,4	38,7	37,6	23,3	36,4
Menkul Kıymetler Borsaları																
Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi	0,1	0,1	0,8	3,9	5,6	5,1	12,8	16,7	30,2	19,6	30,3	33,4	46,5	87,6	52,4	38,2
Kamu Men. Kıy. Kesin Alım Satım İşlem Hacmi	-	-	-	-	0,2	1,6	6,2	6,9	9,4	18,1	18,7	33,6	45,3	132,4	22,5	37,1
Repo Ters-Repo İşlem Hacmi	-	-	-	-	-	-	3,0	19,5	73,6	122,4	198,0	181,8	320,3	441,2	394,6	267,8
İç Borç Faiz Oranları	-	-	59,8	54,0	80,5	87,7	87,6	164,4	121,9	135,2	127,2	122,5	109,5	38,0	96,2	63,8

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı

koruyamamış ve son yıllarda, sabit yatırımların GSMH'a oranları düşüş göstermiştir. 1990'lı yılların başında GSMH'nın %23'ü civarında seyir izleyen sabit sermaye yatırımları, 1997 yılında %26 ile zirveye ulaşmış ve daha sonraki yıllarda sürekli düşmüştür (Tablo 4.1). Hatta tablomuza yansımayan 2003 yılında sabit sermaye yatırımlarının GSMH'a oranı %15 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu nedenle, 2000'li yıllarda kâr oranlarındaki artış kârlardaki artıştan olduğu kadar, sermaye stokundaki azalmadan da kaynaklanmıştır. Bu durumun, olası nedenleri verimlilik artışı ve uzun çalışma süreleri olabilir. Dolayısıyla, Minskian teoriye göre Türkiye ekonomisinin krizlere sürüklenmesi doğal bir durumdur. Çünkü, kârların kaynağı yatırımlar 1990'lı yıllardan bugüne sürekli düşmektedir. Ancak Minskian teoride belirtildiği gibi yatırımlardan sonra kârların oluşumu sağlayan en önemli unsur bütçe açıklarıdır. Bu nedenle, 1987-2003 yılları boyunca, bütçe göstergelerini incelemek faydalı olacaktır.

Söz konusu dönemde bütçe açıklarının seyrine bakıldığında (Tablo 4.2), devlet bütçesinin sürekli açık verdiğini görüyoruz. Bu durum, Minskian teori çerçevesinde, bu yıllar boyunca, iş dünyası karlarının bütçe açıklarıyla desteklendiğini gösterir. Çünkü, 3.5 nolu bölümde açıkladığımız gibi Minsky'e göre, devletler açık verdiği için kârlar artmaz, iş dünyasının kârları azaldığı için devletler açık verirler. Bu nedenle, ortada açıklanması gereken bir sorun vardır. Çünkü, Minsky'e göre bütçe açıklarının büyüklüğü kadar, açıkların nasıl gerçekleştiği de önemlidir. Bütçe açıkları, Minsky'e göre iki yönüyle ele alınmalıdır: gelirlerin ve giderlerin oluşumu.

Tablo 2: Kamu Kesimi Genel Dengeleri (GSMH'a Oranları)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Toplam Gelirler	13,9	13,6	13,6	13,9	15,3	15,8	17,6	19,2	17,7	18,0	19,6	22,4	24,2	26,9	29,4	28,1
Toplam Vergi Gelirleri	12,1	11,0	11,1	11,4	12,4	12,8	13,2	15,1	13,8	15,0	16,1	17,4	18,9	21,1	22,5	22,0
Dolaysız Vergiler	6,0	5,5	5,9	6,0	6,5	6,5	6,4	7,3	5,9	5,9	6,6	8,1	8,6	8,6	9,1	7,4
Dolaylı Vergiler	6,1	5,5	5,2	5,5	5,9	6,4	6,8	7,8	7,9	9,1	9,6	9,3	10,3	12,5	13,4	14,6
Toplam Harcamalar	17,4	16,6	16,9	17,3	20,5	20,1	24,3	23,1	21,8	26,3	27,2	29,4	35,9	37,1	45,5	42,6
Cari Harcamalar	6,0	5,8	7,2	8,4	9,5	10,3	10,3	8,9	8,2	8,6	9,5	9,8	11,7	10,8	11,5	11,4
Yatırım	3,5	2,8	2,5	2,5	2,7	2,6	2,7	1,9	1,2	1,6	2,0	1,9	2,0	2,0	2,3	2,5
Transfer Harcamaları	7,8	8,1	7,1	6,3	8,3	7,1	11,4	12,3	12,4	16,2	15,7	17,8	22,2	24,3	31,7	28,6
Faiz Ödemeleri	3,0	3,9	3,6	3,5	3,8	3,7	5,8	7,7	7,3	10,0	7,7	11,7	13,7	16,3	23,3	19,1
Dış	1,3	1,4	1,4	1,1	1,1	0,9	1,2	1,7	1,3	1,1	1,0	1,0	1,1	1,3	2,0	1,9
İç	1,7	2,4	2,2	2,4	2,7	2,8	4,6	6,0	6,1	8,9	6,7	10,6	12,6	15,0	21,2	17,2
Faiz Dışı Denge	-0,4	0,9	0,3	0,2	-1,5	-0,6	-0,9	3,8	3,3	1,7	0,1	4,7	2,0	6,0	7,1	4,7
Bütçe Dengesi	-3,5	-3,0	-3,3	-3,3	-5,3	-4,3	-6,7	-3,9	-4,0	-8,3	-7,6	-7,0	-11,7	-10,2	-16,2	-14,4
Toplam Borçlanma, Net	2,4	2,2	3,0	2,5	2,4	3,5	2,6	4,5	3,6	7,1	8,5	8,7	12,4	7,5	13,3	6,4
İç Borçlanma, Net	2,4	2,2	3,0	2,5	2,4	3,6	2,6	4,5	3,6	7,1	8,5	8,7	12,4	7,4	13,3	6,4
Dış Borçlanma, Net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
İç Borç Stoku	23,0	22,0	18,2	14,4	15,4	17,6	17,9	20,6	17,3	21,0	21,4	21,9	29,3	29,0	69,2	55,2

Kaynak: DPT Temel Ekonomik Göstergeler

Minsky, büyük devlet olgusunu, bunalımı engelleyen bir kurum bağlamında ele aldığı için, bütçe işleyişlerinin olabilecek durumlarını değil, olması gereken durumlarını anlatır. Bu nedenle, Minsky'e göre büyük devletlerin ekonomideki olması gereken rolü, toplam talebin alt sınırını belirlemektir. Toplam talep için alt sınırın devlet tarafından belirlenmesi, aslında fiyatlar için bir alt sınırın belirlenmesidir. Fiyatlar da kârların taşıyıcısı olduğuna göre, sonuçta belirlenen kârlardır. Kısacası, Minsky'e göre devlet toplam talebin alt sınırını belirlediği için sermaye mallarının koruyucusu; ve fiyatların istikrarını sağladığı için ekonomik anlamda ortaya çıkan değer transferini sağlayan bir araçtır¹¹. Devletin ekonomi üzerindeki etkisinin toplam talep üzerinden olmasının 3.5 nolu bölümde de belirtildiği gibi olumlu üç etkisi vardır: (1) gelir ve istihdam etkisi, (2) nakit akışı etkisi ve (3) portföy etkisi. Ancak, söz konusu dönemde, Türkiye için bütçe verilerinin incelenmesinde, bütçenin toplam talebi hedefleyen değil, transfer harcamalarını arttıran bir yönelimde olduğu görülecektir. Bütçedeki cari harcamalar değişmez ve yatırım harcamaları sürekli düşerken, faiz ödemelerinden kaynaklı transferler hızla artmıştır (bkz Tablo 4.2). Hatta, tek başına faiz ödemelerinin bütçeye oranı 1996 yılından sonra %50'den fazla olmuştur. Sonuç olarak, devlet bütçesindeki giderlerin oluşumu, Minsky'nin belirttiği gibi olması gereken yönde olmamıştır.

Bütçenin toplam talebi hedeflememesi, Türkiye'de yaşanan krizleri Minskian çerçevenin dışına düşürür mü? Bu iddiayı ispatlayacak hiçbir neden olmadığı gibi sürecin Minsky tarafından belirtilenin dışında yaşanması onu destekler durumdadır. Minsky'e (1986: 303-304) göre, devletlerin davranışları ile firmaların davranışları benzerlikler taşır. Bir firma, kâr düşüşlerinin ve zararlarının geçici olduğu konusunda piyasayı ikna edebildiği sürece borçlanmasına devam edebilir ve piyasada kalabilir. Kısacası, devlet de firmalar gibi bugün olmasa da, yarın bütçe fazlası yaratarak yani gelirlerini arttırarak ya da harcamalarını kısarak borçlarını ödeyebileceğini göstermek zorundadır (spekülatif finansman durumu). Firmalar gibi devletler de borçlarını ödeyebilme güçlerinin olduğunu gösteremedikleri takdirde, finansal araçlarının değeri

¹¹ Türkiye için bu tarz ele alışlara Boratav (1991,1995), Yeldan (2001) ve Ercan (2002) çalışmaları örnek olarak verilebilir.

düŖecek ve ciddi finansman sorunları yaŖamak zorunda kalacaklardır. Devlet gelirlerinin en önemli kaynağı vergiler olduğu için Minsky'e göre, devletin borçlanabilmeyi sürdürebilmesi ve dolayısıyla krizleri engelleme gücü, bütçe açıklarına uygun vergi politikalarıyla belirlenir.

Minsky'e göre bu konudaki tartışma iki yoldan devam edebilir. Birinci yolda, Minsky'e göre devletin ekonomiye müdahalesi iç talebi arttırmak yoluyla kârlara istikrar sağlamak yönünde olduğu için, devlet bugün verdiği bütçe açıklarını, yarın kapatabilecek uygun vergi politikaları düzenler. Çünkü, ekonominin devresel hareketleri var olduğu sürece, bir krizin bunalıma dönüşmesini engelleyen iki araçtan bir tanesi olan devlete de ihtiyaç vardır (diğeri büyük bir bankadır). Bu nedenle, ekonomik bir bunalımdan kaçınmak isteniyorsa, devlet kârlara istikrar sağlayacak kadar büyük olmalıdır. Ancak, devlet ne zaman bütçe fazlası verecektir? Minsky bu konuya biraz da mekanik yaklaşılarak Ŗöyle bir çözüm öneriyor: devletin ekonomiye müdahalesi hedefli olduğundan, hedeflere yaklaşıldığı ilk andan itibaren, yani krizden çıkıldığı ilk andan itibaren vergi gelirleri arttırılmalıdır. Ancak , devlet vergileme politikasında, kârları, enflasyonu ve istihdamı gözetmelidir. Sonuç olarak, devlet birinci vergileme politikası yolunda, ekonominin kısa vadeli değil, uzun vadeli çıkarlarını düşünür. Dolayısıyla, devlet her zaman olmasa bile finansman gücünün devamı için piyasaya hedge finansman durumunda çalıştığını göstermelidir.

İkinci yolda, devlet vergileme politikasını, iş dünyasına doğrudan bir kaynak transferi olarak düşünerek, gelirlerinin azalmasına rağmen iş dünyasını destekler. Fakat devletin iç talebi desteklemediği ve transferlerini borçlanarak sağladığı bu durum, kısa vadeli bir yaklaşımdır. Kısa vadede devlet doğrudan transferler yoluyla iş dünyasını desteklemiş fakat uzun vadede devletin ekonomi üzerindeki etkisinin yitirilmesine yol açmıştır. Bir kriz durumunda, artık devletin ekonomiye müdahale edecek bir gücü kalmamış olur. Bu nedenle, devletlerin bütçe açıklarının süreklileşmesi ve bütçe fazlası üzerindeki beklentilerin piyasa gözünde zayıflamasının, Minsky'e (1986:304) göre dolaysız iki sonucu oluşur: faizlerin ve dolayısıyla enflasyonun artması (ya da tam tersi). Bu sonuç ise, devlet için borç-faiz sarmalının başladığı durumdur (Ponzi finansman). Bir başka deyişle, devlet artık borç ödemek için borçlanarak ponzi finansman durumuna girer.

Yukarıdaki anlatımdan da fark edilebileceği gibi, Minskian teoride devlet, sürekli istikrarsızlıklara yönelen piyasanın ilk yardım çantasıdır. Devlet piyasanın kendiliğinden hareketinin bir istikrarsızlığa yol açacağını bildiği için sürekli buna karşı politika geliştirir. Bu yüzden, Minskian teoride devlet piyasanın akışına uymaz. Serbest piyasa ekonomisi yerine devlet tarafından denetim altında olan bir ekonomi söz konusu olur. Ancak bu devletin ekonomiye sürekli müdahale edeceği anlamına gelmez. Devlet, sadece ekonomik dalgalanma eğilimi olduğu durumlarda ekonomiye müdahale eder.

Türkiye'deki vergi istatistiklerine ve bütçe giderlerine baktığımızda, devlet tarafından ikinci yolun tercih edilmiş olduğu görülür. Bir başka deyişle, devlet ekonomiyi gelir ve istihdam yoluyla etkilemeyi değil, doğrudan transferler yoluyla etkilemeyi seçmiştir. Bu nedenle, bütçe açıklarıyla ekonomide oluşması beklenen gelir ve istihdam etkisi oluşmamış fakat nakit akışı ve portföy etkisi oluşmuştur. Devletin yaratacağı gelir ve istihdam etkisi sadece firmalara yönelik bir politika değildir. Çalışan kesimlerin ekonomik durumu üzerinde de doğrudan bir etkiye sahiptir. Devlet tarafından son 15 yıl içinde, bu yönlü politikalar uygulanmaması gelir dağılımını bozmuş, işsizliği arttırmış ve çalışan kesimlerin milli gelirden aldığı payı düşürmüştür¹². Devletin doğrudan transfer politikası yoluyla oluşan nakit akışı ve portföy etkisi, sermaye sahibi kesimlerin, hazine kağıtları aracılığıyla güvenli likit kaynaklara sahip olması sağlarken, kârların da arttırılmasını sağlamıştır. Bu nedenle, Türkiye ekonomisinde hazine kağıtlarına sahip olup da nakit akışı sorunu yaşayan devlet dışında firma kalmamıştır¹³.

Ancak, Türkiye'de krizlere giden süreci devletin yanlış politikaları olarak değerlendirmek mümkün müdür? Bir başka açıdan soru şöyle ifade edilebilir: devletin uyguladığı politikalar bir tercih mi yoksa bir zorunluluk mudur? Bu sorunun cevabı paranın doğası ile ilgilidir. Minsky ve Marx'a dayanarak paranın işlevlerini, işleyişini ve finansal sektörleri inceleyen Elmar Altvater (1997), krizlerin ardında yatan süreci paranın doğasına bağlar. Altvater'e göre paranın

¹² 2002 yılı DİE gelir dağılımı çalışması 1994 yılına göre gelir dağılımının nispeten düzeldiğini iddia etse de, Sönmez(2004) tarafından yapılan çalışma aksi yönde ciddi iddialar sunmaktadır.

¹³ TMSF'ye devredilen bankalar nakit akışı sorunları yaşamış olsalar da, bunun nedeni devletin borçlanma politikasını değiştirmesinden kaynaklı olmuştur (Akyüz ve Boratav, 2002) .

temel iki işlevi vardır: (1) paranın meta dolaşımı olan ilişkisi ve (2) paranın kendisiyle olan ilişkisi. Paranın ekonomiye istikrarsızlık kazandıran yanı ikinci işlevinden doğar. Para ikinci işlevi açısından, iki görevi yerine getirir: (1) değer saklama görevi ve (2) ödeme aracı olma görevi (Arın, 2003). Paranın bu işlevleri ona yönelik talebin nedenleridir. Ancak talep edilen her paranın bir bedeli yani faizi vardır. Faiz paranın zamanlar arası değeridir. Parayı alan borçlu, belirli bir zaman boyunca elinde tuttuğu ya da kullandığı paranın faizini ödemek zorundadır. Bu nedenle, borçlu faizini ödemek için parayı tutmak yerine onu daima kullanmak zorunda kalır. Bir başka deyişle, parayı kendisinden daha fazla değer yaratacağı alana, yani üretime yönlendirmek zorundadır. Bu durum, paranın potansiyel bir sermaye ya da kâr sağlama aracı olduğunun bir göstergesidir (Arın, 2003). Bu durum aynı zamanda, kârlar üzerinde faiz baskısı olduğunu ve paranın faizler nedeniyle daima daha verimli ve kârlı alanlara yönelmesi gerektiği anlamına gelir. Kısacası, paranın zamanlar arası değeri olarak faizin kaynağının kârlar olduğunu gösterir. Ancak kârlar aynı zamanda, reel ekonomik birikimin de kaynağıdır. Bu nedenle, kârların faiz ve reel birikim (yatırımlar) arasında nasıl dağıtıldığı ile ekonomik büyüme arasında dolaysız bir ilişki vardır.

Kârların sermaye birikime yönelmesi üretim ve istihdamı artırır fakat girişimci daima ilk önce borçlarını ödemek zorundadır. Minsky'nin de belirttiği gibi, sermaye mallarının pahalı ve uzun vadeli getirilere sahip olması, yatırımların daima dışarıdan finansmanını zorunlu kılar. Bu nedenle, yatırımların devamlılığı için kârların dağıtımında faiz ödemeleri yatırım harcamalarına nazaran öncelik taşır. Borçların ödenmesindeki aksamalar risk primlerini arttıracığından, bir sonraki borçlanma ilişkisinde, borçlu daha yüksek faiz haddiyle karşılaşacaktır. Faiz haddindeki bu yükseliş, bir taraftan sermaye birikimini engellerken, diğer taraftan, sermaye mallarından ziyade paraya olan yönelimi arttıracaktır. Çünkü, paranın sağladığı getiri, bir çok sermaye malının sağladığı getirinin üzerine çıkacaktır. Böylece, firmalar üretim üzerinden kâr sağlamaktansa, paranın sağladığı kârlara yönelecektir. Bu yönelimin bir başka nedeni, sermaye mallarından beklenen kârlar belirsiz iken faizle elde edilen kârların “kesinliğinden” kaynaklanır. Özellikle risk payının yüksek olduğu

durumlarda, borç daima bir teminatın karşılığı olarak verildiği için sermaye malından beklenen gelire nazaran borç verilen para daha güvenlidir.

Sonuç olarak, sermaye birikimini engelleyen sadece sermaye mallarından beklenen gelirin düşmesi değildir. Minsky'nin de belirttiği gibi, ekonomiye yön veren ve firmaları davranışlarını yönlendiren kârlardır. Firmalar için önemli olan kâr olanaklarının nerede ortaya çıktığıdır. Para piyasalarındaki gelişmeler, bir çok sermaye malının yaratacağı belirsiz kârlardan daha fazla ve güvenli kâr olanağı sunuyor ise, ekonomideki firmalar kaçınılmaz olarak bu alana yönelecektir. Ancak bu andan itibaren, ekonomideki parasal birikim ile reel birikimin birbirinden kopuşu süreci başlar. En başta, para kendisini sermaye birikimi yoluyla çoğaltırken, artık para kendisiyle kendisini çoğaltır duruma gelinir (Altwater, 1997'den aktaran Arın,2003).

Türkiye örneğinde, parasal birikimin reel birikimden kopuşu, sabit sermaye birikiminin gelişim seyri ve para ve finansal varlık miktarları arasındaki ilişkiden gözlemlenebilir. Tablo 4.1'den de açık bir şekilde görüldüğü gibi, toplam mevduatların ve menkul değerlerin GSMH'a oranları son 15 yıl içinde artmış fakat ne banka kredilerinde ne de sermaye birikimden de böyle artış olmuştur. Hatta, 1987 yılından 2002 yılına kadar geçen sürede, mevduatların GSMH'a oranında iki kat ve menkul değerlerin ihracında 12 kata varan artışlar olmasına rağmen, sabit sermaye birikiminde aynı dönemde belirgin bir artış olmadığı gibi 1997 yılından bu yana sürekli bir düşüş vardır. Uygur (2003) tarafından yapılan çalışmaya göre, birçok gelişen ve gelişmekte olan ülkede bankaların özel sektöre verdikleri krediler GSMH'ya oranları ortalama %100'e ulaşırken, Türkiye'de bu oran 1997 yılı haricinde, %20 dolayındadır. Benzer bir biçimde, yapılan hisse senedi ihraçlarının GSMH'a oranları bakımından da Türkiye yine geridedir. Örneğin 2002 yılında, hisse senedi ihraçlarının GSMH'a oranının AB ortalaması %4,5 iken Türkiye'de bu oran %2,4'dür. Ki, bu oran son on yılın Türkiye'deki en yüksek değeridir (Uygur, 2003). Sonuç olarak, Türkiye'de artan para ve benzeri varlıkların reel birikime akmadığı rahatlıkla iddia edilebilir¹⁴.

Ancak Tablo 4.1'den de görülebileceği gibi para miktarındaki (M2Y) artışın kaynağı yabancı varlıklar iken menkul kıymetlerdeki artışın kaynağı da hazine

¹⁴ Konuyu benzer bir biçimde ele alan Arın (2003) çalışmasına bakılabilir.

kağıtları olmuştur. Bu iki göstergenin paralel bir seyir izlemesinin anahtarı yurtiçi faiz haddi ve enflasyondur. Türkiye’de faiz haddinin yüksek oluşunun temel üç nedeni belirtilebilir. Birinci neden, iç tasarrufların yetersiz olmasından kaynaklı olarak dış sermaye girişlerine ihtiyaç duyulması ve faizin dış kaynaklı sermayeyi özendirerek bir araç olması. İkinci neden, özellikle devlet tarafından yaratılan borçlanma talebinin yüksekliğidir. Üçüncüsü, enflasyonun istikrarsız bir seyir izlemesinden kaynaklı risk primleridir (Akyüz ve Boratav, 2002). Bu üç nedenin bir bileşkesi olarak ortaya çıkan faiz haddi, kuşkusuz borçlanmaya en çok ihtiyacı olan birimleri etkileyecektir. Yukarıda da anlatıldığı gibi, Türkiye’de özel kesimin esas faaliyetlerini borçlanarak sürdürmediği ortadadır. Çünkü, ne banka kredilerinde ne de özel kesimin menkul kıymetlerinde bir artış olmuştur. Bir başka deyişle, Türkiye’de özel kesim faiz haddinin yüksekliğinden olumsuz anlamda etkilenmemiştir. Ancak, faiz haddinin bu yüksek seyri özel kesimin çalışma tarzını etkilemiştir. Yüksek faiz haddinin yarattığı kolay para kazanma yolları, özel kesimi bu alanın olanaklarına yöneltmiştir. Yine Tablo 4.1’den görülebileceği gibi son on yıl içinde özel kesim sürekli tasarruf fazlası vermektedir. Özel kesim bir taraftan sabit sermaye yatırımlardan çekilirken, diğer taraftan artan tasarruflarını güvenli ve kesin kârlar sunan hazine kağıtlarına yönlendirmiştir. İSO tarafından hazırlanan 500 Büyük Sanayi Kuruluşu (BSK) çalışması bu tespiti doğrular niteliktedir. Son on yıl içinde, 500 BSK’un faaliyet dışı kârları sürekli artmış ve 1999 yılından itibaren faaliyet dışı kârları bilanço kârlarının üstüne çıkmıştır (Bkz. Tablo 4.3).

Tablo 4.3: 500 Büyük Sanayi Kuruluşunda Faaliyet Kârları ve Faaliyet Dışı Gelirler

	Faaliyet Dışı	Net Bilanço	
	Gelirler(1) ('000)	Kar(2) ('000)	1/2(%)
1992	7.794.368	20.052.423	38,9
1993	17.548.778	43.093.652	40,7
1994	57.694.649	105.587.224	54,6
1995	96.191.958	206.857.875	46,5
1996	195.948.193	370.418.929	52,9
1997	407.054.079	771.761.381	52,7
1998	699.577.134	797.402.394	87,7
1999	1.577.329.277	720.405.946	219,0
2000	1.760.163.086	1.538.333.855	114,4
2001	4.645.687.973	718.029.004	547,0
2002	4.833.432.876	4.269.008.132	114,4

Kaynak: ISO 500 Büyük Sanayi Kuruluşu, 2002

Türkiye’de özel kesimin hazine kağıtlarını değerlendirmesinde, sadece kendi tasarruflarına başvurduğu da söylenemez. Yeldan (2001) yaptığı çalışma da, kriz yılları dışında yurt dışından getirilen paranın hazine kağıtlarında kullanılmasının ortalama %15-20 arasında reel getiri sağladığını belirtir. Bu kârlı olanak özel kesimin gözünden kaçmadığı için, özellikle bankalar tarafından yurt dışı kaynakların kullanılması ile önemli kârlar sağlanmıştır. Yurt içi kredi hacminin düşük olduğu bir durumda, hazine kağıtlarının bu yolla finansmanı bankaların önemli kâr kaynaklarından biri olmuştur. Hatta, bir çok banka devamlılığını bu yolla sağlamıştır (Uygur, 2003, Yeldan, 2001). Devlet tarafından çıkartılan hazine kağıtlarının kimler tarafından alındığına bakılırsa, hazine kağıtları tarafından sunulan kârların da kimler tarafından kullanıldığı anlaşılır. 1987 yılından bu yana hazine kağıtlarının esas alıcısı daima bankalar olmuştur (Bkz. Tablo 4.4). Hazine kağıtlarının ortalama %80’ini daima bankaların elinde olmuştur. Sadece bu gösterge bile, bankaların hazine kağıtlarına olan bağımlılığını göstermektedir.

Tablo 4.4: İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı

	Resmi			Tasarruf
	Bankalar	Kurumlar	Özel Sektör	Sahipleri
1990	85,9	12,9	1,1	0,0
1991	92,8	3,2	4,1	0,0
1992	79,1	14,0	4,0	3,0
1993	77,8	6,1	2,7	13,4
1994	71,5	9,8	2,7	16,0
1995	81,6	8,8	3,6	6,0
1996	84,4	9,9	2,9	2,9
1997	89,5	7,2	3,3	0,1
1998	86,8	8,0	3,9	1,3
1999	85,3	11,2	2,1	1,3
2000	75,9	20,3	3,8	0,0
2001	74,5	22,1	1,5	1,9
2002	79,8	14,9	4,3	1,0

Kaynak: DPT

Sonuç olarak, hem 500 BSK göstergelerinde, hem de bankacılık sektörü bilançolarında görülebileceği gibi, Türkiye ekonomisindeki kârların kaynağı devlet tarafından verilen açıklarla sağlanmıştır. Bir başka deyişle, Türkiye’de iki önemli ekonomik birimin, bankaların ve firmaların kârlarının istikrarı ya da düşüşün önüne geçilmesinde en önemli unsur bütçe açıkları olmuştur.

Böylelikle, Minskian teorideki bir başka olgunun kaynağı da açığa çıkmış olur. Sistemdeki kredi zincirleri ağı yatırımlar bağlamında firmaların ve bankaların kendi aralarındaki ilişkilerden değil, bu ekonomik birimlerin devletle olan ilişkisinde ortaya çıkmıştır. Bankalar ve firmaların portföylerindeki en önemli araç hazine kağıtları durumuna gelmiştir. Bu nedenle, devletin devamlılığı aynı zamanda sistemin devamlılığı sorunu haline gelmiştir. Finansal piyasalardaki işlem hacimlerine bakıldığında en fazla el değiştiren menkul kağıtların, kamu menkul kıymetleri olduğu görülecektir (bkz. Tablo 4.1).

Devletin son on yıllık politikaları gözden geçirildiğinde, söz konusu politikaların bir tercih mi yoksa bir zorunluluk mu olduğu, Minsky’e göre iktisadi

kurama olan yaklaşımımızla ilgilidir. Çalışmamızın giriş bölümünde de belirttiğimiz gibi ekonomik dalgalanmaları inceleyen temel iki bakış açısı vardır. Bunlardan birincisi, piyasanın etkin işleyişine güvendiği için piyasaya müdahalenin yanlış olduğunu belirtirken; ikinci yaklaşım, piyasanın etkin olmadığını ve kurumsal yapılanmaların piyasayı düzenlemesi gerektiğini belirtir.

Açık ki, 1980 yılı 24 Ocak kararlarından bugüne Türkiye’de serbest piyasa ekonomisi savunulmuş ve savunulmaktadır. Özelleştirme politikaları, mal ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması gibi tüm politik kararlar piyasaların düzenleyici ve etkin olduğuna olan inançla gerçekleştirilmiştir. Tablo 4.1’in de sunduğu gibi, piyasaların serbestleştirilmesi istihdam, sermaye birikimi ve büyüme üzerinde etkin sonuçlar vermemiştir. Özellikle son on yıl içinde istihdamda belirgin bir artış olmazken, işsizlik oranı gittikçe artmış; yeni yatırımlar gerçekleşmediği için sermaye birikimi azalmış ve büyümede istikrarsız bir patikaya girilmiştir. Bu nedenle, karşılaşılan krizlerde uygulanan politikaların yanlışlığı değil, piyasanın kendisi rol oynamıştır.

Türkiye’yi ikinci yaklaşıma göre değerlendirdiğimiz de, rahatlıkla Türkiye’de uygulanan politikaların yanlış olduğu sonucuna varılabilir. Çünkü, devlet uyguladığı politikalarla ekonomideki dalgalanmaları çözmemiş hatta derinleştirmiştir. Reel birikim alınandan gelen sorunlara para politikaları ile cevap verilmesi sorunları çözmediği gibi istikrarsızlığın artmasına yol açmıştır. Minsky’e göre devletin fiyatlar ve dolayısıyla toplam talep yoluyla bir alt sınır belirlemesi gerekirken, bu yönlü bir politika geliştirilmemiştir. Bu dönemde, piyasa tarafından devlete biçilen görev, denetim mekanizmaları kurmaktır. Oysa, Minskian teoride, devlet denetim görevleri de üstlenebilir fakat asli görevi bir ekonomik aktör olarak toplam talebi etkilemektir. Devletin toplam talebi etkilemesi ise ancak harcama gücüyle yani gelirleri ile sağlanabilir. Devlete bu yönlü bir bakış olmadığı için, devlet gelirleri sorunu sadece borç ödemelerinde öne çıkan bir yan olmuştur.

Sonuç olarak, 1980 24 Ocak kararlarından beri uygulanan politikaların yanlış olduğunu söylemek için bir neden yoktur. Yanlış olan gidilen istikamettir. Bir başka deyişle, piyasanın kendiliğinden etkin olacağına olan inançtır.

5. SONUÇ

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin sunduğu çerçeve, post-keynesyen, kurumsalcı ve Marksist bir çok "muhalif" iktisat çevresinin ilgisini çekmiş ve onu iktisat literatüründe sıkça başvurulan bir kaynak haline getirmiştir. Özellikle ekonomik dalgalanmaları, finansal açıdan açıklayan bir çok çalışmada, Minsky tarafından ortaya atılan hipotez kullanılmıştır. Ancak finansal istikrarsızlık hipotezine iktisat literatürünün ilgisi, hipotezin ilk çıktığı yıllarda başlamamıştır. Hipotez aslen 1966 yılında ABD'de de yaşanan bankacılık sektöründeki kriz analizlerinden doğarken, iktisat literatürünün finansal istikrarsızlık hipotezine olan ilgisi 1980 yıllarda başlamış ve 1990'lı yıllarda artmıştır.

Hipoteze olan ilginin geç başlamasını, yine hipotezin içindeki açıklamalardan anlamak mümkündür. Çünkü Minsky'e göre ortaya çıkan ekonomik dalgalanmanın kaynaklarını anlamak ancak bir kriz durumundan mümkündür. Bu nedenle, ekonomide ortaya çıkmış yeni bir unsura, - yeni bir finansal araç ya da işleyişe, iktisat politikasında ve yazınında sadece kriz dönemlerinde bakılır. Bir başka deyişle, ortaya çıkan bir kriz, iktisatçıları ve politika yapıcılarını daima geri doğru bakarak, farklı olanın ne olduğunu bulmaya zorlar. İktisat yazınında, İkinci Dünya Savaşından sonra finansal konulara olan ilgi de ancak 1970'li yılların başında Bretton-Woods sisteminin çöküşünden sonra başlamıştır. Çünkü, İkinci Dünya Savaşından sonraki yirmi yıl boyunca, finansal piyasalar henüz tüm ekonomiye egemen olamamıştır. Ancak bu tarihten sonradır ki, finansal piyasaların ekonomi üzerindeki denetimi artmış ve finansal piyasalara olan ilgi de artmıştır. 1982 yılındaki gelişen ülkelerin borç krizi, 1987 yılındaki ABD'de yaşanan borsa krizi, 1997 yılında güney doğu Asya ülkelerindeki krizler ve bu tarihler arasında bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin içine girdiği ufak ya da büyük krizler, hem finansal piyasaların tekrardan gözden geçirilmesine yol açmış, hem de finansal istikrarsızlık hipotezinin tanınmasına olanak sağlamıştır.

Her ne kadar son yaşanan 1997 güney doğu Asya krizi dışındaki yukarıda sayılan tüm krizler daha Minsky yaşarken ortaya çıkmış olsa da, Minsky'nin sunduğu teorik zemin bir çok iktisatçı tarafından kabul edilmiştir. Wray'ın (2000)

1966 yılındaki ABD krizini inceleyen çalışması, Kindleberger'in (1977) 1970'li yıllardaki para sistemini inceleyen çalışması, Cruz'un (2001) 1994-95 Meksika krizini inceleyen çalışması, Dymksi (1992), Crotty (1993), ve Fazzari (1992) bu çalışmalara örnek olarak verilebilir. Minsky'nin ölümünün ardından ortaya çıkan Güney Doğu Asya krizini inceleyen Kregel (1998), Shröder (2001), Silva (2002), Arestis (1999) ve Saqip (2001) de finansal istikrarsızlık hipotezinin kabul gördüğünü gösteren diğer çalışmalardır. Hatta, bir borsa spekülâtörü olan George Soros'un Güney Doğu Asya krizi için yaptığı açıklamalar, Minsky'nin ortaya attığı finansal istikrarsızlık hipotezini andıran yaklaşımlarda bulunur (Kregel, 2000).

Tüm bu çalışmaların ortak noktası, finansal piyasaların geliştiği ve gelişmekte olduğu ekonomilerde, ekonomik dalgalanmaların kaynağı olarak finansal piyasaların gösterilmiş olmasıdır. Çalışmalar ülkelere özgü olarak krizleri, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasına, devletlerin zayıf mali yapılarına, bankacılık sektörünün yetersizliklerine ve kurumsal yapıların eksikliğine bağlansa da, sonuçta anlatılan finansal piyasalardır. Anlatılan, finansal piyasaların makroekonomik temellerden kopuşu ve ekonomiye egemen oluşudur. Türkiye örneğinde olduğu gibi, tüm bu nedenler 1994 ve 2001 yılında ortaya çıkan krizlerin sebebi olarak anılabilir. Ancak, yine de bizi finansal piyasalar gerçeğinden uzaklaştırmaz. Bu nedenle, Türkiye'de yaşanan söz konusu süreci, tüm ekonomik birimlerin finansal piyasalardaki gelişmelere boyun eğmesi olarak tanımlamak mümkündür. Türkiye Cumhuriyeti devleti de bu süreçten kaçamamıştır ve kaçamamaktadır. Devletin içinde bulunduğu borç-faiz sarmalı bunun en iyi kanıtıdır. Bu konuda, yakınmak için de bir gerekçe yoktur çünkü, piyasaların etkinliğine güvenildiği sürece krizler kaçınılmazdır.

6. KAYNAKÇA

Akerlof, P. (1970): A Market for 'Lemons'. Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics. August 1970, 84, 488-500.

Akyüz, Yılmaz (1998). The East Asian financial crisis: Back to the future? Geneva: United Nations Commission on Trade and Development.

Akyüz, Yılmaz ve Korkut Boratav, (2002), "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", İktisat, İşletme ve Finans, 15-45.

Altıok, Metin (2002), "Yeni Liberal İstikrar ve Yapısal Uyum Programları: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kriz" Praksis, kış (5): 77-131.

Alves, AJ, Fernando Ferrari ve Luiz ER. Paula (1999-2000), "The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson's Proposal to Reform the International Monetary System." Journal of Post Keynesian Economics, 22, 2: 207-225.

Arestis, Philip (2000), "Recent banking and financial crises: Minsky versus the financial liberalisationists", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Arestis, Philip ve M. Glickman (1999), "Financial Crisis in South East Asia: Dispelling the Minsky Way", Working Paper, No.22 December, Department of Economics.

Arın, Tülay (2003), "Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması", İktisat Üzerine Yazılar I-Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar. Korkut Boratav ve Oktar Türel'e Armağan Derleyenler: A. H. Köse-F. Şenses-E. Yeldan. İletişim Yayınları, İstanbul, 2003.

Boratav, Korkut (1991), "1980'li Yıllarda Sosyal Sınıflar ve Bölüşüm", Gerçek Yayınevi.

Boratav, Korkut (1995), "Türkiye Tarihi 1908-1980" içinde, Cem Yayınevi.

Boratav, Korkut (2000), "Yeni Dünya Düzeni Nereye", İmge Kitabevi.

Boratav, Korkut (2001) "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri" İktisat, İşletme and Finans, No 186, s.7-18.

Boratav, Korkut (2003), "Türkiye İktisat Tarihi", İmge Kitabevi.

Chick, Victoria (2000), "Cassandra as optimist", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Crotty, James (1993), "Are Keynesian uncertainty and macrotheory compatible? Conventional Decision making, institutional structures, and conditional stability in Keynesian macro models," pages 105-42, in Gary Dimski and Robert Pollin, editors, New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky. Ann Arbor: University of Michigan Press.

Crotty, James, (1993b), "Rethinking Marxian Investment Theory: Keynes-Minsky Instability, Competitive Regime Shifts, and Coerced Investment," Review of Radical Political Economics, 25 (1), March 1993, pp. 1-25.

Crotty, James. (1996) "Is New Keynesian Investment Theory Really 'Keynesian?' Reflections on Fazzari and Variato." *Journal of Post Keynesian Economics*, 18, 333-357.

Day, Richard H.(2000), "Economics in the Spirit of Minsky", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Dymski, G. And R. Pollin (1992). "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm". In S. Fazzari and D. Papadimitriou eds. Financial Conditions and Macroeconomic Performance, New York: M.E.Sharpe.

Dymski, Gary A (1999), "Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia: A Spatialized Minsky Approach" Research Paper, University of California, Riverside, Dep. Of Economics, April.

Ercan, Fuat (1997), "Para ve Kapitalizm", Ceylan Yayıncılık.

Ercan, Fuat (2002), "Çelişkili Bir Süreklilik Olarak Sermaye Birikimi -I (Türkiye'de Kapitalizmin Gelişme Dinamiklerinin Anlaşılması için Marksist Bir Çerçeve Denemesi)", Praksis, Kış.

Fano, Ester (2000), "H. P. Minsky's reading of the Great Depression", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Fazzari, Steven M. (1999), "Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?", Working Paper, No.278, 1-15. The Jerome Levy Economics Institute.

Felix, David (1999), "Open Economy Minsky-Keynes and Global Financial Crises", Washington University in St Louis.

Fisher, I. (1933), 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', Econometrica, 1, October: pp. 337-57.

Flood, P., Garber, P. (1984) "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", Journal of International Economics, 17, 1-13.

Foley, Duncan (2000), "Hyman Minsky and the dilemmas of contemporary method", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and

market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Işık, Sayım (2004), "Post-Keynesyen Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1994-2001) Uygulanması", İşletme İktisat Finans, Sayı.218, Say51-77.

Keen, Steve (2000), "Minsky's Thesis: Keynesian or Marxian?", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Keynes, John Maynard, (1964). The General Theory of Employment, Interest and Money, Orlando, Fla.: Harvest Harcourt Brace.

Kindleberger, C., (1989), Manias, Panics, and Crashes: A history of financial crises, New York: Basic Books, Inc.

Kregel, J.A. (1992), "Minsky's 'Two Price' Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting vs. Open Market Intervention," in S. Fazzari and D. Papadimitriou (eds.), Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

Kregel, J.A. (1998) "Yes 'it' did happen again. The Minsky crisis in Asia" Working Paper #234, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College,

Kregel, J.A., (1998b), "East Asia is Not Mexico: The Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflation." Working Paper #235, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College,

Kregel, J.A., (1998c), "The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility", Working Paper #294, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Krugman, Paul (1979). "A model of balance of payments crises". *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3):311-25, August.

Marx, Karl. (1997). "Kapital", Cilt III, .Sol Yayınları.

Minsky, H. P. (1975). "John Maynard Keynes", New York: Columbia University Press.

Minsky, H. P. (1982). "Can "It" Happen Again?" *Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.

Minsky, H.P. (1986). "Stabilizing an Unstable Economy", New Haven, Conn.: Yale University Press.

Minsky, H.P. (1986b). "The Crises of 1983 and the Prospects for Advanced Capitalist Economies." In *Marx, Schumpeter and Keynes: A Centenary Celebration of Dissent*, Suzanne W. Helburn and David F. Bramhall, eds. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.

Minsky, H.P. (1986c). "Money and Crisis in Schumpeter and Keynes." In *The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial*, H.J. Wagener and J.W. Drukker, eds. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Minsky, H.P. (1990a). "Schumpeter: Finance and Evolution." In *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, Arnold Heertje and Mark Perlman, eds. Ann Arbor, Mich.: The University of Michigan Press.

Minsky, H.P. (1991), "The Transition to a Market Economy", Working Paper no. 66, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, November.

Minsky, H.P. (1991a). "The Rationale for the Conference: An Agenda for the Good Financial Economy." Remarks prepared for delivery at The Jerome Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, N.Y., November 21.

Minsky, H.P. (1991b). "The Transition to a Market Economy: Financial Options." Working Paper No. 66. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute.

Minsky, H.P. (1992). "Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues." Working Paper No. 69. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute.

Minsky, H.P. (1992). "The Financial Instability Hypothesis", Working Paper no. 74, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, May.

Minsky, H.P. (1993). "Finance and Stability: The Limits of Capitalism", Working Paper no. 93, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, May.

Minsky, H.P. (1993a). "Schumpeter and Finance." In *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini, Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia, and Michele Salvati*, eds. New York: St. Martin's Press.

Minsky, H.P. (1995a). "A Positive Program for Successful Capitalism." Draft paper, distributed to colleagues at The Jerome Levy Economics Institute.

Minsky, H.P. (1996a). "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies," *Journal of Economic Issues* 30 (June): 357-368.

Minsky, H.P. (1996b). "Foreword." In *Political Economy for the 21st Century: Contemporary Views on the Trend of Economics*, Charles J. Whalen, ed.

Minsky, H.P. (1995b). "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II," *Journal of Economic Issues* 29 (March): 83-95.

Minsky, Hyman P., and Piero Ferri.(1991) "Market Processes and Thwarting Systems", Working Paper #64, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College,

Obstfeld, Maurice (1986). "Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payment Crises". *American Economic Review*, #76, March, pp 72-81.

Özatay, F. (1999) "The 1994 currency crisis in Turkey", *Policy Reform*, 1-26.

Papadimitriou, D. And L.R. Wray (1998), "The Economic Contributions of Hyman Minsky: varieties of capitalism and institutional reform", *Review of Political Economy* 10, No. 2, pp. 199-225.

Papadimitriou, Dimitri B.(1992) "Minsky on Himself", in Dimitri B. Papadimitriou and Steven Fazzari (ed.) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky* (At-monk, New York: M.E. Sharpe), pp. 13-26.

Papadimitriou, Dimitri, and L. Randall Wray. (2001). "Minsky's Analysis of Financial Capitalism", in *Financial Keynesianism and Market Instability*, edited by Riccardo Bellofiore and Piero Ferri, Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 123-146.

Polanyi, Karl (2003), "Büyük Dönüşüm, Çağımızın Siyasal ve Ekonomik Kökenleri", 3. Baskı, İletişim Yayınları.

Saqib, O. (2001),. "The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky's Framework." *Revista de Economia Política – Brazilian Journal of Political Economy*, 21: 91-98.

Saqib, O. (2002) "Interpreting Currency Crises A Review of Theory, Evidence, and Issues", German Institute for Economic Research.

Sargent, T.J. (1993), "Bounded Rationality in Macroeconomics". Clarendon Press, Oxford.

Schroeder, Susan K (2002), "A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries", CEPA Working Paper 2002-9, New School University.

Silva, Jose R.C (2002), "Currency Crises in Emergent Markets and Minsky Financial Fragility Theory: Is There a Link", Department of Economics, Washington University in Saint Louis.

Stiglitz, Joseph E, ve Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, 7: 912-927.

Taylor, L. and S.A. O'Connell, (1985). "A Minsky crisis". Quarterly Journal of Economics, 100, 871-885.

Uygur, Ercan (2003), "Finansal Şişkinlik, Riskler ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar", İktisat İşletme ve Finans, Sayı: 202, s 49-66.

Variato, Anna Maria (2000), "Hyman Minsky: what kind of (post-)Keynesian", in Riccardo Bellofiore, Piero Feri (eds), Financial Keynesianism and market instability: the economic legacy of Hyman Minsky, volume I, Northampton, MA : Edward Elgar Pub.

Wolfson, M. (1994), "Financial Crises: Understanding the postwar U.S. experience", Armonk, New York and London: M.E. Sharpe.

Wray, L. Randall (1992), "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money", in Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky, Steve Fazzari and Dimitri Papadimitriou (eds), Armonk, NY: M.E. Sharpe, pp. 161-180.

Wray, L. Randall (1993), "The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System", Working Paper #86, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Wray, L. Randall (1999), "The 1966 Financial Crisis: A Case of Minskian Instability?", Working Paper #262, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Wray, L. Randall (2001), "Financial Instability", Working Paper #19, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Yeldan, Erinç (2001), "Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme", İletişim yayınları, Araştırma-İnceleme Dizisi 109, İstanbul.

EK I:

Faiz oranı, kar oranı ve sermaye birikim oranı verileri aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

Faiz oranları: Borçlanma talebini göstermesi nedeniyle interbank gecelik faiz oranlarından hesaplanmıştır.

Sermaye Birikim Oranı: Reel gayri safi sabit yatırımlar özel / reel sermaye stoku *100 (1987 fiyatlarıyla)

Sermaye stoku: Özel sektörün reel makine, teçhizat ve bina yapımı toplamı (1987 fiyatlarıyla)

Net sermaye stokunun (K) hesaplandığı formül: $K(t) = \sum_{j=0}^N I(t-j) * (1-dep)^j$

dep: amortisman oranını göstermektedir ve Aldamir Marquetti (1997) çalışmasında gösterdiği gibi Hulton & Wycoff's PIM işlemi ile hesaplanmıştır. Bu işleme göre amortisman oranı BAL/N işlemi ile bulunmaktadır. N, bir sermaye varlığının ortalama ömrüdür ve 14 yıl olarak kabul edilmiştir (dolayısıyla t değeri de 14 kabul edilmiştir). BAL ise $((0.91)(C/I)+(1.65)(E/I))$ formülü ile hesaplanmaktadır. I, toplam sabit yatırımları; C, bina sabit yatırımlarını; E, makine ve teçhizat sabit yatırımlarını göstermektedir. Türkiye için yapılan hesaplamada amortisman oranı %10 olarak bulunmuştur.

1974-1980 arası sabit sermaye yatırımları, 1980-2002 yılları için yapılan regresyon denklemi aracılığıyla hesaplanmıştır.

Kâr oranı: 1987 fiyatlarıyla GSYİH serilerinin işletme artığı değerinin yukarıda hesaplanan sermaye stokuna bölümü ile elde edilmiştir.

ABSTRACT

This mater's thesis is an attempt to (1) find sources of instability in capitalist economy (2) clarify relations between reel and financial sectors and (3) detect how financial process generates crisis on the ground of Minskian theory. In addition, the objective of this work is to test whether Minskian theory is applicable to Turkish crisis which occurred two times in 1994 and in 2001 or not.

Main assertions done by Minsky are presented in his financial instability hypothesis (FIH). Minsky's FIH is designed to explain instability as a result of the normal functioning of a capitalist economy. It is an alternative to the neoclassical synthesis. As Hyman Minsky noted, the FIH is "advanced as an interpretation of Keynes' General Theory". In brief, the FIH states that over a period of good times, the financial structure of a dynamic capitalist economy endogenously evolve from being robust to being fragile, and once there is a sufficient mix of financially fragile institutions, the economy becomes susceptible to Fisher-type of debt deflation. Minsky also stressed many varieties and forms of capitalism that can take. According to Minsky, "whereas all types of capitalism are flawed, not all capitalism are equally flawed".

To control natural instability of a dynamic capitalist economy, Minsky emphasized the importance for the government to create adequate constraining institutions to stabilize economy. The two most important institutions are the big government and the big bank. Those are key elements why a great depression does not happen again after WWII.

The thesis consists of four main chapters. A theoretical investigation for the economic fluctuations is the subject of first chapter. The critical perspective is presented within comparative analysis by the literature survey in economic fluctuations area. In second chapter, critiques of "standard economic theory" well developed by Minsky are presented. Standard economic theory is dealt with under three main titles: consumption function model, the IS-LM framework and IS-LM framework based on labor market. In third chapter, main points of FIH are exposed. Uncertainty, speculations, two price systems, lender's and borrower's risk which are some main concepts of FIH are explained in the process of investment. According to FIH, the processes of evolving financial structure from robust to fragile are presented in this part. In the rest of this chapter, it is presented that big government and big bank, which are constraining institutions to stabilize economy, how to effect economic fluctuations.

In the last chapter, short-term economic history of Turkey is dealt with and FIH is tested whether it is applicable to Turkey or not. The discussion is made on the ground of Kregel who claims some of developing countries such as Mexico and Brazil are not appropriate for FIH. However, we couldn't find any reason why we reject FIH for Turkey. According to our thesis, Turkish economic crises occurred in 1994 and in 2001 are "natural results of free market economy" as noted by Minsky.