

MİNSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ'NDE KEYNES'İN İZLERİNİ ARAMAK

EXPLORING THE TRACES OF KEYNES IN MINSKY'S
FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS

Serdar VARLIK¹

ÖZET

Bu çalışmada Keynes'in yatırım ve likidite tercihi kuramlarının Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ne olan etkileri incelenmiştir. Keynes belirsizlik olgusunun kapitalist ekonomilerde parayı spekülasyon haline dönüştürdüğünü belirtmektedir. Bu nedenle belirsizlik kalıtsal olarak yatırım harcamalarında ve likidite tercihinde dalgalanmalara neden olmaktadır. Ayrıca, Keynes'e göre, spekülasyonun hâkimiyeti, belirsizlik olgusunun kaçınılmaz bir sonucudur. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin temelleri Keynes'ten miras aldığı bu görüşlere dayanmaktadır. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, piyasa ekonomisinin yapısı gereği istikrarsız olduğunu iddia etmektedir.

Anahtar Sözcükler: *Belirsizlik, İki Fiyat Sistemi, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi.*

ABSTRACT

In this study, effects of Keynes' investment and liquidity preference theories to Minsky's Financial Instability Hypothesis had been examined. Keynes implies that money has been a speculative asset at capitalist economy because of its uncertainty phenomenon. Therefore, uncertainty causes inherently to fluctuations at investment expenditures and liquidity preference. Furthermore, according to Keynes, domination of speculation is inevitable result of uncertainty phenomenon. Foundations of Minsky's Financial Instability Hypothesis depends on these ideas which inherit from Keynes. Minsky's Financial Instability Hypothesis asserts a claim that market economy has been structurally instable.

Key Words: *Uncertainty, Two Price System, Financial Instability Hypothesis*

1.GİRİŞ

Keynes'in çalışmaları, 1929 Büyük Buhranı'na kadar olan süreçte, ana akım iktisadın dayandığı kuramsal çerçeve (Klasik Paranın Miktar Kuramı) içinde değerlendirilmektedir. Büyük Buhran'ın ardından yaptığı çalışmalar ise Klasik İktisat Kuramı'ndan² kopuşu sergilemektedir³. Keynes, bu tarihten

¹ Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Arş.Gör.

² Keynes'in kullandığı şekliyle Klasik İktisatçılar, Ricardo ve öncesindeki ekonomi-politikçiler ile Ricardo'dan sonra gelen neoklasik çizgideki iktisatçılardır (Keynes, 2008:13).

sonra iktisat kuramına yaptığı katkılarla, hiç kuşkusuz, kendisinden sonra gelen iktisatçılara üzerinde halen tartışılan önemli bir miras bırakmıştır. Bu mirasın para kuramı açısından değerlendirilmesi, “parasal bir üretim ekonomisinde” belirsizlik, beklentiler, tarihsel zaman, likidite tercihi ve para arzı gibi kavramların üzerinde durulmasını gerektirmektedir. Çünkü Keynes, bu kavramları kullanarak, klasik/neoklasik iktisatçıların ekonominin reel kesimi ile parasal kesimi arasında kuramadıkları ilişkiyi kurmakla kalmamış, aynı zamanda, kapitalist ekonomilerde kriz olgusunun, para ile reel kesim arasındaki ilişkilere bağlı olarak, sisteme özgü bir biçimde geliştiğini de göstermiştir.

Keynes'in bıraktığı bu mirası başarıyla geliştiren iktisatçılardan biri de Minsky'dir. Minsky, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ni Keynes'in 1936 ve 1937 yılında yaptığı çalışmalardan etkilenerek geliştirmiştir. Özellikle, “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”⁴nin 17. Bölümü olan “Para ve Faizin Temel Özellikleri” ile 1937 yılında yayınlanan “*Alternative Theories of the Rate of Interest*” ve “*The “Ex-ante” Theory of the Rate of Interest*” gibi çalışmalar, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin oluşturulmasında Minsky'e önemli ölçüde kaynaklık etmiştir. İşte Minsky, Keynes'ten aldığı bu mirası, yatırımın finansman teorisini oluşturmak için kullanmış ve kapitalist ekonomilerde yatırımların finansman biçiminin kaçınılmaz olarak, istikrar-kırılganlık-kriz sürecine dönüşebileceğini gösteren mekanizmaları açığa çıkarmıştır. Para kuramı açısından bu mekanizmalar finans olarak paranın (kredi para) önemini göstermekle kalmamakta, ayrıca, istikrarlı bir biçimde işleyen kapitalist ekonomilerin doğaları gereği istikrarsızlaşabileceğini de göstermektedir.

İstikrarsızlığın kapitalizmin doğasında var olduğunu savunan Keynes'in ve Minsky'nin görüşleri, 2007 yılında başlayan küresel krizin ardından iktisat yazınında yeniden tartışılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmada Keynes'in para ve yatırım kuramının, küresel krizi açıklamakta sıklıkla başvurulan Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ni ne ölçüde etkilediği incelenmektedir. Keynes'in görüşlerinin Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi üzerindeki etkilerinin incelenmesi, birçok iktisatçının içinden geçtiğimiz krizin nedenlerini açıklarken başvurduğu kuramsal çerçevenin dayanak noktalarını görebilmemiz açısından da son derece önemlidir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde Keynes'in paranın özelliklerine ilişkin bakış açısı ele alınmıştır. Bu bağlamda belirsizlik faktörünün önemine değinilmiştir. İkinci bölümde belirsizlik

³ Ayrıntılı bilgi için bkz. (Işık, 2010:51-58).

⁴ Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde “*Genel Teori*” olarak kullanılacaktır.

faktörü ile kapitalist ekonomilerin doğasında saklı olan istikrarsızlık arasındaki ilişki üzerinde durulmuştur. Bu amaçla, Keynes'in çalışmaları çerçevesinde, yatırım harcamalarında ve likidite tercihinde meydana gelen dalgalanmalar ile belirsizlik faktörü arasındaki ilişki incelenmiştir. Ayrıca, kapitalist ekonomilerde, belirsizlik altında, spekülasyonun kaçınılmaz olan hâkimiyeti üzerinde durulmuştur. Çalışmanın üçüncü bölümünde Keynes'in yatırım ve likidite tercihi teorisinden etkilenen Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin temelleri incelenmiştir. Bu çerçevede yatırım harcamalarının finansmanında belirsizlik olgusunun önemine değinilmiştir. Ardından, Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi açıklanmıştır. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nden yararlanarak kapitalist ekonomilerde istikrar-kırılganlık-kriz sürecinin gelişimi incelenmiştir. Bununla birlikte Minsky'nin krizler karşısında getirdiği çözüm önerilerine de değinilmiştir. Sonuç bölümünde ise, Keynes'in görüşlerinin, Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi üzerindeki etkileri kısaca özetlenmiştir.

1. PARANIN DOĞASI: BELİRSİZLİK ALTINDA BİR “ZAMAN MAKİNESİ” OLARAK PARA

Keynes parayı tam likit, dayanıklı ve likidite primi taşıma maliyetinden büyük bir varlık olarak tanımlamıştır (Keynes, 2008:195-196). Bu özellikleri taşıyan para, borç anlaşmalarının yerine getirilmesinde kullanılan ve satın alma gücünün korunmasını sağlayan bir araçtır (Keynes, 1958:3).

Keynes, para merkezli ancak belirsiz olan bir dünyada, paranın eşit derecede önemli iki fonksiyonuna dikkat çekmektedir. Bunlar; paranın değişim aracı olması ve likit bir varlık olarak değer saklama özelliğine sahip olmasıdır⁵. Keynes, paranın değişim aracı olma özelliğini işlem amacıyla para talebiyle, değer saklama özelliğini ise ihtiyat ve spekülatif amaçlı para talebiyle ilişkilendirmektedir.

⁵ Keynes paranın likit olarak değer saklama özelliğini paranın iki temel niteliğine; üretim ve ikame esnekliğinin sıfır olmasına bağlamaktadır (Davidson, 1990:11-12). Üretim esnekliğinin sıfır olması paranın girişimci tarafından bir mal gibi üretilemeyeceği anlamına gelmektedir. Keynes paranın, emek kiralanan bir mal olması halinde, diğer varlıkların fiyatı para cinsinden düşme eğilimine girdiğinde, daha fazla emeğin para üretimine yöneltilmesi yoluyla depresyonların önlenilebileceğini belirtmektedir (Keynes, 2008:199). Bu durumda gönülsüz işsizliğin ortaya çıkması da imkânsız olacaktır. Davidson (1990:8) paranın üretim esnekliğinin sıfır olmasını şu sözlerle açıklar: “Para ağaçta büyütülemez”. Öte yandan Davidson'a (2006:146) göre paranın ikâme esnekliğinin sıfır olması, likit olmayan malların likit varlıklar için tam ikame olmaması anlamına gelmektedir. Paranın sahip olduğu bu temel özellikler, onun değer saklama aracı olarak kullanılmasını sağlamaktadır.

Klasik İktisat Kuramı'nda para, sadece işlem amacıyla talep edilmektedir. Klasik İktisatçılara göre para, değişim işlemlerinde bir hesap birimi (numéraire) olarak rol oynamakta ve sadece bir değişim aracı olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla, Klasik İktisatçılar paranın işlevlerini mal ve hizmetlerin mübadelesini kolaylaştırmakla sınırlı tutmuşlardır. Bu ise Klasik İktisatçıların kuramlarını belirsiz olmayan, ergodic (öngörülebilir) bir dünya⁶ ekseninde tasarlamalarından kaynaklanmaktadır. Çünkü belirsizliğin olmadığı bir dünyada parayı değer saklamak amacıyla talep etmeye gerek yoktur (Fletcher, 1989:14-15; Fontana, 2006:449).

Keynes ise, iktisadi faaliyetlerin non-ergodic (öngörülemeyen) bir dünyada⁷, belirsizlik altında gerçekleştirildiğini savunmaktadır. Keynes'in çalışmalarındaki belirsizlik olgusu, ekonomide paranın bir "zaman makinesi" gibi rol oynamasına neden olmaktadır (Davidson, 1996:52-53). Bu noktada paranın bir "zaman makinesi" olarak işlev görmesi, paranın doğasıyla ilişkili iki temel noktayı açığa çıkartmaktadır.

Bunlardan birincisi; Keynes'in Klasik İktisatçılardan farklı olarak, paranın değer saklama özelliğine vurgu yapmasıdır. Paranın değer saklama özelliği, iktisadi karar birimleri tarafından geleceğin öngörülememesinden, yani belirsizlik faktöründen kaynaklanmaktadır⁸. Dolayısıyla, reel dünyadaki belirsizlik faktörü, iktisadi karar birimlerini tam likit bir varlık olarak para tutmaya yönelmektedir (Fontana, 2006:451). Şöyle ki; Keynes, gelirin tüketilmeyen ve tasarruflara yönelen kısmının, belirsiz olan gelecek karşısında bir korunma aracı olarak likidite tercihi çerçevesinde para ve diğer

⁶ Ergodic bir dünyada şu anda yaşanan ve gelecekte yaşanma olasılığı olan olaylar, geçmişte yaşanan gelişmeler sonucunda hesaplanan istatistiksel olasılıklar yoluyla tahmin edilebilir (Davidson, 2006:150).

⁷ Non-ergodic bir dünyada ise, geçmişte elde edilen gözlemler gelecekteki olasılık dağılımları hakkında güvenilir bir bilgi sunmamaktadır. Non-ergodic bir çevrede, yani reel dünyada, iktisadi karar birimleri belirsizlik faktörü ile karşılaşmaktadırlar (Davidson, 2006:150).

⁸ *Treatise on Probability* adlı çalışmasında belirsizlik kavramını olasılık dışı (improbable) kavramıyla aynı anlamda kullanan Keynes, *Genel Teori'de* ise, güvensizlik kavramıyla aynı anlamda kullanmıştır. Keynes'e göre, olasılık dahilinde olanlar belirli olmayı gerektirmemektedir. Çünkü belirsizlik kavramı, yüksek veya düşük olasılıklarda güven eksikliği ile karakterize edilmektedir. *Genel Teori'deki* şekliyle belirsizlik kavramı, Keynes'in iktisadi şemasına iki biçimde girmektedir: faiz oranının gelecekteki düzeyi hakkındaki belirsizlik ve yatırımların getirileri hakkındaki belirsizlik. Bunlar gelecek hakkındaki belirsizliğin farklı unsurları olmalarına karşın, faiz oranının ve sermayenin marjinal etkinliğinin belirlenmesinde benzer işlevlere sahiptir. Dolayısıyla belirsizliğin her iki unsuru da, yatırım harcamalarının boyutlarının belirlenmesi açısından son derece önemlidir (Stohs, 1990:402-405; Weintraub, 1990:153).

tam likit finansal varlıklar ile diğer likit varlıklar arasında paylaştırıldığını ifade etmektedir. Böylece, belirsiz olan/istatistiksel olarak hesaplanamayan gelecek karşısında likidite tercihinde bulunarak kendilerini korumak isteyen iktisadi karar birimleri, parayı bugün ile gelecek arasında bir köprü gibi kullanabilmektedirler (Fletcher, 1989:108-109; Davidson, 1996:52-53,180; 2006:141). Bu nedenle, Keynes'in çalışmalarında bir "zaman makinesi" gibi görülen paranın temel işlevi, bugünün satın alma gücünü, belirsiz olan geleceğe taşımaktır.

İkincisi; Keynes'in tanımladığı non-ergodic dünyadaki belirsizlik olgusu, geleceğe dönük sözleşmeleri (forward contract) gerekli kılmakta⁹ ve zaman kavramını bu sözleşmelerin en önemli bileşeni haline getirmektedir. Para ise bu sözleşmelerin yerine getirilebilmesi için kullanılan tam likit bir araçtır (Davidson, 1972:106; 1996:99; 2006:150 ve Rousseas, 1992:28).

Kısacası, Keynes'in tanımladığı non-ergodic bir dünyada, paranın adeta bir "zaman makinesi" gibi rol oynaması, bugünün satın alma gücünü belirsiz olan geleceğe taşımasıyla açıklanabilir. Bugünün satın alma gücünün korunarak geleceğe aktarılabilmesi ise, bir likidite primi olarak faiz oranı kavramını ön plana çıkarmaktadır¹⁰.

Keynes'in çalışmalarında faiz oranı ikili bir rol oynamaktadır. Faiz oranı hem likidite tercihini hem de yatırım harcamalarının düzeyini belirleyerek, gelir düzeyini etkilemektedir (Reddaway, 1990:37). İşte bu noktada spekülâtif para talebi kavramı, faiz oranı ile likidite tercihi arasındaki ilişki çerçevesinde ortaya çıkmaktadır.

Belirsizliğin bulunduğu reel dünyada paranın sadece gelir düzeyine bağlı motifler ile talep edilmesi beklenemez. Para, ayrıca, gelecekte faiz oranının düzeyi hakkındaki belirsizlikten dolayı, spekülâtif amaçlarla da talep

⁹ Klasik İktisat Kuramı'nda ise gelecek rasyonel bireyler tarafından belirli bir olasılık dahilinde öngörülebilmektedir. Bu nedenle Klasik İktisat'ta sözleşmelere gerek kalmamaktadır. Başka bir ifade ile Say Kanunu ve Walras'ın Genel Denge Kuramı'na göre tanımlanan ergodic bir dünyada belirsizlik kavramının olmayışı, ekonomide geleceğe dönük anlaşmaların varlığını gereksiz kılmaktadır (Davidson, 1996:99; 2006:150). Davidson, (1972:107) paranın, Klasik İktisat Kuramı'nın öngördüğü gibi yalnızca bir değişim aracı olarak algılanması halinde, mallar ile malların satın alınabildiği bir ekonomiden söz edilebileceğini vurgulamaktadır. Belirsizliğin olmadığı böyle bir ekonomide Say Kanunu geçerlidir. Ancak reel dünyada belirsizlik vardır. Belirsiz bir dünyada sözleşmelerin varlığı sadece Say Kanunu'nun geçersizliğini kanıtlamaz, ayrıca sözleşmelere taraf olanlar arasında belirsizliğin yükünün paylaşılmasına da izin verir.

¹⁰ Keynes'in Likidite Tercihi Kuramı'nda faiz oranı, parasal bir olgu olarak yer almakta (Rousseas, 1992:34) ve likiditeden vazgeçmenin bedeli olarak görülmektedir (Keynes, 2008:148-149).

edilmektedir. Çünkü iktisadi karar birimleri geleceğin belirsizliği karşısında kendilerini korumayı rasyonel bir davranış olarak gördükleri için, spekülâtif para talebinde bulunmaktadırlar (Keynes, 2008:149). İktisadi karar birimlerinin bu davranışı, faiz oranının düzeyi hakkındaki beklentilerine bağlıdır. Beklentilerdeki değişme, spekülâtif para talebini değiştirecektir¹¹. (Keynes, 2008:173-174, 181). Böylece iktisadi karar birimleri, beklentilerindeki değişime göre likidite tercihlerini değiştirerek kendilerini güvence altına alabileceklerdir. Likidite tercihindeki değişim ise parasal sektördeki değişimleri faiz oranı kanalıyla reel sektöre aktaracaktır¹² (Işık, 2010:59). Bu ise Keynes'in çalışmalarında parasal dünya ile reel dünyanın, adeta bir köprü gibi birbirine bağlı olduğunu göstermektedir.

2. BELİRSİZLİKTEN İSTİKRARSIZLIĞA: YATIRIM HARCAMALARINDAKİ İSTİKRARSIZLIĞIN PARASAL NEDENLERİ VE SPEKÜLASYONUN HÂKİMİYETİ

Keynes'in çalışmalarında, belirsizlik faktörünün yatırım harcamaları üzerindeki etkilerinin iki temel kanaldan geliştiği söylenebilir. Bunlardan birincisi, belirsizliğin sermayenin marjinal etkinliğini (*Marginal Efficiency of Capital*-MEC)¹³ etkileyerek yatırım harcamalarını dolaysız olarak etkilemesi; ikincisi ise belirsizliğin iktisadi karar birimlerinin likidite tercihlerini etkileyerek, yatırım harcamalarının düzeyini dolaylı yollardan belirleyebilmesidir. Bununla birlikte belirsizlik faktörü ekonomide spekülasyonu hâkim kılarak finansal sektörün reel sektör üzerinde (yatırımlar üzerinde) baskı kurmasına da neden olmaktadır. Her iki durumda da faiz

¹¹ Şöyle ki; şu anda faiz oranı yüksek ve tahvil fiyatları düşük iken, gelecekte faiz oranının daha fazla yükselmeyeceği ya da düşeceği ve tahvil fiyatlarının ise daha fazla düşmeyeceği ya da yükseleceği bekleniyorsa, yatırımcılar (boğalar) tahvil talebinde bulunacaklar ve likidite tercihlerini azaltacaklardır. Beklentilerde meydana gelen bu değişim, spekülâtif para talebinin azalması ile sonuçlanacaktır. Buna karşın, şu anda faiz oranı düşük ve tahvil fiyatları yüksek iken, gelecekte faiz oranının daha fazla düşmeyeceği ya da yükseleceği ve tahvil fiyatlarının ise daha fazla yükselmeyeceği ya da düşeceği bekleniyorsa, yatırımcılar (ayılar), tahvil satarak likidite tercihlerini arttıracaklardır. Beklentilerde meydana gelen bu değişim sonucunda spekülâtif para talebi azalacaktır (Davidson, 1996:113-116).

¹² Bu ilişki çalışmada "Belirsizlik, Likidite Tercihi ve Yatırım Harcamalarındaki Dalgalanmalar" başlığı altında incelenmektedir.

¹³ Irving Fisher, Keynes'ten önce (1930 yılında) MEC kavramına özdeş olarak tanımlanabilecek "maliyeti aşan getiri oranı" adını verdiği bir kavram kullanmıştır. Fisher'e göre yeni bir yatırım için maliyeti aşan getiri oranı faiz oranını aşmalıdır (Akt. Keynes, 2008:127). Keynes (2008:123), MEC'i, yatırımdan gelecekte beklenen getirinin bugünkü değerini, yatırımın bugünkü maliyetine (arz fiyatına) eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlamaktadır.

oranı önemli bir rol oynamaktadır. Bu noktadan hareketle yatırım harcamalarındaki istikrarsızlığın parasal nedenleri üzerinde durulabilir.

2.1 Belirsizlik, Spekülasyonun Hâkimiyeti ve Yatırım Harcamalarındaki Dalgalanmalar

Keynes'e göre; yatırım harcamalarını belirleyen en önemli faktör, beklentilerin şekillendiği ortamdır; yani reel dünyanın belirsiz olmasıdır. Dolayısıyla yatırım ve finansman kararları kontrol edilemeyen belirsizlik altında alınmaktadır (Minsky, 1990:284). Bu nedenle Keynes'in çalışmalarında belirsizlik faktörü ile yatırım harcamaları arasındaki ilişki beklentiler üzerinden kurulmaktadır.

Keynes, belirsizliğin bulunduğu bir dünyada beklentileri kısa ve uzun dönem ayırımında bulunarak incelemektedir. Keynes, girişimcilerin beklentilerini, fiyatlara ilişkin kısa dönem beklentileri ve yatırım faaliyetlerinden gelecekte elde edilmesi beklenen getirilere ilişkin uzun dönem beklentileri olmak üzere ikiye ayırmaktadır (Keynes, 2008:49-59). Dolayısıyla yatırım kararları verilirken uzun dönem beklentileri ile hareket edilmektedir.

Keynes, girişimcilerin kısa dönem beklentilerinin, uzun dönem beklentileri tarafından belirlendiğini vurgulamaktadır. Uzun dönem beklentileri ise psikolojik beklentilerdir (Keynes, 2008:133). Uzun dönem beklentilerinin, yani psikolojik beklentilerin, girişimcilerin gelecek hakkındaki tutumlarını etkilediğini söyleyen Keynes, geleceği etkileyen davranışların matematiksel beklentilere dayanmadığını ileri sürmektedir (Keynes, 2008:144).

Keynes, uzun dönem beklentilerini yatırımcıların geleceğe dönük tahminlerine dayandırmaktadır. Geleceğe dönük tahminleri ise, bu tahminlere duyulan güven durumuna¹⁴ bağlayarak açıklamaktadır (Keynes, 2008:134). Girişimcilerin davranışlarını etkileyen güven durumu politik, sosyal ve iktisadi gelişmelerin etkilediği atmosfer içinde belirlenmektedir. Bu atmosfer belirsizlik faktörünün etkisi altında şekillenmektedir. Dolayısıyla belirsizlik faktörü, girişimcilerin güven düzeyini belirleyerek yatırım kararlarını etkilemektedir (Marchionatti, 1999:386-395). Özellikle belirsizliğin arttığı dönemlerde geleceğe dönük tahminlere duyulan güven azalacağı için, MEC olumsuz bir biçimde etkilenecektir (Keynes, 2008:134). Ayrıca, uzun dönem beklentilerinin belirsizlik altında şekillenmesi, yatırımlardan beklediğimiz getiriler hakkındaki şu anki bilgilerimizi kullanışsız kılacaktır (Keynes, 2008:135). Bu ise belirsizlik faktörünün, kaçınılmaz olarak bilgi eksikliği doğurduğunu göstermektedir.

¹⁴ Keynes (2008:134) güven durumunu, geleceğe dönük en iyi tahminde yanlışlık çıkmaması için yapılan ihtimal değerlendirmesi olarak tanımlamaktadır.

Yatırımcılar belirsizlik faktörünün neden olduğu bu tip sorunları aşmak için, mevcut bilgi ve tahminde bulunmalarını sağlayan güven durumunun, herhangi bir özel durum dışında değişmeyeceğini varsayarak yatırım harcamalarını gerçekleştirirler. Yatırımcıların anlaşmanın devam edeceğine duydukları güven, onları daha cesur bir biçimde hareket etmeye yöneltmektedir. Keynes, yatırımcıların bu davranışını anlaşma yöntemi olarak adlandırmaktadır. Bununla birlikte, yatırım kararlarının alınmasını kolaylaştıran bir başka faktör de, firmaların mülkiyet ve yönetim yapısının ayrılarak daha profesyonel tekniklerle yönetilmesi¹⁵ ve borsa gibi organize finansal piyasaların ulaştığı gelişmişlik düzeyidir (Keynes, 2008:136-137).

Organize finansal piyasaların ulaştıkları gelişmişlik düzeyi, yatırımcıların geleceğe dönük endişelerini azaltmaktadır. Organize finansal piyasalar gerek finansman kolaylığı sağlaması gerekse sabit yatırımları likit hale dönüştürmesi bakımından, yatırımları kısa dönemler itibarıyla güvenli kılmaktadır. Ancak bu gelişme, ironik olarak sistemin istikrarsızlaşmasını da beraberinde getirmektedir. Finansal piyasalar ne kadar organize olursa, spekülasyonun girişim faaliyetleri üzerindeki etkisi o kadar artacaktır¹⁶ (Keynes, 2008:136-138). Bu noktada Keynes, finansal piyasalarda oluşan spekülatif balonlara vurgu yapmaktadır. Çünkü Keynes, “spekülatörler, girişimin düzenli bir biçimde sürmesi konusunda baloncuklar gibi zararsızdır. Ancak, girişim, spekülasyon girdabı içinde baloncuk haline geldiğinde iş değişir. Bir ülkenin sermayesinin gelişimi bir gazinonun yan ürünü haline geldiğinde, işlerin hastalıklı bir hale gelmesi mümkündür” diyerek, varlıklardan beklenen getiriler spekülasyona maruz kaldığı sürece, spekülatif balonların oluşabileceğini öngörmektedir. Buradan hareketle Keynes, para ile reel dünya arasındaki ilişki koptuğunda, sistemin bir kumarhane gibi çalışacağını ifade etmektedir (Keynes, 2008:142). Sonuç olarak, finansal sektör, kaçınılmaz bir biçimde reel sektör üzerinde baskı kuracaktır (Crotty, 1990:6). Bunun temel nedeni, belirsizlik faktörünün spekülatif davranışları teşvik etmesidir. Belirsizlik faktörü, spekülasyonun girişim üzerindeki hâkimiyetini güçlendirmekte ve bir bütün olarak sistemi istikrarsızlığa sürükleyebilmektedir (Minsky, 1968:225).

¹⁵ Keynes firmaların mülkiyeti ile yönetiminin aynı kişilerin elinde bulunduğu dönemlerde, yatırımların başarısının firma yöneticilerinin (sahiplerinin) kişisel niteliklerine daha fazla bağlı olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle yatırımların başarısında şans faktörü daha fazla öne çıkmıştır (Keynes, 2008:135).

¹⁶ Keynes'e göre (2008:141), spekülasyon piyasa psikolojisini; girişim ise, varlıkların yaşam süreleri boyunca olası getirilerini öngörme faaliyetidir. Bu noktada Keynes, piyasa ekonomisinde spekülasyonun girişim karşısında her zaman üstünlük sağlayacağını belirtmektedir.

Görüldüğü gibi, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin artması bir yandan likidite kolaylığı yaratarak belirsizliğin neden olduğu problemleri azaltsa da, diğer yandan spekülasyonun girişim üzerindeki hâkimiyeti sonucunda varlık fiyatlarında balonlar yaratarak MEC'teki ve dolayısıyla yatırım harcamalarındaki dalgalanmayı artırmaktadır. Bunun sonucunda sistem bir bütün olarak istikrarsızlaşmaktadır.

Şöyle ki; yatırım harcamalarındaki şiddetli dalgalanmalar MEC'teki artış ve düşüşlerden kaynaklanırken¹⁷, MEC'teki dalgalanmalar ise (MEC'in uzun dönem faiz oranı karşısında değişen konumu) belirsizlik altında geleceğe ilişkin iyimser ve kötümser beklentiler tarafından etkilenmektedir¹⁸. Bu iyimser ve kötümser beklentiler ise yatırımcıların "hayvani güdülerine" bağlıdır (Keynes, 2008:129). Dolayısıyla, yatırımcıları yatırım yapmaya yönelten neden, kâr olanaklarının sürekli bir biçimde artacağına yönelik hayvani güdülerdir (Davidson, 1996:70). Bu nedenle yatırım kararları, psikolojik faktörlerin olduğu piyasa atmosferi içinde alınmaktadır. Çünkü yatırımcıların iyimser beklentiler ile hareket ettikleri dönemlerde yatırım harcamaları artarken, sermaye malının miktarı bollaşmakta ve MEC düşmektedir¹⁹. Gerek sermaye mallarının fiyatının ve buna bağlı olarak da üretim maliyetlerinin yükselmesi, gerekse üretimdeki artışlara paralel olarak nihai mal fiyatlarının düşmesi, gelecekte elde edilmesi beklenen gelirlerde azalmayı beraberinde getirmektedir. Bu ise uzun dönem beklentilerinde

¹⁷ MEC, sermaye mallarının bolluğuna ve kıtlığına, sermaye mallarının cari üretim maliyetlerine ve de sermaye mallarından gelecekte elde edilecek getiri hakkındaki cari beklentilere bağlı olarak değişmektedir. Yani MEC'teki artış ve azalışlar, varlıkların arz fiyatı ile varlıklardan beklenen getiri arasındaki ilişkiye bağlıdır (Keynes, 2008:269; Crotty, 1990:4).

¹⁸ Özellikle, belirsizliğin olduğu bir dünyada, MEC'in uzun dönem faiz oranı (i) karşısındaki konumu, beklentileri şekillendiren psikolojik faktörlerden etkilenmektedir Şöyle ki; Keynes, $MEC > i$ (i , uzun dönem faiz oranıdır) olduğu sürece, yatırımların yapılabileceğini, yatırımlar artarken MEC'in azalacağını ve sonunda $MEC = i$ durumuna gelineceğini, yani bu noktaya kadar yatırım yapılabileceğini belirtmektedir (Keynes, 2008:124-125,213). Diğer taraftan $MEC > i$ olsa bile, güven eksikliği girişimcilerin yatırım hakkındaki kararlarını engelleyebilmektedir. Yani, yatırım kararlarının verilmesinde psikolojik faktörler ön plana çıkmaktadır (Marchionatti, 1999:386).

¹⁹ Keynes'e göre bir sermaye malının miktarı arttıkça, MEC düşecek ve o yatırım malının fiyatı artacaktır. Buradan hareketle negatif eğimli sermayenin marjinal etkinlik eğrisi çizilebilecektir (Keynes, 2008:124). Esasında MEC eğrisinin negatif eğimli olduğu iki yolla kanıtlanabilir. Birinci yol; sermaye miktarı artarken, yeni sermaye malının sağladığı hizmetin beklenen getirisinin çok yavaş bir biçimde düştüğünü göstermektedir. İkinci yol ise yatırım oranı artarken, sermaye mallarının marjinal maliyetinin artması sonucunda, MEC'in ani bir biçimde faiz oranı düzeyine düşmesidir. İşte bu iki yoldan hareketle negatif eğimli MEC eğrisi çizilebilir (Lerner, 1990:65).

kötümserliğe ve buna bağlı olarak da MEC'te düşüşe neden olmaktadır. Ayrıca, spekülasyonun hakim olduğu finansal piyasalarda, varlık fiyatlarında meydana gelen spekülatif nitelikli dalgalanmalara bağlı olarak ortaya çıkan kötümser beklentiler de, MEC'teki düşüşün şiddetlenmesine dramatik olarak yardımcı olmaktadır. Sonuçta likidite tercihi hızla artarken, faiz oranları yükselmekte²⁰ ve bunun da etkisiyle MEC'teki çöküş hızlanmaktadır (Keynes, 2008:124, 269-270).

Kısacası, Keynes'te belirsizlik faktörü altında uzun dönem beklentilerinde ortaya çıkan değişimin MEC'te ve dolayısıyla yatırım harcamalarında yarattığı dalgalanmalar, sistemin doğası gereği istikrarsızlığa sürüklenebileceğini göstermektedir.

2.2. Belirsizlik, Likidite Tercihi ve Yatırım Harcamalarındaki Dalgalanmalar

Keynes'in çalışmalarında belirsizliğin yatırım harcamaları üzerindeki dolaylı etkileri, likidite tercihinde meydana gelen değişim çerçevesinde incelenebilir. Çünkü Stohs (1990:400) ve Hardy'nin de (1990:54) belirttiği gibi likidite tercihinde bir değişim olmaksızın, yatırım harcamalarının değişmesi imkansızdır. Girişimcilerin yatırım yapmaya karar vermeleri, likidite tercihinde de bir değişim olduğunu göstermektedir. Bu ise aynı zamanda, Keynes'in Likidite Tercihi Kuramı'nda paranın, reel ekonomiden ayrı bir biçimde ele alınamayacağını göstermesi açısından anlamlıdır.

Belirsizlik faktörünün yatırım harcamaları üzerindeki dolaylı etkileri çerçevesinde, belirsizlik faktörü, öncelikle, spekülatif para talebini ve finans motifiyle para talebini etkilemekte, ardından, spekülatif para talebinde ve finans motifiyle para talebinde meydana gelen değişim ise yatırım harcamalarının düzeyini belirlemektedir.

Yatırım harcamalarındaki dalgalanmaların spekülatif para talebi ile olan ilişkisi, spekülatif para talebinin faiz oranı ile arasındaki ilişki çerçevesinde açıklanabilir. Spekülatif para talebi ile faiz oranı arasındaki ilişki ise belirsizlik faktörüne bağlıdır. Bu nedenle spekülatif para talebindeki değişim, faiz oranının düzeyi hakkındaki beklentilerin değişmesinden kaynaklanmaktadır. Buna göre, bir ekonomide belirsizliğin azaldığı dönemlerde, spekülatif para talebinin faiz oranına olan duyarlılığı azalırken; MEC'in faiz oranına olan duyarlılığı ise artmaktadır. Böylece, faiz oranlarındaki küçük düşüşler, yatırım harcamalarında daha büyük artışlar yaratabilmektedir. Buna karşılık, ekonomide belirsizliğin arttığı dönemlerde, spekülatif para talebinin faiz oranına olan duyarlılığı dramatik olarak hızla yükselirken, MEC'in faiz

²⁰Keynes'e göre krizler MEC'in ani bir biçimde düşmesi ile gerçekleşmektedir. Kriz faiz oranlarında meydana gelen bir artışla değil, MEC'te meydana gelen ani bir çöküşle başlar ve faiz oranındaki artış nedeniyle şiddetlenir (Keynes, 2008:269).

oranına olan duyarlılığı ise düşmektedir²¹. Dolayısıyla, faiz oranı çok düşük bir düzeye inmiş olsa bile, ekonomiye arz edilen paranın tamamı belirsizlikten dolayı spekülâtif amaçlarla talep edildiği için, yatırım harcamaları artırılamayacaktır (Minsky, 1975:76; Johnson, 1990:391; Weintraub, 1990:154-155). Spekülâtif para talebindeki artışın yatırım harcamaları üzerindeki olumsuz etkilerini açıklayan bu husus, Keynes'in (2008:151) üzerinde durduğu, ancak Neo-Klasik Sentezciler tarafından adlandırılan "likidite tuzağı" durumudur.

Keynes'in çalışmalarında, likidite tercihindeki değişimin yatırım harcamaları üzerindeki etkilerini görebilmemizin başka bir yolu da, finans motifiyle para talebinde meydana gelen değişmelerin incelenmesidir²².

Keynes'in finans motifiyle para talebi üzerine yaptığı çalışmalar, yatırımların yetersiz olmasının, tasarrufların yetersizliği ile açıklanamayacağını göstermektedir. Daha da önemlisi, Keynes'e göre, yatırımlar tasarrufların yetersiz olması ile sınırlanamaz; yatırımların yetersizliği kredi olarak finansın yetersizliğiyle açıklanabilir (Fletcher, 1989:112-113,116). Çünkü planlanan yatırım kararları ile yatırım harcamalarının gerçekleştirilmesi arasında geçen süre, yatırımcıları finans motifi ile para talep etmeye yöneltmektedir. Yatırım harcamaları çarpan sürecindeki gecikme nedeniyle, ancak belirli bir süre geçtikten sonra tasarruflara dönüşmektedir. Bu süre içerisinde planlanan

²¹ Belirsizliğin olduğu bir dünyada, MEC'in uzun dönem faiz oranı (i) karşısındaki konumu, beklentileri şekillendiren psikolojik faktörlerden etkilenmektedir. Şöyle ki; Keynes, $MEC > i$ (i , uzun dönem faiz oranıdır) olduğu süreçte, yatırımların yapılabileceğini, yatırımlar artarken MEC'in azalacağını ve sonunda $MEC = i$ durumuna gelineceğini, yani bu noktaya kadar yatırım yapılabileceğini belirtmektedir (Keynes, 2008:124-125,213). Diğer taraftan $MEC > i$ olsa bile, güven eksikliği girişimcilerin yatırım hakkındaki kararlarını engelleyebilmektedir. Yani, yatırım kararlarının verilmesinde psikolojik faktörler ön plana çıkmaktadır (Marchionatti, 1999:386).

²² Keynes, 1937 ve 1938 yıllarında *Economic Journal*'da (*EJ*) yayınladığı makalelerinde, *GP*'de olduğu gibi işlem ve ihtiyat güdüsü ile para talebinin sadece cari gelirdeki değişmelere bağlı olduğunu söylemenin bir hata olduğunu ifade etmektedir. Çünkü Keynes'e göre bu söylem, toplam para talebini, toplulaştırılmış cari gelirin bir fonksiyonu olarak ifade etmek anlamına gelir. Bu ise planlanan harcamalarının göz ardı edilmesine neden olur. İşte bu noktada Keynes, (1937a: 246; 1937b: 668) finans motifi ile para talebini işlem amaçlı para talebinin alt kategorisi içinde ele alıp, dördüncü bir motif olarak likidite tercihi kuramına ekleyerek, bu sorunu aşmak istemiştir. Böylece planlanan tüketim ya da yatırım harcamaları (efektif talebin bileşenleri) değiştiğinde, işlem amaçlı para talebinin bir alt kategorisi olan finans motifiyle para talebi de değişecektir. Bu ise finans motifiyle para talebinin, reel sektörde yaşanan gelişmelerle ilişkili olduğunu göstermesi açısından son derece önemlidir (Davidson, 1965:52-53).

yatırım harcamalarının finanse edilebilmesi, geçici olarak ortaya çıkan finansman gereksiniminin karşılanmasına bağlıdır (Keynes, 1937a: 246). İşte bu noktada, Keynes'in (1937b: 666) devir yapan fonlar (revolving funds) olarak tanımladığı finans (kredi olarak finans), ex-ante bir tasarrufun varlığını gerektirmeden yatırım harcamalarının gerçekleştirilebilmesini sağlamaktadır. Dolayısıyla, kredi olarak finansın varlığı, ex-ante tasarruf yatırım eşitliğini gerektirmemektedir. Buradan hareketle, Graziani (1987:28) ve Keen (2008:261), kredi olarak finansın yatırımları, yatırımların ise çarpan sürecinin ardından ex-post olarak tasarrufları belirlediğini vurgulamaktadır.

Dikkat edilecek olursa, Keynes (1937a: 248) finans motifine bağlı olarak yaratılan finansman kolaylıklarının (yeni borçlanma olanaklarının/finansal kolaylıkların) yatırım hızını ve buna bağlı olarak gelir ve istihdam düzeyini belirlediğini ifade etmektedir. Bu noktada, finansman kolaylıklarının kim ya da kimler tarafından ve ne şekilde karşılanacağı soruları gündeme gelmektedir²³.

Keynes yatırımcıların finansman kolaylığını ya bankalardan kredi olarak (kısa vadeli finansman) ya da sermaye piyasasına tahvil ihraç ederek (uzun vadeli finansman) temin edebileceklerini belirtmiştir. Keynes, yatırımcıların finansman gereksinimlerinin hanehalkları ve bankacılık kesimi tarafından karşılanabileceğini belirtir. Bu ise kredi veren tarafların likidite tercihlerinin değişmesi anlamına gelmektedir. Ancak, Keynes'in önemle üzerinde durduğu nokta, bankacılık kesiminin likidite tercihindeki değişimlerdir. Bu noktada Keynes, yatırımcıların kısa vadeli finansman gereksinimleri karşılanırken, bankacılık kesiminin likidite tercihinin azalacağını ifade etmektedir. Aksi takdirde, finansman yetersizliği ile karşılaşan yatırımcılar yatırım harcamalarını gerçekleştiremezler (Keynes, 1937a: 248).

Keynes finans motifiyile para talebi ile yatırım harcamalarındaki dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi iki ayrı durum altında incelemiştir. Bunlardan birincisi yatırımcıların kârlılık hakkındaki beklentilerinde herhangi bir değişimin olmadığı durumlardır. İkincisi ise kârlılık hakkında iyimser beklentilerin olduğu durumlardır.

Kârlılık beklentilerinin değişmediği durumlarda, yatırımlar sabit bir oranda artmaktadır. Yatırımların sabit bir oranda arttığı bu tip durumlarda, firmalar mevcut üretimi gerçekleştirmek için gerekli olan sermaye malı miktarını değiştirmemektedir. Bu nedenle, bankacılık kesiminin likidite

²³ Finansman gereksiniminin ya da bir başka ifade ile finans motifiyile para talebinin karşılanması Keynes'in çalışmalarında para arzının içsel olarak belirlendiğini göstermektedir. Keynes, 1936 yılında yayınladığı *Genel Teori* adlı eserinde para arzının dışsal bir biçimde merkez bankaları tarafından belirlendiğini vurgulamıştır. 1937 yılında yaptığı çalışmalarda ise finans motifi ile para talebini öne sürmesi, onu para arzının içsellığı sonucuna götürmüştür

tercihi de değişmemektedir (Keynes,1937a: 248; 1937b: 665; Davidson, 1996:122). Çünkü daha önceki yatırımlar sonucunda bankalara dönen fonlar, yatırımların gerçekleştirilmesi için gerekli olan finansmanı karşılayabilmektedir. Böylece, yatırımlar kendi kendilerini sürekli olarak finanse edebilmekte ve para talebinde herhangi bir değişim gerçekleşmemektedir (Işık, 2010:61). Sonuçta, yatırım harcamaları bir dönemden diğer döneme sabit bir oranda değiştiği için, devir yapan fon miktarı ve buna bağlı olarak faiz oranı değişmeyecektir (Cesaroni, 2001:60). Bu ise yatırım harcamalarının dalgalanmamasına neden olmaktadır.

Buna karşılık, kârlılık hakkındaki iyimser beklentilere bağlı olarak yatırım harcamalarının hızla arttığı dönemlerde, yatırımlar sabit bir oranda değil, artan oranda gerçekleştiği için, iktisadi faaliyetlerin düzeyi hızla yükselmektedir. Bundan dolayı, finans motifi ile nakit dengesine ek bir talep oluşmaktadır (Keynes, 1937a: 247; Davidson, 1965:48). İşte bu noktada, yatırımcıların finansman talepleri yükselmesine karşın, bankaların likidite tercihleri değişmiyorsa (likidite tercihleri azalmıyorsa), artan finansman talebi faiz oranında yukarı yönlü bir baskı yaratacaktır (Fletcher, 1989:113; Cesaroni, 2001:60 ve Ertürk, 2006:466). Dolayısıyla, bankalar tarafından finansman talebinin yeterince karşılanmaması, reel ekonomik faaliyetleri olumsuz bir biçimde etkileyecektir (Wells, 1981:587). Bir başka ifade ile Keynes, yatırımcıların finans motifi ile para talepleri arttığında bankaların para talebi azalmıyorsa, faiz oranının hızla yükseleceğini ve kısa vadeli fon piyasasındaki tıkanıklık artarken, ekonomik büyümenin olumsuz bir biçimde etkileneceğini belirtmektedir (Keynes, 1937b: 666-669). Bu süreç içinde yatırım harcamalarındaki dalgalanma artacak ve yatırım harcamaları bir dönemden diğer döneme istikrarsız bir seyir izleyecektir.

Dikkat edilecek olursa, yatırımların gerçekleştirilmesi için bankacılık kesiminin finansman kolaylığı sağlaması gerekmektedir. Çünkü yatırım harcamaları, asla, tasarrufların yetersiz olması nedeniyle tıkanmamaktadır. Aksine, tıkanıklık, nakit sıkışıklığının bankalar tarafından açılmamasından kaynaklanmaktadır (Cesaroni, 2001:60). Kısacası, bankacılık kesiminin ekonominin hızlı büyüme dönemlerinde likidite tercihini azaltarak, yatırımcılara finansman kolaylığı sağlaması, yükselen konjonktürü desteklerken; likidite tercihini değiştirmemesi veya yükseltmesi ise konjonktüre karşıt etkiler yaratmaktadır. Bu ise yatırım harcamalarının dönemler itibarıyla dalgalanmasını beraberinde getirmektedir.

O halde şu soru sorulabilir: kârlılık beklentilerinin arttığı bir dönemde, bankaların likidite tercihlerini değiştirmemelerinin, hatta artırmalarının temel nedeni ne olabilir? Kuşkusuz, bu durum, belirsizlik olgusuyla açıklanabilir. Bu açıklamayı yapmak için sürdürülen çaba, aynı zamanda, spekülatif para talebi ve finans motifleriyle para talebi arasındaki ilişkiyi de açıklığa kavuşturacaktır. Şöyle ki; faiz oranları düşerken, planlanan yatırım

harcamaları yükselmekte ve yatırımcıların finans motifiyle para talebi artmaktadır. Buna göre, yükselen konjonktürün ilk evrelerinde bankalar likidite tercihini azaltıp yatırımcıların kredi talebini karşılayarak konjonktörü desteklemektedirler. Ancak, faiz oranlarındaki düşüş devam ettiği sürece, bankaların likidite tercihindeki azalma devam etmeyecek ve bankacılık kesiminin spekülatif para talebi artacaktır. Bu durumun belirsizlik faktörü ile ilişkili iki nedeni vardır. Birincisi; bankacılık kesimi faizlerin daha fazla düşürülemeyeceğini, dolayısıyla, bundan sonra faiz oranının yükselme; aktiflerindeki değerli kâğıtların fiyatlarının ise düşme eğilimine, gireceğini beklemektedir. Bu nedenle bankalar likidite tercihlerini artırırken, kendilerine gelen kredi taleplerini karşılayamayabilirler. İkincisi; bankaların piyasa faiz oranlarının yükselme eğilimine gireceği hakkındaki beklentileri, kredi faiz oranlarının da yükseleceği beklentisini yaratmaktadır. Kredi faiz oranlarının yükselmesi ise geri ödeme risklerini beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, bankacılık kesimi, özel kesime açtığı kredileri daraltmaya yönelebilir. Sonuçta, her iki durumda da, yatırımcıların finans motifiyle para talebi karşılanmadığı için yatırım harcamaları bir önceki döneme göre daralacak ve böylece dalgalı bir seyir izleyecektir.

Görüldüğü gibi Keynes yatırım harcamalarındaki istikrarsızlığın parasal nedenlerini belirsizlik faktörüne dayandırarak açıklamaktadır. Çünkü Keynes'e göre, faiz oranları büyük oynaklıklar göstermese bile, belirsizliğin bulunduğu bir dünyada yatırım harcamaları istikrarsız bir seyir izleyebilmektedir. Bu ise O'nu, istikrarsızlığın kapitalist sistemde içsel olarak var olduğu sonucuna götürmüştür.

3. MİNSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

Keynes'in çalışmalarında asıl vurgulamak istenen nokta, kapitalist bir ekonomide yatırım harcamalarının ve kapitalist büyüme sürecinin potansiyel istikrarsızlığıdır (Crotty, 1986:2). Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Keynes'in vurgulamak istediği bu noktaya dayanmaktadır. Minsky'nin Keynes yorumu da göstermektedir ki; kapitalizm doğası gereği istikrarsız bir sistemdir ve kapitalizmin bu özelliği, özel yatırım harcamalarının istikrarsızlığından kaynaklanmaktadır (Dymski ve Pollin, 1992:36). Bu noktada, Minsky'nin Keynes'in görüşlerine yaptığı temel katkı, özel yatırım harcamalarının istikrarsızlığını, finansal sisteme özgü niteliklerle (finansal sistemin yapısıyla ve borç ilişkileriyle) açıklamış olmasıdır. Şöyle ki; Minsky, Keynes'ten farklı olarak, kapitalist bir sistemde yatırım harcamalarının finansman biçiminden kaynaklanan istikrarsızlıkların üzerinde durmuş ve belirsizliğin yatırım kararları üzerindeki etkilerini inceleyerek, istikrarsızlığa neden olan finansal yükümlülüklerin yerine getirilememesi ile yatırım kararları arasındaki zincirleme ilişkiyi açığa çıkarmak istemiştir. Ayrıca Minsky, Keynes'in analizlerinde yatırım kararlarında beklentilere verilen öneme odaklanmış ve bunu kapitalizmin dinamik finansal yapısıyla bir arada

ele almıştır (Dymski ve Pollin, 1992:31). Böylece Minsky, Keynes'in "iş çevrimlerinin finansal teorisini", "yatırımın finansal teorisini" öne sürerek geliştirmiş (Wray ve Tymoigne, 2008:7) ve bu sayede Keynes'in bakış açısını güçlendirerek, kapitalist bir ekonomide istikrarsızlığın karmaşık ve bir o kadar da gerçekçi modelini geliştirmiştir (Crotty, 1990:13).

3.1. Yatırımın Finansal Teorisinde Belirsizlik Olgusunun Önemi

Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ni incelemek için gösterilen çaba, öncelikle, Minsky açısından yatırım ile finansal yapı arasındaki ilişkinin açığa çıkarılmasını, yani yatırımın finansal teorisinin incelenmesini ve bu ilişkiye belirsizlik olgusunun önemini vurgulanmasını gerektirmektedir.

Minsky kapitalist bir ekonomide istikrarsızlığın nedenini kapitalist finansal kurumlarda (finansal yapıda) bulmuş ve yatırım kuramını bunun üzerine inşaa etmiştir (Crotty, 1986:8). Bu noktada reel ekonomik faaliyetlerin bir parçası olan yatırım kararları ile finansal piyasalar arasındaki ilişki, iki temel soru ekseninde incelenebilir: Yatırım kararları finansal piyasalarda nasıl belirlenir? Yatırımın finansmanı ile kapitalizmde içsel olan istikrarsızlık arasında nasıl bir ilişki vardır? Bu soruların yanıtları, Minsky'nin Keynes'ten miras aldığı belirsizlik olgusunun ekseninde incelenmektedir.

Minsky'e göre; yatırımlar toplulaştırılmış talebin diğer bileşenlerinden daha fazla oynaklık göstermektedir. Çünkü yatırım kararları yatırımcıların geleceğe ilişkin öznel değerlendirmelerine, özellikle de gelecekteki nakit akımlarına yönelik beklentilerine dayanmaktadır (Dymski ve Pollin, 1992:29). Beklentiler ise daha önce de belirtildiği gibi belirsizlik faktöründen etkilenmektedir.

Minsky, yatırım kararlarının alınmasına ilişkin süreci, Keynes'ten miras aldığı "iki fiyat sistemi" (*two price system*) yaklaşımıyla açıklamaktadır. Minsky'e (1975:86-87; 1986:194-196; 1993:9) göre kapitalist bir ekonomide mevcut sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyatı (P_k) ile nihai malların fiyatı (P_i) birbirinden farklı olarak belirlenmektedir. P_i , üretim ve emek piyasasındaki koşullar tarafından belirlenir ve maliyetlere mark-up oranı eklenerek oluşturulur. P_k ise sermaye mallarının piyasasının ve finansal piyasaların arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Ne var ki sermaye mallarının arzı kısa dönemde sabit olduğu için P_k sermaye malından beklenen gelire (q), sermaye malının maliyetine (c) ve sermaye malının nakit değerine (y) bağlı olarak belirlenmektedir. $P_k=q-c+y$ şeklinde ifade edilmektedir. Dikkat edilecek olursa sermaye mallarının ve finansal varlıkların talep fiyatının belirlenmesinde kâr beklentilerinin ve beklenen likidite düzeyinin önemli bir rol oynadığı görülecektir.

Kısacası, P_k tamamen yatırımcıların öznel beklentilerine bağlı olarak şekillenmektedir. Bu nedenledir ki; Minsky'e (1975:75) göre kapitalist bir

ekonomide P_k kalıtsal olarak belirsizlik faktöründen etkilenmektedir ve spekülasyona açıktır. Çünkü beklentilerin gerçekleştiği gelecek, belirsizlik faktörünü içermektedir.

İki fiyat sisteminin” bu yapısı, yatırım kararlarının alındığı iktisadi ortamın, belirsizlik faktörünün etkisi altında şekillendiğini göstermektedir. Şöyle ki; Minsky'e göre, yatırımcılar P_k , P_i 'den büyük olduğu sürece yatırım yapmaya karar verirler (Minsky, 1975:106). Dolayısıyla fiyatlar belirlenirken P_k 'nın belirsizlik faktörünün etkisi altında oluşması, yatırım sürecinin de belirsizlik faktörünün etkisi altında oluştuğunu göstermektedir.

Yatırım sürecinin belirsizlik faktörü altında şekillendiğinin bir diğer göstergesi de, yatırım harcamalarının finansmanının belirsizlik faktöründen etkilenmesidir. İki fiyat sistemi yaklaşımı ile finansal istikrarsızlık hipotezini birbirine bağlayan bu durum, yatırımın finansmanı ile finansal sistemin istikrarı arasında borç ilişkileri çerçevesinde bir bağ kurulabileceğini göstermektedir. Çünkü Minsky göre belirsizlik faktörü tek başına yatırım kararlarını etkilememekte, ayrıca, yatırım harcamalarının finanse edilmesi sürecinde finansal sistemdeki gelişmeleri de kapsayan bir dizi borç ve/veya bilanço ilişkisi içinde kapitalist ekonominin performansını doğrudan doğruya etkilemektedir.

Şöyle ki; Minsky'e göre yatırım harcamaları iç kaynaklar, nakit kaynaklar, mevcut finansal varlıklar ve dış kaynaklar tarafından finanse edilmektedir. İç kaynaklar vergi ve temettü ödemelerinden geriye kalan kârlardır. Dış kaynaklar ise borçlanma ve firmaların hisse senedi çıkarması yoluyla temin edilmektedir (Nasica, 2000:22). Dikkat edilecek olursa, iç finansman olanakları belirsizlik faktöründen etkilenmektedir. Çünkü gelecekte elde edilmesi beklenen kârlar hakkında belirsizlik söz konusudur. Aynı şekilde dış finansman olanakları da belirsizlik faktörünün etkisi altında kalmaktadır. Çünkü finansal sistemin içinde bulunduğu koşullar doğası gereği belirsizlik faktörüne açıktır.

Bu noktada Minsky, belirsizlik faktöründen hareketle, yatırım harcamalarının dış kaynaklarla finanse edilmesi durumunda karşılaşılabilecek olan borçlu ve kredi veren riskleri üzerinde durmuş ve Keynes'ten miras aldığı bu kavramları “iki fiyat sistemi” yaklaşımı ile birleştirerek, sırasıyla geri ödeyememe riski ve piyasa riski biçiminde kendi modeline yerleştirmiştir²⁴ (Dymski ve Pollin, 1992:31).

Minsky, yatırımların finansmanında dış kaynak kullanılmasıyla birlikte, borçlu ve kredi veren risklerinin kaçınılmaz olarak artacağını belirtmektedir

²⁴Geri ödeyememe riski yatırım projelerinden elde edilen getiri, yatırımlardan beklenen getirinin altına düştüğünde ortaya çıkarken; piyasa riski ise finansal piyasalarda meydana gelen beklenmedik fiyat hareketlerinden kaynaklanmaktadır.

(Dymski ve Pollin, 1992:37-38; Pollin, 1997:79). Ayrıca, yatırım harcamalarının dış kaynak kullanılarak finanse edilen kısmı ne kadar büyük olursa, borçlu ve kredi veren riski de o kadar büyük olacaktır. Çünkü dış finansman, belirsizliğin olduğu bir dünyada yatırımcıların risk algılamalarının etkisi altında şekillendiği için, yatırım harcamaları iyimser ve kötümser beklentilere bağlı olarak dalgalanacaktır. Bu ise, sadece yatırımların değil, ayrıca yatırımlardan beklenen nakit akımlarının dalgalanmasını ve buna bağlı olarak da yatırımcıların geri ödeme güçlerinin değişmesini beraberinde getirecektir. Yaptıkları yatırımlardan bekledikleri getiriyi elde edemeyen birimlerin nakit akımlarını kullanarak borçlarını yeterince karşılayamamaları, sözü edilen risklerin yükselmesine neden olacaktır.

Kısacası, borç ile finansman var olduğu sürece ortaya çıkan bu riskler, istikrarlı olan bir finansal sistemin belirsizlik ve finansal ilişkiler (borç ilişkileri) nedeniyle kendiliğinden (dışsal bir neden olmaksızın²⁵) istikrarsızlaşabileceğini göstermektedir (Dymski ve Pollin, 1992:29,38). Çünkü yatırımların borç ile finanse edilmesi, giderek yatırımların spekülatif bir nitelik kazanmasına neden olmakta ve bu da kapitalist ekonominin istikrarını olumsuz bir biçimde etkilemektedir (Minsky, 1990:288). Bu nedenle Minsky'ye göre kapitalizm, yapısal olarak istikrarsız bir sistemdir (Vercelli, 2001:40).

3.2. İstikrar-Kırılganlık-Kriz: Kapitalizmin Doğal Sonucu

Minsky, kapitalizmin yapısal olarak istikrarsız bir sistem olduğunu, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin dayandığı iki temel teoreme ortaya koymaktadır.

- Ekonomiler istikrarlı ve istikrarsız finansman rejimlerine sahiptirler.
- Süre giden bir genişleme dönemi boyunca ekonomi istikrarlı finansal ilişkilerden istikrarsız finansal ilişkilere yönelmektedir. Minsky, bu nedenle, kapitalist bir sistemde istikrarın giderek istikrarsızlaştığını vurgulamaktadır.

Bu çerçevede Minsky, yapısal olarak istikrarsız olan kapitalizmin, kaçınılmaz olarak istikrarsızlığa sürüklenmesinin nedenini, tek tek iktisadi karar birimlerinin konjonktüre bağlı olarak değişen finansman biçimlerine bağlamaktadır. Bu nedenle Minsky, finansal istikrarsızlığı, iktisadi konjonktürde yaşanan gelişmelere (yatırım harcamalarındaki dalgalanmalara²⁶) bağlı olarak finansal yapının değişmesi sonucunda, yatırım harcamalarının finansman biçiminde yaşanan olumsuz değişimle açıklamaktadır (Crotty, 1986:8).

²⁵ Vurgu bana ait.

²⁶ Vurgu bana ait.

Minsky (1986:230-231; 1990:289), nakit akımları ile nakit ödeme yükümlülükleri arasındaki ilişkiye göre hedge, spekülâtif ve ponzi olmak üzere üç farklı finansman biçimi tanımlamıştır.

- **Hedge Finansman:** Varlıklardan beklenen nakit akımlarının tüm dönemler itibarıyla nakit yükümlülüklerini aşması durumunda ortaya çıkan finansman biçimidir. Dolayısıyla tüm dönemler itibarıyla net nakit akımlarının beklenen şimdiki değerleri pozitif olarak gerçekleşen hedge finansmanda, girişimcilerin borç yapıları uzun vadeli dir.
- **Spekülâtif Finansman:** Varlıklardan beklenen nakit akımları belirli dönemler itibarıyla nakit yükümlülüklerini aşarken, belirli dönemlerde ise nakit yükümlülüklerinin gerisinde kalmaktadır. Bu durum kısa dönemdeki sözleşmelerden kaynaklanmaktadır. Kısa dönemde nakit akımları kullanılarak nakit ödeme yükümlülüklerinin tamamının karşılanamaması, nakit ödeme yükümlülüklerinin vade tarihleri geldiğinde, yeni borçlanmalar yoluyla finansmanı gerekli kılmaktadır. Ancak, girişimciler nakit akımlarını kullanarak faiz yükümlülüklerinin tamamını tüm dönemler itibarıyla karşılayabilmektedirler. Uzun dönemde ise nakit gelir akımlarının nakit ödeme yükümlülüklerini aşması beklenmektedir. Dolayısıyla spekülâtif finansman biçimiyle hareket eden girişimcilerin net nakit akımlarının beklenen şimdiki değerleri düşük faiz oranlarında pozitif, yüksek faiz oranlarında ise negatiftir. Öte yandan, spekülâtif finansman birimleri bir takım kırılganlıklarla karşılaşmaktadırlar. Bunlardan birincisi; faiz oranları artarken, nakit sermaye girişlerine göre nakit ödeme yükümlülüklerinin artmasıdır. İkincisi ise; varlıklar uzun vadeli, yükümlülükler ise kısa vadeliyken, faiz oranlarındaki artışın, varlıkların piyasa değerini düşürmesi ve varlıkların piyasa değerinin borçların piyasa değerinin gerisinde kalmasıdır.
- **Ponzi Finansman:** Tüm dönemler itibarıyla nakit yükümlülüklerinin, varlıklardan beklenen nakit akımlarını aşması durumunda ortaya çıkan finansman biçimidir. Dolayısıyla ponzi finansman biçimiyle hareket eden iktisadi karar birimleri, tüm dönemler itibarıyla nakit ödeme yükümlülüklerini yeniden borçlanarak karşılamaktadırlar. Çünkü ponzi birimler, nakit akımlarını kullanarak borçlarının faiz ödemelerini de karşılayamamaktadırlar. Ayrıca, Dymksi ve Pollin'in de (1992:39) belirttiği gibi, finansal piyasalardaki gelişmelere aşırı duyarlılık gösteren ponzi birimler spekülâtif birimlere göre bilançolarında daha fazla likit varlık bulundurmamak zorundadırlar. Çünkü bankacılık sisteminden yeterince borç temin edemeyebilirler.

Finansal istikrarsızlık süreci hedge finansmandan spekülâtif finansmana, spekülâtif finansmandan da ponzi finansmana yönelen bir süreç içinde

gelişmektedir (Minsky, 1992:8). Bu süreçte spekülâtif ve ponzi birimlerin sayısı ne kadar çoksa, finansal kırılânlık²⁷ o kadar hızlı ve şiddetli bir biçimde hissedilmektedir²⁸ (Pollin, 1997:81). Bu noktada iktisadi karar birimlerini hedge finansmandan başlayarak sırasıyla, spekülâtif ve ponzi finansmana yönelten ve kapitalist piyasa ekonomilerinde içsel olarak var olan istikrar-kırılânlık-kriz sürecinin nedenleri ve gelişme mekanizması üzerinde durulmalıdır.

Minsky'nin iktisadi çevrim şemasının başında hedge birimlerin ağırlıkta olduğu ve ekonominin "sakin" (ya da istikrarlı) olduğu evre yer almaktadır²⁹. Ne var ki, bu evre kısa sürmekte ve yerini ekonomik konjonktürün genişleme aşamasına bırakmaktadır.

Ekonomik konjonktürün genişleme aşamasında, kâr beklentilerine bağlı olarak yatırım harcamalarında ve buna bağlı olarak da finans motifiyle para talebinde bir artış meydana gelmektedir. Böylece, girişimcilerin kâr beklentilerindeki artış yatırım kararlarını harekete geçirirken, iktisadi faaliyetler artacak ve ekonomi genişleme dönemine girecektir. Ekonominin genişleme döneminde sermaye mallarının arz fiyatları yükselme eğiliminde, talep fiyatları ise düşme eğilimindedir. Faiz oranının düştüğü bu ortamda, geleceğe dönük kâr beklentileri ile hareket eden iktisadi birimlerin sermaye mallarına yönelik talepleri, finansman gereksinimleri karşılandığı sürece artmaktadır. Kâr beklentileri yeni yatırım kararlarını devreye sokarken, ekonomide yeni finansman talepleri doğmaktadır. Ancak, süreç bu şekilde devam ettiğinde, finansman birimleri, nakit gelir akımlarını kullanarak belli dönemler itibarıyla nakit ödeme yükümlülüklerinin tamamını karşılayamayacak duruma gelirler. Çünkü iktisadi birimlerin kâr beklentilerine bağlı olarak portföylerinde daha az likit varlığa yer vermeleri ve daha fazla borçlanmaları, borç taahhütlerinin nakit ödeme yükümlülüklerinden daha hızlı artmasına neden olacaktır. Girişimcilerin/firmaların kaldıraç oranları yükselecektir. Bu durum, onları,

²⁷ Minsky, gelir akımlarına göre daha riskli varlıkların, daha fazla borcun ve daha az likit varlıkların bulunduğu ekonomileri, kırılân olarak tanımlar (Papadimitriou ve Wray, 2001:128).

²⁸ Vercelli (2001:44) bu durumu şu formülü kullanarak açıklamaktadır: $(aS+kbP)/cH$. Burada sırasıyla (S), (P) ve (H) ekonomide spekülâtif, ponzi ve hedge finansman birimlerinin sayısını; (a), (b) ve (c) ise ilgili birimlerin ortalama finansal büyüklüklerini göstermektedir. (k) ise ekonomide ponzi finansman yapısına sahip olan birimlerin ağırlığını artıran bir parametredir. $k>1$ 'dir. Buna göre, bir ekonomide $(aS+kbP)/cH$ oranı arttıkça, finansal kırılânlık sorunu artacaktır.

²⁹ Ekonominin içinde bulunduğu bu evre, çoğunlukla, bir çevrimin tamamlandığı, yeni bir çevrimin başladığı, krizden henüz yeni çıkılan aşmadır. Bu evrede iktisadi karar birimleri ve kurumlar borçlanırken daha ihtiyatlı davranmaktadırlar.

nakit ödeme yükümlülüklerini karşılayabilmeleri için kısa vadeli yeni borçlanmalara sürükleyecektir. Dolayısıyla, ekonomik faaliyetlerin genişleme döneminin hemen başında, hedge finansman biçiminde çalışan iktisadi karar birimleri, gelenen bu noktada, spekülâtif finansman biçimi ile çalışan iktisadi karar birimlerine dönüşecektir. Ne var ki; süreç bu şekilde devam ettiğinde girişimciler nakit akımlarını kullanarak dönemler itibarıyla ile borçlarının faiz ödemelerini karşılayamaz hale geleceklerdir. Böylece spekülâtif finansman biçiminden ponzi finansman biçimine geçilecektir.

Öte yandan spekülâtif birimlerin ponzi birimlere dönüştüğü finansal kırılma sürecinin yaygınlaşması ve hızlanarak bir finansal krizle sonuçlanması şu iki olaydan birinin ya da her ikisinin gerçekleşmesine bağlıdır. Birincisi, yüksek ve artan faiz oranlarıdır (Minsky, 1990:289). İkincisi ise gerek elde tutulan para miktarına, gerekse sözleşmelerin temsil ettiği ödeme yükümlülüklerine göre gelir akımlarının yetersiz kalmasıdır (Minsky, 1964:329). Şöyle ki; faiz oranları borç veren riskinin arttığı bir durumda içsel olarak ve/veya merkez bankasının enflasyonla mücadele ettiği durumda ise dışsal olarak yükselir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki bu yükseliş sonucunda, iktisadi karar birimlerinin nakit ödeme yükümlülükleri artar, tüketim ve yatırım harcamaları ise giderek azalır. Ayrıca kısa vadeli faiz oranları yükselirken, uzun vadeli faiz oranlarını da yükseltir ve bunun sonucunda sermaye varlıklarından elde edilecek getirilerin net bugünkü değerini düşürür. Bununla birlikte uygulanan daraltıcı para politikası finansal kurumları (özellikle de banka dışı finansal kurumları) yeni borçlanma olanakları yaratmaya yöneltir. Böylece, yeni finansal enstrümanlar türetilirken, iktisadi karar birimlerinin daha fazla borç kullanmaları teşvik edilir³⁰. Bu noktada aşırı borçluluk giderek faiz oranının da yükselmeyi beraberinde getirecektir. Sonuçta faiz oranları artarken, spekülâtif ve ponzi finansman birimleri borçlarını geri ödeyememe problemi ile karşılaşacaklardır. Diğer taraftan, kredilerin geri ödenmeye olasılığı nedeniyle kötümser beklentilere sahip olan bankalar, borç kontratlarının yeni borç kontratları düzenlenerek finanse edilmesi karşısında, likidite primini artırmaya veya yeni borç anlaşmaları yapmamaya karar vereceklerdir. Tüm bu gelişmeler yatırım harcamalarını, kârları, kâr beklentilerini ve dolayısıyla risk iştahını azaltırken, likidite talebi dramatik olarak artacaktır. Yani, girişimcilerin risk iştahındaki azalma, onları portföylerinde daha fazla likit varlık tutmaya yöneltecektir. Böyle bir durumda iktisadi karar birimlerinin mevcut finansal varlıklarını likit hale getirerek, nakit ödeme yükümlülüklerini karşılamak istemeleri krize giden süreci hızlandıracaktır. Çünkü belirli bir dönemde likit olan ve likit olmayan finansal varlıkların miktarı veriyken, likidite tercihindeki bu artış (yani portföy içinde tam likit varlıklara yönelik

³⁰ Diğer taraftan bu süreç ekonomide para arzının içsel olarak belirlendiğini de göstermektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Minsky (1957: 182-184; 1969:226-227)

bir eğilim), finansal varlıkların satılması yoluyla karşılanabilir. Bu ise varlık fiyatlarının daha fazla düşmesine, kaldıraç oranlarının daha fazla artmasına ve faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır. Varlık fiyatlarının düşmesiyle ortaya çıkan sermaye kayıpları, varlıkların satışı yoluyla borçların geri ödenebilmesini güçleştirecektir³¹. Bunun sonucunda gerek yatırımlarından bekledikleri nakit akımlarını kullanarak gerekse finansal varlıklarını satarak ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyen ponzi birimler iflas edeceklerdir. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi çerçevesinde bahsedilen bu süreç, ekonominin borç deflasyonuna sürüklenmesiyle sonuçlanacaktır³² (Minsky, 1969:227-228; 1986:218,234-238). Bu da göstermektedir ki genişleme süreci doğal bir tavan içinde gelişmekte, içsel olarak geri dönmekte ve krizle sonuçlanmaktadır (Fazzari, 1999:10). Ayrıca her kriz dönemi yeniden çıkış için gerekli koşulları kendi kendine yaratmaktadır (Pollin, 1997:83).

Yukarıda açıklanan istikrar-kırılganlık-kriz süreci, Minsky'e göre kapitalist ekonomilerde finansman biçiminin doğal bir sonucudur. Üstelik ekonomi tam istihdamda olsa bile, bu sürecin gerçekleşmesi kaçınılmazdır. Ayrıca bu süreç, ekonomi krizden çıktıktan sonra, iyimser beklentilere bağlı olarak yeniden başlayacak ve yineleneyecektir.

3.3. Finansal Krizlere Karşı Koymak: “Büyük Devlet ve Büyük Banka” Politikaları

Minsky'e göre istikrarsızlık, kapitalist ekonomilerin doğasında vardır. Çünkü piyasa mekanizması etkinlik ve istikrarı yeterince sağlayamamaktadır. Ayrıca kapitalist finansman mekanizması serbest piyasanın işleyişine bırakıldığında krizler yaratabilmektedir (Minsky, 1986:324). Bu nedenle Minsky, kapitalist sistemdeki istikrarsızlıkları azaltmak ya da hafifletmek için, hükümetlerin ve merkez bankalarının ekonomide aktif bir rol oynamasını önermektedir. Minsky, bunun, büyük bir devlet ve büyük bir merkez bankası tarafından gerçekleştirilebileceğini düşünmektedir. Minsky'e göre, büyük devlet ve büyük banka periyodik dalgalanmaları istikrarlı hale getirmeye ve borç deflasyonunu önlemeye yardımcı olacaktır.

Şöyle ki; büyük devletler özel kesimin yatırımları ile aynı büyüklükte veya ondan daha yüksek düzeyde yatırım yaparlar. Bu özellikleriyle büyük devletlerden, kriz dönemlerinde özel yatırımlarda meydana gelen

³¹ Finansal panik, bu iktisadi karar birimlerinin nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmek için portföylerindeki varlıkları satmaları ile gerçekleşir. Dolayısıyla genişleme döneminde yükselen, hatta sunî olarak şişen varlık fiyatları, panik anında nakit talebindeki artışa bağlı olarak hızla düşmektedir (Minsky, 1964:331-332).

³² Ayrıntılı bilgi için bkz. (Crotty, 1986:3-4; Wray, 1992:167-169; Nasica, 2000:31,40; Papadimitriou ve Wray, 2001:142).

dalgalanmaları dengelemeleri beklenir. Ayrıca büyük devletler konjonktür karşısı bütçe açıkları uygulayıp gelir akımlarını istikrarlı hale getirerek finansal krizleri önleyebilirler (Minsky, 1986:330). Kregel (2009:3), büyük devletlerin uyguladıkları bu tip politikaları “nihai harcamaya başvurma merci” (*Spender of Last Resort-SLoR*) olarak tanımlamıştır.

Ne var ki Minsky krizler karşısında büyük devlet politikalarını tek başına yeterli görmemektedir. Bu politikaların büyük bankanın uygulayacağı politikalarla desteklenmesini savunmaktadır. Büyük banka, daha fazla yetkiyle donatılmış bir merkez bankasıdır. Minsky'e göre büyük merkez bankası finansal krizlerin hemen öncesinde, yani finansal kırılganlık şiddetlendiğinde, nihai borç merci (*Lender of Last Resort-LLoR*) görevi üstlenerek finansal sistemin istikrarını korumalıdır³³. Aksi takdirde Minsky, ekonominin borç deflasyonuna sürükleneceğini tarihsel örneklerden yararlanarak açıklamıştır.

Merkez bankaları LLoR rolü oynayıp, piyasaya müdahale ederek varlık fiyatlarını istikrarlı hale getiremezlerse, borç deflasyonu yaşanabilir (Minsky, 1968:225). Çünkü finansal istikrarsızlık şiddetlendiğinde, büyük bir firma ya da banka borçlarını ödeyemezse, bu durum “kartopu etkisi” yaratarak diğer firmaları ve bankaları da peşinden sürükleyebilecektir. Bu nedenle Minsky, borç deflasyonu ortaya çıkmadan önce, borç deflasyonunun engellenmesini savunmaktadır (Tse, 2001:78).

Minsky, merkez bankalarının LLoR görevini açık piyasa işlemleri yerine, reeskont penceresini kullanarak gerçekleştirmelerini önermektedir. Minsky, reeskont kredisi ile verilen LLoR hizmetinin düşük kaldıraç oranına ve portföylerinde daha az risk taşıyan varlıklara sahip olan bankalara verilmesini savunmaktadır (Minsky, 1986:279-280).

Öte yandan LLoR desteği ahlaki risk problemine açıktır. Çünkü Minsky, her kriz döneminde merkez bankasının LLoR görevi yürüteceğini düşünen iktisadi karar birimlerinin daha riskli borç ilişkilerine yönelebileceğini belirtmektedir. Böylece, riskli davranışlar bir ödül haline gelecektir (Tse, 2001:78). Minsky bu sorunu önlemek için, merkez bankalarının finansal piyasaları daha sağlıklı bir biçimde (daha fazla bilgi ile) düzenlenmesini ve denetlenmesini önermektedir (Minsky, 1986:297).

³³ Minsky'e göre merkez bankalarının zor durumda bulunan finansal kurumlara LLoR kapsamında acil likidite desteği vermesi para arzının içselleşmesine neden olmaktadır. Minsky'nin çalışmalarında para arzının içselleşmesine neden olan bir başka unsur da bankaların ve diğer finansal kurumların finansal yenilikler yaratarak parayı içsel bir biçimde yaratma gücüne sahip olmalarıdır.

SONUÇ

Kapitalizmin doğası gereği, yani yapısal olarak istikrarsız bir sistem olduğunu düşünen Minsky, bu düşüncesini Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ile açıklamıştır.

Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nde Keynes'e ait olan bir takım izlere rastlanmaktadır. Keynes'in kullandığı belirsizlik, ikili fiyat sistemi ve finans motifiyle para talebi gibi kavramlar Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin temelini oluşturmaktadır.

Kapitalizmin kendi haline bırakıldığında istikrarsız bir sistem haline dönüşebileceğini savunan Keynes, kapitalist bir ekonomide yatırımlarda ve likidite tercihinde meydana gelen dalgalanmaların temel nedenini belirsizlik faktöründen hareket ederek açıklamıştır. Bu çabası onu, aynı zamanda, kapitalist ekonomilerde spekülasyonun kaçınılmaz olarak hâkim olduğu sonucuna götürmüştür. Yani "kumarhane ekonomisi"nde finansal sektör reel sektör üzerinde kaçınılmaz bir biçimde hâkimiyet kurmaktadır. İşte bu noktada Minsky, Keynes'ten miras aldığı belirsizlik olgusunu ve iki fiyat sistemi yaklaşımını yatırım harcamalarının finansman biçiminden kaynaklanan istikrarsızlıkları açıklamak için kullanmış ve bu noktadan hareketle kapitalist ekonomilerde yatırımların finansman biçiminin kaçınılmaz olarak, istikrar-kırılganlık-kriz sürecine dönüşebileceğini kanıtlamıştır. Ayrıca bu sürecin mekanizmaları finans motifiyle para talebinin ya da finans olarak paranın önemini de ortaya koymaktadır.

Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nde öne sürdüğü görüşleriyle Minsky, "Finansal Keynes'çiliğin" öncüsü olarak kabul edilmektedir.

KAYNAKLAR

CESARONI, G. (2001) The Finance Motive, The Keynesian Theory of The Rate of Interest and Investment Multiplier, *The European Journal of The History of Economic Thought*, 8(1), 58-74.

CROTTY, R.J. (1986) Marx, Keynes and Minsky on the Instability of the Capitalist Growth Process and the Nature of Government Economic Policy, <http://www.people.umass.edu/crotty/MarxKeynesMinsky.pdf>
Çevrim içi: 11.05.2009.

CROTTY, R.J. (1990) Owner-Manager Conflict and Financial Theories of Investment Insatiability: A Critical Assesment of Keynes, Tobin,

Minsky, <http://www.people.umass.edu/crotty/JPKE-Owner-mgr-conflict-1990.pdf> Çevrim içi: 11.05.2009.

DAVIDSON, P. (1965) Keynes's Finance Motive, *Oxford Economic Papers, New Series*, 17(1), 47-65.

DAVIDSON, P. (1972) Money and Real World, *The Economic Journal*, 82(325), March, 101-115.

DAVIDSON, P. (1990) Keynes and Money, Roger Hill (der.), *Keynes, Money and Monetarism* içinde, Sr. Martin's Pres, New York, 2-27.

DAVIDSON, P. (1996) *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-First Century*, Edward Elgar, Cambridge.

DAVIDSON, P. (2006) Keynes and Money, Phillip Arestis ve Malcom Sawyer (der.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics* içinde, Edward Elgar, Massachusetts, 139-154.

DYMSKI, G. ve POLLIN, R. (1992) Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm, Steven Fazzari and Dimitri B. Papadimitriou (der.), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, M.E.Sharpe, New York, USA, 27-61.

ERTÜRK, K.A. (2006) Speculation, Liquidity Preference and Monetary Circulation, Phillip Arestis ve Malcom Sawyer (der.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics* içinde, Edward Elgar, Massachusetts, 454-471.

FAZZARI, M.S. (1999) Minsky and Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?, *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, 278.

FLETCHER, G.A. (1989) *The Keynesian Revolution and Its Critics: Issues of The Theory and Policy for the Monetary Production Economy*, 2. Baskı, MacMillan, London.

FONTANA, G. (2006), Keynesian Uncertainty and Money, Phillip Arestis ve Malcolm Sawyer (der.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, U.K., 438-454.

GRAZIANI, A. (1987) Keynes's Finance Motive, *Economies et Societies*, 9, 23-42.

HARDY, O.C. (1990) Review of The General Theory of Employment, Interest and Money, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt II, Routledge, Great Britain, 52-54.

- IŞIK, S. (2010) *Para Finans ve Kriz: Post Keynesyen Yaklaşım*, 2. Baskı, Palme Yayıncılık, Ankara.
- JOHNSON, C.I. (1990) A Revised Perspective of Keynes's General Theory, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt II, Routledge, Great Britain, 381-399.
- LERNER, P.A. (1990) Mr Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt II, Routledge, Great Britain, 55-70.
- MELTZER, H.A. (1988) *Keynes's Monetary Theory: A Different Interpretation*, Cambridge University Press, USA.
- KEEN, S. (2008) Keynes's "Revolving Fund of Finance" and Transactions in the Circuits, L.Randall Wray ve Mathew Forstater (der.), *Keynes and Macroeconomics After 70 Years: Critical Assessments of The General Theory*, Edward Elgar, Massachusetts, 259-279.
- KEYNES, J.M. (1937a) Alternative Theories of the Rate of Interest, *The Economic Journal*, 47(186), 241-252.
- KEYNES, J.M. (1937b) The "Ex-ante" Theory of the Rate of Interest, *The Economic Journal*, 47(188), 663-669.
- KEYNES, J.M. (1958) *A Treatise on Money*, Cilt I, MacMillan, London.
- KEYNES, J.M. (2008) *Genel Teori: İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- KREGEL, J. (2009) The Natural Instability of Financial Markets, *The Ideas Working Paper Series*, 04, 1-24.
- MARCHIONATTI, R. (1999) On Keynes' Animal Spirits, Roy E. Allen (der.), *The Political Economy of Financial Crises*, Cilt I, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 380-402.
- MINSKY, P.H. (1957) Central Banking and Money Market Changes, *The Quarterly Journal of Economics*, 71(2), Mayıs, 171-187.
- MINSKY, P.H. (1964) Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions, *The American Economic Review*, 54(3), 324-335.
- MINSKY, P.H. (1969) Private Sector Asset Management and The Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice, *The Journal of Finance*, 24(2), 222-237.
- MINSKY, P.H. (1975) *John Maynard Keynes*, McGraw Hill, New York, USA.

- MINSKY, P.H. (1986) *Stabilizing Unstable Economy*, McGraw Hill, New York, USA.
- MINSKY, P.H. (1990) The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to Standard Theory, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt IV, Routledge, Great Britain, 282-292.
- MINSKY, P.H. (1992) Financial Instability Hypothesis, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage Working Paper*, (4), Mayıs.
- MINSKY, P.H. (1993) Finance and Stability: The Limits of Capitalism, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage Working Paper*, 93.
- NASICA, E. (2000) *Finance, Investment and Economic Fluctuations: An Analysis in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Edward Elgar, UK.
- PAPADIMITRIOU, B.D. ve WRAY, L.R. (2001), Minsky's Analysis of Financial Capitalism, Ricardo Bellofiore ve Pierro Feri (der.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Lagacy of Hyman Minsky*, Cilt II, Edward, Elgar, Cheltenham, UK, 123-147.
- POLLIN, R. (1997) The Relevance of Hyman Minsky, *Political Economy Research Institute University of Massachusetts Amherst Working Paper Series*, 183.
- REDDAWAY, B.W. (1990) The General Theory of Employment, Interest and Money, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt II, Routledge, Great Britain, 32-38.
- ROUSSEAS, S. (1992) *Post Keynesian Monetary Economics*, 2. Baskı, M.E.Sharpe, London.
- STOHS, M. (1990) Uncertainty in Keynes' General Theory, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt II, Routledge, Great Britain, 400-409.
- TSE, J. (2001) Minsky's Financial Instability Hypothesis, *Oeconomicus*, 4, Kış.
- VERCELLI, A. (2001) Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economy, Ricardo Bellofiore ve Pierro Feri (der.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Lagacy of Hyman Minsky*, Cilt II, Edward, Elgar, Cheltenham, UK, 33-53.
- WEINTRAUB, E.R. (1990) Uncertainty and the Keynesian Revolution, John Cunningham Wood (der.), *John Maynard Keynes Critical Assesment*, Cilt IV, Routledge, Great Britain, 152-168.

WELLS, P. (1981) Keynes' Demand for Finance, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3(4), 586-589.

WRAY, L.R. (1992) Alternative Approaches to Money and Interest Rates, *Journal of Economic Issues*, 26(4), 1145-1178.

WRAY, L.R. (2008) Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, 543.