

**T.C.
MALTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**1929, 1973 ve 2008 KRİZLERİNİN MİNSKY’NİN
FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİYLE
DEĞERLENDİRİLMESİ**

**Tezi Hazırlayan
Hüseyin TEZER**

**Tez Danışmanı
Prof.Dr. Dinç ALADA**

İKTİSAT DOKTORA TEZİ

İstanbul, Mayıs 2013

Tarih: 31 / 01 / 2013

T.C. MALTEPE ÜNİVERSİTESİ; Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Hüseyin TEZER'e ait 1929, 1973 ve 2008 Krizlerinin Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipoteziyle Değerlendirilmesi adlı çalışma, jürimiz tarafından Anabilim Dalı'nda DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

İmza

Başkan 

Akademik Ünvan, Adı Soyadı Prof. Dr. Dinç Alada

İmza

Üye 

Akademik Ünvan, Adı Soyadı Prof. Dr. Ercan Eren

İmza

Üye 

Akademik Ünvan, Adı Soyadı Doç. Dr. Sinan Alayın

İmza

Üye 

Akademik Ünvan, Adı Soyadı Yrd. Doç. Dr. Serkan Cicek

İmza

Üye 

Akademik Ünvanı, Adı Soyadı Yrd. Doç. Dr. Gıgdem Boz

ÖZET

Bu çalışmada, 2008 dünya ekonomik krizi, Minsky'nin "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi" çerçevesinde değerlendirilmiş ve krizlerin nedenleri finansal piyasalarda yaşanan konjonktürle açıklamaya çalışılmıştır. Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezi"nde devresel dalgalanmaların, yatırımların finansman şekli dikkate alınmadan açıklanamayacağını savunmaktadır. Hipotezini oluştururken firmalar ve finansal kurumların yapılarının etkilendiği üç finansal devreyle (Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finansman) çalışmasını modellemiştir. Bu bağlamda firmaların yatırım davranışlarının konjonktürel bir seyir izlediği ve krizlerin ortaya çıkmadan önce risk koşullarının artmakta olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın temel bulgusu finansal istikrarsızlık hipotezinin 2008 krizini açıklamada başarılı olduğu yönündedir.

Gelişmiş kapitalist ekonomik sistemlerin yapısal koşullarının incelenmesinde "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi"nin geçerli olduğu, buna karşın, ekonomik gelişmişlik düzeyi daha zayıf olan piyasalarda meydana gelen krizlerin değerlendirilmesinde ise hipotezin açıklama gücünün yetersiz olduğu görülmektedir.

Anahtar Sözcükler: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Ekonomik Krizler, Belirsizlik, İş Çevrimleri.

JEL Kodları: B26, E12, E32.

ABSTRACT

In this study, great economic crisis (1929-1933, 1973-1975, 1995-1997, 2007-2008) were evaluated by examining Minsky's "Financial Instability Hypothesis" and some economic thinkers's contributions. In view of Minsky's "Financial Instability Hypothesis" the cyclical fluctuations of the investments can not be explained without considering the modes of financing. According to Minsky's hypothesis, each unit of economy, government, household, firms and the financial institutions, was affected successively by three financial cases, from "Hedge Finance" to "Speculative Finance" and then in the direction of "Ponzi Finance". Applications of "Financial Instability Hypothesis" demonstrate that the examination of structural conditions of the advanced capitalist economic systems is valid, whereas, in the poor economies the explanatory power of the hypothesis become insufficient.

Key Words: Financial Instability Hypothesis, Economic Crisis, Financial Instability, Uncertainty, Business Cycles.

İÇİNDEKİLER

| | |
|--------------------------------------|------------|
| ÖZET | i |
| ABSTRACT | i |
| KISALTMALAR VE SİMGELER | v |
| TABLOLAR LİSTESİ | vi |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | vii |
| GİRİŞ | 1 |

BÖLÜM I.

| | |
|---|----------|
| 1. MINSKY FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN DÜŞÜNSEL KÖKLERİ | 9 |
| 1.2.Minsky ve Marx'ın Kapitalist Ekonomik Sistem Eleştirisi..... | 10 |
| 1.3. Minsky'de Kalecki'nin İzleri..... | 11 |
| 1.4. Fisher'in Borç-Deflasyon Teorisi (Debt-Deflation Theory) | |
| 1.4.1. ve Minsky Hipotezindeki Yeri..... | 13 |
| 1.5. Schumpeter'in Yaratıcı Yıkım-Yenilik Teorisi ve Minsky | |
| 1.5.1. Hipotezi..... | 18 |
| 1.6. Keynes'in Genel Teori'sinin Yeniden Yorumlanması..... | 21 |
| 1.7. Post Keynesyen İktisadi Düşünce ve Minsky..... | 27 |
| 1.7.1. Post Keynesyen İktisatta Para Arzının İçselliği ve Minsky..... | 30 |
| 1.7.2. Post Keynesyen İktisatta Belirsizlik ve Minsky..... | 33 |

BÖLÜM II.

2. HYMAN MINSKY VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ....38

| | |
|---|----|
| 2.1. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Varsayımları..... | 40 |
| 2.2. Kapitalist Ekonomik Sistemlerde İkili Fiyat Sistemi..... | 44 |
| 2.1.Yatırımların Finansman Şekilleri: Risk ve Belirsizlik Algısı..... | 46 |
| 2.2. Minsky'e Göre Risk ve Belirsizlik Koşulları Altında Kar Beklentisinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi..... | 50 |
| 2.3. Minsky'nin Temel İş Çevrimleri Teorisi ve Finansal İstikrarsızlık Hipotezi..... | 53 |
| 2.4. İş Çevrimlerinde Ekonomik Birimler ve Aşamalı Borçlanma Dönemleri..... | 55 |
| 2.6.1. Hedge (Güvenli) Finansman Dönemi..... | 56 |
| 2.6.2. Spekülatif (Kırılgan) Finansman Dönemi..... | 58 |
| 2.6.3. Ponzi Finansman (Finansal Çöküş) Dönemi..... | 60 |
| 2.5. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Krizlere Çözüm Önerisi: Büyük Hükümet (Big Government) ve Büyük Bankacılık (Big Banking) Etkisi..... | 63 |
| 2.5.1. Büyük Hükümet Etkisi..... | 65 |
| 2.5.2. Büyük Bankacılık Etkisi..... | 67 |

BÖLÜM III.

| | |
|--|-----------|
| 3. 1929-1933 BÜYÜK BUHRAN..... | 71 |
| 3.1. 1929 Krizinin Tarihsel Gelişimi..... | 72 |
| 3.1. Savaş Sonrası Avrupa'nın Durumu ve 1929 ABD Krizi Üzerindeki Etkisi.. | 76 |
| 3.2. 1929 Ekonomik Krizi Üzerinde Farklı Yorumlar..... | 88 |
| 3.3. Minsky ve 1929 Krizi..... | 93 |

BÖLÜM IV.

| | |
|--|-----------|
| 4. 1973-1975 EKONOMİK KRİZİ..... | 99 |
| 4.1. 1940-1975 Altın Yıllar Dönemi ve 1973-75 Krizi | 100 |
| 4.2. Yönetimsel Kapitalizmden Para Yönetici Kapitalizme Geçiş..... | 112 |
| 4.3. 1973-1975 Ekonomik Durgunluk ve Minsky Hipotezi..... | 118 |

BÖLÜM V.

| | |
|---|------------|
| 5. 2007-2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ..... | 125 |
| 5.1. 2008 Küresel Ekonomik Krizini Hazırlayan Koşullar ve Makroekonomik Görünüm..... | 127 |
| 5.2. 2007-2008 ABD Krizi ve Krizin Küresel Etkileri..... | 144 |
| 5.3. 2008 Küresel Ekonomik Krizin Minsky Hipoteziyle Değerlendirilmesi... | 148 |
| 5.3.1. Para Yönetici Kapitalizm..... | 149 |

| | |
|-------------------|------------|
| SONUÇ..... | 155 |
|-------------------|------------|

| | |
|----------------------|------------|
| KAYNAKÇA..... | 178 |
|----------------------|------------|

KISALTMALAR

| | |
|-------|--|
| AB | : Avrupa Birliği |
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| BDDK | : Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu |
| DİBS | : Devlet İç Borçlanma Senetleri |
| FDI | : Doğrudan Yabancı Yatırımlar |
| FED | : Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası |
| FİH | : Finansal İstikrarsızlık Hipotezi |
| GATT | : Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Antlaşması |
| GSYİH | : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla |
| GSMH | : Gayri Safi Milli Hasıla |
| IMF | : Uluslararası Para Fonu |
| MB | : Merkez Bankası |
| WB | : Dünya Bankası |
| OPEC | : Petrol Üreticileri Birliği Örgütü |
| KKBG | : Kamu Kesimi Borçlanma Gereği |
| NAFTA | : Kuzey Amerika Gümrük ve Ticaret Antlaşması |
| TÜFE | : Tüketici Fiyat Endeksi |
| TMSF | : Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu |
| WB | : Dünya Bankası |

SİMGELER

| | |
|-----|-----------------------------|
| M2Y | : Para Arzı |
| \$ | : Amerikan Doları |
| € | : Euro (Avrupa Para Birimi) |

TABLolar LİSTESİ

| <u>Tablo No.</u> | <u>Tablo Adı</u> | <u>Sayfa No</u> |
|-------------------------|---|------------------------|
| Tablo 3.1. | ABD Brüt Özel Yatırımlar ve Kamu Harcamaları..... | 75 |
| Tablo 3.2. | Cari Hesap Dengesi, Avrupa'nın Borçları (Milyon \$)..... | 77 |
| Tablo 3.3. | ABD Ekonomisinde Toplam Çıktı ve Ticaret 1929-1932 (1982 Fiyatlarıyla Milyar ABD Doları)..... | 80 |
| Tablo 3.4a. | Dünya Toplam Üretim, İthalat ve İhracat Endeksi 1929-1932 (ABD Doları Fiyatlarıyla)..... | 81 |
| Tablo 3.4b. | Seçilmiş Ülkelerde 1921-1938 Arasında İşsizlik Oranları..... | 81 |
| Tablo 3.5. | Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı..... | 83 |
| Tablo 3.6. | 1929 Krizi Sonrasında Meydana Gelen Finansal Değişim Oranları..... | 87 |
| Tablo 3.7. | Finansal Piyasalardaki Toplam Varlıkların Değişim Yüzdesi..... | 95 |
| Tablo 4.1. | Ticari Bankacılık; Toplam Finansal Varlıklar, Hükümet Tahvilleri Ve Yıllara Göre Krediler (1950-1976)..... | 114 |
| Tablo 4.2. | ABD Seçilmiş Yıllara Göre Net Kamu ve Özel Borçların Dağılımı 1943-1975 (Milyar Dolar)..... | 116 |
| Tablo 4.3. | ABD Yıllara Göre Net Kamu ve Özel Borçların GSMH'ya Oranı (1946-1975)..... | 117 |
| Tablo 5.1. | Seçilmiş Ülkelerin Reel GSYİH Değişimi (%)..... | 134 |
| Tablo 5.2. | ABD'de Kişisel Tasarruflar 2000-2007..... | 136 |
| Tablo 5.3. | Cari Açık / GSYİH (%)..... | 138 |
| Tablo 5.4. | ABD Yurtiçi Finansal Kesim Dışı Borçlanma Seviyesi (%) (2002-2011)..... | 141 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| Şekil No. Şekil Adı | Sayfa No. |
|--|-----------|
| Şekil 3.1. Yıllar İçinde Ekonomik Birimlerin GSYİH İçindeki Gelişim Süreci (1920-2020)..... | 85 |
| Şekil 3.2. Yıllara Göre ABD Özel Kesim ve Kamu Kesimin Borçlarının GSYİH İçindeki Payı..... | 97 |
| Şekil 4.1. 1970-1980 Arası ABD Dış Ticaret Değişimi..... | 108 |
| Şekil 4.2. ABD Ekonomisinde Cari Açık 1960-1980..... | 110 |
| Şekil 4.3. ABD Ekonomisindeki Kamu Borçlarının GSYİH'ya Oranı (1944-1980) | 115 |
| Şekil 4.4. ABD Ekonomisinde 1950-1980 Arasında Özel Sektör Kredileri..... | 115 |
| Şekil 4.5. Özel Sektör Borçlarının GSMH'ya Oranı..... | 118 |
| Şekil 4.6. Gayri Menkul ve Şirket Hisse Değerleri (1960-2002)..... | 122 |
| Şekil 4.7. 1916-2006 Arası ABD Ekonomisinde Özel Sektör Borçlarının GSYİH İçindeki Oranı..... | 123 |
| Şekil 5.1. Kamu ve Özel Sektör Borçların GSYİH İçindeki Yüzdesi..... | 140 |
| Şekil 5.2. ABD Ekonomisinde 2004-2012 Arası Dönemdeki Kamu Borç Yüğü (GSYİH'ya Oranı %)...... | 142 |
| Şekil 5.3. ABD Ekonomisinde 1980-2012 Özel Sektör Kredileri (Milyar Dolar)... | 143 |
| Şekil 5.4. Avrupa ve ABD Piyasalarındaki Finansal Gelişmeler Yüksek borçlanma ve ağır büyümeyle başa çıkabilmek. Dünya Ekonomik Görünümü 2012 (2000-2012)..... | 144 |
| Şekil 5.5. ABD Ekonomisinde Varlık (Toplam varlıklar-Mortgage ev kredi değerleri- diğer varlık değerleri) Değerlerindeki Değişim (2002-2009)..... | 153 |
| Şekil 5.6. ABD piyasalarında hisse senedi piyasalarının 2004-2012 arasındaki gelişimi..... | 154 |

GİRİŞ

Dünya genelinde yaşanan ekonomik krizler, iktisat literatüründe en çok tartışılan konulardan biri olmuş ve belli belirsiz aralıklarla ortaya çıkan bu krizlerin nedenleri ve sonuçları üzerinde farklı görüşler ileri sürülmüştür. Bu nedenle krizleri tanımlarken üzerinde yapılan farklı tanımlamalarla işe başlamak gerekmektedir. İktisadi dalgalanmalar, ekonomik faaliyetlerdeki periyodik fakat düzensiz olarak meydana gelen artış ve azalışlar veya bir başka ifadeyle ekonomik krizler; finansal piyasalarda ve mal piyasalarında görülen ani ve şiddetli dalgalanmalar olarak görülebilir. Bir başka tanımlamada ise finansal piyasalarda, fiyatların aşırı dalgalanması veya geri dönmeyen banka kredilerinin yarattığı olumsuzlukların bir bileşimidir. Yine bir başka tanımlamada ise finansal krizler, varlık fiyatlarındaki sert iniş-çıkışların finansal veya finansal olmayan firmaların piyasa başarısızlıklarını, borç deflasyonunu, döviz kuru volatilitelerini (oynaklığını) yükselten piyasa dalgalanmaları olarak görülmektedir. Marx'a göre krizlerin tanımı ise kapitalist gelişme sürecinde aşırı üretim ve kâr oranlarının düşme eğilimine girmesi olarak ifade edilmektedir (Sweezy, 2007:151). Rodrik'e (2011) göre ekonomik krizler, finansal küreselleşmenin bir tezahürü olarak görülürken, Fisher (1933) ekonomideki borç-deflasyonunun yükselmesi olarak görmektedir. Gouverneur ise krizleri ikiye ayırarak, ilkinde devresel (konjonktürel), ikincisine ise yapısal krizler demektedir. Gouverneur, devresel krizlerin oluşumunu, aşırı üretim ve peşinden gelen talep yetersizliği kaynaklı durgunluk ile ilişkilendirirken yapısal krizleri, sermaye birikimini engelleyen sorunlara bağlamaktadır (Gouverneur, 2007: 239).

Minsky (1986) göre finansal krizler; iş çevrimleri içerisinde etkin bir konumda olan firmaların ve finansal piyasaların aşamalı borçlanma dönemlerinin [(Hedge (Güvenli), Spekülatif (Kırılgan), Ponzi (Çöküş)] sonucunda oluşan dalgalanmalardır. Kapitalist ekonomik sistem içerisinde, istikrarsızlık yaratan temel unsurlar; gelecekteki aşırı kâr beklentileri, yatırımlar ve yatırımların finansmanı, ekonomide borçlanma oranları ve borç geri ödemeleri ile ilgili sorunlar yaratmaktadır (Minsky, 1986: 325). Minsky, finansal krizlerin açıklanmasında ana akım iktisadın yetersiz olduğunu, sorunun temelinde kıt kaynakların kullanım alanları arasındaki dağılımın değil sermaye birikim süreci ve bu süreçteki tıkanmalardan kaynaklandığını ileri sürmektedir (Tokucu, 2012: 190).

Bu çalışmada dünyada meydana gelen önemli krizlerden (1929-33, 1973-75, 2007-08) örneklemeler yapılarak bu krizlerin anatomik incelenmesine çalışılmakta, bu krizler üzerine ileri sürülen farklı görüşlere yer verilmekte ve Minsky'nin "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi" ile bu krizlerin açıklanabilirliği tartışılmaktadır. Minsky hipoteziyle krizlerin açıklanabilirliğinin incelenmesinden önce Minsky'nin etkilendiği iktisatçıların hipotezin oluşturulma sürecindeki etkileri de araştırmaya dahil edilmiştir. Bu nedenle çalışmanın ilk bölümünde, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin açıklanması ve oluşturulması sürecinde etkilendiği iktisat düşünürlerinin (Marx, Fisher, Kalecki, Schumpeter ve Keynes) görüşlerine yer verilmiştir. Çünkü bu iktisat düşünürlerinin görüşleri, kapitalist sistemde yaşanan krizlerin açıklanmasında, bir çok iktisatçıya yol gösterici olduğu gibi Minsky üzerinde de etkili olduğu düşünülmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise hipotezin teorik yapısı incelenmektedir. Minsky, çalışmalarını finansal gelişimini tamamlamış kapitalist ekonomik sistem temelinde geliştirdiği için gelişmiş piyasalara sahip bir kapitalist ekonomik sistemin, finansal istikrarsızlığa veya devresel dalgalanmalara nasıl dönüştüğünü incelemiştir. Minsky finansal istikrarsızlık hipotezinde kapitalist ekonomik sistemlerde meydana gelen devresel dalgalanmaların, yatırımların finansman biçimi dikkate alınmadan açıklanamayacağını savunmaktadır. Bu nedenle Minsky, kapitalist sistemde etkin yeri olan finansal kurumları merkezi bir konuma yerleştirmiştir. Minsky'e göre finansal kurumlar ekonominin yükselme dönemlerinde geliştirdiği yeniliklerle ekonomideki değişim sürecini etkilemektedir (Minsky,1993: 2-3).

Minsky'e göre, ekonomide etkin konumda olan dört kesim vardır. Bunlar hane halkı, firmalar, devlet ve finansal kurumlardır. Belirli bir süreçte ekonominin nakit akış diyagramı bu dört kesim arasında çevrimsel olarak sürmektedir. Bu dört kesim arasındaki bağlantı “finansal kurumlar” tarafından gerçekleştirilmektedir. Gelişmiş kapitalist ekonomilerde, ekonomik birimler arasındaki finansman döngüsünü sağlayan bu kurumlar (kredi alışverişleri veya borç verip, borç alma ilişkileri) sistemin finansal istikrarında önemli bir yere sahiptir. Kapitalist sistemde, ekonominin genişleme döneminde artan tüketim talebiyle büyüyen yatırım miktarlarının finansmanı için öz kaynaklar yetersiz kalabilmektedir (Minsky, 1993: 7). Öz kaynakların yetersiz olduğu durumda ise bu ihtiyaçlarını finansal piyasaların geliştirdiği kredi imkanlarıyla çözmektedirler. Bu borçlanmalar ise daha sonraki finansal kırılganlığın aşamalarını oluşturan alt yapıyı hazırlamaktadır.

Minsky, piyasalardaki borçlanmaların seviyesinin belirlediği aşamalı borçlanma dönemlerini ve ekonomik birimler arasındaki dağılımını incelemekte, ekonomik süreç içerisinde istikrarsızlığın nasıl oluştuğunu göstermeye çalışmaktadır. Minsky, yatırımları ve yatırımların finansmanında etkin olan finansal kurumları tüm sistemin merkezine yerleştirmekte, özel sektördeki yatırım ve finansman ilişkilerini krizlerin başlangıç noktası olarak görmektedir (Minsky, 1986: 349).

Minsky, kapitalist ekonomik sistemlerdeki istikrarsızlığı açıklamak için iş çevrimlerindeki (Business Cycles) akış diyagramının işleyiş sürecindeki üç dönemsel aşamadan yararlanmaktadır. Bunlar sırasıyla, “*Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finansman*” dönemleri olarak adlandırılmaktadırlar (Minsky, 1986: 230). Bu üç finansal dönem, içinde bulundukları şartlar itibariyle farklı yapılar içermektedirler. Bunlardan ilkinde ekonomi daha dengeli ve istikrarlı bir dönemi içermekte, borçlanmaların daha az olduğu, yatırımların veya harcamaların öz kaynaklarla karşılandığı dönemdir. İkincisi ise ekonomide bir coşkunluk dönemi vardır ve yatırımların gerçekleşmesinde öz kaynaklar yetersiz kalmakta, uzun vadeli borçlanmaların arttığı fakat borçların gelirlerle ödenebildiği bir dönemdir. Ekonomiler bu dönemde büyümektedir. Üçüncüsünde ise yatırımlar artmaya devam etmekle beraber sermaye malları ve varlık değerlerinin artış seviyesi, tüketim malları ve ücretlerin artış seviyesinden daha fazla olduğu, borçlanmaların çok yüksek seviyede gerçekleştiği, kısa vadeli borçlanmaların çok yükseldiği, kısa vadeli faiz oranlarında aşırı yükselmelerin görüldüğü dönemdir.

Minsky'e göre ekonomik süreç, bir durgunluk veya kriz sonrasında piyasaların temiz olduğu yatırımların öz kaynaklarla karşılandığı hedge bir dönem ile başlamaktadır. Kapitalist sistemde, ekonominin ilk genişleme sürecinde artan tüketim talebiyle, büyüyen yatırım miktarlarının finansmanı için öz kaynaklar yetersiz kalabilmektedir. Artan tüketim talebi veya sermaye girişleri, ekonomide genişlemeyi tetiklerken, yatırımcıların, gelecekte beklenen kârların, bu günkü gerçekleşen karlardan daha fazla olduğunu düşünmesi yatırımları artırmaktadır (Minsky, 1986: 230). Oysa kısa dönemde, yatırımcıların finansal imkanları, yeni yatırımların maliyetlerini karşılamaya yetmediğinden, yeni veya ilave yatırımların, borçlanarak yapılması gerekmektedir. Bu yüzden iş çevrimleri içerisindeki ekonomik birimlerin borçlarının öz kaynaklara olan oranı artmaya başlamaktadır. Hedge dönem sonrası büyüyen ekonomi ve gelişen piyasaların etkisiyle artan borçlanma, piyasaların spekülative finansman dönemine geçişine neden olmaktadır. Artık bu ikinci dönemde spekülative finansman] piyasalar, finansal yenilikler üretmekte, ekonomide yükseliş dönemi yaşanmakta ve "Moral Hazard-Ahlaki Tehlike" Akerlof'un (2009) "Hayvansal İçgüdü-Animal Spirit" Minsky ve Post Keynesyen düşüncede "Sürü Psikolojisi" olarak adlandırılan coşkunluk (euphoria) dönemine girilmektedir. Spekülative finansman döneminde ise finansal piyasalardaki varlık fiyatlarının, olması gereken reel varlık değerlerinin üstüne çıkması, finansal krizlerin işareti olarak algılanmasına rağmen, bunun zamanı tam olarak kestirilememektedir. Piyasalarda Ponzi finansman durumunda olan yani borçlarının ana parasını da faizini de borçla ödemeye çalışan firmaların arttığı üçüncü dönemde ortaya çıkabilecek her hangi bir olumsuzluk (büyük bir kuruluşun iflas etmesi, siyasi bir olay, afetler veya etkili bir olay) bu yükselişi tersine çevirerek, ekonomik dalgalanmanın başlamasına neden olmaktadır.

Başlayan ekonomik kırıma, ponzi finansman durumunda olan yani borçlarının ana parasını da faizini de borçla ödemeye çalışan firmaların iflasına neden olurken, spekülâtif finansman durumunda olan ekonomik birimleri, ponzi finansman durumuna çevirmekte, hedge finansman durumunda olan ekonomik birimleri ise spekülâtif finansman durumuna döndürmektedir. Piyasalarda yaşanan panik varlık değerlerindeki düşüşleri hızlandırmakta ve varlık fiyatlarındaki bu düşüşler iflaslara neden olmaktadır. Piyasalarda görülen bu iflaslar zincirleme reaksiyon göstererek tüm ekonomiye yayılmaktadır. Üretimdeki azalışlar ekonomide daralmayı peşinden getirirken, işsizliğin de artmasına ve tüketimin azalmasına neden olmaktadır. azalan tüketim, artan işsizlik ve iptal edilen yatırımlar ekonominin çöküşünü göstermektedir. Sonuç olarak finansal piyasalardan başlayarak diğer sektörleri de etkisi altına alan bu süreç sonucunda finansal krizler olarak gerçekleşmektedir.

Minsky hipotezini oluştururken kapitalist ekonomik sistemi tarihsel olarak dört döneme ayırmıştır. Bunlar; 19. yüzyıla kadar olan Ticari Kapitalizm (Commercial Capitalism) dönemi, 20. yüzyıl ve bu yüzyılın ilk büyük krizine (1929-1933 Ekonomik Buhran) kadar olan dönemi ki Minsky bu döneme “Finansal Kapitalizm (Financial Capitalism)” demektedir (Minsky, 1992c: 108). Üçüncüsü ise “Büyük Bir Durgunluk (A Deep Recession)” olarak gördüğü, ikinci dünya savaşı sonrasında gerçekleşen krize kadar olan “Yönetimsel Kapitalizm (Managerial Capitalism)” dönemi veya “Devlet Kapitalizmi” dördüncüsüne ise 1980’lerden itibaren süregelen “Para Yönetici Kapitalizm (Money Manager Capitalism)” olarak adlandırmaktadır (Minsky, 1992c: 109-111).

1929’da yaşanan “Büyük Buhran” 1973’de meydana gelen “Büyük Ekonomik Durgunluk” 2007 sonlarında ABD’de başlayan ve öncelikle gelişmiş kapitalist ekonomileri etkileyen son “Finansal Kriz” tartışmaların yönünü Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi üzerine çevirmiştir. Bu yüzden çalışmanın üçüncü bölümünde de dünyanın ilk büyük krizi olan 1929 krizi incelenmiş ve bu kriz dinamiklerinin Minsky hipoteziyle açıklanabilirliği tartışılmıştır. 1929 Ekonomik buhranı, öncelikle sanayileşmiş ülkeleri (Kuzey Amerika ve Avrupa) etkisi altına almasına rağmen, dünyanın geri kalan bölgelerinin ekonomik yapılarında da büyük tahribata neden olmuştur. Minsky 1929 krizinin derinleşmesini önlemek için, “Büyük Devlet ve Büyük Bankacılık” merkez bankası etkisi düşüncesini ileri sürerek, kapitalist sistemdeki büyük krizlerin daha fazla derinleşmesinin önlenebileceği veya daha az hasarla atlatılabileceğini ileri sürmüştür.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise 1973-75 büyük ekonomik durgunluk dönemi incelenmiş ve Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipoteziyle değerlendirilmeye çalışılmıştır. Minsky, 1950–1970 yılları arasındaki dönemde büyük çaplı krizlerin olmamasının nedenine ise “müdahaleci devlet kapitalizminin (Yönetimsel Kapitalizm)” etkisinin olduğunu ileri sürmektedir (Minsky, 1986: 43).

Beşinci bölümde ise 1929’dan beri yaşanan en büyük kriz olarak adlandırılan 2007-2008 ekonomik krizinin, gelişmiş kapitalist bir ekonomi olan ABD’de başlamış olması ve ilk etkisinin ise öncelikli olarak gelişmiş ülkelerde (Avrupa Birliği Ülkeleri) hissedilmesi ve ardından bu krizin yansımalarının, bu ülkelerle yakın ilişkileri olan diğer ülkelere de sirayet etmesi bu krizin önemini daha fazla artırmıştır.

Bu kriz boyutuna rağmen, 1929-33 gibi “Büyük Bunalım (Great Depression)” olarak adlandırılmamış, Krugman tarafından “Büyük Daralma (Great Recession)” olarak tanımlanmıştır (Krugman, 2000:16). Çalışmanın sonucunda ise Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi ve yaşanan büyük krizlerin açıklanmasında, bu krizlerin oluşum süreci ve sonuçları üzerinde getirdiği önerilerin değerlendirilmesi yapılmakta, hipotezin bu kriz değerlendirmeleri üzerinde tutarlı olduğu veya eksik kaldığı tarafları belirtilmektedir.

I. BÖLÜM

1. MİNSKY FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN DÜŞÜNSEL KÖKLERİ

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin düşünce temelinde önemli iktisat düşünürlerin; Marx, Kalecki, Fisher, Schumpeter ve Keynes'in katkısı bulunmaktadır. Fisher'in (1932) borç-deflasyon yaklaşımı Keynes'in yatırım-finansman ilişkisi ve ekonomideki belirsizlik yaklaşımı, Kalecki'nin bölüşüm ve artan risk prensibi hakkındaki görüşleri, Schumpeter'in "yaratıcı yıkım ve yenilik teorisi" ile yatırımlarda kredili borçlanma şekilleri hakkındaki görüşleri, hipotezin tamamlayıcı unsurlarını oluşturmuştur. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin daha derinlemesine anlaşılabilmesi için düşünce temellerini oluşturan iktisatçıların, hipotezdeki etkilerinin irdelenmesi gerekmektedir. Bu yüzden izleyen bölümde bu iktisatçıların hipotez ile ilişkili görüşlerinin ayrı ayrı değerlendirilmesine çalışılmıştır.

1.1. Minsky ve Marx'ın Kapitalist Ekonomik Sistem Eleştirisi

Minsky, iktisadi düşünce temelinde, ana akım iktisadı eleştiren bir iktisatçı olarak etkilendiği düşünürlerden Marx'ın, kapitalist ekonomilerin kriz yaratan özelliği ile ilgili düşüncesini hipotezinde sık sık vurgulamakta ve kapitalist ekonomik sisteminin doğası gereği istikrarsız bir süreç içinde hareket ettiğine inanmaktadır. Bu nedenle ilk olarak, ana akım (neo-klasik) iktisat anlayışında hakim görüş olarak kabul edilen ekonomide zaman zaman sapmalar olabileceği ve müdahaleye gerek kalmaksızın ekonominin kendiliğinden dengeye geleceği düşüncesini tümüyle reddetmektedir. Çünkü ekonomik sistem krizleri kendi içsel yapısındaki arızalardan üretmektedir. Kapitalizmin geleceğine yönelik en büyük aksaklıklar, ne eşitsiz güç dağılımı, ne de gelir dağılımıdır. Kapitalizmin en büyük kusuru sermaye birikim sorunu, işsizlik ve bunalıma olan meyilidir (Galbraith, 2004: 130).

Minsky'nin Marx'tan (Kalecki ve Keynes'in görüşleri de etkilidir) etkilendiği diğer bir yaklaşım ise kapitalist ekonomik sistemlerdeki "İkili Fiyat İlişkisi" analizidir. Marx'ın piyasalardaki ikili fiyat düzeyi görüşü Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi için mikro temel oluşturmaktadır (Minsky, 1986: 194). Kapitalist ekonomilerdeki firmaların üretim şeklini, tüketim malları ve sermaye malları üreten sektörler olmak üzere ikiye ayırmıştır. Ekonominin işleyişinin sağlıklı bir şekilde sürebilmesi için bu iki sektör arasındaki mübadelenin dengeli olması gerekmektedir. Minsky de Marx gibi sermaye mallarının fiyat seviyesinin, konjoktüre ve kâr beklentilerine bağlı olduğunu düşünmektedir.

1.2. Minsky'de Kalecki' nin İzleri

Minsky'nin etkilendiği diğer bir iktisatçı ise Keynes'in de çağdaşı olan ve Keynes ile benzer görüşlere sahip olan ve hatta Post Keynesyen İktisadın öncü temsilcilerinden biri olarak kabul edilen Michal Kalecki olmuştur. Kalecki, Keynes'le aynı dönemde, fakat bağımsız olarak, toplam talebin önemini vurgulayan bir iktisadi dalgalanmalar teorisi geliştirmiştir. Kalecki, Klasik-Marksist düşünceye yakın bir iktisatçı olarak, sermaye birikimi, büyüme ve bölüşüm hakkındaki düşüncelerini öne çıkarmakta, devresel dalgalanmaların kapitalizmin yapısal özelliklerinden kaynaklandığını ileri sürmektedir (Özel, 2004:16). Çağdaşı olan Keynes gibi, kapitalist ekonomik sistemin sorunları, kapitalizmin tekelci eğilimi ve gelir-bölüşüm ilişkisi, Marx'ın artı-değer düşüncesi, Kalecki'nin ilgi odağı olduğu konular arasında yer almıştır. Kalecki; krizlerle ilgili çalışmalarında, kapitalist ekonomilerde meydana gelen krizlerin, ekonomideki kârların düşme eğilimi ile başladığını ileri sürmektedir (Cin, 2012: 7). Kalecki, bir yandan “Klasik İktisat” görüşüne benzer bir biçimde, ekonomideki bölüşüm sorunlarına çözüm ararken, diğer yandan, Keynes'in temel düşüncesinde yer alan “efektif talep” teorisiyle, benzer görüşleri paylaşmaktadır (Özel, 2004: 2). Minsky, kapitalist bir ekonomide, iki tür fiyat sistemi olduğu düşüncesini, Marx, Keynes ve Kalecki'nin “İkili Fiyat Sistemi”nden yola çıkarak hipotezinin temeline oturtmuştur. Kapitalist ekonomik sistemlerinin en önemli özelliği olan bu ikili fiyat sistemi, farklı piyasalarda belirlenmekte ve farklı değişkenlerin fonksiyonu olarak hareket etmektedir (Minsky 1986: 200).

İkili fiyat sisteminin birinci kısmı tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracat içindeki cari üretim fiyatları oluşturmaktadır. Cari üretim fiyatı; girdi maliyetlerinin üzerine belli bir kâr oranı eklenmekte ve reel piyasalara bağlı olarak hareket etmektedir. Bu yüzden cari üretim fiyatının değişkenliği daha azdır (Minsky, 1986: 194-195). İkincisi ise varlık fiyatlarının oluşturduğu finansal varlıkların fiyat sistemidir. Bu varlıklar; hisse senedi, şirket tahvilleri ve hazine bonoları gibi, finansal varlıkları ve sermaye varlıklarını içermektedir. Minsky'e göre varlık fiyatları, finansal piyasa koşullarındaki değişikliklere ani tepkiler vermekte ve finansal piyasaların kırılганlığında aktif rol oynamaktadırlar.

Minsky, Kalecki'nin de üzerinde durduğu yatırım-kâr ilişkisinden yola çıkarak gelecekteki yatırımların büyüklüğü kâr beklentilerini, gerçekleşen yatırımlar ise elde edilen kârları belirlerken, borçların vaktinde ödenmesi, kârları meydana getiren yatırımlara bağlı olmaktadır. Ekonomideki iyimser beklentiler, yatırım harcamalarını artırmakta ve ekonomiyi genişleme sürecine sokmaktayken, kötümser beklentiler, risk algısını artırarak yatırım harcamalarını azaltmaktadır. Finansal sistemin artan karmaşıklığına rağmen kâr seviyesi, finansal sistemin anahtar belirleyicisi olmaya devam etmektedir. Piyasalarda beklenen kârların, beklentilerin altında gerçekleşmesi, yatırımların da düşüşüne neden olmaktadır (Minsky, 1986: 207). Minsky ve Kalecki, girişimcilerin yatırımlara ayıracakları finansman miktarını sermaye-borç oranlarına bağımlı ve beklenen kârların bir fonksiyonu olarak görmektedir. Kalecki, belli bir borçlanma oranından itibaren girişimcilerin, tekrar borçlanıp, yeni yatırımlar yapmalarını engelleyecek düzeye ulaşmasını, “artan risk prensibi” olarak tanımlamaktadır.

Artan risk prensibine bağlı olarak yatırımlar, reel olmasa da, parasal ya da finansal unsurlar tarafından kısıtlanmış olmaktadır. Bunun sonucunda da “artan risk” ve finansal koşullar, yatırım artışını kısıtlayıcı bir rol oynamaktadırlar (Özel, 2004: 12-13). Dolayısıyla herhangi bir anda, ekonomide gerçekleştirilmeye çalışılan yatırım planlarıyla, beklenen kârlar arasında bir bağlantı vardır. Bu yüzden, yatırımcılar veya girişimciler kâr beklentileriyle güdülenip borçlanma yoluna giderken, borçlanmanın getirdiği riskler artmaktadır. Yeni yatırımlar için alınan borç miktarı arttıkça, borç verenler yönünden de “artan risk” yükünü yatırımcıya faiz yükü olarak yüklemekte ve ekonomideki negatif işaretlerin oluşmasına neden olmaktadır. Bu da finansal istikrarsızlık hipotezinin temel dinamiklerinden birini oluşturmaktadır.

1.3. Fisher’in Borç-Deflasyon Teorisi (*Debt Deflation Theory*) ve Minsky

Hipotezindeki Yeri

Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezinde izleri görülen bir başka iktisatçı ise Irving Fisher’dır. Fisher’in “Borç-Deflasyon” teorisi ve “Finansal Kırılganlık” yaklaşımı Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezinin gerçekleşme aşamalarının oluşmasında önemli bir yeri vardır. Fisher’in (1932) teorisinden yola çıkarak, ekonominin büyüme sürecinde aşırı kredi genişlemesi ve borçluluğun artması finansal krizlere neden olmaktadır (Işık, 2004: 54).

Ekonomide büyüme dönemlerinde meydana gelen üretim ve fiyat artışları, kâr beklentisi içinde olan firmaları ilave yatırımlar yapmak için borçlanmaya sevk etmektedir. Bu ilave borçlanmalar ise finansal piyasaların kredi artırımını da beraberinde getirerek kredi genişlemesine neden olmaktadır. Hızlanarak artan borçlanma, aşırı borçluluğa neden olarak ekonomiyi kırılğan hale getirmektedir.

Fisher'e (1932) göre ekonominin büyüme sürecinde, aşırı kredi genişlemesi ve borçluluğun artması, finansal krizlerin nedenlerinden biridir. Ekonomideki yükselen borçlanma oranları, bir noktadan sonra (ki bu noktaya Minsky Anı denmektedir) piyasalarda oluşabilecek herhangi bir olumsuzluk, borçluların, borçlarını zamanında ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği ihtimali, bu yükselişi tersine çevirerek, finansal kriz olgusunu başlatmaktadır. Firmaların gelirlerinin borç taahütlerinin gerisine düşmesi ve firmaların ilişkilerinin birbirlerine olan bağımlılıkları nedeniyle, herhangi bir firmada başlayan borç deflasyonuna bağlı ortaya çıkan bir iflas, diğer firmaları da etkileyerek zincirleme reaksiyonu başlatmaktadır. Minsky, Fisher'in (1932) Büyük Depresyonda, Borç-Deflasyon (The Debt Deflation Theory Of The Great Depression) teorisi ile ilgili düşüncesini dikkate almakla birlikte, yeterli görmemektedir (Minsky,1994b: 2). Minsky (1994b) göre, Fisher'in "Borç-Deflasyon" teorisinde finansal kesimin, hane halkının, iş dünyasının, aşırı borçluluğunu kabul etmesine rağmen, bu aşırı borçluluğun nasıl oluştuğu veya nedenleri üzerinde açıklamasının olmaması Fisher teorisinin eksikliği olarak görülmektedir.

1929 Büyük Bunalımın başlangıcında, ABD ekonomisindeki aşırı borçlanma olgusunu tespit eden ve bunalımı buna bağlayan Fisher, ortaya koyduğu kuramsal çerçevede, aşırı borçlanmanın nedenleri üzerinde durmamış, varlık fiyatlarına oranla, tüketim malı fiyatlarındaki artışları, parasal büyümeye bağlamıştır (Işık, 2004: 54). Minsky'e göre Fisher'in teorisi, Keynes öncesi bir girişimdir. Minsky, Fisher'in paranın miktar teorisini sağlam bir temele oturtmuş olduğunu düşünmekte ve kendi teorisini "Borç-Deflasyon" teorisi üzerine, yeni bir yaklaşımla inşa etmektedir. Minsky, Fisher'den farklı olarak, para arzı ile ücretler ve fiyatlar arasındaki ilişkiden daha çok, paranın varlık fiyatlarına bağımlılığının üretim fiyatlarına ve ücretlere göre daha fazla olduğunu düşünmektedir (Minsky, 1994b: 3). Aynı zamanda Minsky, bu ifadeyle Fisher'in "Borç-Deflasyon" ilişkisindeki boşluğunu doldurduğunu ve Keynes'in teorisini de bir adım öteye taşıdığını düşünmektedir (Minsky, 1994b: 39).

Wray, Mc Culley, Palley, Whalen gibi iktisatçılar, Minsky'nin finansal istikrarsızlık teorisini, Keynes'in "*Genel Teori*" sinin çağdaş bir yorumu olarak tanımlamışlardır. Fisher, tüketim malı fiyatlarındaki artışı, parasal büyümeye bağlamıştır. Yükselen fiyatlar, planlanmış yatırımların daha fazla kâr getireceği düşüncesini getirdiği için bankalardan borç alarak yatırım yapmak daha cazip hale gelmektedir. Borçlanarak yatırım yapma eğilimi nedeniyle artan borç talebi, faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarının yükseliş eğilimi yatırımların azalmasına ve belirli bir noktadan sonra ise durmasına neden olmaktadır.

Fisher çalışmalarında deflasyona karşı reflasyona gidilmesi gerekliliği gibi önemli makro ekonomik tespitler yapmışsa da Fisher'in yaklaşımını revize edip tekrar dikkatlere sunan ise Minsky olmuştur (Ergül, 2005:17). Kapitalist sistemin düzgün işlediği ve ekonominin genişlediği dönemlerde meydana gelen yeni piyasa araçları, ekonominin genişleyen ve büyüyen yanını ortaya koymaktadır. Bütün bunlara ilaveten ortaya çıkan teknolojik gelişmeler bu büyümeyi hızlandırmaktadır (Minsky, 1994c: 6). Bu ilaveler ile Minsky, Fisher'in "Borç- Deflasyon" ilişkisinin reel piyasa boyutundaki eksiklerini tamamlamıştır.

Minsky'nin özellikle spekülatif finansman ve ponzi finansman durumunda olan piyasaların tepkileri hakkındaki düşüncesini Fisher'in tespitlerinden yola çıkarak düzenlemiştir. Fisher, ekonomide başlayan çöküş esnasında ve sonrasında, ekonomik birimlerin davranışları rasyonel olmayan "sürü psikolojisi" içinde ve panik havasında gerçekleşmektedir.

Fisher'e göre (1932), ekonomide başlayan dalgalanma sırasında varlıkları yok pahasına elden çıkarma telaşı, menkul değerlerden emtiaya kadar her şeyin fiyatının düşmesine yol açmaktadır. Piyasalarda arz talebi aşmakta ve fiyatlar genel seviyesi düşmektedir. Aynı zamanda ekonomik birimler, bankalardaki mevduatlarını, borçlarını ödemek için veya banka iflaslarından korunmak için sıfırlama gayreti içerisine girmektedirler. Bu süreç sonunda ekonomideki para arzı daralmakta ve fiyatların daha da aşağıya düşmesine neden olmaktadır.

Fiyat seviyelerindeki bu düşüşler, varlık fiyatlarının (hisse senetleri, tahvil vb. değerli kağıtlar) da düşmesine neden olmakta ve nihayetinde bu varlıkları ellerinde tutan sermaye sahipleri, düşüşten kurtulmak ve zararını minimize etmek için varlık satışlarını hızlandırmaktadırlar. Bu da hem reel sektörde hem de finansal sektördeki iflasların artmasına neden olmaktadır (Roubini & Mihm, 2011: 149-150). Ve sonunda ekonomik çöküş süreci başlamaktadır.

Minsky, Fisher'in düşüncelerinden yola çıkarak bu çöküşün son dönemini tanımlamaktadır. Minsky'e göre daha fazla sayıda insanın varlıklarını satmaya çalışması, bu varlıkların fiyatlarının kendi kendini yenileyen bir döngü yaratmasına, yok pahasına satışlara ve sürekli azalan fiyatlara neden olarak spiral halinde dibe vurmasına neden olmaktadır. Ekonomideki toplam talep seviyesi, toplam arzın altına indiğinde ekonomi genel olarak fiyat deflasyonunun etkisi altına girmektedir (Roubini & Mihm, 2011: 59). Sonunda satın alma gücü her geçen gün daha fazla azalarak çöküş işlemi gerçekleşmektedir.

1.4. Schumpeter'in Yaratıcı Yıkım -Yenilik Teorisi ve Minsky Hipotezi

Minsky'nin, finansal istikrarsızlık hipotezini oluştururken etkilendiği önemli iktisat düşünürlerinden bir diğeri ise Schumpeter'dir. Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezinde, Schumpeter'in geliştirdiği para, finans (kredi), yaratıcı yıkım ve yenilik teorisi ile ilgili görüşlerini dikkate almaktadır. Hipotezin temelinde yer alan kapitalist ekonomik sistem, pahalı sermaye varlıklarına, karmaşık finansal sisteme sahip bir ekonomidir (Minsky,1992a: 109). Minsky'e göre hem Keynes, hem de Schumpeter, paranın ekonomik üretim sürecindeki konumu için benzer görüşler ileri sürmüşlerdir Minsky'e göre Schumpeter'in düşüncesinde paranın konumu, ekonomideki kredi kullanım miktarı olarak ortaya çıkmaktadır. Keynes ve Schumpeter'e göre, paranın kullanımı ve finansal piyasalardaki hızlı değişimi, kapitalist ekonomik sistemin başarısının sürdürülmesinde önemli bir rolü vardır (Minsky, 1992a: 107-113). Schumpeter, kredilerin kaynağının tasarruflar olmadığını, tersine bankacılık veya finansal sistemin yarattığı kredi para (kaydi para) olduğunu düşünmektedir. Krediler, bankalar tarafından firmalara verilmekte, dolayısıyla reel ekonominin bir değişkeni olarak tasarruftan bağımsız bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle, bankacılık sisteminin yarattığı kredi, reel iktisadi gelişmeyi uyarıcı bir şekilde etkilemektedir. Schumpeter bu gelişmenin kısa vadede sıkışıp kalmayacağını uzun vadede iktisadi gelişmeyi de biçimlendireceğini düşünmektedir (Kızılkaya, 2010: 94).

Schumpeter, iktisadi dalgalanmaları açıklarken, ekonomideki yeniliklerin fonksiyonunu öne çıkarmaktadır. Schumpeter'e göre finansal piyasalarda görülen yenilikler, yeni buluşlardan daha önemli bir konumdadır (Skousen, 2007: 471). Schumpeter, öncelikle genişleme ve daralmadan oluşan iki safhaya sahip bir model kurmakta ve buna göre yenilik olmaksızın, ekonomik yaşam statik bir dengeye sahip olmaktadır. Yenilikler vasıtasıyla kâr hedefleyen girişimciler, süregelen durağan durumu, ekonomik gelişmeye döndüren dinamik bir sürece çevirmektedir. Girişimcilerin, üretim faktörlerine yönelik bir talep yoğunlaşması, ücretleri, maliyetleri, fiyatları ve satış gelirlerini de tetiklemektedir.

Ekonominin genişleme sürecinin ilk safhasında mal ve hizmet akışında henüz hızlı artışlar görülmemektedir. Schumpeter gelişmenin ancak girişimcinin elindeki mevcut kaynakları yeni bir şekilde biraraya getirerek, yeni pazarlar keşfederek ya da yeni bir malı piyasaya sunarak, gerek piyasanın dengesini, gerekse de bireylerin zihinlerindeki dengeyi yıkmasıyla ortaya çıktığını vurgulamaktadır (Alada, 2000: 119). Schumpeter'e göre yenilik, ekonomik gelişmeyi ve aynı zamanda iktisadi dalgalanmaları beraberinde getirmektedir. Bu nedenle Schumpeter, ekonomik gelişmeyi, sistemin dışsal unsurlardan daha çok, içsel unsurlarla açıklanabileceğini düşünmektedir. Schumpeter iktisadi devreler analizini adımlar halinde ilerleyen üç yaklaşımla ifade etmektedir. Birinci yaklaşımda denge halindeki ekonomide yeniliklerin ortaya çıktığı yeni tesislerin veya yeniliklerin oluştuğu (Minsky'e göre hedge finansman dönem) bir başlangıç dönemi yaşanmaktadır (Dolanay, 2009:173).

Eski yöntemler ile üretimde bulunan firmalar, piyasaya yenilikler getirerek, düşük fiyatlı ve rekabetçi ürünler arzeden firmalar karşısında, kısmen ya da tamamen piyasalarını kaybetmekte, bazıları iflaslar yaşarken, diğerleri sektördeki üstünlüklerini kaybetmektedirler. Başlangıçta girişimciler sayesinde keşfedilen yenilikler, ekonominin diğer kesimleri üzerinde dengesizlik ve belirsizliklere neden olmaktadır (Alada, 2000: 119). Yeniliğin diğer bir etkisi ise yeni tesisler çalışmaya başlayıp, üretilen malların piyasaya ulaşmasıyla görülmektedir. Bununla birlikte girişimcilerin yenilik süreci sonucunda elde etmeye başladıkları yüksek karlar, bir çeşit sürü psikolojisi yaratmakta ve belirli alanlarda yığılmalara neden olmaya başlamaktadır. Bu durum ise banka kredilerinde yatırım harcamalarında ve gelirlerinde bir patlamaya neden olmaktadır (Minsky'e göre spekülasyon finansman dönemi). Yenilik sürecinin son aşamasında ise üretimi artırmaya devam ederken, gerek girişimcilerin, gerekse piyasaya sonradan giren taklitçilerin, kredi geri ödemelerinde yaşanan sıkıntıları, piyasalardaki nakit talebinin artmasına neden olmakta, fakat ortaya çıkan nakit yetersizliği yüzünden ödeme zorluklarının da yaşanmasını beraberinde getirmektedir. Bunun neticesinde üretimde görülen aşırılık, hem para arzının yetersizliğine, hem de fiyatların düşmesine neden olmakta ve nihayetinde devresel dalgalanma süreciyle sonuçlanmaktadır (Minsky'nin ponzi finansman dönemi). Böylece her genişleme dönemi, daralma döneminin şartlarını hazırlamakta, daralma dönemi ise girişimcileri yeniliklere sevk ederek, yeni bir genişleme döneminin de başlangıcını oluşturmaktadır.

Minsky'nin hipotezinde önemli olan noktalarından biri olan “belirsizlik” olgusunun ortaya konmasında katkısı olan iktisat düşünürlerden birinin de Schumpeter olmasıdır. Schumpeter, belirsizlikler karşısında iki farklı tepkiyle karşılaştığını ileri sürmektedir. Bunlardan ilki, kapitalizmin doğal işleyiş sürecinde meydana gelen yeniliklerin, eski model üretim tarzlarını sürdüren girişimciler üzerine taşıdığı belirsizlikler ve bu girişimcilerin yenilikleri öğrenmeye çalışmaları ve yaptıkları hataları telafi etme çabaları olmasıdır (Alada, 2000:160). İkincisi ise kapitalist sistemde yaşanan değişimler sonucunda firmaların monopolleşme gayretleri ile meydana getirdikleri yaratıcı yıkım ve yenilik arayışlarının, diğer firmalar üzerine taşıdığı bilinmezlikler nedeniyle oluşan belirsizliklerdir (Alada, 2000: 160).

1.5. Keynes'in “Genel Teori” sinin Yeniden Yorumlanması

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezini geliştirirken temel olarak kapitalist ekonomik sistemin istikrarsızlığını kabulü ile başlayan bir tez oluşturmuştur. İstikrarsız ve uzun dönemde dengesiz olan bu ekonomi zaman zaman dalgalanmalar ile karşılaşmaktadır. Bu dalgalanmaların en büyüğü olan “1929 Ekonomik Buhranı” o güne kadar etkin bir anlayış olan ve ekonomik sistemlerin uygulama sürecinde hakim görüş olarak kabul edilen ana akım (neoklasik) iktisadın, bu buhran karşısında çaresiz kalmasına rağmen, Keynes'in, “Genel Teori”siyle, bu büyük krize getirdiği çözüm önerileri, yeni bir iktisadi bakış açısının yayılmaya başlamasına neden olmuştur.

1960'lardan itibaren ise kapitalist ekonomilerde karşılaşılan enflasyon, işsizliğin yükselmesi ve durgunluklar gibi bazı ekonomik sorunların çözümlenememesi, iktisat dünyasında Keynesyen görüşten farklı arayışların da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Minsky, yaşamını Keynes'in kurduğu temel üzerinde teorik bir yapı inşa etmeye adanmıştır (Roubini & Mihm, 2011: 57). Keynes'in görüşlerinden etkilenen Minsky, 1929'dan beri karşılaşılan büyük dalgalanmaları inceleyerek, Keynes'in teorisini yeniden yorumlama gereksinimi duymuştur. Çünkü Minsky; Keynes'in düşüncelerinin saptırıldığı düşüncesindedir. Minsky, Keynes'in görüşlerini geliştirerek, makroekonomiye finansal istikrarsızlık hipotezi ile katkıda bulunarak, Keynes'in "*Genel Teorisi*" indeki, istikrar sağlayıcı ve bozucu kapitalist kredi yapıları arasındaki farkı gösteren bir hipotez geliştirmiştir.

Minsky, geliştirdiği hipotezin ilk bölümünü devresel dalgalanmalar içerisinde yatırımların finansmanı teorisi olarak adlandırmaktadır. Çalışmasının ilk bölümünde yatırımların istikrarı üzerinde Keynes'in katkılarına açıkça görmek mümkündür (Wray, 2011a: 3). Birçok iktisat düşünürü ve hatta kendisi de dahil olmak üzere, finansal istikrarsızlık hipotezi için Keynes'in "*Genel Teori*"sinin özü olduğu ileri sürülmektedir (Minsky, 1986; Minsky, 1992a; Mc Culley, 2009; Palley, 2009; Wray, 2008-2011a-2011b; Whalen, 2007). Hatta Minsky hipotezi, Keynes'in "*Genel Teori*"sinin bir aşama üst seviyeye ulaştıran ve Keynes'in teorisini tamamlayan bir eser olarak görülmektedir. Mc Culley'e (2009) göre, Minsky'nin, Keynes'in genel teorisine katkısı için istikrar sağlayan ve bozan kapitalist ekonomik sistemdeki para ve kredi piyasalarının yapılarını en iyi şekilde açıklayan bir çalışma olarak görmektedir.

Minsky'e göre Keynes, üretim için bir yatırım teorisi, yatırım için de bir finans teorisi geliştirmiştir. Keynes'in yatırımlara bakış açısı, sermayenin marjinal etkinliği (Marginal Efficiency of Capital) ile likidite tercihi (Liquidity Preference) arasındaki ilişkilere bağlı olarak verilmektedir. Bu nedenle Minsky'nin yaklaşımının mikro temellerinin anlaşılmasında, onun finansal yatırım teorisi, uygun bir hareket noktası oluşturmaktadır. Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezini oluştururken, Keynes'in "efektif talep (Effective Demand) ve belirsizlik (Uncertainty)" yaklaşımını öne çıkaran bir temel ile hem deneysel, hem de teorik bir bakış açısıyla, kapitalist ekonomilerin belli aralıklarla enflasyon ve borç deflasyonu dönemlerine girerek kontrolden çıkma potansiyeline sahip olduğunu ileri sürmektedir (Minsky,1992b: 1).

Minsky (1986) finansal istikrarsızlık hipotezini temellendirirken, Keynes'in teorisinde yer alan yatırımların, "toplam talep (Aggregate Demand)" üzerindeki etkisi üzerinde önemle durmakta ve "toplam talep" üzerinde etkili olan yatırımları, "sermayenin marjinal etkinliği" ne bağlı olarak belirlendiğine inanmaktadır. Finansal piyasaların davranışları, yatırımların finansmanı ve yatırımlardan tasarrufa yönelik olan nedensellik gibi Minsky'nin çalışmasında yer alan unsurlar, aslında "Keynes" tarafından geliştirilmiş olduğundan, "sermayenin marjinal etkinliği" ve faizler arasındaki ilişki, Keynesyen bir bakış açısıyla ele almaktadır. Yatırım mallarının fiyatları ile finansal varlık fiyatlarının belirlenmesi, farklı bileşenlere bağlı olarak hareket etmektedir. Yatırım mallarının fiyatı, o malların üretim maliyetleri tarafından belirlenirken, finansal varlıkların fiyatı ise faiz oranları ya da borçlanma maliyetleriyle birlikte likidite tercihleri tarafından belirlenmektedir.

Yatırım mallarının arz fiyatı, bu malların üretim maliyetleri tarafından belirlenirken yatırım mallarının talep fiyatı ise beklenen getiri, fiyatlardaki değişmeler ve likidite tercihi tarafından belirlenmektedir. Burada işleyen süreç, malların beklenen satışları ya da bu satışlardan beklenen kârlar, yatırım mallarının talebini belirlemektedir. Ekonomideki likidite tercihlerinin değişmesi ve finansal araçlar yerine, elde daha fazla likit tutulmasının istenmesi, varlıkların parasal değerlerinin düşmesine ve akabinde faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Artan faiz oranları, beklenen kâr oranlarını düşürürken, ekonomideki beklentilerin kötüleşmesini beraberinde getirmekte ve yatırımların artış eğilimini azaltmaktadır.

“Sermaye malından beklenen hasıla ve sermaye malının arz fiyatı ya da yenileme maliyeti arasındaki ilişki yani söz konusu türde sermayenin bir birim daha fazla üretilmesi nedeniyle beklenen hasıla ve söz konusu ilave birimi üretme maliyeti arasındaki fark bize söz konusu türdeki sermayenin marjinal etkinliğini vermektedir” (Keynes, 2008: 123).

Ekonomideki iyimser dönemlerde sürekli büyüme ve kârlılık vaadi istikrarsızlığı yatıştırmaktadır. Ama kötümser dönemlerde belirsizlik, finansal kurumları kredi vermemeye, riskleri düşürme isteğinin artmasına ve sermayeyi istiflemeye doğru yönlendirmektedir (Roubini & Mihm, 2011: 58). Keynes’in modelinde dinamik itici güç, girişimci, yatırımcı ve hane halkının geleceğe dönük bekleyişlerinin güven derecesidir.

Belirsizlik, Keynes'te güvensizlik derecelerine tekabül ettiğinden, bireylerin gelecekte duydukları belirsizliğin az veya çok olması ya da hiç olmaması iktisadi devrenin durağan, yavaş ya da hızlı işleyişini de belirlemektedir (Alada, 2000: 80). Bu nedenle Minsky, çalışmasında Keynes'in belirsizlik hakkındaki düşüncelerini hipotezin en önemli ikinci ayağına yerleştirmiştir. Keynes'e göre belirsizlik ve risk farklı kavramlar olarak ifade edilmektedir (Whalen, 2007: 11). Riskin olduğu durumlarda olayların tekrarlanması gerekmekte ve bu tekrar etme olasılığı hesaplanabilmektedir. Oysa ki belirsizlikte tekrarlanma ihtimali de belli olmadığı için olasılık hesaplamaları mümkün görünmemektedir (Yavuz & Tokucu, 2006: 148). Bu nedenle Keynes, belirsizlik ile riski ayırmak suretiyle yatırımların karar sürecinde bu kavramların etkin işlevleri olduğunu ileri sürmektedir. Keynes'e göre kapitalist ekonomilerde yatırımcılar, kaçınılmaz bir şekilde belirsizlik sorunuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Çünkü Keynes'e göre yatırımcılar, gelecekte yapmak istedikleri bir yatırım için ne kadar kâr beklentisinin gerçekleşeceğini kestirememektedirler. Yatırım kararları verilirken hem sermaye mallarının maliyetine, hem de aynı yatırımlardan beklenen hasılaya bakılmaktadır. Gelecekteki belirsizlikler ise matematiksel olarak hesaplanamadığı için, yatırımcıların sezgilerine göre karar vermelerine neden olmaktadır (Yavuz & Tokucu, 2006: 150). Minsky de Keynes'in belirsizlik düşüncesini paylaşarak, kapitalist ekonomik sistemin işleyiş sürecinde, "Temel Belirsizlik Anlayışı"nın, iktisadi ajanların karar mekanizmalarında "belirsizliğin" etkin olduğunu düşünmektedir (Davidson, 2002: 39).

Çünkü ekonomik birimler karar anlarında kararlarını etkileyecek verilere tam manasıyla sahip değildirlir. Minsky'e göre kapitalist bir ekonomik sistemde, risk ve belirsizlik düşüncesi temelinde, finansal piyasalardaki para ve kredi alanında oluşan gelişmeleri göz ardı etmemektedir (Whalen, 2007: 11). Yatırımların finansmanında, finansal piyasaların merkezi bir konumda olması nedeniyle belirsizliğin yüksek olduğu bu piyasalar, ekonomideki istikrarsızlığın da temelini oluşturmaktadırlar. Yatırımların finansmanı, borç verenle borç alan arasındaki garantileri sağlayan finansal piyasalar (bankacılık sistemi) aracılığıyla gerçekleştiği için kapitalist ekonomik sistemde finansal kurumlar, sistemin istikrar ve istikrarsızlığında önemli bir yere sahiptir (Işık, 2004: 53-54).

Minsky, bankalar ve finansal kurumların birbirlerine daha bağımlı ve karmaşık hale geldikçe tüm sistemi nasıl çökertebileceğini göstermeye çalışmış ve bunun nasıl önlenebileceğine de dikkat çekmiştir. Bunun anlaşılabilmesi için borcun nasıl biriktiği ve dağıtıldığının anlaşılması gerekmektedir (Roubini & Mihm, 2011: 57).

Geçmiş ve şimdiki istatistiklere dayanarak piyasa sinyallerini yorumlamak, “iktisadi ajanlar” için güvenilir altyapı oluşturmadığı düşünülmekte ve bu yüzden “iktisadi ajanların” karar alma davranışı bilinmemektedir. Bu nedenle belirsizliği hesaplamak mümkün değildir. Belirsizlik hesaplanamıyorsa, yatırımcıların gelecek hakkındaki beklentileri belirsiz olmakta ve bu belirsizlik, yatırım malları fiyatlarına yansımaktadır. Minsky de Keynes'in bu görüşünden yola çıkarak, finansal piyasaların işleyiş sürecinde belirsizlikleri vurgulayarak kapitalist ekonomik sistemin istikrarsızlığında bu belirsizlik anlayışının önemli bir yeri olduğuna inanmaktadır.

1.6. Post Keynesyen İktisadi Düşünce ve Minsky

Post Keynesyen İktisat¹, Cambridge ekolüne dayanan ve Keynesyen düşüncenin temel dinamiklerini, makroekonomik reel problemler ölçüsünde yorumlamak amacını taşıyan, “Ana Akım” iktisada ve “Yeni Keynesyen” iktisada karşı farklı yaklaşımlar getiren bir iktisadi düşüncedir. Post Keynesyen iktisadi düşünce, Keynes’in 1936 yılında yayınladığı “*İstihdam, Faiz ve Para’nın Genel Teori*”sinden etkilenen ve yeniden yorumlanan bir iktisadi yaklaşımdır. Post Keynesyen iktisatçılar, Keynes’in, çalışmaları ile ortodoks iktisadi görüşten tamamıyla koptuğunu ileri sürmektedirler (Yavuz & Tokucu, 2006: 150). Bu nedenle, Post Keynesyenler ortodoks temelli çalışmalara karşı alternatif tezler ileri sürerken, temel dayanaklarının Keynes olduğunu ileri sürmektedirler.

“Post Keynesyen iktisat okulu yaklaşımı, belirsizlik, eksik enformasyon ve ergodik olmayan koşullar altında firma kararlarını Keynes’in efektif talep teoremi çerçevesinde incelemektedir. Efektif talep teoreminde firmaların ex-ante (beklenen) beklentileri ile ex-post (gerçekleşen) beklentileri arasındaki farkın, üretime, işgücüne katılmaya olan direkt etkisi geçerlidir. Belirsizlik altında firmaların yatırım kararları ex-ante beklentiler ile ex-post beklentilere eşit ya da büyük ise firma, ekonomide yatırımına devam edecektir, aksi durumda piyasadan çekilme ya da yatırımını azaltma kararı alacaktır. Bu karar ise direkt olarak üretimin azalmasına, talep yetersizliğine ve işsizliğe neden olacaktır. Efektif talep yaklaşımında ex-ante beklentiler, belirsizlik koşulları altında risk olgusuna göre belirlenmektedir” (Doruk & Şahintürk, 2011: 5).

¹ Önemli savunucuları; Michal Kalecki, Nicholas Kaldor, Paul Davidson, Joan Robinson, Richar Kahn , Abba P. Lerner, Evsey Domar, Hyman Minsky, Jan Kregel.

Post Keynesyen iktisatçılar, Keynes'in, "ana akım" iktisadi düşünce sistemini tamamen reddeden, toplam talebin en önemli değişken olduğunu ve tüm ekonomiyi şekillendirdiğini iddia eden bir düşünceye sahiptirler. Post Keynesyen görüşe göre ekonomik kararlar, geri döndürülemez ve karmaşık bir geçmişten, tahmin edilemeyen, belirsizliklerin olduğu bir geleceğe giden bir süreç içinde işlemektedir. Aynı zamanda "Post Keynesyen" ler, insanın yanılabilirliği üzerinde odaklanmakta ve geçmişte yaşadıklarının gelecekteki beklentileri etkilemeyeceğini ileri sürmektedirler. Diğer bir ifadeyle her devrin kendine has özellikleri olması, yanılabilirlik ihtimalini kuvvetlendirmektedir. Toplam talep, işsizlik, enflasyon, üretim, gelir dağılımı, belirsizlik, içsel para arzı yaklaşımı, girişimcilerin hayvani içgüdüleri ve ekonomik coşkunluk yaratan sürü psikolojisi, Post Keynesyen iktisat düşüncesinin üzerinde durduğu en önemli konulardır. Post Keynesyen iktisatçılar devresel dalgalanmaları, kapitalist ekonomik sistemin yapısı gereği içsel bir olgu olarak görmektedirler. Teknolojik yenilikler veya piyasalarda meydana gelen dışsal veya içsel gelişmeler, piyasa dalgalanmalarını tetikleyebilmesine rağmen, bunların altında yatan temel nedenlerinin içsel yapı bozuklukları olduğunu ileri sürmektedirler. Kapitalist ekonomik sistemdeki içsel yapı arızalarını istikrarsızlıkların temeli olarak görmektedirler. İçsel yapı arızalarının temelinde ise üretim birimlerinin ve finansal kurumların, servet biriktirme arzusu ve aşırı kâr beklentileri vardır.

Post Keynesyen iktisatçılar, hem “Ortodoks İktisat” düşüncesini, hem de Keynesçi görüşe sahip olduğunu iddia eden “Yeni Keynesyen” iktisatçıların görüşlerini temelden reddetmektedirler. Hatta Minsky, “Yeni Keynesyen” iktisadi düşünceyi, Keynes’in rotasından sapmış ortodoks bir iktisat düşünce sistemi olarak görmektedir. Belirsizlik konusu, Post Keynesyen iktisadi görüş içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Belirsizlik, ekonominin geleceği içindeki değişimlerde önemli bir faktör olarak öne çıkmakta ve Post Keynesyen yaklaşımın temel dinamikleri arasında yer almaktadır (Yavuz & Tokucu, 2006: 148). Post Keynesyen İktisat anlayışında, “ergodik” olmayan sistem, organiklik, belirsizlik ve para arzı yaklaşımı çerçevesinde diğer iktisat görüşlerinden daha belirgin bir şekilde ayrılmaktadır. Geçmişe ve şimdiki zamana ait olan veriler ya da istatistikler ile geleceğe yönelik çıkarım yapma yaklaşımı “ergodik” zaman paradigması olarak adlandırılmaktadır. Geçmiş ve şimdiki istatistiklere dayanarak piyasa sinyallerini yorumlamak, iktisadi ajanlar için güvenilir altyapı oluşturamamakta, bu yüzden “ergodik aksiyom” ekonomik karar davranışlarını açıklayamamaktadır (Davidson, 2009a: 31-32).

Minsky, gelişmiş kapitalist ekonomik sistemde, sermayenin finansmanı ve finansal piyasaların işleyiş şekli nedeniyle istikrarsızlığın sürekli olduğunu düşünmektedir. Yani kapitalist ekonomilerde, ekonomik dalgalanmaların, sistemin doğası gereği olduğunu ön kabul olarak benimsemiştir. Bu yüzden, gelişmiş piyasalara sahip bir ekonomik sistemde, finansal istikrarsızlığın, devresel dalgalanmalara nasıl dönüştüğünü ve bunun sonucunda ekonomilerin içsel dinamiklerinin, devresel dalgalanmalardaki etkisi üzerine yoğunlaşmıştır.

1.6.1. Post Keynesyen İktisatta Para Arzının İçselliği ve Minsky

Para arzının içselliği, Post Keynesyen düşüncenin en önemli konularından biridir. Post Keynesyen İktisat yaklaşımına göre piyasadaki belirsizlik çerçevesinde parasal üretim ekonomisi ve paranın konumu zamanlar arası bir araç olarak görülmektedir. Post Keynesyen iktisatçılar, içsel para arzı yaklaşımını kabul etmektedirler. Aynı anlayış, Minsky'nin modelinde de görülmektedir. Para, tarihsel süreç içerisinde bir mübadele aracı ve belirsizliğe bağlı olarak şekillenen beklentilerin (ex-ante) oluşmasına yardımcı olmaktadır. Post Keynesyen iktisatçılar, para arzının içselliğini kabul etmelerine rağmen geleneksel para politikasının etkisinin sınırlı olabileceğini kabul etmektedirler. Para arzının piyasada yer alan iktisadi birimlerce oluşturulması ki bu oluşum talep yanlıdır, Post Keynesyen iktisat okulunda para arzı yaklaşımının içsel olarak algılanmasına neden olmaktadır. Post Keynesyen iktisatçılar, bankaların vermiş olduğu kredilerin, daha geniş çapta üretime neden olacağı belirtmektedir (Işık, 2010: 46-47). Post Keynesyen içsel para teorisinin ana eksenini kredi mekanizması oluşturmaktadır. Para arzının içselliği, yeni kredi talebi ve finansal araçlar üzerine kurulmuştur. Ancak paranın içsel olduğunu savunan Post Keynesyen iktisatçılar arasında da ayrılıklar görülmektedir (Özgür, 2008: 55). Post Keynesyen İktisat yaklaşımında para arzının içselliği ile ilgili görüşlerde iki farklı bakış gelişmiştir. Bunlardan ilki “para arzının tam içsellik yaklaşımı” diğeri ise “yapısal içsellik yaklaşımı”dır (Işık, 2010: 135).

Para arzının “tam içselliği yaklaşımı” na göre para arzının içselliğini belirleyen temel unsurlar, para otoritelerinin nihai borç veren rolü olma ve dolayısıyla faiz oranlarının dışsal olarak belirlenmesidir. “Yapısal içsellik yaklaşımı” na göre ise para arzının içselliği, ekonomik karar birimlerinin likidite tercihleri, ekonomik faaliyet hacmiyle birlikte artan borçluluk ve risk faktörleri, para arzının belirlenmesini etkilemekte ve para ile faiz oranlarını içselleştirmektedir (Işık, 2010: 135).

Minsky’e göre para arzının içsel olmasının iki temel nedeni vardır. İlki, özel bankaların parayı içsel olarak yaratma gücü, yani finansal piyasa davranışlarından kaynaklanan para ve kredinin içselliğidir. Finansal piyasalarda kâr peşinde koşan bankalar ve diğer finansal kurumlar, finansal yenilikler yaparak, para arzını etkileme gücüne sahiptir. İkincisi ise finansal piyasalardaki değişmelerin neden olduğu borç deflasyonu riskidir. Borç deflasyonu riski, para otoritelerinin finansal istikrarı sağlamak için zorunlu olarak piyasaya müdahale etmesine ve para arzının artmasına neden olmaktadır. Bu yüzden finansal piyasaların dinamik etkisi, para arzı politikasının içselliği olarak görülmektedir (Işık, 2010: 183). Schumpeter gibi Minsky de modern ekonomilerin tipik özelliklerinden birisinin sürekli olarak yeni ürünler, yeni buluşlar yapılması olduğunu ifade etmektedir. Bu yenilikler ise yeni piyasalar yaratmakta ve var olan piyasalardaki arz ve talep koşullarını değiştirmektedir. Bununla birlikte Minsky’e göre yenilikler ve buluşlar yalnızca üretim piyasalarında değil, finansal piyasalarda da yapılmaktadır. Finansal piyasalarda yapılan yeniliklerin temel motivasyonu ise kâr arayışlarıdır (Ergül, 2005: 66). Minsky, bankacılık sistemini bir ekonomideki kurumsal yapının en önemli unsurlarından biri olarak görmektedir (Minsky,1986: 249).

Ayrıca bir ekonominin kurumsal yapısı içinde yasal düzenlemelerden en çok etkilenen sektör de bankacılık sektörü olmakta, bu nedenle bankacılık sektörünün işleyişinin anlaşılması ve istikrarı için gerekli görülen kurumsal düzenlemelerde bu sektörün dikkate alınması gerekmektedir. Minsky'nin iddiasına göre bankaların daha yüksek kâr elde etme arayışı, onları finansal yenilikler yapmaya itmekte ve bu yenilikler de daha önceden var olmayan para yaratma süreçlerini ortaya çıkarmaktadır. Minsky, ayrıca daraltıcı para politikalarının finansal yenilikleri hızlandırdığını da iddia etmektedir. Çünkü sıkı para politikası uygulama dönemlerinde finansal kurumlar, ellerinde bulundukları imkanları geliştirerek kâr artışları gerçekleştirmek için finansal yenilikler yaratmaktadır (Minsky, 1986: 250-280). Sonuç olarak, merkez bankaları, para tabanı üzerindeki kontrollerini artırdıklarında, mevduat bankaları bu kısıtları aşmanın yasal boşluklarını bulmaya çalışmaktadırlar (Özgür, 2008: 57-58). Minsky'e göre, bankalar kâr elde etme amacı içinde olan ve borç ve varlık yönetimini bu amaç için gerçekleştiren kuruluşlardır. Bankaların kâr arayışları, ekonominin banka finansmanı yoluyla genişleme sürecine girmesini kolaylaştırmaktadır. Ancak bu süreç finansal kırılganlığın artmasını ve ekonomik istikrarsızlığı da beraberinde getirmektedir (Minsky,1986: 249-280). Merkez bankasının enflasyonun artması kaygısıyla sıkı para politikası izlemesi durumunda, eğer finansal piyasalarda yenilikler yapılmıyorsa diğer bir ifadeyle finansal piyasalarda kurumsal yapı istikrarlıysa, beklendiği gibi faiz oranları artmaktadır.

Finansal piyasalarda yenilikler yapılması durumunda ya da finansal piyasalarda kurumsal yapının değişken olduğu bir durumda, artan faiz oranları kâr arayışında olan bankalar için fırsat maliyetinin artması sonucunu doğuracaktır. Bu durumda bankalar sıkı para politikasını aşmak için yeni finansman teknikleri bulmak, varlık ve yükümlülük yapılarını değiştirmek yoluna gitmektedirler (Ergül, 2005: 66).

Minsky'e göre, merkez bankası ekonomideki borç talebini sınırlandırmak için rezerv parayı azaltma yoluna gitse bile bu önlem yeteri kadar etkin olmamaktadır. Çünkü merkez bankasının bu politikası neticesinde rezervleri azalan bankalar, iki seçenekle karşı karşıya kalmaktadırlar. Merkez bankasından borçlanma, genellikle maliyetli olduğundan bankalar genellikle para piyasalarından borçlanarak fon elde etme yolunu tercih etmektedirler. Buna ilaveten piyasalarda fazla fona sahip olan kuruluşlar ise fon ihtiyacı olan kesimlere borç vermeye daha fazla istekli olmaktadır. Aynı zamanda merkez bankasının sıkı para politikaları finansal yenilikleri teşvik edici bir etki yaratmaktadır (Özgür, 2008: 55-58).

1.6.2. Post Keynesyen İktisatta Belirsizlik ve Minsky

Minsky'nin hipotezindeki ikinci temel nokta ise belirsizlik ve risk olasılığı hakkındaki düşünceleridir. Bu düşüncelerin temelinde ise Kalecki ve Keynes vardır. Belirsizlik konusu, Post Keynesyen iktisadi görüş içerisinde önemli bir yer tutmakta ve ekonominin bütün işleyişini etkilediğini ileri sürmektedirler (Yavuz & Tokucu, 2006: 148).

Belirsizlik, ekonominin geleceği içindeki değişimlerde önemli bir faktör olarak öne çıkmakta ve temel dinamiği olarak yer almaktadır. Belirsizlik altında firmaların yatırım kararları *ex-ante* (beklenen) beklentiler ile *ex-post* (gerçekleşmiş) beklentilere eşit ya da büyük ise firma, ekonomide yatırımına devam etmektedir. Aksi durumda ise piyasadan çekilme ya da yatırımları azaltma kararı alınmaktadır. Bu karar ise direkt olarak üretimin azalmasına, talep yetersizliğine ve işsizliğe neden olmaktadır. Efektif talep yaklaşımında exante beklentiler, belirsizlik koşulları altında risk olgusuna göre belirlenmektedir (Doruk & Şahintürk, 2011: 5). Post Keynesyen düşüncede belirsizlik hakkında olasılık dağılımlarının, belirsizlik koşullarında reel davranışların gerçekleşmesi için bir temel oluşturmadığı, farklı bir bakış açısı geliştirmişlerdir (Snowdon & Vane, 2012: 412). Bu analizle Post Keynesyenler, belirsizlik hakkındaki düşüncelerinde, bugünün seçimlerinin, gelecekteki sonuçlarını dikkate alan gerçek belirsizliğin oluştuğu bir durumun ortaya çıkmasına ve karar vericilerin gelecekteki beklentilerini göz önünde bulunduran hiçbir bilginin bu gün var olmadığına inanmaktadırlar. Bu nedenle gelecekle ilgili kesinlik ifade eden hesaplamalar yapılamayacağını ileri sürmektedirler (Snowdon & Vane, 2012: 412-413).

Post Keynesyenlere göre nokta veya mantıksal zaman içerisinde belirsizlik olmayabilir. Fakat gerçek yaşamda tarihsel bir zaman süreci vardır. Tarihsel zaman sürecinde tüm olaylar belirli bir takvim zamanı içinde gerçekleşmekte ve gerçekleşen olayların geri döndürülebilmesi mümkün değildir. Bu yüzden gelecek belirsiz olduğu için, gelecekte olması muhtemel olayların, önceden tahmin edilmesi de mümkün değildir (Yavuz & Tokucu, 2006: 151).

Minsky, çalışmasında Keynes'in belirsizlik hakkındaki düşüncelerini hipotezin en önemli ikinci ayağına yerleştirmiştir. Keynes'e göre belirsizlik ve risk, farklı kavramlar olarak ifade edilmektedir (Whalen, 2007: 11). Minsky de Keynes'in belirsizlik düşüncesini paylaşarak, kapitalist ekonomik sistemin işleyiş sürecinde, temel belirsizlik anlayışının, iktisadi ajanların karar mekanizmalarında belirsizliğin etkin olduğunu düşünmektedir. Çünkü ekonomik birimler, karar anlarında, kararlarını etkileyecek verilere tam manasıyla sahip değildirler (Minsky, 1976: 62). Minsky'e göre kapitalist bir ekonomik sistemde, risk ve belirsizlik düşüncesini değerlendirirken, finansal piyasalardaki para ve kredi alanında oluşan gelişmeleri göz ardı etmemek gerekmektedir (Whalen, 2007: 11). Keynes de Schumpeter de finansal kurumları kapitalist ekonomik sistemin merkezinde konumlandırmışlar ve kredilerin kaynağının tasarruflar olmadığını, tersine bankacılık veya finansal sistemin yarattığı bir para arzının olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu yaratılan para arzı, kredili işlemler bütünü olarak, bankalar tarafından firmalara verilmekte, dolayısıyla reel ekonominin bir değişkeni olarak tasarruftan bağımsız bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle, bankacılık sisteminin yarattığı kredi, reel iktisadi gelişmeyi etkilemektedir (Kızılkaya, 2010: 94). Minsky, paranın içsel olarak yaratılma sürecini tıpkı Schumpeter gibi, finansal yeniliklere bağlamaktadır. Bankaların daha yüksek kâr elde etme arayışları, onları finansal yenilikler yapmaya yöneltmektedir. Bu yenilikler ise ekonomi içinde var olmayan yeni para arzının artmasıyla sonuçlanmaktadır. Minsky ayrıca daraltıcı para politikalarının finansal yenilikleri hızlandırdığını da iddia etmektedir. Merkez bankalarının para tabanı üzerindeki kontrollerini artırması mevduat bankalarının para arzını artıran yenilikler üretme gayretlerini engelleyememektedir (Özgür, 2008: 57-58).

Minsky, zaman zaman makalelerinde Post Keynesyen bir yaklaşım içinde olduğunu, bazı zamanlarda ise Post Keynesyen İktisada mesafeli olduğunu ifade etmektedir. Minsky için Post Keynesyen iktisatçı olduğu kanısı üzerinde tam bir kesinlik yoktur. Minsky'nin belirsizlik hakkında ve para arzının içselliği hakkındaki düşünceleri, Post Keynesyen bir yaklaşıma yakın olmasına rağmen, kredilerin kaynağının bankacılık veya finansal sistemin yarattığı kredili işlemler bütünü olduğu düşüncesi, ekonomik sistemlerdeki piyasa başarısızlıklarında finansal kurumların işleyiş problemleri açısından Schumpeteryan Finansal Keynesyen bir iktisatçı olarak görülmektedir. Minsky; akademik kariyerinin başlarında “Klasik Öğreti” veya diğer bir ifadeyle “ana akım” iktisadi görüşe daha yakın bir duruş sergilediği ve daha sonra Keynes'in “*Genel Teorisi*” üzerindeki çalışmaları nedeniyle evrim geçirdiği ileri sürülmektedir (Whallen, 2012: 6). Örneğin yaptığı bir çalışmada Minsky; Fisher'in görüşlerinin eksik yönünü tamamladığını iddia etmekte, “*The Dept Deflation Theory of Great Depressions*” isimli çalışmasını; Post Keynesyen bir dil ile yeniden şekillendirdiğini ifade etmektedir (Minsky, 1994b: 3).

Minsky'nin (1992d) diğer bir çalışması ise “*Salient Attributes Of Keynesian Economics*” Keynesyen iktisadın göze çarpan bir yorumu isimli çalışmasıdır. Bu çalışmasında da kendisini tam olarak bir Post Keynesyen iktisatçı olarak görmemekte ve bu iktisat görüşüne dışarıdan yaptığı katkıları paylaşmaktadır. Onun en yakın takipçilerinden olan L.Randal Wray ve Dimitri B. Papadimitriou onun çalışmaları için “Post Keynesyen İktisat” ile “Kurumsalcılar” arasındaki bağlantıyı teşkil ettiğini iddia etmektedirler (Papadimitriou & Wray, 1997: 3).

Yukarıdaki iki farklı bakış açısı Minsky üzerinde tam bir yargıya varmayı şüpheli veya belirsiz kılmaktadır. Sonuç olarak Minsky'nin, geliştirdiği finansal istikrarsızlık hipotezinin temelinde, "Schumpeteryan Finansal Bir Post Keynesyen" iktisatçı olduğunu ileri sürmek de doğru bir yorum olabilir. Ya da bir başka bakış açısıyla değerlendirmek gerekirse, çalışmalarında ortodoks iktisada getirdiği eleştirel bakış açısı, Marx, Kalecki ve Keynes'in çizgisindeki görüşlerinin yanında, Schumpeter ve Fisher'den etkilenerek, çalışmalarının merkezine finansal piyasaları oturttuğu için sadece "Finansal Post Keynesyen" bir iktisatçı olarak ifade edilmesi de doğru bir tanımlama olabilir (Wray, 2011a: 2).

II. BÖLÜM

2. HYMAN MINSKY VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

Post Keynesyen iktisatçılar arasında kabul edilen Minsky, ana akım iktisada karşı eleştirel bakış açısıyla değerlendirmeler yapmış ve finansal krizleri bu bağlamda irdelemiştir (Munoz, 2011: 14). 1970'lere kadar Ortodoks yaklaşımla çalışmalarını yapmış olan Minsky'nin Post Keynesyen görüşlere yaklaşması, John Maynard Keynes ile ilgili çalışmasını bitirdiğinde gerçekleşmiştir. 1970 öncesine Ortodoks pencereden 1970 sonrasına ise Post Keynesyen pencereden bakan bir Minsky vardır (Papadimitriou & Wray, 1997: 5). Diğer taraftan Minsky kendisini Finansal Keynesyen olarak adlandırılmayı tercih etmiştir (Wray, 2011d: 2).

Minsky, geliştirdiği hipotez ile ilgili görüşlerini basitleştirerek açıklayan çok sayıda makale yayınlamıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezinin alt yapısını oluşturan bu çalışmalarından bazıları; *“The Financial Instability Hypothesis And Recent Business Cycle Experience, (1975)”*, *“Stabilizing An Unstable Economy, (1986)”*, *“Financial Crisis: Systemic or Idiosyncrotic, (1991)”*, *“The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions, (1992)”*, *“Financial Instability Hypothesis, (1992)”*, *“Schumpeter And Finance, (1992)”*, *“Salient Attributes of Post – Keynesian Economics, (1992)”*, *“Finance and Stability: The Limits Of Capitalism, (1993)”*, *“The Financial Instability Hypothesis And Recent Business Cycle Experience, (1975)”*, adlı başlıklar altında sıralanmaktadır.

Minsky finansal istikrarsızlık hipotezi üzerindeki ilk çalışmalarına 1950'li yıllarda başlamıştır. Minsky, hipotezini oluştururken, asıl amacının ekonomik krizlerin nasıl ve ne koşullar doğrultusunda gerçekleştiğini sorgulamaktır. Dünyanın yaşadığı en büyük ve en uzun süreli krizin (1929 Ekonomik Buhran) nasıl meydana geldiği ve kapitalist ekonomik sistemlerde belli belirsiz aralıklarla yinelenen bu devresel dalgalanmaların nasıl önlenebileceği üzerinde çalışmalar yapmıştır.

Minsky'nin böyle bir çalışmaya yönelmesinin nedenlerinden bir diğeri ise John Maynard Keynes ve onun eserleri üzerinde yaptığı çalışmalarıdır. Çünkü 1929 Ekonomik Buhrandan sonra uygulama alanı bulan Keynesyen politikaların dünya ekonomisinde başarılı sonuçlar üretmesi, onun krizler konusunda Keynes'e olan hayranlığını artırmıştır. Keynes'in, 1929 Ekonomik Buhran sonrasında ileri sürdüğü yeni iktisadi bakış açısının kapitalizmin geleceğini kurtardığı düşünülmektedir. O döneme kadar kapitalist ekonomik sistemlerin en temel noktası olan kendi mecrasında işleyen ekonomilerin krizler karşısında müdahale etmeme anlayışı ve ekonominin belli bir zaman sürecinde kendiliğinden tekrar dengeye geleceği iddiası bu krizde gerçekleşmemiş ve uzun süreli bir buhran döneminin yaşanmasına neden olmuştur. Keynes'in ise bu buhran döneminin sona ermesi ve ekonomilerdeki iyimserliğin geri gelmesi için önerdiği politikaların başarılı sonuçları, Minsky'nin de kapitalist ekonomik sistemlerin yapısını incelemesinde önemli bir yeri olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1960'lı yıllara kadar süren altın çağın, sonuna gelindiğinin düşünülmesi, sanayileşmiş ve sanayileşmekte olan ekonomilerde başlayan enflasyon ve işsizlik seviyelerindeki artışlar, likidite sıkışıklıkların ortaya çıkması, ABD ekonomisindeki dış borç ve cari açıklar nedeniyle beklenen devalüasyon ihtimali ve Keynesyen iktisat politikalarıyla bu problemlere karşı çözüm üretilememesi gibi faktörler, Keynesyen düşünceden sapmalara neden olmuştur. Minsky, Keynesyen düşünceden tamamen saptıklarını iddia ettiği bu düşünce akımının görüşlerini reddetmiş ve Keynes'in iş çevrimleri içerisinde yer alan yatırım finansman döngüsünün işleyişine odaklanarak finansal piyasaların ve firmaların borçlanma seviyelerinin kontrol edilmesiyle devresel dalgalanmaların şiddetinin azaltılabileceğini düşünmüştür.

2.1. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Varsayımları

Minsky (1986) ilk olarak, kapitalist ekonomik sistemin niçin kriz yaratan bir eğilime sahip olduğu sorusuna cevap aramıştır. Krizlerin aralıklı dönemler halinde devamlı olarak gerçekleşmesi ve önlenememesi sebebiyle krizlerin şiddetinin ve sürelerinin azaltılıp azaltılamayacağı sorusuna yanıt aramıştır. Minsky bu sorulara cevap ararken öncelikli olarak ekonomi coşkunluk (ephoric) dönemindeyken iktisadi ajanların davranışları üzerinde yoğunlaşmıştır. Minsky'ye göre iktisadi ajanlar, bir diğer deyişle firmalar ve finansal kurumlar finansal kırılganlığı yaratan asıl unsurlardır, çünkü bu ajanlar ekonomi içindeki etkinlikleri nedeniyle krizlere eğilimli yapılar içermektedirler.

Minsky'e göre kapitalizm, özünde finansal bir sistemdir ve finansal ilişkiler iktisadi birimler arasındaki akımları oluşturmaktadır. Finansal kırılganlık, gelişmiş kapitalist sistemin doğal bir özelliğidir ve krize olan duyarlılığını ifade etmektedir (Wray, 2011a: 285-286). Kapitalist ekonomik sistemin temel yapısını oluşturan bu unsurlar, kırılganlığın ve yapısal arızalarının temel sebebini oluşturmaktadır. Yani Minsky'e göre krizler, kapitalist ekonomik sistemin içsel sebeplerinden kaynaklanan devresel dalgalanmalardır. Bu nedenle Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezi ile ilgili çalışmasını, ABD ekonomisinin gelişme sürecinde, finansal piyasaların meydana getirdiği iktisadi dalgalanmalar üzerinde yoğunlaştırmıştır (Whalen, 2012: 6, Snapi, 2011: 3).

Minsky çalışmalarında, gelişmiş piyasalara sahip bir ekonomik sistemde, finansal kurumlardan kaynaklanan finansal istikrarsızlığın devresel dalgalanmalara nasıl dönüştüğünü ve ekonomilerin içsel dinamiklerinin bu dalgalanmalardan nasıl etkilendiğini açıklamayı amaç edinen bir hipotez geliştirmiştir. Finansal istikrarsızlık hipotezi, ampirik ve teorik yönleri ile bütünsellik içeren bir çalışmadır. Hipotezin ampirik yönü, kapitalist ekonomilerin zaman zaman karşılaştıkları enflasyonist veya deflasyonist dalgalanmaları, varlık fiyatlarının düşmesi ve derin durgunluk gibi konuları kapsamaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezi, Keynes'in, ABD ve diğer kapitalist ekonomilerdeki finansal ve reel krizlerin açıklanmasını amaç edinen "*Genel Teori*"nin bir yorumu olarak görülmektedir (Minsky, 1986; Minsky, 1992; Mc Culley 2009; Palley, 2009; Wray 2008, 2011; Whalen 2007). Bu yorum ise finansal krizlerin nedenleri ve sonuçları açısından "*Genel Teori*"yi tarihi bir zemine oturtmak amacı taşımıştır.

Minsky ana akım iktisadın en temel ilkesi olan ekonomideki genel denge görüşünü temelden reddetmekle analize başlamıştır. Hipotezindeki temel varsayımlardan biri olan ve Keynes'ten aldığı iş çevrimleri içerisindeki yatırımın finansman teorisi ise kapitalist ekonomik sistemlerdeki belirsizlik koşulları altında sistematize edilmektedir. Çünkü Minsky, kapitalist ekonomik sistemlerde etkin olan firmaların yatırımlarının ekonomi içindeki seviyesi, ekonomileri gelişmeye veya durgunluğa sevk etmektedir. Gelişmiş kapitalist ekonomilerde ekonomi, iş çevrimleri içerisindeki en önemli birim olan firmalar veya iş dünyası yatırımlarını sürdürdükçe gelişmektedir. Yatırımların artış seviyesinin devam etmesi ancak firmaların gelecekteki kâr beklentilerinin iyimser olduğu durumlarda gerçekleşmektedir.

Üretilen malların satışından elde edilen kârlar, finansal araçlardan temin edilen kredilerin tekrar geri ödenmesini sağlayan temel kaynaktır. Firmaların ve hane halklarının, tüketim ve yatırım amaçlı aldıkları borçları geri ödeyebilmeleri, elde edebilecekleri gelir akımlarına bağlı olmaktadır. Firmalar nakit akımlarını, yaptıkları yatırımların gelirlerinden, hane halkları ise ücret gelirlerinden elde etmektedirler (Minsky, 1986: 5). Ekonomi gelişme dönemini yaşarken ekonomik birimlerin nakit akışlarını yönetmek, yani nakit giriş ve çıkışlarını ayarlamak, istikrarlı bir süreci sürdürebilmek için sistemin temel problemi olmaktadır. Bu finansal bir sorundur ve kapitalist bir ekonomideki bütün ekonomik birimleri yakından etkilemektedir. Minsky'e göre iş çevrimleri içinde önemli yeri olan finansal kurumlar, ekonominin gelişim sürecini doğrudan etkilemektedir. Çünkü Minsky'e göre bütün kesimler arasındaki ilişkilerde finansal kurumlar aracılık görevi üstlenmektedirler.

Bu temel varsayımlar neticesinde Minsky, kapitalizmi özünde finansal bir sistem olarak görmekte, iktisadi birimler arasındaki akımları gerçekleştiren en önemli kesimin finansal kurumlar olduğunu ileri sürmektedir (Wray, 2011a: 286). Finansal ilişkiler analiz edilirken, sermaye varlıklarının, finansal ilişkiler içindeki yapısının ve bu yapıdaki değişmelerin birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Finansal kurumların yapısı karmaşık bir karaktere büründükçe, hane halkı, iş dünyası ve devlet arasındaki finansal akımı yönlendiren bu kesimin ekonomi içindeki etkinliği daha fazla öne çıkmaktadır (Minsky, 1992b: 17).

Minsky'e göre finansal piyasaların işleyiş şekli "Spekülatif (Kırılgan) Finansman" modeline göre yürümektedir. Bu nedenle finansal piyasaların çalışma şeklindeki belirsizlik, ekonominin geleceğine yönelik tahminleri zayıflatmaktadır. Minsky, kapitalist sistemin içerisinde özel sektörü, bir taraftan sermaye varlıkları üzerindeki kontrolü elinde bulunduran ve diğer taraftan da yatırım talebi ile yatırım mallarının önemli bir bölümünü talep eden yapısı nedeniyle, finansal istikrarsızlığı ve krizleri oluşturan nedenlerin başında gördüğü için özel sektördeki yatırım ve yatırımın finansman ilişkilerini hipotezin temel noktası olarak görmektedir (Minsky, 1986: 349). Özel sektörde beklenen kârlar, bir yandan gerçekleştirilecek finansal sözleşmelerin miktarını, diğer yandan da finansal sözleşmelerin piyasa fiyatını belirlemektedir. Gerçekleşen kârlar ise sözleşmelerdeki yükümlülüklerin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin ölçüsü olmaktadır.

Modern kapitalist dünyada, finansal ilişkiler ve bu ilişkilerin sistemin davranışları üzerindeki etkilerinin analizi, işletmelerin borç yapısı ve elde ettikleri nakit akımlarının analizi ile sınırlandırılmamakta, firmalarla birlikte hane halkları, hükümetler ve uluslararası kurumların da kendilerine ait borç yapılarını kapsamaktadır. Devletin, finansal kurumları ve firmaları finanse eden bir aktör olarak ekonomiye geniş ölçüde müdahale etmesi, finansal yapının giderek karmaşıklaşmasına neden olmaktadır (Minsky, 1992c: 5).

2.2. Kapitalist Ekonomik Sistemlerde İkili Fiyat Yapısı

Minsky'e göre kapitalist ekonomik sistemlerde karşılaşılan finansal istikrarsızlıklar, cari üretim fiyatlarına nazaran finansal varlıkların ve sermaye varlıklarının fiyatlarındaki ani değişikliklerin meydana getirdiği bir süreçtir. Bu nedenle Minsky, finansal istikrarsızlığı tanımlarken ikili fiyat sisteminden yararlanmaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezindeki ikili fiyat ilişkisi daha önceden Marx, Kalecki ve Keynes tarafından da ifade edilmiş olmasına rağmen Minsky bu görüşe yeni bir bakış açısı getirmiştir. Minsky'e göre gelişmiş kapitalist ekonomik sistemlerde ikili fiyat sistemi farklı piyasalarda belirlenmekte ve farklı değişkenlerin fonksiyonu olarak hareket etmektedir (Minsky, 1992b: 7). Piyasalardaki ikili fiyat yapısının incelenmesi, cari üretim düzeyinde tüketim ve yatırım mallarının bugünkü ve gelecekteki fiyatlarının değerlendirilmesini öngörmektedir. İkili fiyat sisteminden ilki tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracat içindeki cari üretim fiyatlarıdır.

Minsky'e göre cari üretim düzeyinde fiyatların oluşması, üretim aşamasında gerçekleşen girdiler ve yatırımların finansman maliyetleri sonucunda oluşmaktadır. Cari üretim mallarının fiyatları, emek, hammadde ve finansman maliyetlerinin üzerine belli bir kâr marjı eklenerek belirlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, bir malın fiyatının oluşmasında, o malın üretilmesi için gerekli olan girdi maliyetlerinin yanında finansal piyasalardan sağlanan sermaye maliyetlerinin de önemli bir yeri vardır (Minsky, 1986: 195-196). Kapitalist iktisadi gelişmeleri bu ikili fiyat yapısı belirlemektedir. İkili fiyat yapısındaki fark ne kadar artarsa, ekonomideki kırılganlık seviyesi de o kadar artmaktadır. Sermaye mallarının fiyatları yatırımın ilk aşamasında belirlenirken, üretim mallarının fiyatları yatırımın sonunda oluşmaktadır. Bu nedenle, sermaye mallarından beklenen gelirler daima bir risk ve belirsizlik taşımaktadır. Aslında belirsizlik gelecekteki üretim mallarından beklenen kârların gerçekleşme ihtimali üzerindedir (Minsky, 1986: 200). Eğer tüketim mallarının fiyat düzeyi sermaye mallarının fiyat düzeyine oranla daha yüksek ise firmalar kâr elde etmek için yatırım kararı alacaklardır. Bunun aksi yönde olması ise yatırım kararlarını negatif yönde etkileyecektir.

Kapitalist ekonomik sistemindeki ikili fiyat yapısının diğer tarafı ise finansal piyasalardaki varlık fiyatlarının oluştuğu kısımdır. Bu varlıklar ise hisse senedi, şirket tahvilleri ve hazine bonoları gibi sermaye varlıklarını içermektedir. Minsky'e göre finansal varlıkların fiyatları, finansal piyasa koşullarındaki değişikliklere ani tepkiler vermekte ve finansal piyasaların kırılganlığında aktif bir rol oynamaktadırlar (Minsky, 1986: 194-196).

Finansal istikrarsızlık, cari üretim fiyatlarından daha çok finansal varlıkların fiyatlarında meydana gelen ani değişikliklerin yaşandığı bir süreçtir. Minsky'e göre kapitalist ekonomik sistemde, finansal varlıkların fiyatları piyasalarda belirlenmektedir. Finansal varlıklardan beklenen gelir, sermaye ve üretim mallarının fiyatına bağlı olarak oluşmaktadır (Minsky, 1986:195). Ekonomideki beklentilerin iyimser olduğu bu dönemde firmaların borçlanma taleplerinin artması, faiz haddini de artırmakta ve sermaye mallarının maliyetlerini yükseltmektedir. Ekonomideki firmaların borç yükümlülüklerinin artması güvenlik sınırının azalmasına neden olarak sermaye mallarından beklenen gelirlerin borçlar karşısındaki oranlarının düşmesine neden olmaktadır (Minsky, 1986: 201). Ya da bir başka ifadeyle firmalar likit olmayan kaynaklara yatırım yapmakta ancak artan borçlar nedeniyle likit kaynak ihtiyacı yükselmekte ve sonuçta borç vadeleri kısalmaktadır. Yatırımlara kıyasla kısa vadeli borç tutarı ne kadar artarsa ekonomideki kırılganlık seviyesi de o kadar yükselmiş demektir.

2.3. Yatırımların Finansman Şekilleri: Risk ve Belirsizlik Algısı

Kapitalist ekonomilerde yatırımların gerçekleştirilmesi için sermayenin finansmanının nasıl ve nereden yapılacağı çok önemlidir. Minsky'e göre (1986), yatırımların finansmanı iki şekilde planlanmaktadır. İlki, yatırımların öz kaynaklarla finanse edilmesi, ikincisi ise firma dışı kaynaklardan borçlanılmasıdır.

Firmalar tarafından planlanan yatırımların öz kaynaklarla veya finansal varlıklarla finanse edildiği durum Minsky tarafından, “Hedge (Güvenli) Finansman” durumu olarak adlandırılmaktadır. Eğer firmalar, yatırımlarını firma dışından finanse etmeyi tercih ederlerse, bir diğer deyişle dış kaynaklara başvurarak gerçekleştirirlerse, firmalar borç rasyolarına ve ödeme vadelerine göre “Spekülatif (Kırılgan) Finansman” durumunda veya “Ponzi (Çöküş) Finansman” durumundadır.

Minsky, kapitalizmin finansal bir sistem olduğunu savunurken temel sorunun, modern finansal sistemlerdeki ekonomik birimlerin nakit akış problemleriyle karşı karşıya kalmaları olduğunu ileri sürmektedir. Nakit akışını yönetmek veya diğer bir ifadeyle nakit giriş ve çıkışlarını ayarlamak, ekonomik birimlerin faaliyetlerini sürdürebilmelerinin başlıca koşuludur. Bu ise finansal bir sorundur ve gelişmişlik derecesi ne olursa olsun kapitalist bir ekonomideki bütün ekonomik birimleri ilgilendirmektedir (Minsky, 1993: 7). Bu yüzden, özellikle gelişmiş finansal piyasaların olduğu kapitalist ekonomilerde yatırımcılar, olumlu beklentilerin de etkisiyle, borç alarak yatırım yapma eğilimine girmekte ve artan yatırımların etkisiyle bir yandan ekonomiyi genişleme aşamasına sokarken diğer yandan özel kesim borçlarının artmasına neden olmaktadır. Minsky'nin belirsizlik ve yatırımların finansmanı hakkındaki düşüncesinin temelinde Kalecki ve Keynes'in düşüncelerinin etkin olduğu görülmektedir. Belirsizlik konusu, Post Keynesyen iktisadi görüş içerisinde önemli bir yer tutmakta ve temel belirsizlik koşullarının bütün ekonomiyi etkilediği ileri sürülmektedirler (Yavuz & Tokucu, 2006: 148). Belirsizlik, ekonomik sürecin işleyiş rotasındaki değişimlerde önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

Keynes'e göre yatırımları etkileyen iki tür risk vardır ve bunlardan ilki girişimcinin ya da yatırımcının *borç alan* riski, diğeri ise girişimciye finansman desteği sağlayan *borç veren* riskidir. Borç veren açısından risk, verilen kredinin geri dönüşüyle ilgili olurken, girişimcilerin riski ise gelecekte bir yatırım projesinin ne kadar kâr getireceğinin önceden kestirilmesinin mümkün olamamasıdır (Keynes, 2008: 130). Yatırımlardaki borçlanma oranlarının yüksekliği, risk değerlendirmelerini zorlaştırmaktadır. Yatırımların finansmanında, dış kaynak kullanımı söz konusu olduğunda Minsky, tıpkı Keynes'in öngördüğü gibi düşünmektedir. Keynes'in de *Genel Teori*'de vurguladığı gibi yatırım finansmanı için faydalanılan dış kaynaklar için borç alan ve borç veren ilişkisinde kişisel güvenlik marjının önemli bir yeri vardır (Keynes, 2008: 130). Yatırımların devam edebilmesi veya gerçekleşebilmesi ancak riskin derecesine bağlıdır. Riskin yüksekliği veya düşüklüğü, faiz oranları veya borçlanma vadeleri üzerinde etkilidir. Fakat belirsizliğin arttığı bir ortamda piyasaların riskleri paylaşma istekleri ne kadar süre devam edebileceği bir sorun olarak görülmektedir.

Minsky, Keynes gibi, risk ve belirsizliği birbirinden farklı iki kavram olarak açıklamaktadır. Çünkü hem Keynes hem de Minsky geleceği belirsizlik içerisinde algılamakta ve ölçülemez olarak görmektedirler (Minsky,1976: 62-63). Geçmiş ve şimdiki istatistiklere dayanarak piyasa sinyallerini yorumlamak, iktisadi ajanlar için güvenilir altyapı oluşturamamakta, bu yüzden “ergodik aksiyom” iktisadi ajanların karar alma davranışını açıklayamamaktadır (Davidson, 2009a: 31-32).

Bu nedenle iktisadi birimlerin gelecekteki kararlarında, akılcı kararlar verebilmesi mümkün değildir. Minsky, sadece kısa dönemde ve hedge finansman durumunda olan piyasalar için risk değerlerinin tahminini mümkün görmektedir. Çünkü bu dönemde, risk borç verenler ve alanlar açısından karar verebilmek için ölçülebilir bir olgudur.² Bu nedenle karar vericiler kısa dönemde risk derecelerine bakarak yatırım yapabilir veya yatırımdan vazgeçebilirler. Oysa uzun dönemde belirsizlik vardır ve belirsizlik ölçülemez bir kavram olarak görülmektedir (Alada, 2000: 68).

Ekonominin kırılganlığının yüksek olduğu dönemlerde borçlanma olanaklarının sınırlılığı ve borç verenlerin isteksizliği, yapıları zayıf olan firmaların borçlanmalarının zorlaşmasına neden olduğu için borç verenler ile borç alanlar arasında bilgi saklanması gerçekleşebilmekte veya bilgi paylaşımında eksiklikler oluşabilmektedir. Bu noktada borçlu ve alacaklı taraflar arasında asimetrik enformasyon ve ahlaki tehlike olgularının ortaya çıkmasına neden olurken, ödemeler açısından risk paylarının ve belirsizliğin de artmasına neden olmaktadır (Mishkin, 1991: 3). Asimetrik bilginin yol açtığı potansiyel problemleri göz önüne alan Mishkin finansal krizi, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin iyice şiddetlendiği, finansal piyasaların fonları en üretken yatırım fırsatlarına sahip alanlara etkin bir şekilde aktarırken meydana gelen bozulmalar olarak ifade etmektedir (Mishkin 1991: 7).

²“Knight’a göre risklerin deneysel ve istatistiksel tahmin yöntemleriyle azaltılmasının mümkün olmasına karşılık, belirsizliğin ki işletmeye ait bilgi kopuklukları olarak tanımlanmaktadır, tamamen bertaraf edilmesi mümkün değildir. Böylece, belirsizlik ile bilgisizlik arasındaki ayrıma Knight’da katkıda bulunmuştur (Alada, 2000: 68).

2.4. Minsky'e Göre Risk ve Belirsizlik Koşulları Altında Kar Beklentisinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Kalecki ve Keynes'in kâr ile ilgili görüşlerini temel alan Minsky, kapitalist ekonomik sistemdeki kâr seviyesinin, toplam talep yapısı tarafından belirlendiğini kabul etmektedir. Gelecekteki yatırımların büyüklüğünü, kâr beklentileri gerçekleştirmektedir (Minsky, 1992c: 5-6). Yatırımların gerçekleşmesi, artması veya azalmasının en önemli nedeni gelecekteki kâr beklentilerin iyimser veya kötümser olmasıdır. Çünkü Minsky'e göre yatırımların finansmanı, finansal kurumlardan sağlanan kredilerle yapılmaktadır. Bu nedenle yatırımların devam etmesi için kâr beklentilerinin iyimser yönde olmasının yanında, kısa vadede risk algısının da ölçülebilir olması gerekmektedir.

Minsky, çalışmasında Keynes'in belirsizlik hakkındaki düşüncelerini hipotezin en önemli ikinci ayağına yerleştirmiştir. Keynes'e göre belirsizlik ve risk, farklı kavramlar olarak ifade edilmektedir (Whalen, 2007: 11). Minsky de Keynes'in belirsizlik düşüncesini paylaşarak, kapitalist ekonomik sistemin işleyiş sürecindeki temel belirsizlik anlayışının, iktisadi ajanların karar mekanizmalarında belirsizlik olduğunu düşünmektedir. Çünkü ekonomik birimler karar anlarında, kararlarını etkileyecek verilere tam manasıyla sahip değildirler (Minsky, 1976: 62).

Belirsizlik altında firmaların yatırım kararları *ex-ante* (beklenen) beklentiler ile *ex-post* (gerçekleşmiş) beklentilere eşit ya da büyük ise firma yatırımını artırmaktadır. Aksi durumda ise piyasadan çekilme ya da yatırımları azaltma kararı almaktadır. Bu karar direkt olarak üretimin azalmasına, talep yetersizliğine ve işsizliğe neden olabilmektedir. Efektif talep yaklaşımında *ex-ante* beklentiler, belirsizlik koşulları altında risk olgusuna göre belirlenmektedir (Doruk & Şahintürk, 2011: 5).

Belirsizlik; ekonomik sürecin işleyiş rotasındaki değişimlerde önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır. Sermaye mallarının maliyeti, yatırımların ilk aşamasında belirli veya ölçülebilir durumda iken, tüketim (üretim) mallarının fiyatı ancak üretim aşamasının sonunda belirlenebilmektedir (Keynes, 2008: 125). Önceki yatırımların sonuçları ve gelecekteki belirsizlik koşulları altında öngörülen yatırım kararlarında, gerçekleşen sermaye mallarının ve tüketim mallarının fiyatları ile yeni üretilmiş veya gelecekte üretilecek sermaye ve tüketim mallarının fiyatlarının artış yönü pozitif ise bu girişimciler açısından kâr beklentisi olarak algılanmakta ve yatırımların devamı niteliğinde bir eğilim olmaktadır. Bunun tersi durumunda ise kâr beklentileri belirsizleşmekte ve yatırım yapma eğilimi olumsuz sonuçlanmaktadır. Yatırımların finansmanını sağlayan finansal kurumların sisteme finansör olarak katılması gerekmektedir. Minsky'nin geliştirdiği hipotez, yatırımların finansmanı ve finansal piyasaların krizler içindeki etkisi hakkında Keynes'in düşüncesiyle paralellik görülmektedir.

Keynes'e göre yatırım harcamaları, yatırımlardan beklenen kârlılığa ve finansal piyasalardan alınan ödünç alınabilir fonların maliyetine bağlıdır. Bu nedenle Keynes, beklenen kârları "sermayenin marjinal etkinliği" olarak tanımlamıştır (Snowdon & Vane, 2012: 52).³

Kapitalist bir ekonomik sistemde, ekonominin genişleme sürecine girmesiyle artan tüketim ve sermaye malları talebi, büyüyen yatırım miktarlarının finansmanı için gerekli olan kısa vadeli öz kaynakların yetersiz kalmasına neden olmaktadır. Ekonomideki iyileşme ve gelişme seviyesi yükseldikçe, kâr oranları artmakta ve kâr beklentilerindeki yükseliş yatırımları tetikleyerek borçlanma seviyelerinin yükselmesine neden olmaktadır. Zaman ilerledikçe gerçekleşen kâr oranlarının beklenen kâr oranlarından daha fazla olması, geleceğe ilişkin kâr beklentilerinin daha da yukarı doğru hareket etmesine neden olmaktadır. Sonuç olarak kâr güdüsü ve sürü psikolojisi ile hareket eden firmalar, daha fazla yatırım yapma isteğine girmekte ve bu da firmaları ilave borçlanmalara yöneltmektedir. Yükselen borçluluk oranları ve faizlerin seyri, kırılganlığının belirtisi olarak algılanmaktadır. Bu yükseliş sermayenin marjinal etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır. Çünkü her birim sermayenin marjinal etkisinden beklenen kârlılık azalmaktadır. Ekonomideki kırılganlık seviyesinin en üst sınıra ulaştığı nokta Minsky anı olarak ifade edilmektedir. Bu noktada her bir birim sermayenin marjinal etkisi, beklenen kârlara eşit ya da sıfır olmaktadır. Minsky anına ulaşıldıktan sonra sermayenin marjinal etkinliği negatif değerlere dönerek piyasalarda devresel dalgalanmaların neden olmaktadır.

³. Sermayenin marjinal etkinliği sermaye malından beklenen geliri sermaye malının arz fiyatına eşitleyen değer ya da diğer bir ifadeyle sermayenin bir birim daha fazla üretilmesi nedeniyle beklenen gelir ve söz konusu ilave birimi üretme maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanabilir.

2.5. Minsky'nin Temel İş Çevrimleri Teorisi ve Finansal İstikrarsızlık

Hipotezi

Minsky, Keynes'in iş çevrimleri içerisinde yer alan yatırım teorisinin eksik olduğunu, tamamlanamadığını, çünkü yatırımların finansmanının gerçekleşmesi sırasındaki işleyişin tam olarak açıklanamadığını düşünmektedir (Wray & Tymoigne, 2008: 7).

Minsky'e göre makro ekonomik süreçte iş çevrimleri içinde etkin konumda olan hane halkı, iş dünyası, finansal kurumlar ve devlet, ekonominin nakit akış diyagramı içerisinde döngüsel olarak hareket etmektedir. Kapitalist bir ekonomik sistemde iş çevrimlerini oluşturan bu kesimlerin arasındaki finansal ilişkilere aracılık eden ve etkin olan kesim finansal kurumlardır (Minsky, 1989: 27).

Minsky'e göre iş çevrimleri içinde önemli bir yeri olan finansal kurumlar, ekonominin gelişim sürecini de etkilemektedir. Bu nedenle kapitalist bir ekonomide geçmiş, bugün ve gelecek birbiri ile ilişkilendirilirken, sadece sermaye ve işgücü değil, aynı zamanda finansal ilişkiler de dikkate alınmalıdır. Finansal kurumların yapısı karmaşık bir karaktere büründükçe hane halkı, firmalar ve devlet arasındaki finansal akımı yönlendiren bu kesimin ekonomi içindeki etkinliği daha fazla öne çıkmaktadır (Minsky, 1992b: 17).

Modern kapitalist bir sistemde, finansal ilişkiler ve bu ilişkilerin sistemin davranışları üzerindeki etkilerinin analizi, işletmelerin borç yapısı ve elde ettikleri nakit akımlarının analizi ile sınırlandırılmamakta, firmalarla birlikte hane halkları hükümetler ve uluslararası kurumların da kendilerine ait borç yapılarını kapsamaktadır. Devletin, finansal kurumları ve firmaları finanse eden bir aktör olarak ekonomiye geniş ölçüde müdahalesi, finansal yapının giderek karmaşıklaşmasına neden olmaktadır (Minsky, 1992c: 5).

Firmalar, gelecekteki kâr beklentilerinin yükselmesiyle yatırım kararları aldığı zaman, uzun vadeli bir nakit akışı beklemektedirler. Firmaların nakit geliri, toplam hasıllattan firma giderlerinin çıkartılmasından sonra kalan miktardır. Diğer yandan firmalar, anapara ya da faiz ödemesi şeklinde borç yükümlülüklerine sahip olabilecekleri gibi, verdikleri borçlar sayesinde gelir ya da firmaya yönelik nakit girişi de elde edebilmektedirler. Kapitalist ekonomik sistemlerde firmalar, üretim gelirleri, faiz getirileri veya menkul kıymetler sayesinde elde edilen gelirlere sahip olabilmektedirler. Diğer yandan ise geçmişte aldıkları borçlar yüzünden firmadan nakit çıkışları da yaşayabilmektedirler. Aynı zamanda firmaların planladıkları yeni yatırımlar için de borçlanmaları gerekebilir. Bu da gelecekte nakit çıkışları gerektirebilmektedir. Böylece firmaların yaşamsal sürecinde paranın ve finansal ilişkilerin ekonomik sistem içerisindeki aktif yapısı görülmüş olmaktadır. Bu yaşamsal döngü geçmiş, bugün ve geleceği içinde barındıran bir süreçtir ve bu döngü içerisinde nakit giriş-çıkışların dengelenmesi gerekmektedir.

Kapitalist bir ekonomik sistemde, nakit akış problemi sadece firmalar açısından bir sorun değildir. Ekonomik sistemdeki iş çevrimleri içerisinde yer alan diğer birimlerin de yaşamsal döngü içerisinde sıklıkla karşılaştıkları bir sorundur. Bu nedenle firmalar gibi devlet ve hane halkı da nakit giriş çıkışlarını dengelemek zorundadırlar. Bu dengeyi sağlayamayan ekonomik birimler, nakit ihtiyaçları için borçlanma yoluna gitmek zorunda kalmaktadırlar. Bu noktada ise kapitalist ekonomik sistemin finansman akışını sağlayan finansal kurumlar devreye girmektedir. Çünkü sistemin işleyişinin sürmesi için finansal ihtiyaçların ekonomik birimler arasında döngüsünün aksaksız bir şekilde sağlanması gerekmektedir. Burada finansal varlıkların çift yönlü bir özelliği görülmektedir. Borç verenler açısından gelecek dönemlere ilişkin nakit akışı sağlayan finansal varlıklar, borç alanlar için aynı dönemde nakit çıkışına neden olmaktadır. Minsky de iş çevrimleri içerisinde, bu yaşamsal süreci aşamalı borçlanma seviyelerine göre sınıflandırmıştır.

2.6. İş Çevrimlerinde Ekonomik Birimler ve Aşamalı Borçlanma

Dönemleri

Minsky temel iş çevrimleri başlığı altında kapitalist ekonomik sistemlerde, finansal sistemin istikrarsızlığını ölçmede üç kavramdan yararlanmaktadır. Sınıflandırma, ekonomik birimlerin nakit gelirleri ile nakit ödeme yükümlülükleri arasındaki ilişkiyi esas almaktadır.

Bu aşamalar birbiri ardına gelen *Hedge*, *Spekülatif*⁴ ve *Ponzi*⁵ *Finansman Dönemleri* olarak adlandırılmaktadırlar (Palley, 2009: 2-3). Bu üç finansal dönem, aşamalar itibariyle farklı yapılar içermektedir. Bu üç piyasa modeli, ekonomik birimlerin hem mikro yapısı içerisinde, hem de makro ekonomik yapısında incelenmektedir. Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezinde, bu aşamalı dönemler için ayrı ayrı tespitler ortaya koymaktadır.

⁴. Türk Dil Kurumunda, spekülatif kelimesinin tam karşılığı, kurgusal ve saptırıcı olmakla birlikte, bu çalışmada, piyasaların kırılganlık aşamasındaki dönem olması nedeniyle, “Kırılganlık” olarak kullanılacak ve parantez içerisinde gösterilecektir.

⁵ http://www.boxerdersisi.tv/haberdetay.asp?news_id=295 Charles Ponzi 1882 yılında İtalya’da dünyaya geldi. Genç yaşta çok para kazanmak istiyordu. 1903’te Amerikan rüyasını gerçekleştirmek için New York’a göç etmeye karar verdi. Ponzi oyunu, yatırımcılara kendi paralarından geri dönenle veya sonraki yatırımcılardan gelen paralarla ödemenin yapıldığı bir dolandırıcılık ile yatırım işlemidir. “Ponzi oyunu” tanımı ilk kez ABD’de kullanılmıştır. Ponzi oyunu genelde yeni yatırımcıları çekmek için anormal yüksek kısa dönemli geri dönüşler teklif eder. Ponzi oyununun vaat ettiği ve ödediği yüksek miktardaki geri ödemelerin sürdürülebilmesi için yatırımcılardan sürekli artarak gelen bir para akışı olmalıdır ve böylece oyun devam edecektir. Kazançlar genelde ödemelerden daha az olduğu için sistemin başarısız olması kaçınılmazdır. Ayrıca kazanç elde edilmesi çoğunlukla mümkün değildir. Tarihte bilinen ilk Ponzi oyunu, sisteme adını veren Charles Ponzi tarafından 1920 yılında gerçekleştirilmiştir.

2.6.1. Hedge (Güvenli) Finansman Dönemi

İş çevrimleri içerisinde yer alan ekonomik birimler, yatırımlarını veya harcamalarını gerçekleştirirken ihtiyaç duydukları finansman ihtiyacını, kendi öz kaynaklarından veya dış finansman kaynaklarından gerçekleştirdikleri döneme, ya da diğer bir ifadeyle gelirlerinin borç yükümlülüklerinden daha fazla olması durumuna “*hedge finansman*” dönemi denmektedir. Bu dönemde ekonomik birimler kısa ve uzun vadeli borç yükümlülüklerinin hem ana parasını hem de faizini nakit gelirleriyle karşılayabilmektedirler (Palley, 2009: 5).

“Hedge finans birimleri ve bankacılar (kullandıkları enstrümanlara sahip olmasalar bile finansı düzenleyen kişiler), kendi sermaye varlıklarının işletilmesi aracılığıyla (ya da sahip oldukları finansal sözleşmelerle) bugün veya gelecekte ödemeleri gereken sözleşmeli ödeme taahhütlerini karşılayacak tutardan daha yüksek bir tutarda nakit girişi beklerler. Sonuç olarak, hedge finans birimi büyük miktarda bir talep borcuna sahip olamaz. Şüpheli borçlar, şüphelilik iyi bilinen aktüeryal kuralları takip etmedikçe ki bu sigorta açısından doğrudur, hedge biriminin yükümlülüklerinin büyük bir parçası olamaz. Ticari bir banka bir hedge finans birimi olamaz”(Minsky, 1986: 230).

Hedge finans birimleri, sözleşmelerden doğan ödeme yükümlülüklerini sahip oldukları nakit gelirleriyle veya öz kaynaklarıyla rahatça karşılayabilmektedir. Hedge finansman durumunda ekonomik birimler, bir önceki durgunluk veya krizlerin etkisi nedeniyle daha tedbirli bir yatırım anlayışı içinde bulunmaktadır. Ekonomide risk derecesi bu dönemde daha azdır. Fiyat dalgalanmaları veya faiz oranlarındaki oynaklık tedirginlik yaratmamaktadır. Hedge finansman döneminin sürdüğü bir ekonomide, kâr beklentilerinin iyimser olduğu bir ortam vardır. Yatırımlardan beklenen kârların uzun vadeli getirisi, kısa vadeli faiz hadlerinin üzerinde seyrettiğinden sistemin finansal açıdan sağlam olduğu düşünülmektedir. Gelirlerle ilgili beklentilerin ve ödeme yükümlülüklerinin aksaksız yürümesi, bankacılık sektöründe kredi verme eğilimini de artırmaktadır. Ekonominin gelişme dönemine girmesi ve kâr beklentilerinin yükselmesi, ekonomik birimlerin yatırımlarının artmasına neden olmaktadır. Yükselen ekonomi ile birlikte artan talep karşısında, kısa vadede yatırımlarını gerçekleştirmek isteyen yatırımcılar yeterli kaynağa sahip değildirler. Bu nedenle yeni yatırım ve tüketim harcamaları için ilave kaynak arayışına yönelmek zorundadırlar. Bunun için öncelikle likit varlıklarını devreye sokmaktadırlar.

Ekonomik birimler, ilk önce nakit varlıklarını, hisse senedi, bono vb. enstrümanları değerlendirerek yatırımlarını gerçekleştirmeye çalışırken, ellerindeki imkânlar bunu karşılamaya yetmediği takdirde uzun vadeli kredi imkânlarını devreye sokmak zorunda kalırlar. Böylece ekonomik birimlerin ihtiyaç duyduğu finansman ihtiyacına yönelik finansal kurumların kaynakları harekete geçmektedir.

Çünkü artan yatırım talebiyle birlikte kredi talebi de yükselmektedir. Süreç devam ederken firmaların gelirleri ile ödemeleri arasındaki ilişki, gelirleri yönünde pozitif olduğu sürece devam edecektir. Finansal taahhütlerin ve ödemelerin gelirler ile karşılanması sırasında kısa vadeli ödemelerde problemlerle karşılaşılması uzun vadeli borçlanmaların önünü açmaktadır. Bu dönemde ihtiyatlı firmalar rakiplerinin gerisinde kalmamak ve rekabeti sürdürebilmek için, bu dönemi borçlanarak sürdürmeye çalışmaktadırlar. Kısa vadeli borçların nakit gelirler ile karşılanmasının gittikçe zayıflaması, firmaların borç/gelir rasyosunun gelirler aleyhine gelişmesi ve yatırımlara bağlı borçlanma gereksiniminin artmaya devam etmesi spekülâtif finansman dönemine girildiğinin işareti olmaktadır.

2.6.2. Spekülâtif (Kırılgan) Finansman Dönemi

Hedge finansman durumundan sonra gelen bu dönemde, gelirlerin sadece faiz ödemelerini karşılamaya yettiği duruma *spekülâtif finansman* dönemi denmektedir (Palley, 2009: 5). Spekülâtif finansman döneminde ekonomik birimler, ödeme yükümlülüklerini pasiflerindeki gelir hesaplarından karşılamaktadırlar. Bu birimler, kendi yükümlülüklerini daha uzun vadeli bir işleme dönüştürme gereksinimi duymaktadırlar. Spekülâtif finansman döneminde nakit yükümlülüklerin, nakit akışlarından fazla olduğu görülmektedir. Aslında firmalar yatırımlarını büyütmek ve kapasite artırmak istediklerinde, öz kaynak yetersizliğiyle karşılaşmakta ve dış finansman ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Bu nedenle firmalar yatırım kararlarını verirken öz sermayelerini aşarak, uzun vadeli borçlanmalara yönelmek zorunda kalırlar. Beklentilerin yüksek olduğu bu dönemde ekonomik birimler, yatırımlarını sürdürebilmek için gelirlerini ve nakit akışlarını aşan harcamalara yönelmek zorundadırlar. Bu durum ekonomik birimlerin bilançolarının gelir-gider dengesinin olumsuz yönde etkilemesine neden olurken, borç ödeme risk derecesinin de arttığı bir döneme girilmektedir. Kâr beklentilerinin yükselişi ve piyasalarda görülen ekonomik coşkunluk, borçlanma maliyetlerinin yükselmesine neden olarak artık spekülâtif finansman dönemine girildiğinin işareti olarak görülmektedir. Bu dönemde ekonomide büyüme olgusu yaşanmakta ve hem sermaye mallarına, hem tüketim mallarına yönelik aşırı bir talep yoğunluğu görülmektedir. Sermaye mallarına olan talebin artması bu malların fiyatlarının da artmasını beraberinde getirmektedir. Bankalar veya finansal piyasalar bu gelişme ve büyüme havasıyla kredi kaynaklarını artıran yeni enstrümanlar geliştirerek daha fazla sermaye akışına neden olmaktadır. Finansal kırılganlığın arttığı spekülâtif finansman döneminde, ekonomik birimlerin kısa dönemde borç yükümlülüklerini yerine getirirken zorluklarla karşılaşmakta olduğu, uzun dönemde ise borçlanabilme kabiliyetinin hala sürdürebildiği görülmektedir.

Ekonomik birimlerin borçları, anapara ve faiz olarak iki kısım altında düşünüldüğünde, faiz ödemelerini karşılayabilmelerine rağmen, anapara ödemelerini karşılayamamaları bu dönemin karakteristik özelliğidir. Bu nedenle ekonomik birimler, gelecekteki gelirleriyle borçlarını ödeyebileceklerini düşünerek borçlanmaya devam etmektedirler. Bundan sonraki aşamada ise ekonomik birimler sadece borçlarını çevirebilme gayreti içindedirler.

Önceki dönemlerde olduğu gibi istikrarlı ve sürdürülebilir borç yapılarının yerini, daha kısa vadeli kararlara bağlı, öngörüsüz ve aşırı borç yapılarına bırakmakta ve sonucunda finansal balonların oluşmasına ve finansal kırılganlık sürecinin başlamasına neden olmaktadır. Artık kırılganlaşan piyasa sistemi içinde likitte kalma gayretleri çoğalırken, nakit tutmanın maliyeti de artmaktadır. Bu da, varlık satışlarının hızlanarak artmasına neden olmaktadır. Minsky'e göre bankalar, topladıkları kısa vadeli mevduatlara karşı verdikleri daha uzun vadeli krediler nedeniyle spekülatif finansman durumuna iyi bir örnek teşkil etmektedirler.

2.6.3. Ponzi (Finansal Çöküş) Finansman Dönemi

Minsky'ye göre, eğer ekonomik birimler, kısa dönemde gelirleriyle veya öz kaynaklarıyla borçlarının hem anaparalarını hem de faizlerini ödeyemez bir duruma geldiyse *ponzi finansman*” dönemine gelmiş demektir (Minsky,1986: 231-232). Ponzi finansman durumundaki ekonomik birimler borç-deflasyon durumunu aşmak için sahip oldukları varlıklarının satışlarını hızlandırmakta ya da borçlanma girişimlerini artırmaktadırlar. Faiz ödemeleri için borç almak ya da anapara borcunu ödemek için finansal varlık satmak, (hisse senedi, bono ve tahvil gibi) ponzi ekonomik birimlerin öz kaynaklarının seviyesini düşürmektedir.

“Ponzi finansman birimi, sadece spekülâtif bir birimi etkileyecek gelişmelere karşı hassas değildir, aynı zamanda faizi hatta temettüleri artan borçla ödendiğinde firmaların bilançosu tahrip olur. Bu nedenle, finansal taahhütlere ilişkin nakit akışları giderek büyür ve bilançodaki öz sermaye- borç oranı tahrip olur. Borca ilişkin tüm geçerlilik koşulları katlaşır ve kazançlar azalır ya da faiz maliyetleri artar ki bu da ödeme taahhütlerinin küçülme ihtimalini büyük oranda imkânsız kılar. Ponzi finans dönemleri firmaların normal konjonktürel deneyimlerinin bir parçası olmasına rağmen geliri kısır ya da faiz maliyetlerini artırıp Ponzi finansman düzenlemelerini zorlayarak iflasın genişlemesine yol açan sürecin sistemik kısmını oluşturur” (Minsky, 1986: 232).

Ponzi finansman durumunda olan firmaların kısa vadeli borçlarını dahi ödeyebilmek için sürekli nakit ihtiyacı gereksinimi içinde olması ve ekonomide bu tür firmaların yaygın olması piyasa faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Bu faiz oranlarının sürekli artması, spekülâtif finansman durumunda olan firmaları da Ponzi finansman durumu içine sokabilmektedir. Hatta bu beklenmedik faiz artışlarının olumsuz etkileri, hedge finansman durumunda olan firmaları da spekülâtif finansman durumuna çekebilmektedir. Çünkü faiz oranlarının seviyesi hem yatırımların maliyetleri üzerinde hem de sermaye malları fiyatlarının oluşmasında önemli bir faktördür. Yükselen faizler sonucunda artan yatırım maliyetlerinin, beklenen gelirlere eşit olduğu noktaya kadar yatırımlar sürmektedir. Piyasalardaki kötümserliğin sürmesi ve artması karşısında yükselen faizler, yatırımcıların ilave borçlanmalar ile yapacakları yeni yatırımların olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır.

Yatırımcılar beklentilerin kötümser bir havaya dönüşmesi ve yatırım maliyetlerinin, beklenen kârları karşılamayacağı düşüncesi yatırımların durmasına ve gerilemesine neden olmaktadır. Ekonomilerde ponzi finansman durumunda olan firmaların sayısının artması, o ekonominin finansal yapısını kırılgan bir yapıya döndürmektedir. Bu tür piyasalarda, her an dışsal bir şok finansal krizleri başlatabilmektedir.

Minsky'e göre, piyasaların işleyiş sırasında birbirini izleyen üç aşamasının son halkasında, ekonomik birimler arasındaki ilişkilerde kopma sınırının genişlediği, sermaye malları fiyatlarının yükselişinin durduğu ve yatırım maliyetlerinin, gelecekte beklenen gelirlere eşitlendiği Minsky anını piyasalar geriye dönüş sinyali olarak algulamakta ve piyasalarda varlık satışlarının başlamasına neden olmaktadır. Tüm ekonomik birimler bir panik havasında alacaklarını tahsil etme, borçlarını yeniden düzenleme gayreti içine girmektedirler. Beklentilerin olumsuz yöne dönmesi iflaslara neden olmakta ve bu iflaslar panik ortamının yayılmasına neden olmaktadır. Varlık satışlarının artması, varlık fiyatlarının düşmesine neden olurken, artan nakit talebinin tetiklediği yüksek faiz oranları ve kredi kullanım imkanlarının zorlaşması, iflasları ortaya çıkarmaktadır. İflaslar piyasalarda güven kaybının yayılmasına ve zincirleme reaksiyona neden olmaktadır. Piyasalarda ekonomik kriz veya çöküş olarak adlandırılan bir dönem içine girilmesi, tüm ekonomik birimlerin etkilendiği bir süreç ile sonuçlanmaktadır. Minsky, ortaya çıkan bu ekonomik krizin derinleşmesini önlemek ve zararlarını azaltmak için önlemler alınabileceğini ileri sürmektedir.

Minsky, piyasaların ihtiyacı olan paniğin önlenmesinde *büyük hükümet* ve *büyük bankacılık* etkileri üzerinde durmaktadır (Minsky, 1986: 21). Büyük hükümet olarak ekonomiye müdahale etmek ve merkez bankası ile son kredi mercii olarak politikalar üretmek, ekonomik dalgalanmalarda önemli bir yer tutmaktadır.

2.7. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Krizlere Çözüm Önerisi: Büyük Hükümet (Big Government) ve Büyük Bankacılık (Big Banking) Etkisi

Minsky, dünyanın yaşadığı en büyük ve en uzun süreli kriz olan 1929 Ekonomik Krizi'nin nasıl meydana geldiği ve kapitalist ekonomik sistemlerde belli belirsiz aralıklarla yinelenen bu devresel dalgalanmaların nasıl önlenebileceği üzerinde çalışmalar yaparken, kapitalist ekonomik sistemlerin niçin krizler yaratan bir eğilime sahip olduğunu sorgulamakta ve bu krizlerin şiddeti ve süresinin azaltılabilirliği sorusuna yanıt aramaktadır. Minsky bu sorulara cevap ararken öncelikli olarak ekonomi coşkunun dönemindeyken iktisadi ajanların davranışları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Çünkü iş çevrimleri içerisinde yer alan firmalar ve finansal kurumlar ekonomi içindeki etkinliği nedeniyle krizlere eğilimli yapılar içermektedirler. Kapitalist ekonomik sistemin temel yapısını oluşturan bu yapılar, kırılganlığın ve yapısal arızaların temel sebebidir.

Minsky, geçmişten gelen tarihsel süreci göz ardı etmemesine rağmen 1929 ekonomik krizini finansal piyasalar kökenli olarak görmekte ve finansal istikrarsızlık hipotezinde bu krizi, finansal bir bakış açısıyla açıklamaktadır. Minsky, borç birikim sarmalıyla hareket eden, gelişme döneminin hedge finansman aşamasını takip eden spekülâtif finansman dönemi ve nihayetinde ortaya çıkan Ponzi finansman dönemi sıralamasının 1929 krizinde etkin olduğunu ileri sürmektedir. Çünkü bu kriz gelişmiş kapitalist bir sistemde ve finansal piyasalarda başlamıştır. Ekonomik krizin oluşma evreleri ve çıkışı Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezindeki aşamalar sistematîğinde gerçekleşmiştir.

ABD ekonomisinin gelişmiş finansal kuruluşları, krizin çıkışında ve yayılmasında aktif rol üstlenmiştir. 1929 krizinin başlangıç noktası ABD borsası olmuştur ve finansal kuruluşlar krizin yayılmasında aktif rol üstlenmiştir. Bu nedenle Minsky, karmaşık ve dinamik yapıya sahip olan kapitalist ekonomik sistemde, doğası gereği yaşanan istikrarsızlıkları kontrol edebilmek için öncelikli olarak finansal piyasaların ve firmaların kırılganlıkları üzerine politikalar geliştirmek gerektiğini ifade etmiştir. Bu piyasalara müdahale edebilecek iki büyük kurum vardır. Ekonomik sistem içinde büyük olan bu kurumlar, büyük hükümet ve büyük bankacılık olan merkez bankasıdır.

Minsky'e göre eğer 1929 krizinde ABD hükümetinin bütçesi yeterince güçlü olsaydı ve FED zamanında müdahale edebilseydi, 1929 krizinin derinliği ve etkisinin yaşanan kadar büyük olmayabileceğini ileri sürmektedir (Minsky, 1986: 15).

Yine Minsky, 1929–1933 arası dönemde uygulanan ana akım iktisat anlayışı yaşanan büyük krizin derinleşmesinde ve uzun sürmesinde asıl etken olan faktör olarak görmektedir. Çünkü merkez bankası müdahalelerinin sınırlı tutulması ve devletin ekonomideki etkinliğinin daha az olması, bunalımın uzun sürmesinin asıl sebebi olmuştur. Minsky'e göre 1929-33'den beri görülen finansal dalgalanmaların en büyüğü ve en şiddetlileri, 1974-75 ve 1981-82 yıllarında görülen krizlerdir (Minsky, 1986: 16). Minsky'e göre, kapitalist ekonomik sistemde İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra 1980'lere kadar uzun süreli bir krizin olmamasının nedenini, büyük hükümet ve büyük bankacılık etkisinin aktif olarak işlemesi ya da Minsky'nin ifadesiyle *müdahaleci kapitalizm* etkisi olarak görmektedir (Minsky, 1986: 50).

2.7.1. Büyük Hükümet Etkisi

Minsky, Keynes'in düşüncesinden yola çıkarak kapitalist ekonomik sistemde hükümetlerin kamu müdahalesinin ekonomideki olumsuzlukları dengelemede önemli bir yeri olduğuna inanmaktadır. Büyük hükümet etkisi, sistemin istikrarsızlığını dengelemek için kamunun iktisadi hayattaki payını artırılması anlamına gelmektedir. Sistemin kendinden kaynaklanan istikrarsızlığının sebebi, yatırım ve finansman arasındaki etkileşimdir. Minsky'e göre ekonomik krizler, finansal piyasalardan başlayarak ekonominin diğer kesimlerine yayılmaktadır. Bu nedenle öncelikle bu piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesi gerekmektedir.

Minsky'e göre büyük hükümet kısa dönemde mal fiyatlarına müdahale ederek talebin dalgalanmasını kısıtlamaya çalışırken, uzun dönemde sosyal harcamaları artırarak bütçe açıkları vermekte ve bu politikalarla özel sektörün kârlılığını artırmaya çalışmaktadır (Minsky, 1986: 37). Devletin iktisadi hayattaki rolünün artması ve istikrarı sağlamak için kamu harcamalarını artırması, büyük kamu açıklarına neden olmaktadır.

Büyük hükümet gücü, kamu bütçesinde yapılan değişikliklerle (bütçe açığı veya bütçe fazlası vererek) özel sektörün ekonomi içerisindeki konumunu etkileyebilmektedir. Hükümetler bütçe dengesi politikaları uygulayarak açık pozisyonuyla piyasalardan borçlanma yoluna giderek, şirketlerin desteklenmesi yönünde politikalar uygulayabilmektedirler. Büyük kamu açıkları, ödenmesinde kuşku duyulmayan hazine bonolarının çıkarılmasına neden olmakta ve ekonomi içerisindeki kötümser beklentiler yüzünden yatırım yapmayan özel sektörün sahip olduğu tasarrufların çekim kaynağını oluşturmaktadır. Hazine bonolarına yönelen tasarruflar devlet harcamalarını artırarak ekonomideki canlanmayı sağlayacak olan çarpan etkisini mümkün kılmaktadır (Minsky, 1992a:106).

Minsky, krizlerde büyük hükümet olma ilkesinde dört önemli noktayı öne çıkarmaktadır.

- Devletin istihdam yaratan yatırımları destekleyerek tüketimi artırmaya çalışması gerekmektedir.
- Askeri harcamaları veya ülkenin büyük sermayeli yatırımları harekete geçiren yatırımlara (oto yolları, demir yolu veya havacılık ile ilgili projeler) yönelmelidir.
- Transfer harcamaları artırılmalıdır (işsizlik sigortası, güvenlik harcamaları, ilaç ve gıda yardımları vb).
- Hem bütçe açığı verip uzun dönemli kamu kâğıtlarının satışlarını gerçekleştirerek hem de aynı süreçte piyasalarda meydana gelen varlık değerlerinin kayıplarını engellemek amacıyla varlık satın alımı politikaları uygulayarak sermaye kayıpları engellemelidir (Minsky, 1986: 22).

Yani kısaca büyük hükümet, sistemin istikrarsızlığını dengelemek için kamunun iktisadi hayattaki payını arttırmalıdır. Bu da, sistemi tekrar harekete geçirmekte tetikleyici bir rol üstlenecektir. Durgunluk veya kriz dönemlerinde meydana gelen sermaye mallarındaki değer kayıpları, firmaların veya karar birimlerinin yükümlülükleri ile finansal kuruluşların varlıkları arasındaki dengeyi negatif yöne çevirmektedir.

2.7.2. Büyük Bankacılık Etkisi

Büyük hükümet müdahaleciliğinden sonra önemli olan diğer bir kurum ise büyük bankacılık yani merkez bankacılığı, varlık (kamu kâğıtları, bonolar ve hisse senetleri, menkul kıymetler) fiyatlarına taban ve tavan kotaları getirerek kısa dönemli büyük dalgalanmaların önüne geçilmesi sağlanmakta ve piyasalarda meydana gelen likidite sıkışıklığını azaltmak için açık piyasa işlemleriyle para arzını dengelemeyi hedefleyen politikalar belirleyerek finansal sistemdeki istikrarsızlığın önlenmesine çalışılmaktadır (Minsky, 1986: 37).

Finansal piyasalarda başlayan bir kriz, varlık değerleri üzerinde olumsuzlukların görülmesine ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi açısından sorunların çıkmasına neden olmaktadır. Çünkü, her yatırım kararı, bankalar için, bir varlık olurken (verdikleri krediler nedeniyle), firmalar için (aldıkları krediler nedeniyle) bir yükümlülük arz etmektedir. Bu dengesizliklerin önüne geçme çabası içinde olan ekonomik karar birimlerinin tamamı likitte kalma gayretlerini artırarak, krizden çıkmaya çalışmaktadırlar. Firmalar hem yükümlülüklerini yerine getirmek için varlıklarını satma gayretine düşmekte, hem de zarar etmemek ve varlıklarını kurtarmak için likidite ihtiyacını karşılamaya çalışmaktadırlar. Bu koşullarda para talebinin artması, para arzının yetersizliğine neden olarak faiz oranlarının da yükselmesine neden olabilmektedir. Faiz oranlarının yükselişi ve ödeme taahhütlerinin yerine getirilememesi tüm kesimlerin zararlarını artırmakta ve iflasların başlamasına neden olmaktadır. Bu iflaslar, ilişkili olduğu diğer firmaları veya ekonomik birimleri de etkisi altına alarak ekonomideki panik ortamının yayılmasına neden olmakta ve kriz süreciyle sonuçlanmaktadır.

Minsky'e göre (1986) nakit sıkıntısı çeken büyük firmalar, ödeme yükümlülüklerini yerine getiremediği noktada ona bağımlı olan birçok firmayı ve finansal kuruluşu da beraberinde etkilemekte ve iflasların çoğalmasına neden olmaktadır. İşte bu sırada etkinliğini öne çıkarması gereken iki önemli kurumdan biri olan merkez bankasının sermaye ve finansal varlıklar arasındaki ikili fiyat ilişkisinin bozulduğu bu noktada devreye girmesi gerekmektedir. Merkez bankası bu noktada sermaye varlıklarının fiyatlarının düşmesini engelleyerek finansal kurumların ve firmaların likidite seviyesinin tekrar dengelenmesini sağlamalıdır. Ekonomik sistemde ödeme yükümlülüklerin sürdürülebileceğine yönelik inancın tekrar yerleşmesi, krizin derinleşmesinin ve yaygınlaşmasının önüne geçilebilmesini sağlamaktadır. Minsky'e göre (1986), merkez bankasının işleyişi, sadece para arzı üzerindeki müdahalelerle sınırlı olmamalı, buna ilaveten son kredi merci olma sorumluluğunu da üstlenmelidir. Merkez bankalarının son kredi mercii olarak sistem içerisinde üç önemli etkisi vardır.

- Bunlardan ilki, piyasa koşullarında konum belirlerken, varlık fiyatlarında yaşanan ani bir düşüşte, para piyasasına fon sağlamak,
- İkincisi, spekülâtif ve Ponzi finansman durumunda olan birimlerin ekonomi içindeki ağırlığını azaltmak hem finansal kurumların, hem de diğer ekonomik birimlerin finansman koşullarını yeniden yapılandırmak,
- Üçüncüsü ise finansal sistemin işleyişini gözetlemek ve yeniden düzenlemektir. Kapitalist ekonomik sistemde, merkez bankaları, finansal piyasalara düzen verirken, özel sektör de bu işleyişe ayak uydurmak zorundadır.

Merkez bankaları piyasalardaki finansal süreci yönetirken, iki önemli argümanı öne çıkarmaktadır. Bunlardan biri açık piyasa işlemleri⁶, diğeri ise reeskont işlemleridir. Bu yolla hem firmaların ve ekonomik karar birimlerin finansal yükümlülüklerini, hem de finansal kuruluşların varlıklarını desteklemiş olmaktadır. Çünkü bir ekonomik kriz sonrasında en çok etkilenen kesim finansal kurumlar ve finansal varlıklar olduğundan, merkez bankası piyasalarda başlayan suni dalgalanmalar ile değeri düşen finansal varlıkları satın alarak, piyasalardaki güven ortamını yeniden tesis etmekte ve riskleri azaltmaktadır. Aynı zamanda piyasalarda görülen artan nakit talebini de para arzını artırarak desteklemiş olmaktadır.

Minsky'e göre kırılgan bir ortamda son kredi mercii, ekonomideki spekülâtif finansman birimlerinin ağırlığını azaltmaya çalışmalıdır. Piyasalarda meydana gelen ödeme güçlüklerinin, zincirleme reaksiyonu ve ihtiyaç duyulan nakit gereksinimi nedeniyle, zararına varlık satışlarının yaygınlaşması ve büyük miktarda gerçekleşen bu tür varlık satışlarının sonucunda iflasların başlaması ve yaygınlaşması krizin derinliğini artırmaktadır. Sürecin bu aşamasında, Minsky'e göre büyük bir bankanın veya firmanın iflasının, başka firmaların veya bankaların iflaslarına neden olmaması için, son kredi mercii olarak görev üstlenmesine ihtiyaç vardır. Son kredi mercii olarak merkez bankası, büyük bankacılık gücü ile yukarıda açıklanan araçları kullanarak bu olağan dışı kırılganlıkların genişlemesini ve diğeri sektörlere yayılmasını engelleyebilmekte veya geçici olarak da olsa durdurabilmektedir.

⁶. Açık piyasa işlemlerinde varlıklar satılarak paraya dönüştürülürken, reeskont işlemlerinde, finansal varlıklar karşılığında piyasaya para (borç) verilir. Merkez bankasının uyguladığı açık piyasa işlemleri ile bankaların ellerinde bulundurduğu devlet iç borçlanma senetlerini satın alarak veya satarak, bankaların rezervlerinin artmasını veya azaltılmasını sağlarken, firmalara ve ekonomik birimlere verilen kredilerin artmasına veya azaltılmasına neden olabilmektedir. Reeskont işlemleri uygulamasında ise merkez bankası, bankaların ellerinde bulunan ve iskonto edilmiş olan varlıkların veya ticari kredilerin, bir hedef karşılığında tekrar iskonto edilmesi işlemini yapmaktadır.

III. BÖLÜM

3. 1929-1933 BÜYÜK BUHRAN

1929 yılında yaşanan ve Büyük Buhran adı verilen iktisadi kriz, kapitalizmin en büyük krizi olarak kabul edilmektedir. Ekonomik buhran, öncelikli olarak sanayileşmiş ülkeleri etkisi altına almasına rağmen, dünyanın geri kalan bölgelerinde de büyük tahribata neden olmuş, tüm dünyayı derinden etkilemiştir (Galbraith, 2009:105). Bu kriz diğer yandan yeni bir iktisadi dönüşümün de başlangıcını oluşturmuştur. O yıllara kadar genel kabul gören neo-klasik iktisadi anlayışın öne sürdüğü politikaların yaşanan buhran karşısında yetersiz kalması, tartışmaların yönünün neo-klasik iktisadi düşüncenin teorilerine çevrilmesine neden olmuştur. Bu tartışmalarda iki ana unsur öne çıkmıştır. İlki, ekonomik kriz öncesi ve sonrasında hükümetin ve merkez bankasının zamanında ve yeterli derecede müdahale etmemesinden kaynaklanan bir sonuç olarak görmekte iken, diğeri ise piyasa başarısızlıklarının ekonomi içerisinde kısa dönemde tekrarlanan olaylar olarak algılamakta ve uzun dönemde, ekonominin doğası gereği, kendiliğinden dengeye gelmesi gerektiği düşünülmektedir. Hatta eğer ekonomide görülen kısa dönemli dalgalanmalar müdahale edilirse uzun dönemde ekonominin tekrar dengeye gelmesinin mümkün olmayacağı gibi ekonomiyi daha derin çıkmazlara sürükleyeceği düşünülmektedir.

1929 krizinde gelişen olayların önceki yüzyılda gerçekleşen dalgalanmalardan çok daha farklı olması ve uzun sürmesi, tartışmaları daha da artırmıştır. Uzun süren bunalım dönemi ilk görüş olan devletin ekonomik sisteme müdahalesi olarak da görülen anlayışın daha öne çıkmasına neden olmuştur. Böylece kapitalizmin 20. yüzyıldaki ilk krizi olan 1929 Ekonomik Buhranı neo-klasik iktisat düşüncesinin hâkimiyetini sonlandırarak ekonomide müdahaleci politikalarının öne çıkmasına neden olmuştur (Yay, 2000: 283). Kısacası iktisadi buhran önceki yüzyıldan beri hâkim olan iktisadi anlayış üzerinde köklü değişikliklere neden olan bir süreç yaratmıştır. Başlayan yeni sürecin adı Keynesyen iktisat politikası olarak adlandırılan müdahaleci ekonomik sistem ya da Minsky'nin ifadesiyle Yönetimsel Kapitalizm (Managerial Capitalism) dönemidir.

3.1. 1929 Krizinin Tarihsel Gelişimi

Birinci Dünya Savaşı sonrasında, Batı Avrupa ve Birleşik Devletler başta olmak üzere tüm dünyada tüketim artışları yaşanmıştır. Uzun süren savaş yılları tüm stokları eritmiş, savaşın yol açtığı tahribatlar milyonlarca insanın üretim dışında kalmasına neden olmuştur. Bu nedenle bu yıllarda yetersiz üretim ve arz yetersizliğine bağlı yüksek enflasyon oranları görülmüştür. Buna bağlı olarak hem yetersiz üretim hem de savaş maliyetleri nedeniyle tüm dünya genelinde yüksek enflasyon yaşanmıştır. Savaş sonrasında ise makineleşmenin etkisiyle tarımda ve endüstriyel üretimdeki yükselişler dünya ekonomisinin hızlı büyümesine neden olmuştur.

Savaş sonrası yıllarda talebin yükselmesi ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle yükselen verimlilik artışları ekonomik coşkunluk dönemini yaratmıştır. Kapitalizmin dönüşüm yılları olan bu yıllarda, traktör ve benzeri tarımsal aletlerin yaygınlaşmaya başlaması, trenlerin yerine otomobiller ve kamyonların gelmesi, kömür madenciliğinin gelişmesi ve petrol ürünlerinin kullanılmaya başlanması ekonomide gelişme sürecini tetikleyen sebepler arasında yer almıştır (Dowd, 2008:147-148). 1920'lerden itibaren hem teknolojik yenilikler hem de artan talep nedeniyle üretim teknikleri gelişmiş, verimlilik artmış, dünya üretim hacminde ardı ardına artışlar görülmüştür (Temin, 1994:3). Davidson'a göre "Kükreyen Yirmiler" olarak adlandırılan 1920'li yıllarda kamu gelirlerinin altında kalan hükümet harcamaları, yüksek oranlı artışlara sahne olan özel sektör yatırımları ve hanehalkı harcamaları, bu yılların çok başarılı geçtiğini göstermektedir (Davidson, 2009b: 62).

Birinci Dünya Savaşı sonrasında özellikle ABD ve Japonya'nın yanı sıra Latin Amerika, Hindistan gibi bazı ülkelerde üretime yönelik yatırımların artması, dünya üretim hacminin genişlemesinde önemli rol oynamıştır. ABD bu dönemde savaşın fiilen içinde olmamasından dolayı dünyanın diğer bölgelerinden daha iyi bir dönem geçirmiştir. Savaşın önemli oranda finansörlüğünü ve tedarikçiliğini yapan ABD, bu yıllarda yüksek büyüme seviyelerini sürdürürken, işsizliğin düşük olduğu ve enflasyon artışının çok yüksek olmadığı bir kaç ülkeden biri olarak görülmektedir (Dowd, 2008: 132-133).

Savaş yılları süresince yatırımlarını artıran ABD firmaları, savaş nedeniyle askere alınan erkek işgücünün eksikliği, ülke içindeki istihdam seviyesini düşürmesine rağmen, gerekli işgücü açığını, kadınları işe alarak kapatmaya çalışmıştır. Bu yıllardaki sürekli artan yatırımlar nedeniyle karşılaşılan istihdam kaynaklarının yetersizliği, kadın işgücüsüyle karşılanmasına rağmen, yetersiz kalifiye eleman sorunu, sendikaların pazarlık gücünü artırarak emek maliyetlerini yükselten unsur olmuştur. Bu yüzden savaş yılları boyunca 1920'lere kadar yaşanan fiyat artışları hem talep kaynaklı, hem de emek maliyetlerinin yükselmesinden kaynaklanmıştır (Balı & Büyükşalvarcı, 2011: 98). Dünyanın savaşlardan doğrudan etkilenmeyen tarafında ekonomik coşkunluk dönemi yaşanırken, savaşlarla çökmüş olan diğer tarafında ise üretim yetersizliğinden kaynaklanan yokluklar başta olmak üzere birçok sorunla mücadele etmek zorunda kalmıştır. ABD tarafında ise yükselen bir ekonomi vardır. Sürekli büyüyen ABD ekonomisinde veriler 1929 krizine kadar en yüksek noktasına ulaşmıştır.

Tablo 3.1 ABD ekonomisinin kriz öncesindeki durumunu göstermektedir. Tabloda yıllar itibariyle yurt içi özel yatırımlar ve kamu harcamalarının değerleri verilmektedir. 1929'da kamu harcamalarının GSMH içindeki oranı % 2.5 olarak görülürken özel sektörün yatırımlarının GSMH içindeki oranı % 15.7'dir. Özel sektör yatırımları 1929 krizinde çok yüksek bir noktaya ulaşırken, kamu harcamalarının GSMH içindeki oranı bu yıllara kadar düşük bir seviyede kalmıştır.

Minsky (1986) 1929'da GSMH rakamlarından anlaşıldığına göre yatırımlardaki kamu etkisinin yeterince büyük olduğunu, fakat bu etkinin kamu yatırımlarına yönelmediğini veya devletin ekonomi içinde yeterince etkin olmadığını ifade etmektedir. 1933 sonrasında ise kamu harcamalarının artışı ve ekonominin gelişmesini sağlayan yükseliş trendi devam etmekle beraber 1940'lı yıllarla birlikte kamu sektörünün ekonomi içinde ağırlığı özel sektörün ağırlığıyla yakın bir çizgide seyretmektedir. Minsky'nin büyük devlet etkisi olarak nitelediği bu yıllar, müdahaleci ekonomik sistemin uygulama alanı bulan Keynesyen iktisadi anlayışın hâkim olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.1: ABD Brüt Özel Yatırımlar ve Kamu Harcamaları

| Yıllar | GSMH | Yurtiçi Özel Sektör Yatırımları (milyar dolar) | Kamu Harcamaları (milyar dolar) | GSMH İçindeki Yüzde |
|--------|---------------------|--|---------------------------------|---------------------|
| | Özel Yatırımlar (%) | Kamu Harcamaları (%) | | |
| 1929 | 103.4 | 16.2 | 2.6 | 15.7 |
| 1933 | 55.8 | 1.4 | 4.0 | 2.5 |
| 1940 | 100.0 | 13.1 | 10.0 | 13.1 |
| 1950 | 286.2 | 53.8 | 40.8 | 18.8 |
| 1955 | 400.0 | 68.4 | 68.1 | 17.1 |
| 1960 | 506.5 | 75.9 | 93.1 | 15.0 |
| 1965 | 691.1 | 113.5 | 123.8 | 16.4 |
| 1970 | 992.7 | 144.2 | 204.2 | 14.5 |
| 1975 | 1549.2 | 206.1 | 356.6 | 13.3 |
| 1980 | 2631.7 | 401.9 | 602.1 | 15.7 |
| 1983 | 3304.8 | 471.6 | 819.7 | 14.3 |

Kaynak: Minsky, H.P. (1986). *Stabilizing An Unstable Economy*. s. 332

3.2. Savaş Sonrası Avrupa'nın Durumu ve 1929 ABD Krizi Üzerindeki Etkisi

Krizin öncesinde ve sonrasında Avrupa'nın durumu ABD ekonomisinden oldukça farklı bir yapı arz etmektedir. Öncelikli olarak birinci dünya savaşının etkileri Avrupa'da hem insan kıyımı, açlık ve hastalıklar nedeniyle emek gücünün azalmasına neden olan bir faktör olmuş bütün bunlara ilaveten Avrupa'dan üçüncü dünya ülkelerine ve ABD'ye yönelik olan kitlesel göçler de Avrupa'nın nitelikli iş ve sermaye gücünü azaltmıştır. Avrupa ekonomisinde iz bırakan diğer bir unsur da savaş maliyetleri yüzünden başta Almanya olmak üzere diğer Avrupa ülkelerinin kamu iç ve dış borçlarının çok yüksek olması, yüksek enflasyon gibi olumsuzluklara neden olarak Avrupa ekonomisini kırılgan bir yapıya sokmuştur. Avrupa ekonomisi genel olarak 1920'li yıllar boyunca bu sorunlarla mücadele ederken, diğer taraftan Latin Amerika, Kanada, ABD gibi ülkelerin özellikle tarımsal ve endüstriyel ürünlerde gerçekleştirdiği aşırı üretim ve avantajlı rekabet gücü, Avrupa ülkelerinin dış ticaretinde aleyhine gelişmesine neden olmuş, dış ticaret açıkları büyümüş ve ödemeler dengesi problemleriyle karşılaşmışlardır. Krizin önemli sebeplerinden bir diğeri de savaş yılları boyunca Avrupa'nın kreditorü olan ABD ekonomisinin, tekrar geri çağırdığı kredilerin yarattığı ekonomik sonuçlarıdır.

Geri ödemelerde sıkıntılarla karşılaşan bazı Avrupa ülkelerinin ödemelerle ilgili yaşadığı sorunlar ve verdikleri dış ticaret açıklarını kapatmaya yönelik korumacı politikaların uygulanmaya başlanması, savaş süresince ara verilen altın standardı sistemine dönmeye çalışan Avrupa ülkelerinin bu sistemden çıkmasına neden olmuş ve ülkeler, ithalat ve ihracat dengelerini yakalayabilmek için devalüasyonlara ve tarife ayarlamalarına yönelmiştir. Bu nedenle önce İngiltere sonra da Almanya'nın başını çektiği yeni kambiyo rejimlerine ve tarife kısıtlamalarına yönelmişlerdir. Korumacı önlemlerin yayılmaya başlaması bu yıllarda yani 1920'lerin sonlarına doğru uluslararası ticareti olumsuz yönde etkileyerek 1920'li yıllar boyunca dış ticarete dayalı gelişme yaşayan ihracatçı ülkelerin aşırı üretimlerinin üzerinde sıkıntılar meydana getireceğinin ilk işaretleri arasında yer almıştır. Feinstein ve arkadaşları tarafından yapılan bir çalışmadan alınan Tablo 3.2, 1924-1930 arasında Avrupa ekonomisinin borçluluk durumu göstermektedir. Avrupa ekonomisinin çoğunluğunda borçluluk oranları cari hesap dengesinin negatif olmasından dolayı artmaktadır. Cari hesap dengesinin, altın ve döviz rezervlerinin de negatif olması Avrupa ülkelerinin korumacı politikalara yönelmesinin temel nedenlerinden olmuştur.

Tablo 3.2: Cari Hesap Dengesi, Avrupa'nın Borçları (Milyon \$)

| | Almanya | Avrupa'nın Diğer Borçlu Ülkeleri | Toplam |
|-----------------------------------|---------|----------------------------------|--------|
| Cari Hesap Dengesi | -3.620 | -2.810 | -6.430 |
| Altın veya Yabancı Döviz Borçları | -570 | -790 | -1.360 |
| Toplam | -4.700 | -3.600 | -7.790 |

Kaynak: Feinstein ve ark. (2008). The World Economy Between The World Wars. s. 85.

ABD hükümetinin de uygulamaya koyduğu “Smooth-Hawley Gümrük Yasası”⁷ ülkeler arasındaki sermaye ve mal hareketlerin daha fazla daralmasına neden olarak ABD ekonomisinin aleyhine işlemiştir. 1929 Krizinden sonra devam eden buhran dönemi içinde, 1931 yılında önce İngiltere, altın standardını terk etmiş ve aynı yıl, genel olarak mamul mallara yönelik, gümrük vergilerini yükselterek korumacı politikalara yönelmiştir. Almanya ve Fransa da gümrük tarifelerini 1927 ile 1931 yılları arasında iki katına çıkartarak aynı uygulamayı takip etmiştir (Hobsbawm, 1969: 217).

1929-1932 yılları arasında normale dönme yönündeki tüm çabalar başarısız olmuş, 1936 yılı sonuna kadar artık altın standardı sistemi tüm Avrupa’da çökmüştür. Alman hükümeti, 13 Temmuz 1931’de bankaları kapatmış ve ulusal parayla döviz mübadelesini durdurmuştur. Avrupa devletlerinin çoğu, kambiyo denetimine katı tedbirler getirmiştir (Hobsbawm, 1969: 225). Altın standardının çökmesi ve ithalat üzerine getirilen korumacı önlemler tüm dünyayı etkileyen bunalım döneminin derinleşmesinin asıl sebebi olarak görülmektedir. Büyük çöküş ile sona eren ve kükreyen yirmiler olarak ifade edilen on yıllık zaman dilimi, servet ve düşüncesizce harcama yılları olarak ifade edilmektedir (Davidson, 2009: 62).

⁷ ABD hükümetinin 17 Haziran 1930’da yürürlüğe koyduğu dış ticaret sınırlamaları ve tarifeler ile ilgili yasadır.

1920'ler boyunca yatırımların sürekli arttığı ve üretim seviyesinin çok yüksek olduğu bir dönem yaşayan ABD ekonomisinde ise bu yılların sonlarına doğru ortaya çıkan dış ticaret üzerindeki korumacı politikaların yayılmaya başlaması ve tabii olarak meydana gelen dış talepteki azalış eğilimi, planlanmış yatırımların yavaşlamasına ve önceki dönemde yapılan aşırı talebe yönelik yatırımların zarar etmesine yol açmıştır. Dış ticarete azalış eğilimine giren ABD ekonomisi, o yıllara kadar büyüme performansını dış ticarete dayalı olarak gösterdiğinden, bu durum ekonomiyi negatif yönde etkilemiş, ülke içi ekonomik gelişmenin yavaşlamasına ve gerilemesine neden olmuştur. Düşen fiyatlar ve azalan yatırımlar durgunluğun ilk işaretleri olmuştur. 1929'da başlayan krizle birlikte mal ve hizmet satışlarında başlayan çöküş sonucunda, azalan yatırımcı kârları ve yükselen işsizlik oranları, hanehalkı gelirlerini ve tüketimini olumsuz yönde etkilemiştir (Davidson, 2009b: 62).

Kriz sonrasında 1929'dan 1933'e kadar görülen bu alışılmışın dışındaki ekonomik göstergeler, krizin ve ekonomik buhranın karakteristiğini ortaya koymaktadır. 1929 krizinden sonraki dört yıl boyunca, ekonominin kötüleşmesi yumuşak olmamıştır. Endüstriyel üretim yaklaşık % 37 azalmış, fiyatlar, % 33, ve Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) % 30 düşmüştür (Temin, 1994: 1). Tablo 3.3 1929 krizinin merkezi olan ABD ekonomisinin makro ekonomik durumunu göstermektedir. Tablo incelendiğinde 1929-1932 arasındaki GSMH, ithalat ve ihracat değerleri krizin etkilerini açıkça görülmektedir. GSMH dört yılda % 28 küçülmüş, hem ihracat, hem de ithalat bu küçülmeye doğru orantılı olarak azalmıştır. Bu rakamlar da ekonominin bütün birimlerinin ne kadar etkilendiğini göstermektedir.

Tablo 3.3: ABD Ekonomisinde Toplam Çıktı ve Ticaret 1929-1932
(1982 Fiyatlarıyla Milyar ABD Doları)

| | 1929 | 1932 | % Değişim |
|-----------------------------|-------|-------|-----------|
| GSMH (GNP) | 709.6 | 509.2 | -28.2 |
| İHRACAT | 42.1 | 23.2 | -44.9 |
| İTHALAT | 37.4 | 23.7 | -36.6 |
| Net İhracat-İthalat Dengesi | 4.7 | -5 | |

Kaynak: Krugman, P. (2011) *Makro İktisat*. s. 525.

Bu krizin boyutlarının tam olarak gösteren diğer bir çalışma ise Feinstein ve arkadaşları tarafından yapılan “*The World Economy Between The World Wars.2008*” adlı çalışmasından derlenen tabloda görülmektedir. Tablo 3.4a ve Tablo 3.4b, Avrupa ve Kuzey Amerika’nın 1920-1938 yılları arasındaki toplam üretim endeksi, toplam ihracat ve ithalat endeksi, seçilmiş ülkelerin işsizlik oranlarını göstermektedir. 1929 kriziyle birlikte tüm dünyayı etkisi altına alan buhran dönemi, ekonominin tüm alanlarında büyük hasara neden olmuştur.

Tablo 3.4a: Dünya Toplam Üretim, İthalat ve İhracat Endeksi 1929-1932
(ABD Doları Fiyatlarıyla)

| 1. Endüstriyel Üretim | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 |
|------------------------------------|------|------|------|------|
| Dünya Geneli | 100 | 87 | 75 | 64 |
| Avrupa | 100 | 92 | 81 | 72 |
| Kuzey Amerika | 100 | 81 | 68 | 54 |
| 2. Temel Gıda Üretimi | | | | |
| Dünya Geneli | 100 | 102 | 100 | 100 |
| Avrupa | 100 | 99 | 102 | 104 |
| Kuzey Amerika | 100 | 102 | 103 | 100 |
| 3. Hammadde Üretimi | | | | |
| Dünya Geneli | 100 | 94 | 85 | 75 |
| Avrupa | 100 | 90 | 82 | 73 |
| Kuzey Amerika | 100 | 90 | 80 | 64 |
| 4. Dünya Geneli Fiyatlar | | | | |
| Temel Gıda Fiyatları | 100 | 84 | 66 | 50 |
| Hammadde veya Yarı Mamul Fiyatları | 100 | 82 | 59 | 44 |
| Endüstriyel Ürün Fiyatları | 100 | 94 | 73 | 62 |

Kaynak: Feinstein ve ark. (2008). The World Economy Between
The World Wars. s. 122.

Tablo 3.4b: Seçilmiş Ülkelerde 1921-1938 Arasında İşsizlik Oranları

| 1. Gurup Ülkeler | 1921-1929 | 1930-1938 |
|------------------|-----------|-----------|
| Danimarka | 18.7 | 21.9 |
| Norveç | 16.8 | 26.8 |
| İsveç | 14.2 | 16.8 |
| İngiltere | 12.0 | 15.4 |
| 2. Gurup Ülkeler | | |
| Avustralya | 8.1 | 17.8 |
| Kanada | 5.1 | 18.5 |
| Fransa | 3.8 | 10.2 |
| Almanya | 9.2 | 21.8 |
| Hollanda | 8.3 | 24.3 |
| ABD | 7.7 | 26.1 |

Kaynak: Feinstein ve ark. (2008). The World Economy Between
The World Wars. s. 124.

Avrupa'dan geri çağrılan dış kredilerin, ABD ekonomisinde yarattığı içsel etkiler ise daha farklı olmuştur. Geri dönen krediler, ABD ekonomisinde parasal genişlemeye neden olmuş ve artan para arzı, kredi kullanım kolaylıklarını artırarak spekülâtif yatırımların büyümesine neden olmuştur. Artan spekülâtif yatırımlar menkul kıymetler borsasında suni bir büyüme yaratmıştır. Reel piyasalarda azalan yatırımlara rağmen ABD ekonomisine geri dönen kredi kaynaklarının ekonominin dış ticaretten kaynaklanan yavaşlamasını ve durmasını gizleyen bir spekülâtif borsa dinamiği yaratması, gerçekleri gizleyen bir örtü haline gelmesine neden olmuştur. 1920'ler boyunca süren yüksek verimlilik ve gelir yıllarında borsaya yatırım yapanların sayısı her geçen gün artmış ABD halkının neredeyse yaklaşık % 16'sına ulaşmıştır (Balı & Büyüksalvarcı, 2011:98). Diğer yandan iç piyasalardaki kredi kaynaklarının genişlemesi konut sektöründeki talebin aşırı büyümesine neden olurken beraberinde yükselen borsa cazibesi yatırımların finansal alanlara kaymasına neden olmuştur. Bu dönemde üretime yönelik yatırımlar, tarımsal ve teknolojik gelişmeler nedeniyle verimlilikte görülen artışlar, konut sektöründeki hızlı yükseliş, özel kredi kullanım oranlarının da artışı ABD ekonomisindeki büyümenin göstergesi olmuştur. Bu yıllarda görülen yüksek rakamlı yatırımlar ve harcamaların sürekli devam edeceği düşüncesi, aşırı harcamalara ve yatırımlara neden olurken ekonomideki spekülâtif ve Ponzi finans birimlerinin yükselmesine neden olmuştur. İç piyasalarda, özellikle finansal piyasalarda ve gayri menkul sektöründe, yaşanan spekülâtif büyüme rağmen dış piyasalarda görülen gerilemeler, ABD ekonomisi içinde yatırımların azalmasına ve istihdam seviyesinin düşmesine neden olarak krizi hazırlayan süreci başlatmıştır.

Tablo 3.5, 1913-1929 arası dönemdeki özel kesim kredilerinin GSYİH'ye oranını göstermektedir. Eichengreen ve Mitchener (2003) ybu dönemdeki iyimser beklentilerin, özel sektördeki yatırımların artışına bağlı olarak özel kesim kredi kullanımının çok yüksek seviyelere çıkmasına neden olduğunu ifade etmişlerdir. Bu gelişmeler ışığında Minsky'nin ekonomik coşkunluk dönemi dediği bir süreç yaşanmaktadır. Tablo 3.5'te de görüldüğü gibi, özellikle ABD ve İngiltere'nin başını çektiği bir kredi kullanım genişleme dönemi görülmektedir. Bu da, gelişmiş ekonomiler içerisindeki iş çevrimi halkalarını oluşturan ekonomik birimlerin, borçlanma oranlarının arttığını ve Fisher'in (1932) kredi genişlemesi durumunun gerçekleştiğini göstermektedir.

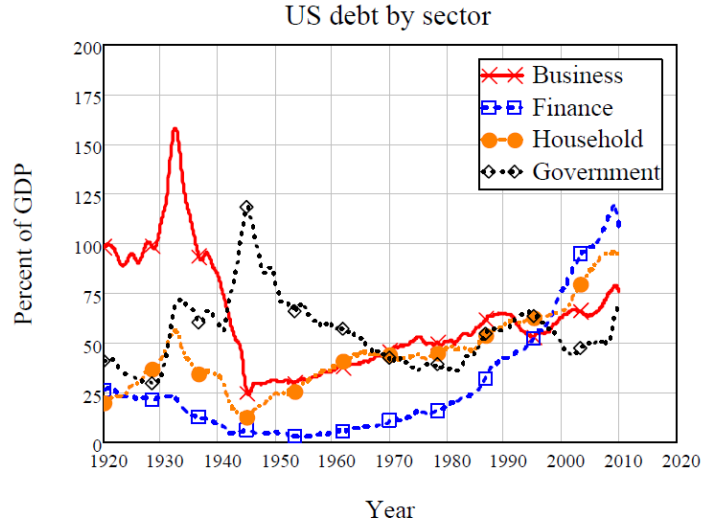
Tablo 3.5: Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'ye Oranı

| | 1913 | 1929 |
|-----------|------|------|
| ABD | 2.43 | 4.08 |
| İngiltere | 2.65 | 4.60 |
| İsviçre | 4.30 | 4.49 |
| Norveç | 2.19 | 3.08 |
| Japonya | 1.88 | 3.39 |
| Almanya | 2.59 | 1.64 |
| Fransa | 2.79 | 2.57 |
| Danimarka | 3.41 | 3.72 |
| Belçika | 2.34 | 2.51 |

Kaynak: Eichengreen & Mitchener, (2003). *The Great Depression as a credit boom one wrong* .
Universite Of California, Berkeley Department
of Economic, s. 62

Kriz öncesi yıllarda yaşanan yüksek büyüme rakamlarına sahip olan ABD ekonomisindeki kredi genişlemesi veya kredi kullanım bolluğunun getirdiği yatırım ve harcamalardaki artışlar Şekil 3.1’de sunulmuş, ABD ekonomisi içinde yer alan iş dünyası hane-halkı, devlet ve finansal sektörün borçlanma seviyesinin GSYİH içindeki büyüme oranları resmedilmiştir. Özel sektörün borçlanma seviyesinin ekonomi içerisindeki ağırlığı ilk göze çarpan eğridir. ABD ekonomisinde kriz öncesindeki kükreyen yirmiler denilen yıllarda iş dünyası yatırımlarına bağlı olarak çok hızlı bir borçlanma dönemi yaşamıştır. Bu dönemde iş dünyasının borçlanmasının GSYİH içindeki payının önemli derecede arttığı görülmektedir.

Ekonominin diğer birimlerini oluşturan hane-halkı ve kamunun borçlanma seviyesi ise hacim olarak iş dünyası kadar olmasa da her iki kesimin de ekonomi içindeki artış yönü pozitiftir. 1929 krizi sonrası iş dünyası ve hane halkı borçlanma seviyesi hızla düşmüş ve dibe vurmuştur. Bu da borç deflasyonunun bir sonucudur. Aynı dönemde hükümetin ekonomide daraltıcı politikalar uygulaması nedeniyle borçlanma düşüşleri diğer sektörlerle paralellik göstermektedir. Krizin bunalıma dönmesi ve Keynes’in genişletici maliye ve para politikaları sonucunda devletin ekonomiye müdahale eden pozisyonuna geçmesiyle 1930’ların ikinci yarısında kamu borçlanma seviyesinin arttığı görülmektedir. Bu müdahaleci politikalar özel sektörün ve hane halkının tüketim ve yatırım döneminin başlangıcı olan hedge döneminin başlangıcını göstermektedir. Şekil 3.1’de görüldüğü gibi 1930’ların sonundan itibaren iş dünyası ve hane halkı borçlanma seviyelerinde ılımlı bir artış çizgisi görülmektedir.



Sekil 3.1. Yıllar İçinde Ekonomik Birimlerin GSYİH İçindeki Gelişim Süreci (1920-2020)

Kaynak: Keen, S.(2010) Are We “It” Yet?

<http://www.debtdeflation.com/blogs/2010/07/03/are-we-it-yet/> (01.02.2013)

1929’ların ilk yıllarına kadar ABD ekonomisinde meydana gelen genişleme döneminde hükümetin veya Amerikan Merkez Bankası’nın artan altın rezervine rağmen, gelişen ekonominin, ihtiyaç duyduğu para arzını artırmakta geciktiği ileri sürülmektedir. Bu gecikmenin sonucunda ekonomik birimler ihtiyaç duydukları sermayeyi kısa ve uzun vadeli borçlanmalar yoluyla gerçekleştirmişlerdir. Borçlanmaların artması ve özellikle kısa vadeli borçlanmaların uzun vadeli borçlara oranının yükselmesi ekonomideki kırılganlığa neden olmuştur. Aslında, bu dönemde özellikle ABD ekonomisinde uygulanan iktisat politikaları, neo-klasik iktisat geleneğine bağlı olarak, ekonomide yaşanan şokların, yine kendi içinde dengeleneceği düşüncesi hâkimdir. Bu nedenle ekonominin genel işleyişine müdahalenin, şokları daha da çözülmez hale sokacağı görüşü yaygındır.

Borsa çöküşüyle başlayan iflaslar nedeniyle yaşanan panik ortamında, ekonominin tüm birimlerinin nakit talebinin arttığı görülmektedir. Bankaların bilançolarını düzeltme gayretiyle, şirketler üzerindeki baskılarını artırması, şirket iflaslarının yolunu açarak zincirleme reaksiyonu başlatmıştır. Artan nakit talebinin hükümet ve FED tarafından algılanamaması nedeniyle piyasaların ihtiyaç duyduğu nakit ihtiyacının karşılanmamasına neden olmuş, bankacılık kesiminin yetersiz kalan mevduatları talebi karşılayamamıştır. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirememesi iflaslara neden olurken, her kesimin nakit tutma gayreti piyasalardaki likidite sıkışıklığına neden olmuştur. Meydana gelen panik ardından piyasalardaki tüm kesimlerde görülen borç ödeyememe durumu, iflaslar ve tasfiyelerin hızlanarak yayılmasına neden olarak çöküşü gerçekleştirmiştir. Bu panik ardından meydana gelen olaylarda finansal kesimin ekonomi içindeki aktivitesi dikkat çekicidir. Piyasalardaki nakit ihtiyacı bu kesimdeki mevduatların azalmasına, hatta mevduat çıkışlarının karşılanamamasına neden olmuş, mevduat ihtiyacının bu artışı kredi borçlarının zamanından önce geri çağırılmasına neden olarak piyasalardaki firmaların ödeme sıkıntılarına neden olmuştur (Kindleberger, 2008: 151).

Finansal sektörün iş dünyasına ve hane halkına verdiği kredileri geri çağırımları, borçlu olan firmaları ve tüketici gruplarını borçlarını ödeyemez duruma düşürmüş, borç ödeme gayreti içinde olan ekonomik birimlerin ellerinde bulunan varlıkları satma gayreti, deflasyonu daha fazla şiddetlendirmiştir. Bankacılık paniğinin ikinci önemli etkisi ise aşırı deflasyon sonucu borçları tahsil edemeyen bankalar iflas ederek piyasadaki borç-deflasyon paradoksunu şiddetlendirmiştir.

Borç deflasyonu ve iflaslar sonucunda yatırımların tamamen durması işsizliğin artışı hızlandırmış ve gelirleri iyice azalan hanehalkı gelirleri talebin de düşmesini beraberinde getirmiştir. Tablo 3.6, 1929-1932 arasındaki her 100 dolarlık yatırımın ve kredilerin getirisindeki kayıpları göstermektedir. 1929 kriz sonrasında yaşanan panik ortamıyla kredilerin geri çağırılması, oluşan borç deflasyonu finansal piyasalardaki kar oranlarını düşürmüştür ve varlık kayıplarına neden olmuştur

Tablo 3.6: 1929 Krizi Sonrasında Meydana Gelen Finansal Değişim Oranları

| | Her 100 \$'lık Kredi Üzerindeki Kayıp (%) | Her 100 \$'lık Yatırım Üzerindeki Kayıp (%) | Her 100 \$'lık Net Sermaye Üzerindeki Net Kar Kaybı (%) |
|------|--|--|---|
| 1929 | 0.54 | 0.94 | 8.75 |
| 1930 | 0.74 | 1.05 | 4.56 |
| 1931 | 1.36 | 2.26 | 0.19 |
| 1932 | 2.41 | 2.59 | -4.50 |

Kaynak: Wicker, E. (1996) The Banking Panics of The Great Depression.

Cambridge University Press. s.13 <http://www.cambridge.org>

3.3. 1929 Ekonomik Krizi Üzerinde Farklı Yorumlar

1929-33 krizinin evvelinde ve kriz sürecinde uygulanan iktisat politikaları üzerinde farklı görüşler bulunmaktadır. Bazı iktisatçılara göre krizin meydana gelmesinde veya kriz esnasında uygulanan politika tercihleri ekonomiyi bunalıma sürükleyen sebepler olarak görülmekte, bazılarına göre ise kriz kapitalizmin kaçınılmaz bir gerçeği olarak kabul edilmesi gerektiğini ileri sürerek, krizin etkilerini veya şiddetinin uygulanması gereken maliye ve para politikalarıyla azaltılabileceği düşünülmektedir. Bu iktisatçılardan biri olan Gouverneur'a göre 1929 krizi kapitalizmin devresel birikim krizidir. 1920'lerden başlayan gelişme döneminde görülen verimlilik artışları ve istihdam büyümesi 1929'lara kadar sürmüş ve en nihayetinde öyle büyük düşüşler yaşanmıştır ki, istihdam seviyesinin 1940'lara kadar bir daha yakalanamayacak seviyelere düşmüştür. Yani 1929'un krizi, kapitalizmin aralıklı dönemlerle yaşadığı temel birikim krizi olarak adlandırılmaktadır. Gouverneur, 1929 sonlarına doğru görülen gerilemenin nedeni sadece devresel kriz modeli değil aynı zamanda klasik iktisadi birikim⁸ modelinin de işlediğini iddia etmektedir (Gouverneur, 2004:244).

⁸. Klasik Birikim Modeli; Üretim olanaklarının genişleyen bir tempoyla büyümesi, tüketim (talep) olanaklarının ise görece daha sınırlı büyümesi nedeniyle ortaya çıkan arz fazlalığından kaynaklanmıştır (Gouverneur, 2004: 244-245).

1929-33 krizinin temel sorunu olan klasik birikim modelindeki yapısal kriz⁹de üretimdeki büyümeyle birlikte tüketimin daha sınırlı olması, krizlerin temelini oluşturmaktadır. Meydana gelen her kriz bir öncekinden daha etkili görülmektedir. Bu krizler ise belli aralıklarla ve devresel olarak gerçekleşmektedir. Gouverneure'e (2004) göre 1929-1932 krizi hem devresel hem de yapısal kriz modelini birlikte içermektedir. Klasik birikim modelinde çözüm gerilemedir. Ekonomideki genişleme 1920'lere doğru başlamış ve on yıl kadar devam etmiştir. Gerileme dönemi ise üretim ve istihdamda yarattığı sorunların üstesinden gelinemeyecek boyutlara varması ve 1929'larda başlamış ve 1940'lara kadar devam etmiş ve kriz öncesi seviyesine ancak bu yıllarda dönebilmiştir.

Fülbert 1929 krizini teknolojinin getirdiği sermaye birikiminin yükselmesine rağmen ücretlerin aynı oranda artmamasına bağlamaktadır. Çünkü Fülberth'e göre makineleşme verimliliği artırırken istihdamı azaltmaktadır. Ücretler ise verimlilikle aynı oranda artmamaktadır. Verimlilik artışının getirdiği ürün artışı nedeniyle ürünler daha ucuz olsa da ücretlerin aynı oranda artmaması alım gücünü düşürmüştür. Verimlilik artışıyla gelen sermaye birikimi spekülasyon alanlarına kaymıştır. Bu nedenle 1920'lerin sonlarına doğru yatırımlarda düşüşler başlamıştır. Reel yatırımlara dönüşmeyen bu sermaye spekülasyon yatırımların merkezinde olan borsalarda menkul kıymetlere akmış ve dolayısıyla borsa rekorlarına katkı sağlamıştır. Azalan yatırımlara rağmen yükselen borsa değerleri yanıltıcı bir etki yaratmıştır (Fülberth, 2010: 210).

⁹ .Yapısal Kriz; Birikimin normal oluşumunu engelleyen temel sorunların mevcut olduğu durumdur. Görüldüğü gibi bazı durumlarda bir konjonktürel kriz , yapısal krizin varlığını ortaya çıkarabilir (Dowd, 2008: 239).

Dowd'a göre ise 1929 krizinin en önemli nedenlerinden biri küreselleşme olgusudur. Çünkü 1929 krizi önceki krizlerden (özellikle büyük 1873 krizinden) daha etkili ve daha uzun süreli olduğu ve aynı zamanda dünyanın diğer bölgelerini de etkilediği görülmüştür (Dowd, 2008: 148). Galbraith ise 1929 borsa çöküşünden sonra neo-klasik gelenekteki iktisatçıların bazıları (Harvard Üniversitesinden Joseph Schumpeter, London School of Economics'den Lionel Robbins) krizle ilgili herhangi bir müdahale yapmanın gereksiz olduğunu ileri sürdüklerini belirtmektedir. Birleşik Devletlerde Herbert- Hoover'in uyguladığı iktisat politikasının Mart 1933'e kadar neo-klasik iktisat anlayışından ayrılmadığını ve dolayısıyla ekonomide kendiliğinden iyileşme beklenmiş, fakat beklenenin aksine ekonominin daha kötüleşmesiyle sonuçlanmıştır (Galbraith, 2009: 181).¹⁰

1929-1933 krizi üzerinde tartışmalara katılan görüşlerden bir diğeri ise neo-klasik iktisat geleneğinden gelen parasalcı (monetarist) bir bakışa sahip olan Friedman ve Schwartz'ın (1963) yorumlarıdır. Parasalcı görüşe göre 1929 krizine kadar olan dönemde piyasalardaki emtia bedellerinin reel değerlerinin çok üzerinde olması, sermaye ve tüketim mallarının arzının talebi aşması, para arzının ekonomik gelişme düzeyinin gerisinde kalması krizin temel dinamiklerini oluşturmaktadır. Sermaye ve tüketim mallarında görülen arz fazlalığına rağmen piyasada yetersiz olan para arzı fiyatların artış eğilimini düşürmüştü ve talebi azaltan bir etki yaratmıştır. Parasalcılar ekonomi içerisinde ekonomik genişleme ile para politikalarının örtüşmediğini ileri sürerek krizin alt yapısını para arzının yetersizliğine bağlamışlardır.

¹⁰. 1929-33 Kriz öncesi ve kriz döneminde ABD devlet başkanı.

Ekonomik krizlere Minsky gibi finansal piyasalar açısıyla bakan Mishkin ise finansal piyasalardaki fonların etkin bir şekilde üretim sektörünün imkanlarına sunulmasında görülen bozulmalar olarak ifade etmektedir. Finansal piyasalarda görülen bu bozulma ise ekonominin sert bir daralma sürecine girmesine neden olmaktadır (Mishkin, 1991: 7). Finansal piyasalarda veya borsada görülen sert inişler firmaların varlık değerlerini düşürürken borçlanma maliyetlerini de artırmaktadır. Bu sonuç yatırımları azaltmakta ve piyasalardaki kırılganlığı artıran unsur olmaktadır. Fisher (1932) ise ekonomik krizlerin derinleşerek bunalımlara dönüşmesinin iki nedeni olduğunu ileri sürmektedir. İlki kriz öncesinde yüksek borçlanmaların görülmesi, ikincisi ise şiddetli fiyat deflasyonunun ortaya çıkmasıdır. 1929 krizinde hisse senedi piyasasının çökmesi ve ardından gelen kredilerin geri çağırılması borç ödeme sıkıntılarına neden olmuştur (aktaran, Roubini & Mihm, 2012: 149). Bu krizde, ekonomik birimlerin borç yükümlülüklerini azaltma gayreti, deflasyonu hızlandıran bir etki yaratmıştır. Bunun nedeni ise borç ödeme telaşı içinde olan veya piyasalarda görülen dalgalanmalar nedeniyle paniğe kapılan piyasa oyuncuları ellerindeki en likit veya likit olmayan varlıkları satarak borçlarını ödemeye çalışırken, piyasadaki varlık satışlarının artması varlık fiyatlarını daha fazla aşağıya düşmesine nede olmuştur. Bu iki sonuç meydana getirmiştir. İlki borcu olan birimlerin ellerindeki varlıkların değeri hızla düşmüş ve borçlarının varlıklara olan oranı ise yükselmiş, ikincisi ise varlıklarının düşen değerleri nedeniyle önceki dönemde gerçekleştirilen yüksek borçların ödenmesi imkânsızlaşarak iflasların yaşanmasına ve yaşanan iflasların ise alacak tahsillerinin daha da imkânsız hale gelerek zincirleme iflasların yayılmasına neden olmuştur (aktaran Roubini & Mihm, 2012: 149).

1929 ekonomik krizine yönelik en etkin çözüm getiren iktisatçı şüphesiz John Maynard Keynes olmuştur. Keynes (1936), kriz sonrası uzun yıllar sürdürülecek olan müdahaleci iktisat politikalarını, 1929 krizini ve sonuçlarını inceleyerek önerilerini sunmuştur. Keynes istihdam fonksiyonun talep ile ilişkilendirmiş, talebin uyarılmasının ve beklentilerin iyimser yöne çevrilmesinin mümkün olduğu takdirde krizin sonlanacağı ve ekonomilerin yeniden büyüme trendine döneceğini ileri sürmüştür. Keynes öncelikli olarak talep yaratan politikaları öne çıkarmakta, bunu da devletin imkânlarıyla gerçekleştirilebileceğini öne sürmektedir.

Kindleberger ise “*Cinnet, Panik ve Çöküş*” adlı çalışmasında Parasalcı-Keynesyen tartışması kredi istikrarsızlığına, bankacılık sektörünün kırılganlığına veya düşen fiyatların yol açtığı geri ödenmeyen krediler tarafından kredi sisteminin felce uğratılmasının üretim ve fiyatlara etkisine çok az yer verildiğini ileri sürmektedir. Hâlbuki bunların hepsi 1929 krizinin öncesinde kriz aşamalarının evrelerinde yer almaktadır. Bu noktaları dikkate alan en önemli iktisatçı ise Hyman Minsky’dır (Kindleberger, 2008: 62)

3.4. Minsky ve 1929 Krizi

Keynesyen bir iktisatçı olan Minsky, Keynes'in çözüm önerilerini kabul etmekle beraber krizin nedenleri ve sonuçları üzerinde finansal piyasaların önemine işaret etmektedir. Minsky'nin (1986), temel olarak gelişmiş kapitalist ekonomik sistemler içerisinde yer alan finansal kurumların ve özel sektörün birbirinden ayrılmaz ilişkilerinden kaynaklandığını düşünmektedir. Kapitalist ekonomik sistemdeki iş çevrimleri içerisinde yer alan firmalar ve yatırımların devamını sağlayan finansal kurumlar, krizin oluşumunda esas aktörler olarak öne çıkmaktadır. Yani ekonomideki özel sektörün yükselen ekonomiye ayak uydurarak kâr beklentilerinin tetiklemesiyle planladığı ilave yatırımları, finansal piyasalardan elde ettiği borçlanma ile gerçekleştirmektedir. Bu noktada ekonomideki sermayenin finansmanı finansal kurumlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu süreç ise ekonomideki borçlanma dönemlerini ve etkilerini belirlemektedir.

Minsky'e göre ekonomideki kırılganlığa gidişte önemli bir yeri olan yatırımcıların ve finansal kesimin borçlanma seviyeleri, kriz oluşumunda etkin işlev yüklenmektedir. Tablo 3.7, 1920 ile 1939 arasındaki ABD ekonomisindeki varlık fiyatlarını ve varlıkların getiri oranlarının yıllara göre değişimini göstermektedir. Tablodaki veriler Minsky'nin hipotezini doğrular niteliktedir. 1920'ler boyunca genişleyen ekonomi sürecinde varlıklar üzerinden elde edilen kazançlar ve kârlar yükselerek devam etmiştir. 1929 kriz yılında ise en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

1929 krizi ile birlikte bu yükseliş terse dönmüş ve varlık değerleri ile birlikte kârlar eriyerek negatif hanelere dönüşmüştür. Bu da ekonomideki borçlanma, kredi kullanım, varlık değerlerinin artışı arasında bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Ekonomi büyüme ve gelişme dönemlerindeyken bu ilişki pozitif yönlü olurken, kriz dönemlerinde negatif bir yöne gitmektedir. Ekonominin finansal yönü Minsky'nin kapitalist ekonomik sistemdeki sermaye varlıklarının yer aldığı ikili fiyat sisteminin varlık fiyat değişimlerini içeren yönünü oluşturmaktadır. Yani diğer bir ifadeyle Minsky'nin kapitalist ekonomik sistemlerde kriz yaratan tarafını oluşturmaktadır. Tablo 3.7'de görülen 1920 ile 1929 arası varlık değerlerinde ve kârlarında görülen yükselmeler piyasalardaki aşırı değerlenmenin kanıtıdır.

Tablo 3.7: Finansal Piyasalardaki Toplam Varlıkların Değişim Yüzdesi

| Yıllar | Finansal Varlıklar İçindeki Brüt Kazançlar (%) | Finansal Varlıklar İçindeki Net Kazançlar | Finansal Varlıklar İçindeki Net Karlar | Toplam Varlıklar (milyon dolar) |
|--------|--|--|---|------------------------------------|
| 1920 | 5.57 | 1.78 | 1.22 | 32.374 |
| 1921 | 5.58 | 1.71 | 0.94 | 31.278 |
| 1922 | 5.26 | 1.61 | 1.11 | 31.414 |
| 1923 | 5.04 | 1.43 | 0.99 | 34.099 |
| 1924 | 4.91 | 1.39 | 0.99 | 36.385 |
| 1925 | 4.88 | 1.40 | 1.07 | 39.304 |
| 1926 | 4.94 | 1.43 | 1.05 | 41.094 |
| 1927 | 4.71 | 1.16 | 1.05 | 42.800 |
| 1928 | 4.81 | 1.27 | 1.11 | 45.596 |
| 1929 | 5.05 | 1.51 | 1.17 | 47.533 |
| 1930 | 4.58 | 1.17 | 0.65 | 47.164 |
| 1931 | 4.19 | 1.15 | 0.03 | 43.991 |
| 1932 | 4.19 | 1.11 | -0.69 | 37.042 |
| 1933 | 3.71 | 1.13 | -1.07 | 34.367 |
| 1934 | 3.35 | 1.06 | -0.61 | 37.176 |
| 1935 | 2.90 | 0.90 | 0.51 | 41.613 |
| 1936 | 2.77 | 0.87 | 1.01 | 45.904 |
| 1937 | 2.78 | 0.88 | 0.71 | 47.510 |
| 1938 | 2.69 | 0.81 | 0.56 | 47.434 |
| 1939 | 2.49 | 0.77 | 0.68 | 52.129 |

Kaynak: Wicker, E. (1996) The Banking Panics of The Great Depression. Cambridge

University Press. s.11

1929 krizi sonrasında yaşanan iflaslar ve borç deflasyonu, işsizlik oranlarındaki yükselişler ve tüketim-yatırım azalışları, ekonomideki nakit darlığı, borçlanma imkânlarını düşürmüştür. Şekil 3.2’de 1920’lerden itibaren 1929’a kadar devam eden süreçte ABD ekonomisinde, özel sektör borçlanmaları ile devletin kamu kesimin borçlanmasının GSYİH içindeki oranlarının yükseliş trendi açıkça görülmektedir. ABD ekonomisindeki özel sektörün borçlanma seviyesi 1929 krizine kadar çok hızlı bir şekilde büyürken, kamu kesimi borçlanma seviyesi tam ters yönde hareket ederek önce azalış eğilimi görülmekte, daha sonra ise kriz yıllarına doğru hafif bir artış eğilimi olmasına rağmen özel sektör borçlanmalarının çok gerisinde hareket ettiği görülmektedir. Bunun nedeni ise Minsky’nin de ileri sürdüğü gibi bu dönemde ABD ekonomisinde, uygulanan iktisadi anlayıştan ve devletin ekonomik güç olarak etkin olmamasından kaynaklanmaktadır. Çünkü 19. yüzyılın sonlarına doğru ve 20. yüzyılın ilk dönemlerinde hâkim olan görüş neo-klasik iktisadi düşüncedir ve bu düşünceye göre devletin ekonomi içinde aktif olmaması gerekmektedir. Bundan dolayıdır ki kamu kesiminin ekonomi içindeki büyüklüğü özel sektöre göre çok düşük seviyede gerçekleşmiştir. Şekil 3.2’de 1929 krizinde kamu harcamalarının GSYİH içindeki oranı zaten düşük olan ABD ekonomisinde krizle birlikte özel sektör harcamalarının düştüğü gibi kamu harcamalarının da azaldığı görülmektedir. Bu da Minsky’nin eleştirdiği kısımdır. Çünkü kriz süresince hükümet krizin etkilerini azaltıcı tedbirler alamamış ve düşen GSYİH nedeniyle gelirleri azalan kamunun harcamalarının da azalmasına neden olmuştur. Bu düşüş ekonomik daralma sonucu azalan kamu gelirlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Oysa Minsky Keynes gibi kamunun krizlerde etkin olması gerektiğine inanmakta harcamaların kısılmasının aksine kamu borçlanmanın artırılması gerektiğine inanmaktadır.



Sekil: 3.2. Yıllara Göre ABD Özel Kesim ve Kamu Kesimin Borçlarının GSYİH İçindeki Payı.

Kaynak: Keen, S. (2011). Are We “It” Yet?

<http://www.debtdeflation.com/blogs/2010/07/03/are-we-it-yet/> (01.02.2013)

Minsky’e göre 1929-33 krizinde bu müdahaleleri yapamayan bu kurumlar krizin derinleşmesinde ve uzun süren bunalım döneminin yaşanmasında asıl etken olan faktör olarak öne çıkmıştır. Krugman’a göre de eğer hükümet ekonomik çöküş sırasındayken bütçe açığını kapatmaya çalışmasaydı ve merkez bankası da iç ekonomik koşullar pahasına altın standardını sürdürmeye çalışmasaydı, hatta merkez bankası ve hükümet borçlanma risk seviyesi çok yüksek olan firmaların nakit ihtiyaçlarını karşılayabilselerdi, büyük iflasların yayılması önlenilecek ve derin bir bunalıma girilmesi önlenmiş olacağını ileri sürmektedir (Krugman, 2008: 1).

Minsky'e (1986) göre kapitalist ekonomik sistemlerde kriz olgusunun doğal olarak kabul edilmesiyle birlikte kriz etkilerinin en aza indirilmesi veya krizin daha az hasarla atlatılabilmesi mümkündür. Bu nedenle krizin çözümü de sistem içerisinde çıkarılması gerekmektedir. Bu da ancak Keynesyen iktisat politikasının özelliği olan müdahaleci bir iktisat anlayışla gerçekleştirilebilir. Bu müdahalede ise iki önemli kurum öne çıkmaktadır. Bunlar büyük hükümet ve büyük bankacılık denen merkez bankası yoluyla gerçekleştirilebilir. 1929 krizi sonrasında tüketim ve yatırımların azalmasıyla doğru orantılı olarak azalan kamu gelirleriyle hükümetin harcamalarının artması mümkün olmadığından, kamu bütçe açığının kapatılması için borçlanmaya gidilmesi gerekmektedir. Devletin borçlanma seviyesini artırması piyasadaki tasarrufların yatırıma dönme yönünü açarak iyimser hava yaratılmasına neden olmaktadır. İkinci olarak devlet kısa ve uzun vadeli borçlanmalarla elde ettiği tasarrufları büyük yatırımlara veya sosyal destekleme harcamalarına yönlendirerek piyasanın canlanmasını ve hareketlenmesini sağlayabilmektedir. Nitekim Şekil 3.2'de görüldüğü gibi Keynesyen müdahaleci devlet anlayışı sonucunda 1940'lara doğru ekonomik sistem içerisinde kamunun borçlanma seviyesinin GSYİH içindeki artış yönü pozitif ve diğer ekonomik birimlerden daha yüksek olduğu görülmektedir.

IV. BÖLÜM

4. 1973-1975 EKONOMİK KRİZİ

Savaş sonrasında kıta Avrupa'sı, ekonomide yarattığı refah politikası ve yeni oluşturduğu kurumlarıyla genel yaşam standardında çok büyük gelişmeler kaydetmiştir. Bu yüzden 1940'ların sonundan itibaren 1970'lere kadar süren savaş sonrası refah dönemi, dünya ekonomik gelişimi açısından “*Altın Çağ*” olarak adlandırılmıştır (Maddison 1993). Bu dönemin genel karakteristiği, yatırım, üretim, verimlilik ve ücretlerdeki artış oranlarının, tarihsel süreçteki en yüksek seviyelere çıktığı (yüksek istihdam dönemi) işsizlik oranlarının ise en düşük seviyelerde kaldığı bir dönem olmasıdır. On dokuzuncu yüzyılda egemen olan neo-klasik iktisadi görüş, 1929 büyük buhrandan sonra, toplumsal çıkarın bireysel çığara üstün geldiği, piyasa başarısızlıkları karşısında devlet müdahalelerinin etkin olduğu yeni bir iktisadi anlayışa yerini bırakmıştır. Yapısalcı yaklaşım adı da verilen bu görüşün, gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmesi konusundaki reçeteleri ithal ikameci bir anlayış olmuştur (Han ve Kaya, 2012: 243). İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, 1970'lerin ortalarına kadar uzanan yirmi beş yıllık süre içinde, kamunun ekonomi içindeki etkinliğinin yüksek olduğu talep yoğun bir ekonomik anlayış hüküm sürmüştür (Dowd, 2008: 187). Brenner'e göre bu dönemde kapitalist ekonomilerin büyüme oranlarındaki yükselmelerin nedeninin verimlilik artışlarının getirdiği yüksek kâr seviyesi ve buna bağlı olarak artan yatırımlardır (Brenner, 2007: 22).

1960'ların sonlarından itibaren 1973-75 krizine kadar likidite sınırlamalarının olduğu üç önemli dönem göze çarpmaktadır. İlk dönem ekonomik performansın durma noktasına yaklaştığı ekonomik yavaşlama sürecini kapsayan devre, ikinci dönemde gelirlerin gittikçe azaldığı ve yatırımların durağan hale geldiği durgunluk devresi, üçüncü dönemde ise gelirlerin ve yatırımların gerilediği daralma dönemi olarak görülmektedir. ABD hükümeti ve Federal Rezerv Sistem (FED), bu üç dönemde de ekonomiye müdahale ederek sistemi desteklemek yoluna gitmiş, ekonomide entegrasyon ve yeni düzenlemeler oluşturarak ekonominin uzun yıllar sürebilecek bir bunalıma dönüşmesini önlemiştir (Minsky, 1975: 1).

4.1. 1940-1975 Altın Yıllar Dönemi ve 1973-75 Krizi

1940'lı ve 50'li yıllar Keynesyen teorinin altın yıllarıdır. Gelişmiş ülkelerin hemen hepsinde hızlı bir ekonomik büyüme gözlenmiş, hükümetlerin uyguladığı politikalar, özellikle maliye politikası, ekonomilerin gelişmesinin nedeni kabul edilmiş, Keynesyen teoriye dayanan politikaların, doğruluğunun kanıtı sayılmıştır (Parasız ve Bildirici, 2003: 129). 1960'lı yıllara kadar dünya genelinde, yüksek büyüme seviyesi, düşük işsizlik oranları ve dengeli bir ekonomik süreç izlemesine rağmen bu yılların sonlarına doğru yeni sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu yıllarda gelişmekte olan ülkelerin ekonomik sistem içerisindeki gidişatı ithal ikameci ekonomik politikalarının hâkim olduğu bütçe açıklarının çok yüksek olduğu, senyoraj gelirlerinin sonucunda yüksek enflasyonlarla mücadele edilen yıllar olarak görülmektedir.

1960'lı yılların sonuna gelindiğinde serbest piyasa ekonomisi anlayışının tekrar gündeme gelmesi, dolayısıyla ekonomi üzerindeki doğrudan kontrol politikalarının gevşemesi ve iletişim teknolojisinin gelişmeye başlaması, bankaların daha riskli stratejileri tercih etmesine yol açmıştır. Bu yıllarda ortaya çıkan, Eurodolar piyasasının ve finansal kuruluşların “*Bretton-Woods*” sisteminin kur kontrollerini aşmak amacıyla kullanmaya başlaması ve bankalar dışındaki finansal kuruluşlarının ekonomi içindeki etkinliğinin giderek artması hem makro ölçekte, hem de bankacılık sisteminde kırılganlıkları artırmıştır (Tiryaki, 2012: 1). Dolayısıyla finansal istikrar konusunun popülerlik kazanması 1970'li yıllara dayanmaktadır. Özellikle sermaye birikimi ve finans kapitalin yükselişe geçmesi bu konuda öncü rol oynamıştır. Aynı zamanda bu yıllar uluslararası sermaye hareketlerinin sınırlandırıldığı, ayarlanabilir sabit döviz kurunun uygulandığı, ekonomi üzerinde hükümet müdahalelerinin etkin olduğu, istihdam politikalarının öne çıktığı ve genel olarak Bretton-Woods dönemi olarak da adlandırılmaktadır. Savaş sonrasında oluşturulan uluslararası kuruluşlar; (IMF) Uluslararası Para Fonu, önce ismi IBRD olan fakat daha sonra değiştirilen (WB) Dünya Bankası, adı Dünya Ticaret Örgütü (WTO) olarak değiştirilecek olan (GATT) gibi kuruluşlar küresel kapitalizmin yeni kurumlarıdır. İkinci Dünya savaşından sonra oluşturulan bu kurumların dünya ekonomisindeki etkinliği nedeniyle bu döneme Minsky ve Fülberth yönetimsel kapitalizm dönemi demektedir (Minsky, 1992a, Fülberth, 2010).

Minsky'e göre (1986) 1950-1970 arasındaki dönemde büyük çaplı krizlerin olmamasının nedenini hem dışsal faktörlerin etkin olduğu uluslararası büyük kuruluşların varlığına, hem de içsel faktörler içerisinde yer alan büyük hükümet ve büyük bankacılık etkisinin etkin olması nedeniyle yönetsel kapitalizmin gücüne bağlamaktadır. Bretton-Woods dönemi küresel ekonominin yeniden inşası şeklinde olmuştur. IMF para krizlerini önlemek için ilk olarak hükümetleri sermaye hareketlerinin üzerinde kontroller getirilmesi yönünde yönlendirmiştir. Bu dönemde, ödemeler dengesi sorunları yaşayan gelişmekte olan ülkeler, IMF gözetiminde, para ve maliye politikaları önermelerine uyarak, kredi imkânlarından yararlandırılmış olduğu için krizlerin yayılmasına ve diğer ekonomileri de etkilemesine engel olunmuştur. Bu yıllarda meydana gelen krizler, genellikle döviz darboğazlarından veya üretim için gerekli sanayi malları veya hammadde kaynaklarının ithalatından kaynaklanan borç krizleri şeklinde meydana gelmiştir.

Keynesyen iktisat politikasının etkisi ile 1960'lı yıllara kadar devletin ekonomideki rolünün etkisi refah döneminin sebebi olarak düşünülmesine rağmen, 1960'lı yılların sonlarına doğru başlayan kronik bütçe açıkları, yüksek vergi oranları ve enflasyon gibi sorunlar ve buna ilaveten uluslararası petrol krizlerinin de getirdiği problemler, uygulanan iktisadi politikaların tartışılmasına neden olmuştur (Obstfeld ve Taylor, 2002: 5). 1970'lerin ikinci yarısından itibaren hem enflasyonun, hem de işsizliğin birlikte görüldüğü yıllarda, Keynesyen politikaların çözüm getiremediği düşünülmüş ve bu uygulamalara yönelik eleştirilerin arttığı bir dönem başlamıştır (Yay, 2000: 195).

1960'larda başlayan 1970'lerde de etkisini sürdüren parasal büyümenin yarattığı dünya çapındaki enflasyon dalgası, sorunların ilk başlangıcı olarak görülmüştür. 1960'lı yıllarda sanayileşmiş ülkelerde artmaya başlayan enflasyon ve işsizlik, başta ABD olmak üzere birçok gelişmiş ekonomide sorunlara yol açmış ve bu sorunları uyguladıkları politikalarla çözemedikleri gibi daha da şiddetlendiği görülmüştür. (Parasız & Bildirici, 2003:129). Bu dönemde hemen hemen tüm sanayileşmiş ülkelerde, kârlar gerilerken, altın çağın sonuna yaklaşılmakta olduğu görülmüş ve sermayenin ulusal sınırlar içindeki birikim temposu, yeni yatırımları gerçekleştirmek için, çok daha yüksek kârları gerekli kılmıştır (Obstfeld ve Taylor, 2002: 5). Geliştirilen finansal yenilikler ve teknolojik gelişmeler, tüketimin uyarıcı faktörü olmuştur. Finansal yenilikler içerisinde olan bireysel krediler, konut kredileri ve kredi kartlarının kullanımına başlanması, tüketimi artıran önemli faktörler arasında yer almıştır.

Finansallaşma 1970'lerin başlarından itibaren reel birikimde yaşanan değişimler ile kapitalist ekonomilerin, köklü bir dönüşüme uğradığını gösterirken, aynı zamanda, ekonominin tüm kesimlerine ve gündelik yaşamın her alanına girmiştir (Painceira, 2009: 256). Bu yıllarda, gelişen teknolojik yeniliklere sahip sabit sermaye yapısıyla, Japonya, Almanya ve diğer batı Avrupa ekonomileri, üretim teknolojisini yenileyemeyen ve ücret artışlarının yüksek olduğu ABD karşısında, üretim maliyetleri ve kârlılık bakımından rekabet üstünlüğünü yakalamışlardır (Brenner, 2007: 254).

Düşük maliyetli üretim imkânına sahip olan bu ülkelerin, dünya pazarlarında, hızlı bir şekilde kendini göstermeleri sonucunda, ABD’li yatırımcılar, aşırı yatırımları nedeniyle kapasite fazlalığı sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. 1960’lı yılların sonlarına doğru başlayan ABD ekonomisindeki verimlilik azalışları ve kârların düşmesi, 1970’lerdeki krizin alt yapısını oluşturan nedenler arasında yer almıştır (Gönel, 2010: 184).

ABD ekonomisini etkileyen nedenlerden bir diğeri ise döviz kurlarının üzerindeki istikrarsızlıklar olmuştur. Bretton-Woods sistemi uygulamaya geçtikten sonra, 20 yıl boyunca belirli ölçüde başarılı olmasına rağmen, ABD dolarına karşı konvertibl para olarak iki yeni paranın uluslararası piyasalarda etkin olmaya başlaması ve dolara rakip olması ABD dış ticareti üzerinde olumsuz etkilere neden olmuştur. 1950’den sonra devam eden yirmi yıllık sürede sürekli genişleyen piyasalar nedeniyle yatırımlarını sürekli artırmaya devam eden ABD ekonomisi, bu yeni durum karşısında pazar kayıpları yaşamaya başlamış ve ilave yatırımların geri dönme ihtimalinin zayıflamasına neden olurken, piyasa başarısızlıklarının da ortaya çıkmasına neden olmuştur. 1970’li yıllarda özellikle ABD ile başlayan kambiyo değişimleri, dış ticaretteki rekabet sorunları ve bunun üstüne gelen petrol krizleri, tüm dünyada baş gösteren bir durgunluk dönemine girilmesinin baş aktörleri arasında yer almıştır. ABD Doları’nın altına konvertibilitesinin başarısızlığı, yüksek enflasyon ve işsizlik oranları gibi olumsuzluklar bu dönemde ilk göze çarpan ekonomik olumsuzluklardır. Yine bu yıllarda dünya piyasalarında gerçekleşen ve aşırı üretim sonucunda ortaya çıkan stok birikimleri, ABD ve dünya ekonomisinde görülen dış ticaretteki azalışlar ve kârlılık düşüşleri, ekonomiler üzerinde olumsuzluklar yaratmıştır.

Dünya genelinde görülen hem yüksek enflasyon, hem de üretimde görülen azalış eğilimi ve yükselen işsizlik seviyesi, iktisat literatüründe “*stagflâsyon*”¹¹ kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Hem enflasyon hem de işsizlik seviyesinin yükselmesi, “*Philips Eğrisi*” ile sunulan enflasyon ile işsizliğin arasında olan “*trade-off*”¹²un geçersiz olduğu görüşünün ileri sürülmesine neden olmuştur (Yay, 2000: 195). 1970’li yıllara kadar enflasyon oranı ve işsizlik (durgunluk) arasında negatif yönlü bir ilişkinin mevcut olduğunu kabul eden Keynesyen teori, stagflâsyon olgusunun yaşanmasıyla birlikte eleştirilere maruz kalmış ve bu yıllardan itibaren mevcut iktisadi yapıyı anlamak ve ekonomik bunalımı aşmak için politik felsefe değişmiş ve yeni teoriler ortaya atılmaya başlanmıştır (Çiçek, 2009: 15-16). Dünya ekonomik sisteminin içine düştüğü krizin kısa sürede yayılması, uluslararası sistemin ayrılmaz bir parçası olan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin de bu krizden yoğun bir şekilde etkilenmesine neden olmuştur. Yaşanan daralma sürecinde azalan kâr oranları karşısında, ilk olarak maliyetleri azaltma gayreti içine girerek, personel giderlerini azaltma yoluna gidilmesi, işsizlik seviyesinin yükselmesine neden olurken, tüketim gücünün azalması, talep daralmasına neden olarak yatırımların azalmasına ve gerilemesine neden olmuştur. Ayrıca bu dönemde görülen petrol fiyatlarının aşırı yüksekliği maliyet enflasyonunu körükleyen en önemli sebeplerden biridir.

¹¹. Stagflâsyon; Durgunluk içinde enflasyon artışı durumu.

¹². Bu teoriye göre işsizlik oranıyla, enflasyon arasında (Trade-off) ters yönlü ilişki olduğu iddia edilmektedir. Diğer bir ifadeyle işsizlik artarken enflasyon azalmaktadır, aynı zamanda tersi koşulda ise, enflasyon azalırken işsizlik artmaktadır.

1970'leri etkisi altına alan istikrarsızlıklar, 1950'lerden beri sürdürülen Bretton-Woods sisteminin temelini oluşturan istikrar, düşük enflasyon ve yüksek büyüme dönemini sona erdirmiştir (Dymski, 2010a: 86). ABD ekonomisi, dünya ekonomisi içerisindeki ağırlığı nedeniyle, uyguladığı politikalarla menfi veya müspet olarak her an dünya ekonomisinin gidişatını etkileyebilecek bir konumdadır. Bu nedenle ABD'nin 1971'den sonra uyguladığı kur politikası dünya ekonomisinin rotasında önemli bir yer almaktadır. 1973 yılından itibaren ayarlanabilir sabit kur sistemini tamamen terk ederek, döviz kurunu dalgalanmaya bırakmış ve ABD dolarının devalüasyonunu gerçekleştirmiştir (Brenner, 2007: 42).

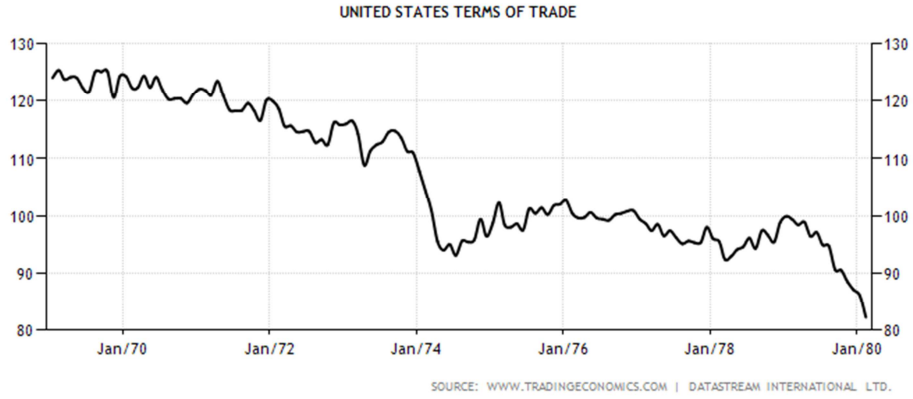
ABD'nin para değeri üzerinde oluşan baskıyı gidermek için yaptığı devalüasyon, Başkan Nixon'un, doların altınla konvertibilitesine son vermesi, ABD şirketlerini desteklemek ve işsizliği azaltmak amacıyla getirilen vergi indirimleri gibi uygulanan iktisadi kararlar, diğer ülkelerin ekonomilerini de etkisi altına almıştır (Brenner, 2007: 41). Piyasalarda serbest dalgalanmaya bırakılan ABD Doları'nın değer yitirmesi, ABD mallarının Avrupa ve Japonya'ya karşı avantajlı duruma geçmesine neden olarak, diğer ülkelerin ihracat ve ithalat dengelerini olumsuz yönde etkilemiştir (Gönel, 2010: 185). Bu da üç kıtada görülen şiddetli rekabet savaşlarını beraberinde getirmiştir. Dalgalı kur sistemine geçen ABD Doları'nın, Mark karşısında (1969-1973 arasında) %50 ve Japon Yen'i karşısında %28.2 değer kaybetmesi nispi maliyetler açısından dış ticaret üstünlüğünde ABD lehine gelişen bir sürece yaramıştır.

1973'te uluslararası para sisteminin çökmesiyle ABD'nin ödemeler bilançosundaki açıklarını ve dış borçlarını rahatlıkla altın standardına bağlı kalmaksızın para basarak finanse etmesi, piyasada dolar bolluğunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Dolar bolluğu kredilerdeki artışı beraberinde getirerek dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerinde pozitif bir etki yaratmıştır. Bu yıllarda Avrupa ekonomilerinde artan ABD Dolar mevduatı, 1960 yılında 2.1 milyar ABD Dolar'ından, 1971'e gelindiğinde 60milyar ABD Dolar seviyesine ulaştığı tahmin edilmektedir. Dolar bolluğu az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye ihracını da artırmıştır (Gönel, 2010: 184).

“1970’li yıllara girerken dünya ekonomisi artık 1950’lerden çok farklılaşmıştı. ABD’nin egemen güç olarak bol keseden kendi blok’u içindekilere dağıttığı kaynaklar, resmi dış yardımlar, giderek kısılma yoluna girmişti. SSCB ile kurulan nükleer dengenin getirdiği harcamalar bir yandan, iki blok’un özellikle sınır bölgelerinde ya da nüfuz alanını genişletme amaçlı dünya sahnesinden hiç eksik olmayan çalışmalar diğer yandan ABD egemenliğini sarsıyor; Bretton woods sisteminin kilit parası doların üzerinde büyük spekülasyonlara yol açıyordu” (Kazgan, 2008: 131).

ABD hükümeti ekonomisindeki verimlilik artışlarında gerçekleştiremediği başarıyı devalüasyonla gerçekleştirmeye çalışmış ve bu devalüasyon ABD ekonomisini tekrar canlandıran bir fonksiyon olurken, Japonya ve Avrupa ülkelerinin dış ticaretinde rekabet üstünlüğüne zarar vermiştir (Arrighi, 2009: 112-113).

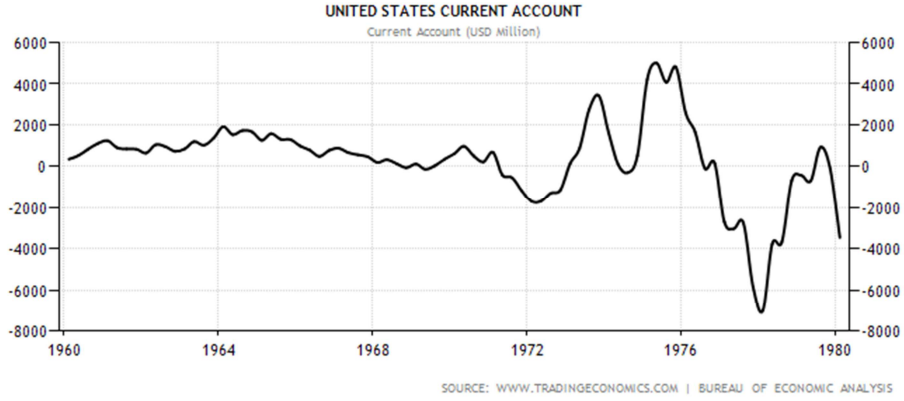
Şekil 4.1’de 1970 ile 1980 arasındaki ABD dış ticaret eğilimi verilmektedir. Şekilden de anlaşıldığı gibi 1970’lerin başından itibaren ABD ekonomisinde ticaret hacmi sürekli azalmaktadır. Kur ayarlamalarından sonra ise “J Eğrisi” teorisine uygun bir seyir izleyerek kısa süreli bir keskin düşüş yaşamış, ardından tekrar yükselişe geçmiştir. Bu süreç dalgalı bir seyir izleyerek 1980’lere kadar devam etmiştir. Kur savaşlarında bu dönemde kısa süreli de olsa ABD ekonomisi kazançlı çıktığı görülmektedir.



Şekil: 4.1. 1970-1980 Arası ABD Dış Ticaret Değişimi

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/terms-of-trade>
(15.02.2013)

Bu dönemde dünya piyasalarını etkileyen bir başka unsur ise 1973 yılında yaşanan Arap-İsrail (Yom-Kipur) Savaşı'dır. Bu savaşta ABD ve bazı Avrupa ülkelerinin İsrail yanında yer alması nedeniyle OPEC üyesi devletlerin petrol ambargosu uygulamaları, petrol fiyatlarının aşırı yükselmesine neden olarak dünya ekonomisinde çok büyük etkiler yaratmıştır (Gönel, 2010: 185). Bu dönemde, hem ABD'nin devalüasyon kararı, hem de, artan petrol fiyatları nedeniyle artan maliyetler, tüm dünya ekonomisinde üretimi olumsuz yönde etkilemiştir. 1973 sonbaharında yükselen petrol fiyatları birçok ülkenin üretim maliyetleri üzerinde olumsuz bir etki yaparak, büyüme oranlarının düşmesine neden olmuştur (Fülberth, 2010: 260). Petrol krizinin getirdiği maliyetler hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerin üretim maliyetlerini artırarak hem enflasyonun yükselmesine neden olmuş hem de dış ticaret açıklarının yükselmesine neden olmuştur. Şekil 4.2'de görüldüğü gibi dünya ekonomisinin gelişmiş kapitalist ekonomik sistemi olan ABD ekonomisinde 1960'lı yıllarda cari açık görülmemesine rağmen, 1970'li yıllarla birlikte cari açık sorunuyla karşılaşmış ve ardından gerçekleştirdiği döviz kuru ayarlamalarının etkisi ile kısa süreli bir cari fazla elde ettiği yıllar görülse de 1980'lerin başından itibaren aynı sorun artarak devam etmiştir.



Sekil: 4.2 ABD Ekonomisinde Cari Açık 1960-1980

<http://www.tradingeconomics.com/united-states/current-account> (15.02.2013)

Bu yıllarda yaşanan petrol krizleri, özellikle petrol ithalatçısı olan gelişmekte veya az gelişmiş olan ekonomilerin borçlarının artmasında ve ödemeler dengesinde sorunlarının ortaya çıkmasında önemli bir yeri vardır. Borç krizleri yaşayan bu ülkeler, ithalat kısıtlamalarına giderek dış ticareti olumsuz yönde etkilemişler ve gelişmiş ekonomilerin dış ticaret hacminde azalışlara neden olmuşlardır. Böylece petrol fiyatlarıyla başlayan bu kırılma dünya ticaret hacminin daralmasına varan bir sürece yol açmıştır. Bu süreç, dış ticaret kayıpları yaşayan gelişmiş ekonomilerin de yaşadığı bir ekonomik durgunluğa dönüşmüştür. Savaş sonrası dönemin uzun süren iktisadi patlamasının artık sona erdiğinin işareti olan bu kriz, tekrarlanan iktisadi dalgalanmaların yaşanacağı uzun bir gerileme ve durgunluk yıllarının habercisi olmuştur (Lapavitsas, 2010: 39).

OPEC'in ambargosuyla başlayan petrol krizinin dünya ekonomisindeki bir başka etkisi ise finansal piyasalar üzerinde de açtığı sorunlardır. Artan petrol fiyatları, petrol üretici ülkelerin dış fazla vermesine neden olmuş, "*Petro-Dolar*" olarak nitelenen ve gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında değerlendirilen sermaye hareketlerine neden olmuştur. Bu yıllarda yükselen petrol fiyatları, petrol üretici ülkelerin zenginleşmesine neden olurken, bu ülkelerin sahip oldukları Petro-Dolarları gelişmiş ülkelerin (ABD ve Avrupa Ülkeleri) fonlarında değerlendirmeleri ve gelişmiş ülkelerde ise azalan yatırımlar nedeniyle bu fonların yeterince kullanılmaması sermaye sıkışmasına neden olmuştur (Yay, 2007: 338).

Dünya ekonomisinde, gelişmiş piyasalarda görülen fon fazlalığına rağmen, azalan dış ticaret ve yatırımlarla birlikte süregelen yüksek işsizlik oranları yaşanırken, diğer yanda ise gelişen piyasalarda yaşanan döviz kıtlığı nedeniyle karşılaşılan dış borç krizleri, bütçe açıkları, yükselen enflasyon ve beraberinde gelen yüksek işsizlik oranları yaşanmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde gerçekleşen kârlar sonucunda oluşan sermaye birikimi ve aynı zamanda yatırıma dönüşemeyen sermaye stokuna rağmen, diğer yanda yatırımlarını gerçekleştirilmede sermaye yetersizliği yaşayan ekonomiler bulunmaktadır. Bir başka açıdan daha ifade edilirse; bir yandan düşen yatırımlar nedeniyle başlayan işsizlik, talep daralması ve finansal fazlalık yaşanırken, diğer yanda, artan petrol fiyatları ve devalüasyonlar sonucunda yaşanan yüksek enflasyon, bir de buna ilave olarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan döviz sıkıntıları ve bozulan dış ödemler dengesi, bu dönemdeki krizin temel dinamikleri arasında yer almıştır. Bu dönemde ekonomilerin içinde bulunduğu bu tezat duruma karşı yeni çözüm önerileri aranmıştır.

1973-75'lerden itibaren ithal ikamesi kalkınma stratejisi, karşılaşılan krizler yüzünden neo-klasik kuramcılar tarafından yoğun bir şekilde eleştirilmiştir. Bu eleştirilerin merkezinde ise etkin olmayan planlama ve devlet müdahaleciliğiyle ekonominin içsel dinamikleri üzerinde yol açtığı maliyetler ve kaynak dağıtımlarının verimsizliği üzerinedir. Bu nedenle öne sürülen yeni alternatif görüş, ithal ikameci kalkınma modeli yerine, dışa dönük sanayileşme stratejilerinin uygulanması hakkındaki görüşler olmuştur (Han ve Kaya, 2012: 244). Bu dönemden itibaren çok uluslu şirketlerin, finansal sermayenin serbest hareket ettiği ve dış ticaretin serbest olduğu, dalgalı döviz kurunun hâkim olduğu, kamunun ekonomiden soyutlandığı, özelleştirmelerin hızlandığı bir dönem başlamıştır. Bu yeni dönemin adı ise Minsky'nin ifadesiyle piyasalarda tam hâkim duruma gelen finansal ve sermaye piyasalarının ağırlığı nedeniyle "*para yönetici kapitalizm*" dönemidir.

4.2. Yönetimsel Kapitalizmden Para Yönetici Kapitalizme Geçiş

1973-74, birinci petrol şokundan sonra ortaya çıkan finansallaşma olgusu artık, savaş sonrası devam eden refah döneminin sona erdiği ve sıklıkla tekrarlanan iktisadi krizlerin de başlangıcı olmuştur (Lapavitsas, 2010:39). 1960'ların sonlarına doğru finansal yapıların belirgin bir şekilde değişime uğradığı görülmektedir. Finansallaşmanın bu denli yaygınlaşması, denetim ve kontroller üzerinde zaafaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Minsky'e göre ekonomi içindeki birimlerin, kaldıraçlı finansal argümanlar ile borçluluk oranları ne kadar artarsa, ekonomideki kırılma oranı da, o kadar artmaktadır (Minsky, 1986: 87).

Bu yıllardaki finansallaşmanın boyutlarını değerlendirmek için dünya ekonomisinde etkin olan ABD'nin finansal piyasalardaki ağırlığını Tablo 4.1'de yer alan, 1950-1976 arasındaki verilerden anlaşılabilir. 1950'lerden itibaren, toplam finansal varlıklar, 149.5 milyar dolardan, 1974'e kadar yaklaşık beş kat büyüyerek, 800.1 milyar dolara yükselmiştir.

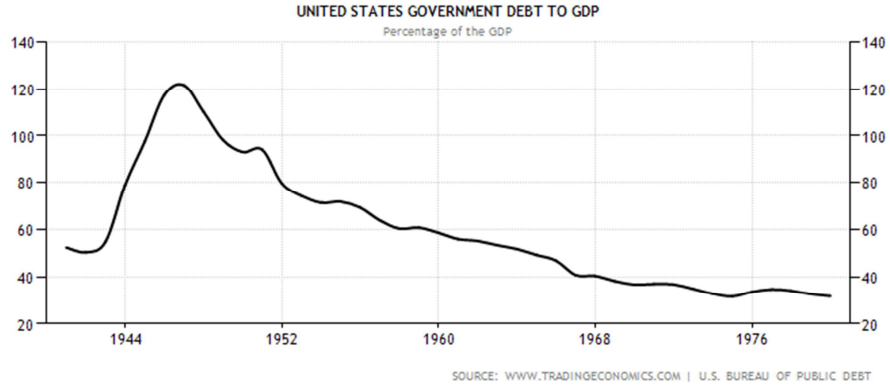
1950'de hükümet harcamalarının, finansal varlıklar içindeki oranı, % 43.1 iken, 1974'e gelindiğinde, her yıl azalarak % 11.2'ye düşmüştür. Diğer önemli bir konu ise borçlanma artışları ile ilgili olan kredilerdeki artış seyridir. Aslında Minsky istikrarsızlık hipotezinin temelinde borçlanma artışları üzerinde durduğu için bu borçlanma, krediler kanalıyla gerçekleşmektedir. 1950'de 25.9 milyar dolar olan krediler toplamı, 1974'te 535.7 milyar Dolara çıkarak yaklaşık 22 kat büyüdüğü görülmektedir. Hükümetin uzun vadeli borçlanmalarıyla özel kesim borçlanmaları paralellik göstermektedir. Tablodan görüldüğü gibi kamunun harcamaları toplam finansal varlıklar içindeki oranı % 43'den % 15.4'e düşmüştür. Hükümet harcamalarının finansal varlıklar içindeki oranının sürekli azalması, devletin ekonomi içindeki fonksiyonunun azaldığının, özel sektörün ise ekonomi içerisindeki etkinliğinin arttığına bir göstergesidir.

Tablo 4.1: Ticari Bankacılık; Toplam Finansal Varlıklar, Hükümet Tahvilleri Ve Yıllara Göre Krediler (1950-1976)

| Yıllar | Toplam Finansal Varlıklar (milyar dolar) | Toplam Hükümet Tahvilleri ABD (milyar dolar) | Krediler (milyar dolar) | Hükümet Harcamalarının / Finansal Varlıklar (%) | Krediler / Finansal Varlıklar (%) |
|-------------|--|--|-------------------------|---|-----------------------------------|
| 1950 | 149.5 | 64.5 | 25.9 | 43.1 | 28.8 |
| 1955 | 187.4 | 65.2 | 83.4 | 34.8 | 44.5 |
| 1960 | 228.3 | 63.9 | 120.0 | 28.0 | 52.5 |
| 1965 | 340.7 | 66.0 | 203.8 | 19.4 | 59.8 |
| 1970 | 504.9 | 76.4 | 310.8 | 15.1 | 61.6 |
| 1973 | 728.8 | 88.8 | 478.1 | 12.2 | 65.6 |
| 1974 | 800.1 | 89.5 | 535.7 | 11.2 | 67.0 |
| 1975 | 834.6 | 119.5 | 533.6 | 14.3 | 63.9 |
| 1976 | 906.0 | 139.6 | 577.5 | 15.4 | 63.7 |

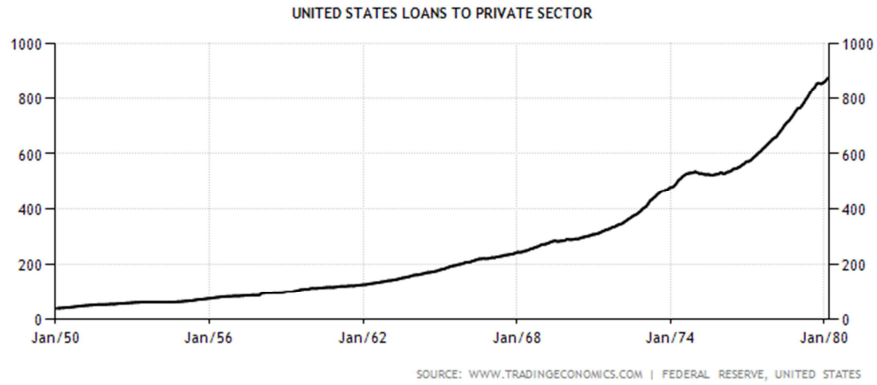
Kaynak: Minsky, H. P. (1986). Stabilizing An Unstable Economy, s. 84

Diğer yandan ise finansal varlık piyasalarının gelişmesi ve kredi hacminin artması özel sektörün borçlanmasının da artışı getirmiştir. Bu dönemde özel sektör kredi kullanımının artmasına rağmen kamu borçlanmasının GSYİH içindeki oranı azalmaktadır. Şekil 4.3'de kamunun borçlanma eğilimi negatif yönlü olarak görülürken, Şekil 4.4'de özel sektör borçlanma seviyesi pozitif yönde ve sürekli arttığı görülmektedir. Bu grafiklerden de anlaşıldığı gibi özel sektörün ekonomi içindeki ağırlığının nasıl arttığı açıkça görülmektedir.



Şekil: 4.3 ABD Ekonomisindeki Kamu Borclarının GSYİH'ya Oranı (1944-1980)

<http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp>
(15.02.2013)



Şekil: 4.4 ABD Ekonomisinde 1950-1980 Arasında Özel Sektör Kredileri

<http://www.tradingeconomics.com/united-states/loans-to-private-sector> (15.02.2013)

Borçlanma seviyesinin gelişimi ve ekonominin finansallaşmasını gösteren bir başka gösterge ise Tablo 4.2'dir. Bu tabloda ABD'deki ekonomik birimlerin yıllar itibariyle borçlanma seviyeleri görülmektedir. Minsky'e göre 1943 yılında 1975'e kadar kamunun borçlanma oranı sürekli azalırken, özel sektör ve hanehalkı borçlanmalarının arttığı görülmektedir. Buradan da anlaşılacağı gibi ekonomideki borçlanma oranının kamu sektöründen özel sektöre kayması ve özel sektöre finansal aktarımı gerçekleştiren finansal piyasaların, kredi genişlemesine neden olarak ekonomi içindeki kırılganlığı artıran bir unsur olması, ekonomideki finansallaşmanın sonuçlarını göstermektedir.

Tablo: 4.2. ABD Seçilmiş Yıllara Göre Net Kamu ve Özel Borçların Dağılımı 1943-1975 (Milyar Dolar)

| Yıllar | Toplam Borçlar (milyar dolar) | Federal Hükümet Borçlarının Toplam Borçlara Oranı (%) | Özel Sektör Firmalarının Borçlarının Toplam Borçlara Oranı (%) | Hane-halkı Borçlarının Toplam Borçlara Oranı (%) |
|--------|-------------------------------|---|--|--|
| 1943 | 350.4 | 62.8 | 14.1 | 9.8 |
| 1952 | 460.2 | 48.1 | 18.9 | 20.4 |
| 1955 | 544.9 | 41.8 | 19.0 | 25.0 |
| 1960 | 726.8 | 32.5 | 21.2 | 30.0 |
| 1965 | 1012.5 | 25.9 | 21.9 | 33.9 |
| 1970 | 1432.3 | 21.0 | 24.8 | 33.5 |
| 1975 | 2288.8 | 19.5 | 24.0 | 34.0 |

Kaynak: Minsky, H. P. (1986). Stabilizing An Unstable Economy. s. 88

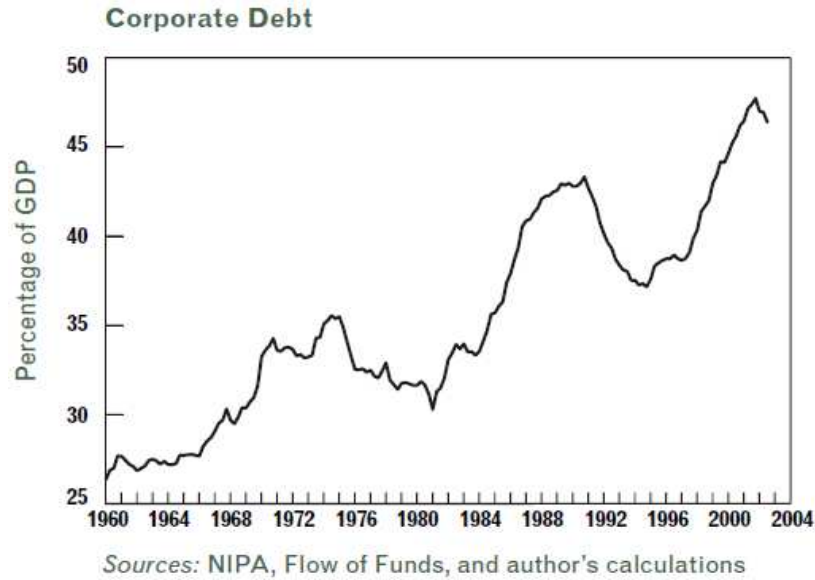
Bu dönemin borçlanma yapısını gösteren bir başka çalışmada ise borçların yıllara göre GSMH içindeki oranları görülmektedir. Minsky'nin ekonomik birimlerin aşamalı borçlanma modelinde görülen hedge, spekülâtif ve ponzi finansman dönemlerini anlamak için ekonomi içindeki sektörlerin borç yüzdelerinin GSMH içindeki oranları iyi bir gösterge olarak görülmektedir. Tablo 4.3'de ABD ekonomisinde ekonomik birimlerin borçlanma seviyelerinin GSMH'ye oranları görülmektedir. 1956'dan itibaren kamunun borçlanma seviyesinin GSMH'ye oranı düşerken hem özel sektörün hem de hane-halkı borçlanma seviyesinin GSMH'ye oranı sürekli büyümektedir. Minsky'e göre bu göstergeler ekonominin borç oranlarından dolayı bir krize gidiş istikametinde olduğunu göstermektedir. Ya da bir başka ifadeyle kamu kesiminin borç risk derecesi azalırken özel sektör ve hane-halkının dahil olduğu finansal piyasalardaki istikrarsızlık eğilimi artmaktadır (Minsky, 1986: 89-90)

Tablo: 4.3. ABD Yıllara Göre Net Kamu ve Özel Borçların GSMH'ya Oranı (1946-1975)

| Yıllar | Net Borçlar Toplamının GSMH İçindeki Oranı | Federal Hükümet Borçlarının GSMH İçindeki Oranı | Özel Sektör Firmaların Borçlarının GSMH İçindeki Oranı | Hane-halkı Borçlarının GSMH İçindeki Oranı |
|--------|--|---|--|--|
| 1946 | 1.67 | 1.04 | 0.24 | 0.16 |
| 1952 | 1.32 | 0.64 | 0.25 | 0.27 |
| 1955 | 1.37 | 0.57 | 0.26 | 0.34 |
| 1960 | 1.43 | 0.47 | 0.30 | 0.43 |
| 1965 | 1.47 | 0.38 | 0.32 | 0.50 |
| 1970 | 1.44 | 0.30 | 0.36 | 0.48 |
| 1975 | 1.48 | 0.29 | 0.35 | 0.50 |

Kaynak: Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing An Unstable Economy*. s. 89

Bu sonucu gösteren diğerk bir gösterge ise Şekil 4.5’de görülen şirketlerin 1973-75 öncesi ve sonrasındaki gelişimi gösteren borçlanmanın GSYİH içindeki eğilimi Minsky’nin ekonomik süreçteki iddiasını kanıtlar niteliktedir. Çünkü Şekil 4.5’de Minsky’nin öne sürdüğü gibi büyük hükümet ve büyük bankacılık müdahaleleriyle yapılan düzenlemeler sayesinde kriz veya durgunluk kısa sürede aşılmış, özel sektör borçlanmanın yükselerek riskli seviyelerde kalması önlenmiştir. Böylece ekonomideki kriz ve durgunluğun uzun süreli bunalıma dönüşmesi önlenmiştir. Şekilde de görüldüğü gibi 1973 müdahaleleri sonrasında özel sektör borçlanma seviyeleri 1980’lere kadar düşüş eğilimi göstermesine rağmen 1980’li yıllardan itibaren tekrar yükseliş eğilimi göstermiştir.



Şekil: 4.5 Özel Sektör Borçlarının GSMH'ya Oranı

Kaynak: Godley, W. (2003) The U.S. Economy: A Changing Strategic Predicament. New York: The Levy Economics Institute of Bard College. s. 5.

4.3. 1973-1975 Ekonomik Durgunluk ve Minsky Hipotezi

1973-74 krizinin dinamiklerinin arasında öncelikli olarak petrol krizleri ve kapitalist sistemin üretim maliyetleri ve dış rekabet problemlerinin olduğu görülmektedir. Post Keynesyen görüş için finansal küreselleşme 1971-73 arasında Bretton-Wood sisteminin çökmesiyle şekillenmiştir. Finansal ilişkilerin yönetiminin yokluğunda başlayan finansal küreselleşme, yükselen spekülasyon baskısı ve finansal enstrümanların yönetimi, sonraki yıllarda ardı ardına gelecek olan istikrarsızlıkların ve krizlerin temelini oluşturmuştur.

Gelişmiş ve karmaşık yapıları olan finansal enstrümanlar, ileride teknolojik gelişmelerin de etkisiyle daha fazla piyasa oyuncusunun bu piyasalara girmesi istikrarsızlıkların daha geniş bir çevrede hissedilmesine neden olmuştur. Küreselleşmenin krizlerle etkin olduğu bu yeni durum karşısında ulusal hükümetlerin finansal istikrarsızlıkları azaltmak için uygulayacağı düzenlemeler yetersiz kalabilmektedir (Dymski, 2010b: 56).

Minsky ise bu dönemde yaşanan kriz ve sonrası için, sadece *derin bir daralma* ifadesini kullanmış, *bunalım* ifadesini kullanmamıştır (Minsky, 1986: 43). Minsky, kapitalist ekonomilerin İkinci Dünya Savaşından sonra, 1929 ve 1933 arasında yaşanan Büyük Buhran dönemindeki kadar bir kriz içine düşmemesini büyük hükümet ve büyük bankacılık varlığının ekonomiler üzerinde etkin olmasına bağlanmaktadır.

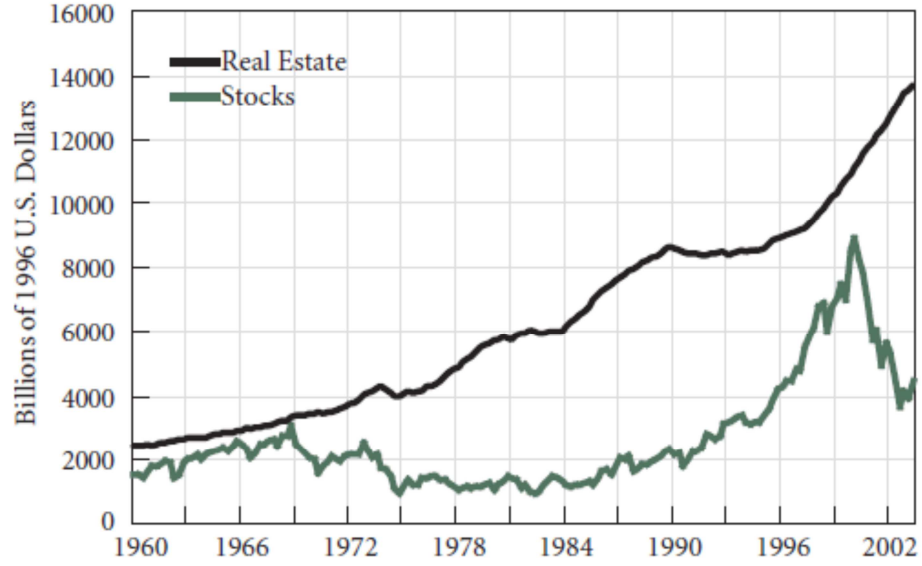
Çünkü Minsky'e göre büyük devlet ve büyük bankacılık ekonomik sistem içinde dengesizliği önlemesi gerekmektedir. Bu yıllarda menkul değerler ticari bankalar açısından örtülü bir yükümlülük oluşturmuştur. Fakat bu yükümlülükler bankaların bilançolarında görülmemiştir. Bu finansal yeniliklerin getirdiği bazı yeni uygulamalar piyasalardaki para arzını tetikleyerek artmasına neden olmuş ve merkez bankasının para arzı üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Yeni uygulamalar karşısında reform yapmayan bankacılık sektörü, 1969-1970 yıllarında likidite sıkışıklığına neden olarak resesyonun başlamasına neden olmuşlardır (Minsky, 1986: 103). Oysa 1929'daki Büyük Depresyon sonrası ortaya çıkan yeni kapitalizm modelinde hem kamu sektörüne ve hem de merkez bankasına önemli roller yüklenmiştir.

Büyük hükümet ve büyük bankacılık, yani nihai kredi mercii olarak toplam talebin önemli bir bölümünü oluşturan konjonktür karşıtı kamu harcamalarının borç-deflasyon olasılığını azaltacağını, ekonomi yavaşladığında ise vergi gelirlerinin düşerek bazı kamu harcamalarının artacağını iddia etmektedir. Minsky'e göre devletin küçük olması halinde kamu harcamalarındaki artışlar, özel harcamalardaki azalışı telafi edemeyecektir; ancak devletin büyümesi halinde bütçedeki değişikliklerle özel sektör harcamalarındaki dalgalanmalar dengelenebilecektir. Bu yüzden 1973-75 de daha büyük krizlerin olmaması büyük hükümetin iki önemli müdahalesi yüzündendir. İlki büyük hükümetin bu yıllarda uyguladığı maliye politikasıdır.

Bu dönemde resesyon sırasında uygulanan büyük maliye açıkları, özel sektör karlarını olumlu etkileyerek özel sektör taahhütlerinin yerine getirilmesinde ve sürdürülmesinde önemli bir yeri olmuştur. İkincisi ise son kredi mercii olarak FED'in yerinde ve zamanında yaptığı uygulamalar arasında olan finansman politikaları, özel sektör ve hane-halkı tasarruflarını yönlendirmede aktif rol oynayarak piyasalardaki güven ortamının sürmesini sağlamıştır (Minsky, 1986: 21).

Büyük hükümet gücü olmasaydı, ya da diğer bir ifadeyle hükümetin 1975 yılındaki yerinde ve zamanında uygulamaları olmasaydı ne olurdu sorusuna Minsky iki aşamalı bir açıklamayla yanıt vermektedir. İlki bu durgunluk süresince beklenen kâr düşüşleri neticesinde özel sektör yatırımları düşüşünü sürdürecektir ve planlanan yatırımların ertelenmesine neden olacaktır. İkincisi ise hane halkının harcanabilir gelirin azalışı, hane halkının tasarrufları üzerinde negatif etkisi daha yüksek olduğundan, finansal varlıklara yönelik talebin azalması varlık fiyatlarını düşürerek piyasaların kötüleşmesini hızlandıracaktır (Minsky, 1986: 40-41).

Şekil 4.6'da görüldüğü gibi bu yıllarda yaşanan durgunluğa rağmen hisse senetleri piyasasında bir düşüş görülmüş, ancak gayrimenkul piyasasında düşüş olmadığı gibi yükseliş trendi devam etmiştir. Bu da ekonominin canlanmasına ve beklentiler açısından iyimserliğin yükselmesine neden olarak kısa dönemdeki belirsizliğin azalmasını sağlamıştır. Zaten uzun dönemde belirsizlik düşüncesi kabul edilen bir olgudur. Bu nedenle kısa dönemdeki aşırı dalgalanmaların önüne geçebilmek önemli olarak görülmektedir.



Şekil 4.6. Gayri Menkul ve Şirket Hisse Değerleri (1960-2002)

Kaynak: Papadimitriou, D. B. Ve ark. (2003) Deficit, Debt and Growth. New York: The Levy Economic Institute of Bard College, s. 4

İkinci bir gösterge ise Şekil 4.7’de görülen özel sektör borçlanma oranlarının 1973-1975 durgunluk yıllarının öncesinde ve sonrasındaki durumudur. Şekilde görüldüğü gibi bu yıllarda yaşanan kriz, önceki 1929 krizi sonrasında yaşanan şartlardan çok farklı gelişmiştir. Şekilde de görüldüğü gibi 1929 krizi sonrası hızla düşen özel sektör borç/GSMH oranlarının tersine bu krizde düşme yaşanmamış, aksine özel sektör borçlarının GSMH içindeki oranı artmaya devam etmiştir. Minsky’e göre bunun en önemli nedeni bu dönemde yapılan müdahalelerin ekonomi içindeki beklentilerin iyimser yöne çevrilmesinde yatmaktadır.

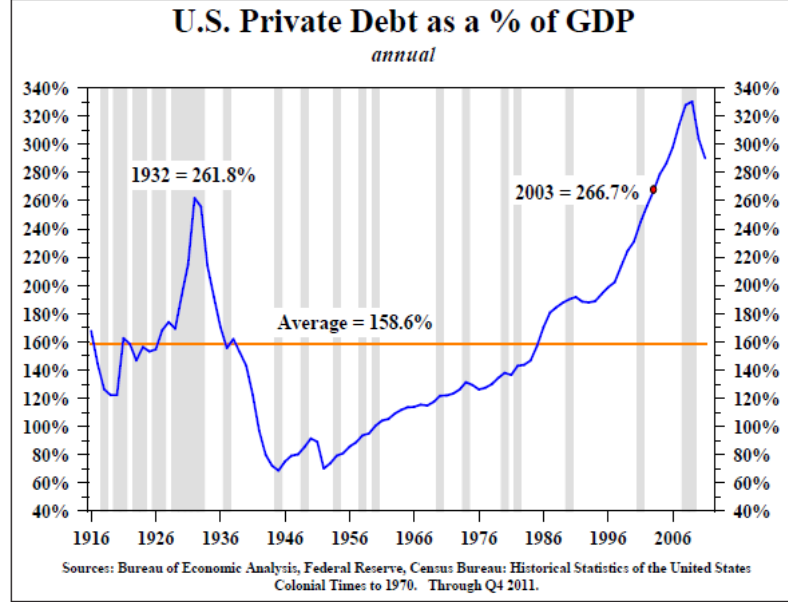


Chart 4

Sekil: 4.7. 1916-2006 Arası ABD Ekonomisinde Özel Sektör Borçlarının GSYİH İçindeki Oranı

Kaynak: Keen, S. (2008). <http://www.debtdeflation.com/blogs/2008/03/03/steve-keens-debtwatch-no-20-march-2008-double-or-nothing/&docid=cXUtIDnuZGAA2M&imgurl> (01.02.2013).

1973-75 yıllarında durgunluk süresince düşen GSYİH sonucu yaşanan yüksek kamu açıkları ve borçlanmalara rağmen hükümetin çıkardığı güvenli fonlar özel sektör ve finansal kurumların bilançolarının aktiflerini güçlendiren bir unsur olarak bilanço gelirleri üzerinde olumlu etki yaratmış ve piyasalardaki kısa ve uzun vadeli fon piyasalarının aksaksız işlemlerini sağlamıştır (Minsky, 1986: 40-41).

1975’de büyük hükümet uygulamalarından dolayı yükselen kamu borçları, iş dünyasının ve bankaların aktiflerini düzenlemede önemli bir rol oynamıştır. Çünkü iş dünyası bu dönemde stoklarını eritirken bankacılık ya da diğer finansal kurumlar aracılığıyla kamu fonlarına yatırım yaparak bilanço yükümlülüklerini rahatlatmışlardır (Minsky, 1986: 39). Eğer 1975 durgunluğu sırasında büyük hükümet etkisi olmasaydı ekonomideki genel durum tersine dönerek yatırımların azalmasını tetikleyerek olumsuz bir gidişe yönelebilirdi. Özel sektörün bilanço gelirleriyle, hane-halkının harcanabilir gelirinin azalması bu sürecin parçası olabilirdi. Hem tüketim harcamalarının hem de yatırım harcamalarının azalışı yatırım düşüşleri ve tasarruf artışı üzerinde aşırı bir etki yapmaması için hükümetin müdahalesi gerekli olmuştur. Büyük hükümet potansiyel otomatik büyük kamu açıklarıyla ekonominin sarmal bir şekilde olumsuzluğa düşmesinin önüne yüksek bir engel olmuştur (Minsky, 1986: 40). Aslında hükümetlerin borç ödememe riski yoktur. Çünkü kamu borç sözleşmelerinde yazılan koşulların mutlaka yerine getirilme zorunluluğu vardır. Eğer bu sözleşmeler nominal değerlerden yapılmışsa fiyat düzeyi değişiklikleri hükümetlerin borçlarını etkilememektedir. Ayrıca kamu borçlanmaları, merkez bankaları tarafından menkulleştirildiğinden merkez bankası güvencesi altında olmaktadır. Böylece kamu borçlanması sonucunda menkul kıymetleri ellerinde bulunduran birimler bu kıymetleri istedikleri gibi değiştirme ve kullanma imkânına sahip olmaktadır.

1975’de kamu borçlanmaları artırılarak özel sektörün, finansal kurumların ve hane halkının tasarruflarının değerlendirebilmeleri sağlanarak gelecek dönemdeki talebin artmasını sağlayacak tedbirler alınmıştır. Çünkü hükümetlerin verdiği bütçe açığı ve bunu borçlanma yoluyla kapatması aşamasında bu fonları alan birimler, gelecekte ilave bir gelir elde etmektedirler. Bu tür uygulamalar düşünülenin aksine durgunluğun hüküm sürdüğü bir süreçte enflasyonist bir baskı oluşturmamaktadır (Minsky, 1986: 39). Zaten bu dönemde görülen enflasyon artışları döviz kuru değişimlerinin ve petrol fiyatlarının meydana getirdiği artışlar olarak görülmektedir.

V. BÖLÜM

5. 2007-2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ

1980'li yıllardan itibaren bankacılık krizlerinin meydana gelme sıklığının ve maliyetlerinin arttığı görülmektedir. Dolayısıyla finansal istikrar konusu gelişen finansal ekonomiyle birlikte daha da önem kazanmıştır. 21. yüzyılın gelişmiş ekonomilerinde finansal sistem, reel ekonomiye göre daha hızlı büyümektedir. Finansal piyasalardaki bu gelişmeler, finansal sistemin kompozisyonunu da değiştirmiştir. Ekonomideki istikrarsızlığın en önemli göstergesi olan finansal krizler, öncelikle finansal sistemde ciddi bir çöküntü meydana getirmiş, ödemeler sisteminin çalışmasında ve kredilerin verimli yatırımlara tahsis edilmesinde önemli sorunlara yol açmıştır. Sektörler ve ülkelerarası geçişlerin ve bütünleşmelerin artması, ulusal ve uluslararası çapta finansal sistemleri birbirine daha bağlı hale getirmiştir. Finansal sistemde daha yüksek kaldıraç oranları kullanılmaya başlanmış ve parasal olmayan varlıkların payı artmıştır. Ayrıca finansal kuruluşların iflası, piyasa altyapısının çalışmamasına ve likidite sıkıntısına neden olarak genel ekonomik aktivite üzerinde olumsuz neticeler yaratmaktadır (Tiryaki, 2012: 21).

Minsky'nin para yönetici kapitalizmin yapısal özelliği olarak gördüğü finansal araçların karmaşıklaşması, portföy çeşitlendirmeleri ve aynı zamanda riskli transfer yöntemlerinin bunlara eşlik etmesi, finansal sistemlerin daha zor kontrol edilebilir hale gelmesine neden olmuştur (Tiryaki, 2012: 21).

ABD ve diğ er ÷lkelerdeki ekonomilerin küresel finansallaşma sonucu ortaya çıkan finansal kurumların geliştirdiği yenilikler, uygulanan sıkı para politikalarına rağmen yetersiz denetim sonucu hızla büyüyen özel sektör borçları krizlerin temel dinamikleri arasında yer almıştır (Wray, 2012: 1).

İktisat literatüründe kabul edilen genel düşünce finans sektöründe başlayan finansal krizlerin daha sonra reel sektöre yansımaları şeklinde olduğudur. Bu görüşe göre kriz, aslında yatırım bankaları krizidir. Bankaların aktifleri içinde değeri olmayan zehirli (toxic) kâğıt olarak nitelendirilen finansal varlıkların oransal büyüklüğü, bankaların ayırdıkları karşılıklar nedeniyle büyük ölçüde zarara uğramalarına, yükümlülüklerini yerine getirememeye durumuna düşmesine ve sermaye yetersizliğine yol açmaktadır (Akgüç, 2009: 1). ABD ekonomisinde başlayan ve etkisi 2012 yılında hâlâ devam eden ekonomik kriz, finansal piyasalardan başlayarak, öncelikle reel sektörü de içine almış ve birçok firmanın ve bankanın iflas etmesiyle büyük kitlelerin işsizliğine neden olmuş küresel bir kriz olarak kabul edilmiştir. Gelişmiş ekonomilerde etkisi sürdüğü düşünölen bu kriz, Marksist çözümlenmeden de esinlenerek kapitalist düzenin yarattığı kriz olarak nitelendirilmektedir (Akgüç, 2009: 1). Ancak yaşanan bu son kriz sadece ABD ekonomisini etkilememiş, dünya ölçeğinde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiyi de olumsuz yönde etkilemiştir. Bu ekonomilerin çoğunda borsalar ciddi ölçülerde düşüşler yaşamış, ÷lke paralarının değer yitirmesine neden olmuş, ÷lke tahvilleri ve ticari bonolardaki risk primlerini artırmış, aynı zamanda bu ÷lkelere yönelik olan yabancı sermaye akımlarının önemli oranda azalmasına neden olmuştur.

Yaşanan son küresel krizin genel karakteristiği iktisat literatüründe yeni tartışmaların yoğunlaşmasına neden olarak birçok yönüyle 1929 krizini anımsattığından, Minsky ve takipçileri tarafından (1986) “*Yine Tekrarlayabilir mi?*” sorusunun sorulmasına neden olurken, diğer yandan ise Reinhart, Rogoff gibi iktisatçıların “*Bu sefer diğerlerinden farklı*” olduğu iddia edilmektedir. Heterodox temelli iktisat görüşü için bu kriz zaten şaşırtıcı bir durum değildir. Çünkü kapitalist sistem doğası gereği devresel olarak krizler yaratma eğilimindedir. Bu kriz de devresel olarak beklenmesi gereken bir krizdir ve sonuçta da gerçekleşmiştir. Bu görüşe göre kapitalist sistem doğası gereği krizler üretmekte olduğundan asıl önemli olan krizleri önlemekten çok etkisini ve süresini azaltmak üzerine yoğunlaşmak gerektiğidir. Minsky kısmen heterodox iktisat düşüncesinden etkilendiği için krizleri olağan sonuçlar olarak görmekte ve krizin etkilerinin hafifletilmesi gerektiğine inanmaktadır.

5.1. 2008 Küresel Ekonomik Krizini Hazırlayan Koşullar ve

Makroekonomik Görünüm

1929 Ekonomik Buhranı’ndan beri yaşanan en büyük kriz olarak değerlendirilen 2008 Küresel Ekonomik Kriz, dünyanın çok büyük bir kısmını etkilemiştir. Krizin başlangıç yeri olan ABD, dünyanın en büyük ve en etkili ekonomisi olduğundan, ekonomisinde yaşanan herhangi bir kırılma, bu ülke ile doğrudan veya dolaylı ilişkisi olan tüm ülkeleri de etkilemektedir. Bu nedenle ABD ekonomisinde yaşanan herhangi bir dalgalanma veya durgunluk, kısa zamanda diğer ülkelere veya bölgelere de yayılarak küresel bir krize dönüşmektedir.

2008 kriziyle birlikte dünyanın gelişmiş ekonomilerinin çoğunda kısa süreli bir durgunluk yaşanmış, Asya, Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkeleri de gelişmiş ekonomilerle olan yakın ilişkilerinden dolayı bu durgunluktan etkilenmişlerdir. Bu yüzden 2007-2008 krizi ABD kaynaklı bir kriz olmasına rağmen, önce Kanada'yı etkisi altına alırken, daha sonra Avrupa ve Asya ülkelerini de sarmalayan bir krize dönüşmüştür (Roubini ve Mihm, 2011: 126).

2008 krizinden önceki on yıl boyunca, tıpkı 1929 krizinde olduğu gibi, dünya genelinde bir ekonomik büyüme ve genişleme dönemi yaşanmıştır. Kapitalist sistemin tarihsel gelişim süreci içerisinde, 2000'li yıllar ile birlikte küresel ekonomide geliştirilen para ve bütçe politikalarıyla, piyasalara akıtılan bol miktarda likidite sonucunda finansal piyasaların aktif işleyişi dünya ekonomisinin hızlı büyümesine neden olmuştur (Özdemir, 2010: 31).

ABD'de başlayan ve sonra genişleyerek bütün dünyaya yayılan küresel krizin, meydana gelmesinde bazı öncü belirtiler görülmüştür. Bunlardan ilki, kriz öncesi yıllarda yaşanan likidite bolluğudur. Likidite bolluğu nedeniyle bu dönemde finansal piyasalar, özellikle borsalar, sürekli yükselmiştir. İkincisi ise yükselen likiditenin kârlı yatırımlara dönüştürülememesi ki bu da banka sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. 2000'li yıllar, krizin çıktığı 2007 sonu ve 2008 yılının başına kadar, dünya ekonomisinin sürekli büyüdüğü yıllar olarak görülmektedir. 2000'li yılların başlarından itibaren dünyada görülen hızlı ekonomik büyüme, likidite genişlemesi, özellikle taşınmaz mal (gayrimenkul) piyasasında hızlı fiyat yükselişine ve balonların oluşmasına yol açmıştır (Akgüç, 2009:2).

2000’li yılların başından beri artan likidite bolluğu nedeniyle, kredi kullanımlarında rahat ve sorumsuz davranan finansal kuruluşlar, piyasalardaki gayrimenkul veya araç almak isteyen tüketicilere, kredi kullandırmada aşırılığa gitmişler ve bu kredi kullanım kolaylıkları gayrimenkul piyasasında talep artışlarına neden olduğu için konut fiyatları sürekli bir artış eğilimine girmiştir. Yükselen fiyatlar, gelecekteki kâr beklentisi, piyasalardaki yatırımları tetikleyerek, kredi talebinin daha da artmasına neden olmuştur. Aslında bütün bunlar gelişmiş finansal piyasalarda geliştirilen farklı kazanç türleri olarak görülmekle beraber, farklı veya çok kârlı görünen türev piyasaların gelişmesine de neden olmuştur. Çok çeşitli türev ürünlere sahip olan gelişmiş ülkelerin, türev ürünlere sahip olmayan ülkelere göre, daha fazla yabancı yatırımcı çekebildiği düşünülmektedir. Başka bir ifadeyle, yatırımcılara, genellikle daha fazla finansal ürün sunarak, yerli ve yabancı tasarrufların bu piyasalara girişleri teşvik edilmektedir. Bu çeşit türev ürünlerin oluşturduğu balonlar, ekonomilerde zincirleme etki yaparak finansal risk ortamı doğurmuş ve bu durumun reel kesime yansımaları son krizde de görülmüştür.

2008 krizi öncesinde Asya ülkelerinde (Çin, Hindistan, Malezya, Endonezya, Kore, Tayland) teknolojik yeniliklerin etkisi ve düşük iş gücü maliyetleri, bu bölgelerin üretim maliyetleri açısından avantajın bu ülkeler lehine gelişmesine neden olmuştur. 1980’ler ve 90’lar boyunca gelişmiş kapitalist ekonomilerden, gelişmekte olan piyasalara akan sermaye akımları ve teknoloji transferi, bu ülkelerdeki ihracata yönelik yatırımlarının büyümesine neden olarak dünya ekonomisinde yeni rekabet sorunlarının doğmasına neden olmuştur. Çünkü bu ülkeler düşük maliyetli üretim imkânlarıyla dünya ticaretinde gelişmiş kapitalist ekonomilere karşı dış rekabet üstünlüğüne ulaşmışlardır.

1980 sonrası yıllarda gelişmekte olan ülkeler, ülkeye gelen fonları üretken bir şekilde kullanmak yerine devasa döviz rezervleri oluşturmaya tahsis etmişlerdir. Bunun nedeni ise gelişmekte olan ülkelerin 1980'ler ve 1990'lar boyunca gelişmiş olan ülkelerin ters yönlü sermaye ataklarının (ıkışların) tahribatlarından kurtulma amaçlı olmasındır.

Rezerv biriktirme stratejisi 1990'ların sonundan ve 2000'lerin başından itibaren gelişmekte olan ülkeler üzerinde iki önemli etki meydana getirmiştir. İlk olarak gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere doğru sermaye aktarımlarına (net kredilerin artıya dönmesine) yol açmıştır. İkincisi ise ulusal kalkınmayı desteklemek yerine parasal sterilizasyon nedeniyle kamunun i borcunun büyük lde artmasına katkıda bulunmuştur (Lapavistas, 2010: 39-40). Asya ekonomilerinin ve petrol ihracatçısı olan ülkelerin merkez bankaları, ABD cari açıklarının temel finansörü haline gelmesi ve 1996-2006 arasındaki on yıl boyunca, bu ülkelerin döviz rezervlerini 527 milyar dolardan, 2.7 trilyon dolara çıkarmış ve dünya GSMH içindeki payları ise 1.7'den, 5.6'ya sıçramıştır. Özellikle Çin, ABD cari bütçe açıklarını finanse etmek konusunda kritik bir işlev üstlenmiş olarak görülmektedir (Landsberg, 2008: 105-106).

Tablo 5.1'de 2000'li yıllarla birlikte dünya ekonomisinin lokomotif ülkeleri olan ABD, Almanya, İngiltere ve Fransa gibi gelişmiş ekonomilerin olduğu grup ve diğer bölgelerdeki ekonomiler, istisnai dönemler hariç istikrarlı bir büyüme grafiği izlemiştir.

Burada dikkat çeken durum, gelişmiş ülkelerin ekonomik büyüme performanslarının 1980’li ve 1990’lı yıllarda krizlerle boğuşan Latin Amerika ve Asya ülkelerinden daha düşük bir artış oranına sahip olmasıdır. Bu yıllarda yaşanan ekonomik büyüme grafiği gelişmiş ekonomilerin aleyhine sürerken finansal piyasaların yarattığı sanal büyüme rakamları, gelişmiş ekonomileri yanıltan bir unsur olmuştur. Bu yıllarda göze çarpan olgu ekonominin yörüngesinin, gelişmiş ekonomilerden, gelişmekte olan ekonomiler olarak adlandırılan, Latin Amerika ve Asya ülkelerine doğru kaymakta olduğunun görülmesidir.

Tablo 5.1’de dikkat çeken diğer bir konu ise tüm dünyada genel olarak ekonomik coşkunluk döneminin yaşanmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerin yarattığı yeni teknoloji kaynaklı ucuz ürün bolluğu, dış ticareti artırarak gelişmiş ekonomilerde ithalata bağlı tüketim talebinin artmasını meydana getirmiştir. 1980’lerden itibaren dünyada uygulanan serbestleşme politikaları sonucunda ortaya çıkan sermaye hareketleri ve teknoloji transferi yeni bir dünya düzeninin oluşmasına neden olmuştur. Gelişmiş ekonomilerden, az gelişmiş ekonomilere akan sermaye ve teknoloji transferi bu bölgelerin yatırımlarının artmasına, ucuz ürün bolluğuna neden olarak 2000’lerdeki dış ticaret hacimlerinin çok hızlı büyümesine neden olmuştur. Ucuz hammadde ve iş gücü kaynaklarına yönelen uluslararası büyük ölçekli kuruluşların yatırımlarını bu bölgelere kaydırması, bu bölgelerde dünya ticaret hacmi içinde önemli rakamsal artışlara ulaşan yeni ekonomiler meydana getirirken, gelişmiş ekonomilerdeki işsizliği artıran bir unsur olmuştur. Reel üretim kaynaklarının yeni bölgelere kayması, gelişmiş ekonomilerin sanal ekonomi olan finansal piyasaların da daha hızlı gelişmesinin temel nedenlerinden biridir.

Yeni dünya düzeninde, gelişmekte olan ekonomilerin sahip olduğu teknolojik imkânlar ve dış ticarete yakalanan rekabet üstünlüğü, bu ülkelerin ekonomik büyümelerinde etkin bir rol oynadığı anlaşılmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi 2000’li yıllar boyunca gelişmekte olan bölgeler ile gelişmiş piyasalar arasındaki ekonomik büyüme performanslarının farklı gelişimi açıkça görülmektedir.

Tablo 5.1: Seçilmiş Ülkelerin Reel GSYİH Değişimi (%)

| Ülkeler | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ** |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| Gelişmiş Ekonomiler Ort. | 1.9 | 3.1 | 2.7 | 3.1 | 2.8 | 0.1 | -3.7 | 3.1 | 1.6 |
| AB ortalaması * | 1.5 | 2.6 | 2.2 | 3.6 | 3.3 | 0.7 | -4.2 | 1.8 | 1.7 |
| Almanya | -0.4 | 0.7 | 0.8 | 3.9 | 3.4 | 0.8 | -5.1 | 3.6 | 2.7 |
| Fransa | 0.9 | 2.3 | 1.9 | 2.7 | 2.2 | -0.2 | -2.6 | 1.4 | 1.7 |
| İngiltere | 2.8 | 3.0 | 2.2 | 2.8 | 2.7 | -0.1 | -4.9 | 1.4 | 1.1 |
| Danimarka | 0.4 | 2.3 | 2.4 | 3.4 | 1.6 | -1.1 | -5.2 | 1.7 | 1.5 |
| Hollanda | 0.3 | 2.0 | 2.2 | 3.5 | 3.9 | 1.6 | -3.5 | 1.6 | 1.6 |
| İtalya | 0.0 | 1.5 | 0.7 | 2.0 | 1.5 | -1.3 | -5.2 | 1.3 | 0.6 |
| İspanya | 3.1 | 3.3 | 3.6 | 4.0 | 3.6 | 0.9 | -3.7 | -0.1 | 0.8 |
| Yunanistan | 5.9 | 4.4 | 2.3 | 5.2 | 4.3 | 1.0 | -2.3 | -4.4 | -5.0 |
| Portekiz | -0.9 | 1.6 | 0.8 | 1.4 | 2.4 | 0.0 | -2.5 | 1.3 | -2.2 |
| ABD | 2.5 | 3.5 | 3.1 | 2.7 | 1.9 | -0.3 | -3.5 | 3.0 | 1.5 |
| Japonya | 1.4 | 2.7 | 1.9 | 2.0 | 2.4 | -1.2 | -6.3 | 4.0 | -0.5 |
| Kanada | 1.9 | 3.1 | 3.0 | 2.8 | 2.2 | 0.7 | -2.8 | 3.2 | 2.1 |
| Avustralya | 3.3 | 3.8 | 3.1 | 2.6 | 4.6 | 2.6 | 1.4 | 2.7 | 1.8 |
| Yeni Zelanda | 4.2 | 4.5 | 3.3 | 1.0 | 2.8 | -0.1 | -2.0 | 1.7 | 2.0 |
| Doğu Asya Ekon. | | | | | | | | | |
| Güney Kore | 2.8 | 4.6 | 4.0 | 5.2 | 5.1 | 2.3 | 0.3 | 6.2 | 3.9 |
| Tayland | 7.1 | 6.3 | 4.6 | 5.1 | 5.0 | 2.6 | -2.4 | 7.8 | 3.5 |
| Malezya | 5.8 | 6.8 | 5.3 | 5.8 | 6.5 | 4.8 | -1.6 | 7.2 | 5.2 |
| Endonezya | 4.8 | 5.0 | 5.7 | 5.5 | 6.3 | 6.0 | 4.6 | 6.1 | 6.4 |
| Çin | 10.0 | 10.1 | 11.3 | 12.7 | 14.2 | 9.8 | 9.2 | 10.3 | 9.5 |
| Hindistan | 6.9 | 7.6 | 9.0 | 9.5 | 10.0 | 6.2 | 6.8 | 10.1 | 7.8 |
| Latin Amerika Ekon. | | | | | | | | | |
| Meksika | 1.4 | 4.0 | 3.2 | 5.2 | 3.2 | 1.2 | -6.2 | 5.4 | 3.8 |
| Brezilya | 1.1 | 5.7 | 3.2 | 4.0 | 6.1 | 5.2 | -0.6 | 7.5 | 3.8 |
| Arjantin | 9.0 | 8.9 | 9.2 | 8.5 | 8.6 | 6.8 | 0.8 | 9.2 | 8.0 |
| Diğer Gelişmekte Ekon. | | | | | | | | | |
| Türkiye | 5.3 | 9.4 | 8.4 | 6.9 | 4.7 | 0.7 | -4.8 | 9.0 | 7.5 |
| Rusya | 7.3 | 7.2 | 6.4 | 8.2 | 8.5 | 5.2 | -7.8 | 4.0 | 4.3 |
| Dünya GSYİH | 3.6 | 4.9 | 4.6 | 5.3 | 5.4 | 2.8 | -0.7 | 5.1 | 4.0 |

Kaynak; T.C Kalkınma Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Göstergeler 2011. (IMF, World Economic Outlook, Eylül 2011). <http://www.dpt.gov.tr/> 30.03.2013

*. Avrupa Birliği üye ülkeleri (15 ülke)

** . 2011 yılı tahmini kesinleşmemiş değerlerdir.

1980'ler ve 1990'lar boyunca gelişmiş ekonomilerden, geliştirmekte olan ekonomilere doğru olan mal ve sermaye akımlarının yönünün, 2000'lerle birlikte tersine dönerek geliştirmekte olan ekonomilerden, gelişmiş olan ekonomilere doğru yönelmiş olması, küresel ekonomik krizin en önemli nedenleri arasında yer almaktadır. Ülkelerin dış ticaret açıkları göz önüne alındığında ise istisnai yıllar hariç, 1990'lar ve 2000'ler boyunca dış açıkla yaşayan ABD, İngiltere ve bazı Avrupa ekonomilerine rağmen, dünyanın diğer tarafında hızla gelişen yeni küresel ekonomiler dış ticaret fazlaları vermektedirler. Dünya ekonomisinin yeni sisteminde bir yön değiştirme dönemi yaşanmaktadır. Özellikle son küresel finans kriz ile birlikte, likidite ve döviz açık pozisyon riskleri bağlamında dünya, yeni bir durumla karşı karşıya kalmıştır. Bu krizin çıkış yeri ABD olmasına rağmen krizin devam etmesi Avrupa ülkelerinin içinde bulunduğu ekonomik sorunlar yanında gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerindeki problemler yer almaktadır (Tiryaki, 2012: 111). Bunun nedeni ise 2000'li yıllarda sürekli büyüyen ve ihracatını artıran geliştirmekte olan piyasaların, elde ettikleri dış ticaret fazlası nedeniyle sahip oldukları sermaye fazlalığını, dış açıkları sürekli büyüyen gelişmiş batı ekonomilerine akıtmaları, dünya ekonomisindeki değişimin göstergesi olmuştur. Bu dönemdeki artan üretim hacmi, enerji talebini de artırmış olduğundan Rusya ve bazı Orta Doğu ülkeleri, enerji ihracatçısı konumunda oldukları için artan petrol fiyatları, bu ülkelerin dış ticaret fazlası vermelerine neden olmuştur. Asya ülkeleri ve son yıllarda artan petrol ve doğal gaz fiyatları nedeniyle zenginleşen Ortadoğu ve Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT) üyesi olan ülkeler, büyüyen dış ticaret fazlalarından oluşan fon fazlalıklarını, yine bu yıllarda sürekli artan cari açıklarını borçlanarak sürdürmeye çalışan gelişmiş ekonomilere yöneltmeleri bu ülkelerdeki finansal piyasaları şişmesine neden olmuştur.

Diğer tarafta ise (ABD ve bazı Batı Avrupa ülkeleri) son yıllarda düşen üretim miktarlarına rağmen artan tüketim, sürekli azalan tasarruf miktarları, bu ülkelerin yüksek oranlarda dış açık vermelerine neden olmuştur. Bu açıkları fonlayan ülkeler ise dış fazla veren ülkeler olmuştur (Aslanoğlu, 2011: 37). Bu dönemde sermaye çeken ülkeler sıralamasında başı çeken ülke ABD ekonomisidir. Bu yıllarda özellikle ABD ekonomisinin düşük faiz oranları iç piyasada tüketimi artırırken, dış ticaret açıklarını yükseltmiştir. Finansallaşmanın önemli bir göstergesi olan kişisel tasarrufların azalması, ekonomik birimlerin finans sistemine olan bağımlılığının her gün daha fazla artmasıyla beraber, ekonomik birimlerin borçlanma oranlarının da aynı paralelde arttığı görülmektedir. 1970'ler ve 80'lerde görülen harcanabilir gelirin % 9-10'u olan tasarruf oranları, devam eden yıllarda sürekli azalarak % 0.4'lere düşmesi finansallaşmanın ve finansallaşan krize olan gidişi göstermektedir (Lapavitsas, 2010:30). Çünkü düşen faiz oranları tasarrufların cazibesinin düşmesine neden olarak tüketimin artışına neden olmuştur. Tüketimin artması ve tüketim içindeki ithal mallarının oranının yükselmesi ABD ekonomisinde uzun süredir yaşanan dış ticaret açıklarını artıran unsurdur.

Tablo 5.2: ABD'de Kişisel Tasarruflar 2000-2007

| Yıllar | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| Tasarruflar (Milyar \$) | 168.5 | 132.3 | 184.7 | 174.9 | 181.7 | 44.6 | 38.8 | 42.7 |
| Harcanabilir Gelirin %'si Olarak Tasarruflar | 2.3 | 1.8 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |

Kaynak: Lapavitsas, C. (2010) Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi. s. 30

2000’li yıllar boyunca ABD ekonomisinde görülen yüksek seviyelerdeki cari açıkların, ekonomik olumsuzluklara önemli bir katkısı olmuştur. ABD ekonomisinin kriz yılları öncesinde sürdürülen düşük faiz oranları ve artan likidite bolluğu sonucunda artan iç ve dış talebin meydana getirdiği dış ticaret açıklarının artışının sürmesi borçlanmayı artırmıştır. Yüksek cari açıklar ile devam eden 2000’li yıllar ABD ekonomisinin dış piyasalardan borçlanmasını artırmıştır. Tablo 5.3’ de dünya ekonomisinde bölgelere göre cari işlemler dengesinin, GSYİH içindeki oranları görülmektedir. ABD ve Avrupa ülkeleri bu yıllar boyunca sürekli artan cari açıklar vermektedir. Diğer yandan, bu dönemde cari fazla veren ekonomiler ise petrol ihraç eden ülkeler ile ve Asya ülkeleridir. ABD ve gelişmiş Avrupa ekonomilerinin sürekli cari açık vermesi sonucunda ise cari fazla veren ülkelere, ABD ve diğer açık veren Avrupa ülke ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının artmasıyla sonuçlanmıştır.

Tablo 5.3: Cari Açık / GSYİH (%)

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| Gelişmiş Ekonomiler | -0.6 | -1.1 | -1.2 | -0.8 | -1.1 | -0.2 | 0.0 | -0.2 | -0.4 |
| ABD | -5.3 | -5.9 | -6.0 | -5.1 | -4.7 | -2.7 | -3.0 | -3.1 | -3.1 |
| Avrupa Bölgesi | 1.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | -0.7 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | 1.1 |
| Japonya | 3.7 | 3.6 | 3.9 | 4.9 | 3.3 | 2.9 | 3.7 | 2.0 | 1.6 |
| Diğer Gelişmiş Ekonomiler (1) | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 1.4 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 0.9 |
| Yeni Sanayileşen Asya Ekonomileri | 6.5 | 5.5 | 5.9 | 7.0 | 5.0 | 7.7 | 7.2 | 6.6 | 5.6 |
| Gelişen Piyasalar ve Ekonomiler | 2.3 | 3.8 | 5.0 | 4.0 | 3.5 | 1.6 | 1.5 | 1.9 | 1.3 |
| Merkez ve Doğu Avrupa | -5.6 | -5.2 | -6.8 | -8.3 | -8.3 | -3.1 | -4.7 | -6.1 | -5.0 |
| Gelişen Asya | 2.6 | 3.5 | 5.6 | 6.6 | 5.4 | 3.7 | 2.4 | 1.6 | 4.2 |
| Latin Amerika ve Karayipler Bölgesi | 1.0 | 1.4 | 1.6 | 0.4 | -0.7 | -0.5 | -1.2 | -1.3 | -1.7 |
| Ortadoğu ve Kuzey Afrika | 8.3 | 16.0 | 18.0 | 14.5 | 15.3 | 2.6 | 7.7 | 14.2 | 12.2 |
| Sahra Altı Afrika | -1.5 | -0.2 | 4.0 | 1.3 | -0.3 | -3.2 | -1.2 | -1.7 | -3.2 |
| Avrupa Birliği (EU) | 0.5 | 0.1 | -0.2 | -0.4 | -0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.5 |

(1). ABD, Japonya, Avrupa Birliği Ülkeleri Hariç Gelişmiş Ekonomiler.

Kaynak: International Monetary Fund (IMF) 2012. Washington, DC: World Economic Outlook October 2012. www.imfbookstore.org. 30.03.2013

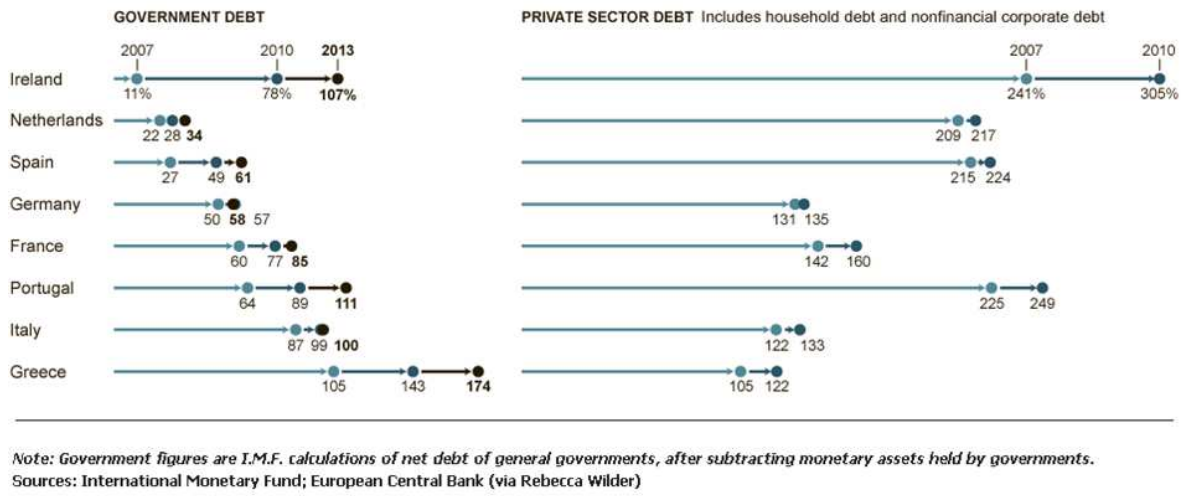
Krizlerde çıkan bir başka önemli konu ise kamu ve özel sektör borçlanma seviyelerinin ekonomi içindeki gelişimidir. Çünkü ekonomik krizler bazı zaman kamu borçlarının, bazı zaman ise özel sektör borçlarının döndürülemez noktalara ulaşmasından kaynaklanan sebeplerden ortaya çıkmaktadır. Bazı zamanlarda ise her ikisi de aynı anda görülebilmektedir. Bu nedenle yaşanan bu son kriz öncesinde ve kriz esnasında ülkelerin borçlanma yapılarının dikkate alınması gerekmektedir.

Şekil 5.1’de bazı Avrupa ülke ekonomilerinin kriz dönemindeki kamu ve özel sektör borçlarının GSYİH içindeki oranları görülmektedir. Şekilde görüldüğü gibi ilk dikkati çeken durum özel sektör ve kamu borçlanma seviyelerinin GSYİH içindeki seviyesinin yüksekliğidir. Kriz öncesinde sadece Yunanistan ve İtalya’da borç oranı %60’ın üzerindeyken, kriz sonrasında tüm ülkeler %100’ü aşan borç seviyelerine yükselmişlerdir. Tüm ülkelerin ortak özelliği, özel sektör borçlarının GSYİH içindeki oranının çok yüksek olduğudur. Şekilde de görüldüğü gibi kriz yılı sonrasında Hollanda haricinde tüm ülkelerde özel sektör ve kamu borç seviyelerinde yükselme devam etmiştir. Hollanda da ise kamu borçlanması düşük seyrederken, özel sektör borçlanma seviyesi yüksek görülmektedir.

Avrupa ekonomisinde kamu borç seviyesinin en yüksek olduğu ülke sıralamasında ilk sırayı Yunanistan, alırken bu ülkeyi sırasıyla takip eden ülkeler ise Portekiz ve İtalya olmuştur. Bu ülkeler içinde İrlanda, hem kamu kesimi, hem de özel sektörün borç yüküyle tüm Avrupa ekonomisinde ilk sırada yer almaktadır. Bu ülkeyi aynı kategorik sıralamayla Portekiz takip etmektedir.

Şekil 5.1’de de görüldüğü gibi Avrupa ekonomisinin borçlanma yapısının temel karakteristiği, hem kamu kesimi hem de özel sektörün borç yükünün aynı zamanda yüksek seyretmesine rağmen ABD ekonomisinde kriz öncesinde ve sonrasındaki kamu ve özel sektörün borç yapısının Avrupa ekonomisinden farklı bir yapı içinde olduğudur. Çünkü Avrupa’nın aksine ABD ekonomisinde kriz öncesi dönemde özel sektör borç yükü çok yüksek olmasına rağmen, kamunun borç seviyesinin çok düşük olduğu görülmüştür.

Kriz yılından itibaren özel sektör borçlanma seviyesi hızla düşerken kamu borç yükü yükselmiştir. Bunun nedeni ise krizin etkilerini azaltmak ve piyasalarda güvenin tekrar sağlanması için uygulanan devlet müdahaleleri sonucunda kamunun satın aldığı batık krediler ve banka kurtarma operasyonları sonucunda oluşan kısa ve uzun vadeli devlet borçlanmalarına gidilmiş olmasıdır.



Sekil: 5.1. Kamu ve Özel Sektör Borçların GSYİH İçindeki Yüzdeleri

Kaynak: Papadimitriou, B. D. and Wray, L. R. (2011) Euroland in Crisis as the Global Meltdown Picks Up Speed. Working Paper No. 693 Levy Economics Institute of Bard College.

Tablo 5.4'te ise ABD ekonomisinde sektörlere göre borçlanma seviyelerinin yıllar itibariyle durumu görülmektedir. Tablo 5.4'de 2002 ile 2011 yılı arasındaki borçlanma seviyesinin yüzde artışları yer almaktadır. 2002 yılından itibaren 2006 sonuna kadar %10 ile %11 arasında bir seyir izleyen hanehalkı borçlanma seviyesi 2007'den itibaren kesin bir düşüş yaşamış 2008 yılında ise eksili rakamlara düşmüştür.

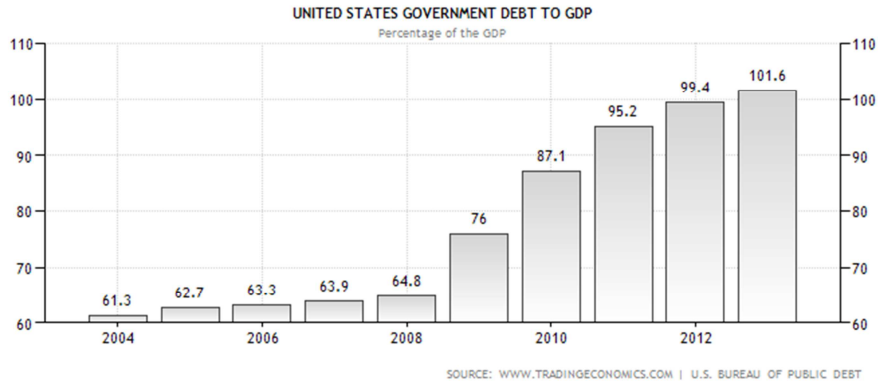
Hane-halkı borçlanma seviyesinin 2011’de dahi borçlanma seviyesinin negatiften pozitifte dönmediği görülmektedir. İş dünyasında ise 2002’den itibaren devamlı yükselmekte ve kriz öncesi yılda en yüksek seviyeye ulaşmaktadır. Kamunun borçlanma seviyesi 2002’den 2007 yılına kadar değişkenlik arz etmesine karşın %3.9 ile %10.9 arasında kalmıştır. Fakat bu durum kriz yılından itibaren değişerek 2008 yılında % 24.2 seviyesine çıkarak 2007 yılına göre yaklaşık beş kat büyümüştür. Tablo 5.4 özel sektörün borçlanma seviyesinin ekonomik kriz dinamikleri arasındaki konumunun ne kadar kuvvetli olduğunu göstermektedir.

Tablo 5.4: ABD Yurtiçi Finansal Kesim Dışı Borçlanma Seviyesi (%)
(2002-2011)

| Yıllar | Toplam | Hane-Halkı | İş Dünyası | Devlet |
|--------|--------|------------|------------|--------|
| 2002 | 7.3 | 10.6 | 3.0 | 7.6 |
| 2003 | 8.0 | 11.8 | 2.2 | 10.9 |
| 2004 | 9.2 | 11.1 | 6.8 | 9.0 |
| 2005 | 9.2 | 11.1 | 8.9 | 7.0 |
| 2006 | 8.6 | 10.0 | 10.8 | 3.9 |
| 2007 | 8.4 | 6.6 | 13.6 | 4.9 |
| 2008 | 5.8 | -0.2 | 6.1 | 24.2 |
| 2009 | 3.1 | -1.7 | -2.3 | 22.7 |
| 2010 | 4.1 | -2.2 | 0.7 | 20.2 |
| 2011 | 3.1 | -1.6 | 4.6 | 11.4 |

Kaynak: Federal Reserve Statistical Release. Flow of Funds Accounts of the United States. Flows and Outstandings Third Quarter 2012. WashingtonDC.
<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf> (30.03.2013)

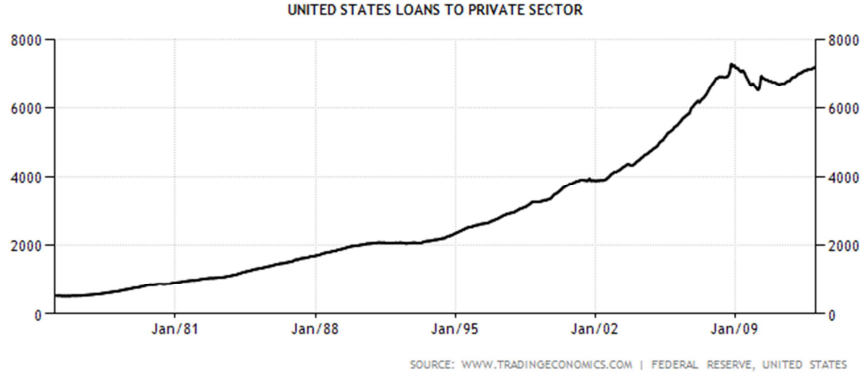
Hem kamu borçlanma seviyesini hem de özel sektör borçlanma seviyesini Şekil 5.2 ve Şekil 5.3'te görebilmek mümkündür. Şekil 5.2 kamu borç seviyesinin 2008 sonrası görünümünü göstermektedir. Şekilde de görüldüğü gibi 2008'e kadar istikrarlı bir şekilde düşük bir seviyede görülen kamu kesimi borçlanma seviyesi 2008 ile birlikte çarpıcı bir şekilde yükselmekte ve 2012 de dâhil olmak üzere bu yükseliş devam etmektedir.



Sekil: 5.2. ABD Ekonomisinde 2004-2012 Arası Dönemdeki Kamu Borç Yükü (GSYİH'ya Oranı %)

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp>
(15.02.2013)

Şekil 5.3'te ise ABD ekonomisindeki özel sektör borçlanma grafiği görülmektedir. Şekil5.2'deki kamu borçlanma grafiğinin aksine kriz yılına kadar sürekli yükselen özel sektör borçlanma seviyesi krizle birlikte keskin bir düşüş yaşamış, ardından 2010 yılından itibaren tekrar yükselme eğilimine girmiştir.

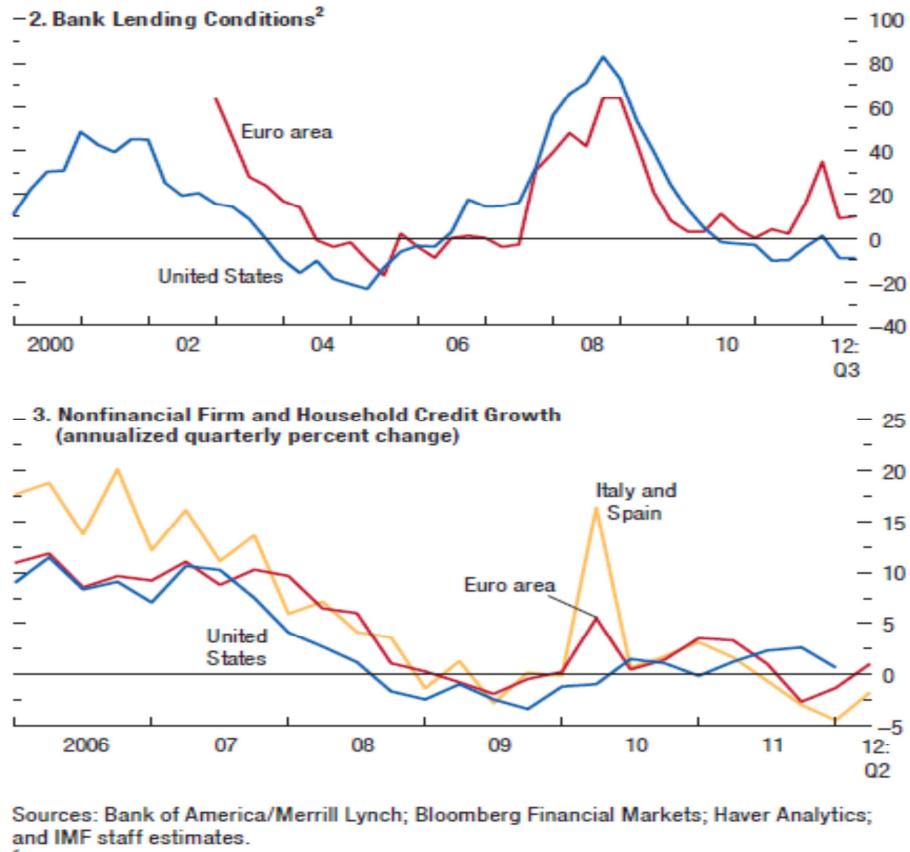


Şekil: 5.3. ABD Ekonomisinde 1980-2012 Özel Sektör Kredileri (Milyar Dolar)

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/loans-to-private-sector>
(15.02.2013)

Yaşanan son küresel krizde ABD ve Avrupa ekonomisinin benzer ve farklı yönlerini gösteren bir başka analiz ise Şekil 5.4'te görülmektedir. Kriz öncesinde 2000'lerde hem Avrupa ekonomisinde, hem de ABD ekonomisinde özel sektör borçlanmaları artmıştır. Kriz yılından itibaren ABD ekonomisinin uyguladığı bütçe açığı politikası ve batık kredilerin tazmin edilmesi nedeniyle kamu borç seviyesinin yükselmesine neden olmuştur. Şekil 5.4'de görülen diğer bir konu ise hem Avrupa'nın hem de ABD'nin bankacılık borç verme, finansal kesim dışı özel sektör ve hane-halkı kredi büyümesinin durumudur. Şekilde de görüldüğü gibi Avrupa ve ABD piyasalarındaki bankacılık kesiminin kredi kullandırma koşullarının ve finansal olmayan özel kesim ve hane-halkının kredi büyümesinin yıllar itibariyle (2000-2012) gelişimi görülmektedir. İlk grafikte hem Avrupa hem de ABD ekonomisinde bankacılık kesiminin kredi verme koşullarının gelişim sürecinde paralellik görülmektedir. 2008 krizi yıllarında her iki bölgenin de kredi kullanım oranlarının zirvede olduğu görülmektedir. Krizden sonraki süreçte de bu paralellik devam etmektedir.

Kriz öncesindeki bankacılık kredi kullandırma grafiği ile özel kesim ve hane-halkı kredi kullanım oranları aynı paralellikte sürdüğü anlaşılmaktadır. Krizin meydana geldiği 2007 son çeyreği ve 2008 ilk çeyreğinde borçlanma ve borç verme seviyesinin en yüksek noktaya ulaştığı görülmektedir. 2008 krizinden sonra ise borç deflasyonu ile birlikte hem kredi kullandırma koşulları hem de piyasalardaki özel sektör ve hane-halkı kredi kullanım seviyesi hızla aşağıya düşmüştür.



Şekil: 5.4. Avrupa ve ABD Piyasalarındaki Finansal Gelişmeler Yüksek borçlanma ve ağır büyümeyle başa çıkabilmek. Dünya Ekonomik Görünümü 2012 (2000-2012)

Kaynak: International Money Fund. (2012) Coping with high debt and sluggish growth.. Washington DC. World Economic Outlook. 2012. s.8.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf> (30. 03.2013)

5.2. 2007-2008 ABD Krizi ve Krizin Küresel Etkileri

2007-2008 finansal krizi, öncelikli olarak ABD ekonomisinden başlayarak, dünyanın geri kalanını da etkisi altına aldığı için veri analizlerinin odak noktasında öncelikli olarak yer almaktadır. 2001 sonrasında ABD ekonomisindeki durgunluğu önlemek için faizlerin indirilmesi ve bunun sonucunda borçlanmanın ucuz hale getirilmesi, kredilerdeki artış, emlak fiyatlarının yükselmesi ilave yeni kredilerin önünü de açmıştır. FED'in bu dönemde düşük faiz oranı hedeflemesi nedeniyle, bankalar, ucuz fon elde etmişler ve bu sayede düşük krediler sağlamışlardır. Bu nedenle kredi kullanım imkânları çok kolaylaşmış ve ucuzlamış olduğundan, tüm piyasalarda kolayca elde edilebilir hale gelmiştir. Gerek FED'in, gerekse piyasalardaki denetim otoritelerinin "*Mortgage*" piyasasındaki zayıf taahhüt şartlarını kontrol etmelerindeki başarısızlıkları da krizin asıl nedenleri arasında gösterilmektedir (Yılmaz ve Gaygusuz, 2009: 4).

ABD ekonomisindeki para arzının artmasıyla başlayan talep canlanması, ya da Minsky'nin ifadesiyle ekonomik coşkunluk, tüketim ve finansal varlıklar üzerinde bir baskı oluşturmuştur. Aşırı şişen, fakat reel olmayan emlak değerleri üzerinden yeni ipotek anlaşmalarıyla alınan bu krediler, piyasanın olumsuz yükselişinin temelini oluşturmuştur. Diğer yandan, düşük gelirli kişilerin dahi konut sahibi olabilmeleri için kredilerin artışına göz yumulmuş ve denetimsiz bir finansal yapı oluşmuştur. Kredi talebindeki artış emlak talebinin yükselmesine neden olmuş, emlak fiyatları yükselmiştir.

Düşük gelirli kişilerin dahi konut sahibi olabilmeleri için eşik altı konut kredilerinin¹³ (*subprime mortgage*)¹⁴ artışına göz yumulmuş ve denetimsiz bir yapı oluşmuştur. Bu denetimsiz yapı, kredilerin ipotek gösterilip türev piyasalarda birçok kez el değiştirmesi şeklinde devam etmiştir. Bu durum piyasalarda yeni kâr fırsatlarını ortaya çıkarmış, yeni kâr fırsatları ise yeni yatırımları ve yeni borçlanmaları meydana getirmiştir. Bu durum önce ABD ekonomisinde büyümeye neden olurken, emlak piyasasında ve finansal varlık değerlerinde fiyat artışlarını da beraberinde getirmiştir (Kindleberger, 2008: 25).

Mortgage kredilerindeki 2005 yılı ortalarından 2007 yılı ortalarına kadar devam eden sürekli büyüme, kredi verenlerin piyasada değişik seviyelerde kredi riski yaratmalarına neden olmuştur. Bu riskler arasında, kredi kullananın gelir belgelerindeki eksiklikler, çok yüksek borç değer oranı ve anapara ile faiz ödemelerinin gecikmesine sebep olabilecek geleneksel olmayan geri ödeme planları yer almaktadır. Değişik risklerin bulunduğu bu ortamda yatırımcılar kredi riski ile ilgili sıkıntılar yaşamıştır (Demir vd. 2008: 45).

2007 yılı ortalarında işaretleri gözlenen, günümüzde giderek derinleşen ABD ekonomik krizi, Marksist çözümlenmeden de esinlenerek kapitalist düzenin yarattığı kriz olarak nitelendirilmektedir.

¹³ Yüksek Riskli Konut Kredileri

¹⁴ Mortgage, bir taşınmazın, bu taşınmazı elinde bulunduran bir kişiden ya da kurumdan belirli koşullarda başka bir kişi ya da kurum eline geçmesi işidir. Mortgage kredi piyasası, kredi kullanıcıları için değişken faiz oranlı, sadece faiz ödemeli, her şey dahil, geleneksel mortgage kredileri gibi bir çok kredi kullanım alternatifi sunmaktadır. 2007-08 Küresel finansal dalgalanmanın kaynağı ABD mortgage krizidir. Piyasa yapısı ve denetim eksiklikleri ile izlenen politikalar sonucu ortaya çıkan sorunlar tahmin edilemeyen olumsuzluklara neden olmuştur.

2007-2008 krizi; kapitalist ekonomik sistemin üretim kapasitesinin hızla artması, yığınsal üretime karşı talebin gelir dağılımı bozukluğu ve piyasalardaki rekabet şeklinin de etkisiyle aynı hızla artmamasına neden olarak geleceğe ilişkin belirsizliklerin artması sonucunda meydana gelmiştir. Bu yaklaşıma göre, krizler kapitalist düzenin doğal ekonomik sonucudur (Akgüç, 2009:3).

2007-2008 küresel ekonomik kriz; finansallaşma sürecinin doğrudan bir sonucudur. Çünkü gelişmiş kapitalist ekonomilerin, üretim temelli ekonomik sistemlerden, ağırlıklı olarak finansal temelli sistemler haline dönüşmesi kırılabilirliği artıran nedenlerdendir. Üretim sürecinde yaşanan finansman sorunu bir yandan kredi mekanizmasına işlev yüklerken, diğer yandan kredi mekanizmasındaki genişleme üretken sermaye alanının cazip olmaktan çıkararak paradan para kazanılan bir sanal ekonominin yaşanmasına neden olmuştur. Bir yandan, hızla genişleyen bir para piyasası diğer yandan, giderek bu piyasaya bağımlı hale gelen üretken sermaye alanı, kendi varlığının nedeni olan ve üretim alanından kopan para piyasaları, beraberinde sağlıksızca genişleyen rant alanlarını doğurmuş ve bir değersizleşme sürecinin de temellerini oluşturmuştur (Alçın, 2009:7). Bankacılık sektöründeki denetimsizliklerden, eşik altı kredilere, ipotekli konut piyasalarının başıboşluğundan, türev piyasalarının kontrolsüzlüğüne kadar bir dizi somut sorun, krizin finansal piyasalardan kaynaklanmasının en önemli göstergesi olmuştur. Bu dönemde üretim süreci giderek sıkışmış ve kredi/finansal sektörler, sıkışan üretim sürecini karşılayabilmek için genişlemiştir. Üretimin finansmanı için finansal sermayenin de yaygınlaşması, üretimden ayrı bir kâr alanı olarak hayat bulmasının temel nedeni olmuştur (Alçın, 2009: 6).

2008 yılındaki kriz, başlangıçta bir mortgage krizi olarak ortaya çıksa da takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. Krizin nedenleri olarak, likidite bolluğu ve bunun sonucunda verilen özensiz krediler, krizin temel dinamikleri arasında sayılabilir. Ağustos 2007'den itibaren dünya ekonomisini yavaş yavaş etkisi altına alan dalgalanma, finansallaşmış kapitalizmin tam manasıyla olgunlaşmış bir krizidir (Lapavitsas, 2010: 25).

Mishkin'e (1991) göre finansal krizlerde, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların, ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle fonların etkin biçimde idare edilememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmalar olarak görmektedir. Bu durumun altında yatan ilk neden, sermaye piyasalarındaki yanlış fiyatlandırmalar olarak gösterilirken, diğer neden ise sermaye piyasalarındaki risk primlerinin düşmesi ve gelecekteki değişmelerin şu andaki seviyenin de altında olacağını algılanmasıdır.

FED'in, özellikle federal fonların oranlarını, uzun dönemler boyunca, oldukça düşük düzeyde tutması, hem kredi patlamasına ,, hem de,, ev fiyatlarının gerçek dışı bir şişkinlikle sonuçlanmasına neden olmuştur (Yılmaz & Gaygusuz, 2009: 4). ABD hükümetinin ve FED'in yaşanan küresel finansal krizin, etkilerini azaltmak için uyguladıkları politikalar, krizin derinleşmesini ve etkisinin daha fazla hissedilmesini engellemeyi amaçlarken ekonomide tartışılan neo-liberal politikaların sorgulanmasını da şiddetlendirmiştir (Roubini & Mihm, 2011: 258).

5.3. 2008 Küresel Ekonomik Krizin Minsky Hipoteziyle Değerlendirilmesi

Minsky'e göre finansal kapitalizm devresi Büyük Depresyonla sona ermiş ve "New Deal" reformlarıyla daha fazla istikrar içeren yeni bir dönem başlamıştır. Bu dönem, uluslararası büyük kuruluşların etkinliği altında güçlü ve büyük hükümet müdahalelerinin olduğu bir devreyi içermektedir. Minsky'nin yönetimsel kapitalizm dediği bu dönemde hükümetler ve merkez bankaları ekonominin yönetiminde daha fazla etkin bir konumda olduğu görülmüştür. Dolayısıyla bu dönemde, yüksek istihdam seviyesi ve ekonomik büyüme oranları görüldüğünden İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1970'lerin başlarına kadar olan bu zaman dilimine altın çağ denmiştir (Wray, 2012: 5).

Minsky'nin yönetimsel kapitalizm olarak adlandırdığı İkinci Dünya Savaşı'ndan para yönetici kapitalizm dediği finansal piyasaların hakimiyetinin başladığı 1980'lere kadar süren altın yıllar sona ermiştir. Artık serbest piyasaların hâkimiyetinde finansal piyasaların ve teknolojik iletişim araçlarının da çok geliştiği, ekonomik krizlerin sıklıkla yaşandığı bir döneme girilmiştir. Bu dönemin adı Minsky ve takipçileri tarafından para yönetici kapitalizm olarak adlandırılmaktadır.

5.3.1. Para Yönetici Kapitalizm

Minsky'nin para yönetici kapitalizm (Money Manager Capitalism) olarak adlandırdığı bu yeni dönemi, sistemin yapısı gereği krizlerden sorumlu olmakla beraber krizler aralıklı dönemlerle tekrarlanan bir özelliğindedir. Minsky'e göre kapitalist bir ekonomik sistemin gelişim sürecinde meydana gelen finansal krizler, para yönetici kapitalist sistemlerin büyüme evrelerindeki aşamalı borçlanma dönemlerinin peş peşe gelerek başlattıkları bir evre olarak görülmektedir. Son yıllarda görülen gelişmeler özellikle ABD ekonomisinde yaşanan tecrübeler krizlerin oluşma şekli, sıklığı ve şiddeti bunu göstermektedir. Bunu özellikle 1980'lerde yaşanan tasarruf ve kredi krizleri, borsa krizleri ve gelişen piyasalardaki borç krizleri gibi örneklerle bakınca görebilmek mümkündür (Wray, 2012: 4).

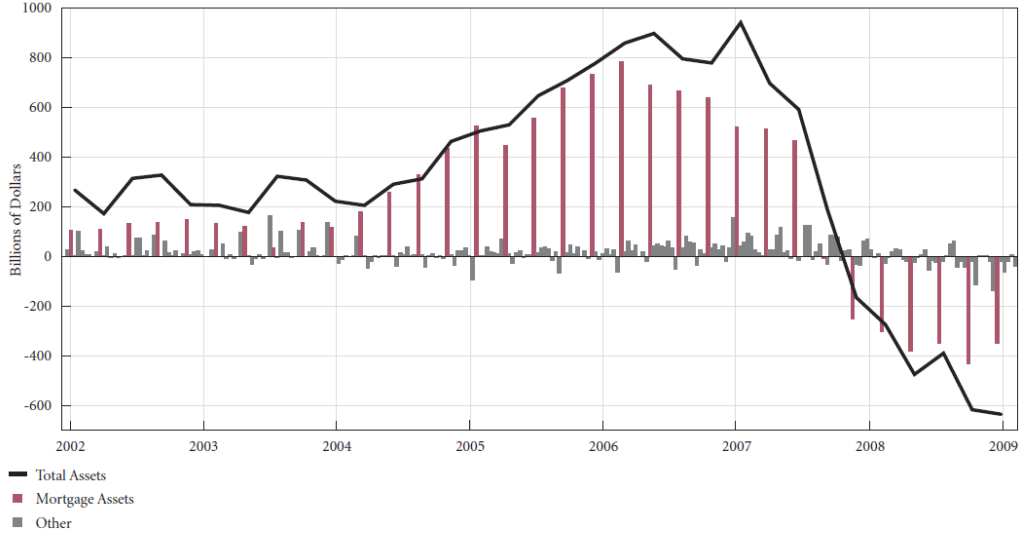
Piyasalarda hedge finansman dönemiyle başlayan ihtiyatlı bir süreç sonrasında artan coşkunluk durumunun getirdiği spekülasyon finansman dönemi ve son aşamada ekonomideki patlama seviyesine ulaşılan ponzi finansman dönemi, aşamalı kriz sürecinin her bir evresini oluşturmaktadır. Spekülasyon yükseliş sürdükçe piyasalarda spekülasyon finansman durumunda olan birimlerin ekonomi içindeki ağırlığının, ekonominin taşıyamayacağı noktaya varmasına neden olmuştur (Kindleberger, 2008: 26).

Minsky'nin finansal kriz açıklamasında güvenli fon, finansal yenilikler, genişleme aktif fiyatlarının artması, köpük, risk artışı, ponzi oyunu, faiz oranında yükselme, aktif fiyatlarının düşmesi, borç ödeyememe, merkez bankasına son rezerv kaynağı olarak başvuru sürecinden söz edilebilir. Sonuç olarak, enflasyon ve işsizlik oranının artması ve gelir dağılımının bozulmasıyla, 2008 krizinin açıklanmasında Minsky hipotezinin büyük prim yaptığı görülmektedir (Eren, 2011: 136).

ABD'de başlayan ve daha sonra dünyanın geri kalan kesimini de etkisi altına alan son finansal kriz, ilk olarak Minsky hipotezinin temel varsayımı olan finansal piyasaların etkin olduğu kapitalist bir sistemde meydana gelmiştir. İkinci husus ise, ekonominin ve finansal piyasaların karakteristik özelliği olarak doğal kabul edilen yapısal sebeplerinden meydana gelmiştir. Yani Minsky'nin ifadesiyle finansal piyasalar spekülâtif finansman işleyişiyle çalıştıklarından dolayı ekonomilerin gelişme ve daralma dönemlerinde ponzi finansman durumuna dönüşebileceği normal olarak görülmekte ve ABD krizi de özel sektör borçlanma seviyesinin aşırı yüksek olduğu bu piyasaların işleyişinde yaşanan problemler sonucunda meydana geldiği düşünülmektedir. Minsky'nin modelinde piyasalarda görülen kırılma seviyesi, toplam para arzını artıran banka kredilerindeki genişleme tarafından beslenmektedir. Bankalar, önceki kurumsal düzenlemeler doğrultusunda piyasaya banknot çıkararak veya banka mevduatlarına borç vererek para arzını genişletmektedirler. Bankalar, gelişme öncesinde spekülâtif çılgınlığı ateşleyecek ilave ödeme araçlarını sadece bankacılık sistemi içerisinde değil, aynı zamanda yeni bankaların kurulmasında veya yeni finansal araçların oluşmasında katkı sağlayarak finansal sistemin genişlemesine neden olmaktadır (Kindleberger, 2008: 23-24).

Bu noktada sorun genişleyen finansal piyasaların kontrol edilebilmesinde yaşanacak problemlerdir. Çünkü finansal yenilikler geliştikçe, yeni argümanların yayılması denetim ve kontrol zafiyeti meydana getirmektedir (Kindleberger, 2008: 23-24). Ekonomideki ponzi finansman birimleri ne kadar fazla olursa ekonomik krizin çıkış süreci de o kadar yakın olmaktadır. Deregülasyon sürecinde, finansal yenilikler ponzi oyunları, finansal genişlemeler yaratmıştır. Deregülasyon, küreselleşme, finansal yenilikler, ahlaki çöküntü problemi, finansal istikrarsızlıklar ilişkisinden söz edilebilir. Bu yüzden süreç kendi içerisinde yarattığı istikrarsızlıkla içselleşmiştir (Eren, 2011: 136). Krizlerden sonra görülen piyasa dalgalanmaları ve borç deflasyonu ekonomi üzerine çok büyük maliyetler yüklemektedir. Krizle birlikte piyasalarda meydana gelen nakit sorununun yarattığı borç deflasyonu varlık değerlerinin hızla düşmesine yol açmakta ve borçluların sahip olduğu likit olmayan varlıklarının değerinin çok hızlı değer yitirmesiyle sonuçlanarak borçların ödenemez duruma gelmesine neden olmaktadır (Papadimitriou ve Wray, 2011: 8).

Minsky, ekonomik krizler sonrasında görülen borç deflasyonu ve varlık değerlerinin hızla değer yitirmesi konusunda Fisher ile aynı görüşü paylaşmaktadır. Şekil 5.5'te 2000'li yıllardaki varlıkların yükseliş ve kriz ile birlikte düşüş trendi görülmektedir. Şekilde de görüldüğü gibi 2000'li yıllar boyunca özellikle kriz yılına kadar özellikle varlıklar üzerindeki değer artışlarının sürekli yükseldiği görülmektedir. 2007'nin son çeyreği ve 2008 başından itibaren varlık değerlerindeki düşüşler Minsky ve Fisher'in kastettiği borç deflasyonuna uygun bir göstergedir. Şekilde görüldüğü gibi krizle birlikte tüm piyasalardaki varlık değerleri aşağı yönlü bir ivme kazanmış ve büyük değer kayıpları yaşanmıştır.



Şekil: 5.5. ABD Ekonomisinde Varlık (Toplam varlıklar-Mortgage ev kredi değerleri- diğer varlık değerleri) Değerlerindeki Değişim (2002-2009)

Kaynak: Tyomigne, E. & Wray, L. R. (2009). It isn't working: Time for more radical policies. Public Policies Brief. Highlights, No.105A. New York The Levy Economics Institute of Bard College. s. 4

2008 krizi sırasında görülen varlık değerlerinin düşmesini hisse senedi piyasalarında da görmek mümkündür. Her türlü sosyal, ekonomik ve politik etkilenmelere açık olan hisse senedi piyasası, 2004'ten itibaren varlık piyasalardaki gelişimle doğrusal yönde hareket ederken krizle birlikte büyük değer kayıpları yaşamıştır. Şekil 5.6'da görüldüğü gibi krizle birlikte çok hızlı bir düşüş yaşayan borsalar diğer piyasaların aksine kısa zamanda tekrar toparlayarak yükseliş eğilimine dönmüştür. Ekonomik gelişim süreci çok çabuk bir düzelme göstermemesine rağmen hisse senedi piyasalarında görülen bu gelişme bu piyasaların günlük etkileşimlere açık olmasına rağmen reel ekonomik yapılardan çok spekülative etkilere açık olduğunu göstermektedir.



Şekil: 5.6. ABD piyasalarında hisse senedi piyasalarının 2004-2012 arasındaki gelişimi.

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/stock-market>. (15.02.2013)

Dünya ekonomisinde sağlanan geçici rahatlama açısından bakıldığında Minsky bu hipotezinde haklı olduğu görülmektedir. Krizin etkilerini azaltmada hem Büyük Hükümet politikaları hem de Büyük Bankacılık politikaları etkin olarak kullanılmıştır. Yani kısaca yaşanan bu son krizde hem para politikaları, hem de maliye politikaları öne çıkan uygulamalar olarak görülmüştür. Dalgalanma sürecinde kuruluşların yaşadığı en temel sorun olan likidite ihtiyacına yönelik tedbirler almaya çalışan merkez bankaları fonksiyonel olarak öne çıkmıştır. ABD merkez bankası FED, Avrupa, İngiltere, Kanada ve İsviçre merkez bankaları kısa vadeli finansman piyasalarındaki baskıyı azaltmak amacıyla ortak eylem paketi açıklamışlardır (Demir vd. 2008: 75). 2008’de FED’ in açık piyasa işlemleriyle büyük miktarlarda ödünç verme işlemi ve satın aldığı problemlili “mortgage” kredi yükümlülükleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve uzun dönem kamu borç kağıtları ile desteklediği finansal kurumlarıyla birlikte, yaşanan ekonomik krizin, büyük depresyona dönüşmesini engellenmiştir.

Minsky hipotezine uygun bir yaklaşıml olan finansal istikrar politikaları, tüm dünya ülkelerinin merkez bankalarının ilk politika hedefleri arasında yer almıştır. 1970'lerden itibaren 1990'lara kadar süren fiyat istikrarı hedefleyen politikalar, artık tüm dünyada etkisini gösteren finansal kapitalizm ve istikrarı nedeniyle finansal istikrar hedefleyen politikalara çevrilmiştir. Yani kısaca yaşanan bu son krizde hem para politikaları, hem de maliye politikaları öne çıkan uygulamalar olarak görülmüştür. Minsky hipotezine uygun bir yaklaşım olan finansal istikrar politikaları, tüm dünya ülkelerinin merkez bankalarının ilk politika hedefleri arasında yer almıştır.

SONUÇ

Minsky, 1970'lere kadar ortodoksi bir yaklaşımla çalışmalarını yaparken ve iktisadi düşüncedeki dönüşümünü yani "Finansal Keynesyen" veya "Post Keynesyen" görüşe yakınlaşmasını John Maynard Keynes ile ilgili çalışmasını bitirdiğinde tamamlamıştır. Bu nedenle iki dönemli görüşe sahip olan bir Minsky bakışı görülmektedir. 1970 öncesi Ortodoksi penceresinden bakan bir Minsky ve 1970 sonrasında ise Finansal Post Keynesyen görüşlere sahip bir Minsky görülmektedir. Aslında Minsky, kendini Finansal Keynesyen olarak tanımlamaktadır.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ekonominin istikrarlı bir durumdan herhangi bir dışsal etki olmadan kendiliğinden istikrarsız bir duruma nasıl dönüşebileceğini ve ekonomideki dalgalanmaların nasıl ortaya çıkabileceğini göstermeye çalışmıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezi, temelde Keynes'in görüşleri üzerinden hareket eden bir bakışla, yatırım finansman teorisine dayanmakta ve yatırımların nasıl finanse edildiği konusunu çıkış noktası olarak ele almaktadır.

Minsky'e göre kâr fırsatlarını değerlendirmek isteyen girişimciler ellerinde yeterli öz kaynak olmadığı zamanda bile borçlanarak yatırım yapma eğilimindedirler. Yatırımların borçlanarak finansmanı ise borçlu ve alacaklı riski kavramlarını ortaya çıkartmaktadır. Buna göre, borçlunun borcunu ödeyememe riski, alacaklının ise verdiği borcu geri alamama riski gibi iki taraflı borç-alacak riskleri tanımı ortaya çıkarmaktadır.

Minsky'nin yatırım teorisinde borçlu ve alacaklı riskinin yüksekliği, yatırımları azaltıcı etkiye sahip olmasına rağmen, ekonomide kâr fırsatlarına bağlı olarak ortaya çıkan iyimserlik durumunda, borçlu ve alacaklı risklerinin daha düşük olarak algılanmasına neden olmakta ve yatırımların daha fazla borçlanarak finanse edilmesine olanak sağlamaktadır.

Minsky, yatırımların borçlanarak finanse edilmesinin devresel dalgalanmalar ile ilişkisini oluştururken finansal kırılabilirlik kavramından yararlanmaktadır. Buna göre firmalar uyguladıkları finansman yöntemine göre finansal olarak sağlıklı ya da kırılabilir olabilmektedirler. Finansal istikrarsızlık hipotezi, gelişmiş kapitalist ekonomik sistemin, doğal bir özelliğidir ve krize olan eğilimi ifade etmektedir. Minsky finansal istikrarsızlık hipotezinde devresel dalgalanmaların yatırımların finansman şekli dikkate alınmadan açıklanamayacağını savunmaktadır. Hatta yatırımların finansmanında etkin olan "finansal kurumlar" Keynes'in sermayenin marjinal etkinliğindeki eksik kalan yönü olduğunu vurgulamaktadır.

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezinin temellerini oluştururken dışa kapalı gelişmiş kapitalist ekonomileri ele almaktadır. Gelişmiş kapitalist ekonomilerin iş çevrimleri döngüsü ise hane halkı, devlet, iş dünyası ve finansal kurumlardan oluşmaktadır. Finansal kurumlar, bu dört kesim arasındaki finansal akım tablosunu yönetmektedir. Yani finansal kurumlar iş çevrimlerindeki ekonomik birimlerin sermaye akım şemasındaki bağlantı noktasıdır. Ekonomideki iş çevrimleri döngüsünde yatırımların devamı için finansman koşullarının ancak finansal kuruluşlar aracılığıyla gerçekleşmektedir.

Ekonomideki bütün birimler, hem tüketiciler, hem de üreticiler, mali kaynaklarının idaresini finansal kuruluşlar aracılığıyla değerlendirmektedirler. Bu yüzden finansal istikrarsızlık hipotezinde kapitalist ekonomik sistemlerin temel özelliği finansal ilişkilerdir. Bu nedenle, çalışmalarının temeline finansal sistemin işleyişini yerleştirmiştir.

Minsky, hipotezini oluştururken iki yönlü bir bakış açısıyla makro ve mikro ekonomik bir çalışma yapmıştır. Hipotezin en önemli alt yapısını oluşturan mikro ekonomik yapısı, malların fiyatlarının nasıl oluştuğu üzerinedir. Minsky, heterodoks bir bakış açısıyla (Marx, Kalecki ve Keynes gibi) ana akım iktisadın aksine sermaye ve tüketim mallarının fiyatlarının piyasalarda meydana gelmediğini hem üretim mallarının, hem de sermaye mallarının fiyatlarının girdi maliyetleri ve emek değerlerinin katılmasıyla meydana geldiğini ileri sürmektedir.

Minsky'e göre sermaye ve tüketim mallarının fiyatlarının üzerindeki asıl önemli olan maliyetler ise firmaların yatırım sırasında kullandığı borçlanma (faiz) maliyetleridir. Yatırımların gerçekleştirilme aşamasında Minsky hipotezinin ikinci yönü olan makro ekonomik bakış açısı devreye girmektedir. Minsky'nin makro ekonomik süreci piyasaların hedge, spekülatif ve ponzi finansman dönemleri olarak üçe ayrılmaktadır. Minsky, bu üç dönemde de yapılan yatırımların farklı koşullar içinde ve farklı borçlanma maliyetleri içinde çalıştığını ileri sürmektedir. Her dönem kendi içinde farklı koşulları içermektedir. Bu aşamalı borçlanma dönemlerin ilki olan hedge döneminde borçlanma maliyetleri düşük ve uzun vadeli borçlanma kolaylıkları olduğundan maliyetler üzerinde baskı yoktur veya daha azdır.

İkinci dönemde ise spekülatif olan dönemdir ki bu dönemde ekonomi kalkış döneminde olduğundan borçlanma vadeleri uzun olmakla beraber, borçlanma kolaylıkları nedeniyle ekonomik birimlerin bilanço içindeki borç / öz kaynaklar rasyosu, öz kaynaklar aleyhine yükselmektedir. Ekonomideki bu yükseliş trendini tetikleyen asıl neden ise finansal kurumların geliştirdiği kredilendirme kolaylıkları ve yeni geliştirdikleri kredi olanaklarının kredi genişlemesi yaratması, ekonominin de hızlı büyümesine neden olmaktadır. Minsky, bu dönemde merkez bankalarının veya hükümetin para arzı üzerindeki (daraltıcı veya genişletici) herhangi bir politikanın etkisinin sınırlı olduğunu düşünmektedir. Çünkü bu dönemdeki iyimserlik beklentilerinin yükselmesi finansal piyasaların kaydi para (krediler) yaratma kabiliyetleri, merkez bankalarının veya hükümetlerin para arzı üzerindeki etkilerinin azalmasına neden olmaktadır. Minsky bunu para arzının içselliği teorisiyle açıklamaktadır.

Üçüncü dönem olan ve en riskli aşama olarak ifade edilen ponzi döneminde ise tüm piyasalarda yaşanan borçlanmalar yüksek seviyelerde gerçekleşmekte ve borçlanma vadelerinin gittikçe kısaldığı ve Minsky'e göre geri dönüşün ve çöküşün başladığı "Minsky Anı"na yaklaşılmaktadır. Bu dönemde meydana gelebilecek herhangi bir dışsal şok krizlerin fitilini ateşleyebilmektedir. Her hangi bir dışsal şok ile başlayan piyasalardaki panik, ekonomik birimlerin tümünde yaşanan borç-tahsil sürecinin hızlanmasına, karşılanamayan yükümlülükler nedeniyle meydana gelen iflaslara neden olmaktadır. Varlık satışlarının hızlanmasıyla oluşan değer kayıpları ise karşılanamayan ipotek bedellerine neden olarak ekonomiyi gerileme sürecine sokarak krizi oluşturan bir ortama neden olmaktadır.

Bütün bu gelişmeler ekonomideki yatırımların durmasına ve üretimin azalmasına neden olurken işsizlik artışlarını da beraberinde getirerek tüm ekonominin çöküşe sürüklenmesine neden olmaktadır.

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezinin temeline finansal piyasaları koyduğundan, gelişmiş kapitalist ekonomik sistemlerin yaşadığı tüm krizlerin bu piyasaların işleyişinden kaynaklandığını ileri sürmektedir. Minsky, ekonomik istikrarsızlık sorunu için kapitalizmin doğası gereği istikrarsız bir sistem olduğunun kabul edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Minsky (1986) kapitalist sistemlerin krizler yaratacağı düşüncesini bir gerçek olarak kabul ettiği için, finansal krizlerin engellenememesine rağmen, yıkıcı etkilerinin, “Büyük Hükümet” ve “Büyük Bankacılık” politikalarıyla azaltılabileceğini ileri sürmektedir. Minsky’ye göre büyük hükümetin iktisadi sistemde etkin olabilmesi için kamunun iktisadi hayattaki payını artırmalı ve sosyal harcamalar artırılarak veya maliye politikaları çalıştırılarak iktisadi dalgalanmaların şiddeti azaltılmalıdır. Devletin iktisadi hayattaki rolünün artması ve istikrarı sağlamak için kamu harcamalarını artırması, büyük kamu açıklarına neden olmaktadır. Minsky’ye göre hükümetlerin kamu bütçesinde yapılan değişikliklerle (bütçe açığı veya bütçe fazlası vererek) özel sektörün ekonomi içerisindeki konumunu etkileyebilmektedir. Büyük kamu açıkları da, harcamaların artışıyla yatırımları uyararak kârların artmasını sağlamaktadır. Ayrıca Minsky, ekonomik istikrarsızlık sorununun çözümü için finansal piyasalara ve sanayinin yapısına yönelik düzenlemeler yapılması gerektiğini de öne sürmektedir.

Hükümetler bütçe dengesi politikaları uygulayarak açık pozisyonuyla ya da diğer bir ifadeyle bütçe açıklıklarıyla, piyasalardan borçlanma yoluna giderek piyasada para arzının ayarlanması yönünde politikalar uygulayabilmektedirler. Büyük hükümet gücünün diğer bir kullanım yolu ise mali denetim ve düzenlemelerle ekonomi içindeki işleyişin aktif olarak yönlendirilme kabiliyetidir. Vergi oranları üzerindeki ayarlamalar veya getirilen miktar sınırlamaları toplam talebin önemli bir bölümünü oluşturan kamu harcamalarının borç-deflasyon olasılığını azaltacağını, ekonomi yavaşladığında vergi gelirlerinin düşerek bazı kamu harcamalarının artacağını iddia etmektedir.

Minsky, kapitalist sistemin doğasında olan ekonomik krizlerin incelenmesinde finansal kurumların etkisinin dışlandığı görüşleri tutarlı bir yaklaşım olarak görmemektedir. Bu nedenle sistemde etkin olması gereken ikinci kurum “Büyük Bankacılık” etkisi olarak gördüğü merkez bankacılığının konumudur. Bankacılık kesiminin parayı içsel olarak yaratma gücü yani finansal piyasa davranışları üzerindeki etkisi para ve kredilerin içselliği ile ilgilidir. Finansal piyasalarda kârlarını artırmaya çalışan bankacılık kesimi ve diğer finansal kurumlar, finansal yenilikler geliştirerek para arzının üzerinde etkin bir rol oynayabilmektedirler. Finansal piyasalardaki gelişmelerin neden olduğu borç-deflasyon riski, para otoritelerinin finansal istikrarı sağlamak için zorunlu olarak piyasaya müdahale etmesine ve para arzını artırmasına neden olmaktadır. Bu para otoritesinin dışsal bir kurum olmadığı ve genelde ekonominin finansal piyasalara sahip olduğu dinamikler nedeniyle para arzının içselliği ile öne çıkmaktadır.

Minsky'e göre merkez bankalarının temel görevi finansal istikrarsızlığı önleyici tedbirler almasıdır. Merkez bankasının konumu gereği para arzının kontrolü ile ilgili politikalarda ve piyasalardaki finansal sürecin yönetiminde iki önemli argüman öne çıkmaktadır. Bunlardan biri açık piyasa işlemleri diğeri ise reeskont işlemleridir. Açık piyasa işlemlerinde varlıklar satılarak paraya dönüştürülürken, reeskont işlemleri ile finansal varlıklar karşılığında para (borç) verilmektedir. Minsky'e göre, merkez bankasının işleyişi sadece para arzı üzerindeki müdahalelerle sınırlı olmamalı, ilaveten son kredi merci olma sorumluluğunu da üstlenmelidir. Son kredi veren mercii (Hükümet ve Merkez Bankası), kısa dönemde finansal ve sermaye varlıklarının fiyatlarının düşmesini engelleyerek finansal kurumların ve firmaların likit kalabilmesini sağlamakta, hem sermaye varlıklarının, hem de finansal varlık fiyatları arasındaki dengenin sürdürülebilmesini sağlamaya çalışmaktadır. Böylece ekonomik sistemde ödeme yükümlülüklerinin sürdürülebileceğine yönelik anlayışın tekrar yerleşmesi sağlanarak krizin derinleşmesinin ve yaygınlaşmasının önüne geçilmiş olunmaktadır. Müdahaleler ile piyasalarda hakim olan güven kaybının ortadan kalkması sağlanmakta, sağlanan güven ortamı sayesinde piyasalardaki riskin azaltılmasına çalışılmaktadır.

Minsky finansal istikrarsızlık hipotezi ile ilgili çalışmasını yaparken 1929'da yaşanan "Büyük Buhran" ve 1973'de meydana gelen "Büyük Ekonomik Durgunluk" üzerinde yoğunlaşmıştır. Hipotezin geliştirilmesi ve uygulaması bu iki kriz üzerinden sorgulanmıştır. Bu çalışmada ise Minsky'nin üzerinde çalıştığı "1929 Büyük Buhran" ve "1973 Büyük Durgunluk" olarak adlandırılan büyük ekonomik krizlerin yanı sıra, yaşanan son büyük kriz olan 2008 krizinin, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipoteziyle açıklanabilir mi sorusuna yanıt aranmıştır.

Minsky, 1929 krizini incelerken, bu krizin buhrana dönüşmesinin nedenleri ve sonuçları üzerinde önemli tespitler yapmıştır. Minsky'e göre 1929 krizinde "ana akım" iktisat ya da diğer bir deyişle "neo-klasik" iktisadi anlayış çökmüştür. Minsky, geçmişten gelen tarihsel süreci göz ardı etmemesine rağmen 1929 ekonomik krizini finansal piyasalar kökenli olarak görmekte ve finansal istikrarsızlık hipotezinde bu krizi finansal bir bakış açısıyla açıklamaktadır. Minsky, borç birikim sarmalıyla hareket eden gelişme döneminin hedge finansman aşamasını takip eden spekülasyon finansman dönemi ve nihayetinde ortaya çıkan ponzi finansman dönemi sıralamasının 1929 krizinde etkin olduğunu ileri sürmektedir. Çünkü bu kriz gelişmiş kapitalist bir sistemde ve finansal piyasalarda başlamıştır. Ekonomik krizin oluşma evreleri ve çıkışı Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezindeki aşamalara uymaktadır. ABD ekonomisinin gelişmiş finansal kuruluşları, krizin çıkışında ve yayılmasında aktif rol üstlenmiştir. 1929 krizinin başlangıç noktası ABD borsası olmuştur. Ekonomideki içsel yapı itibariyle borsa yükselişlerinin aşırılığı, firmaların yatırımlarındaki borçlanmanın yüksekliği, kısa dönemli spekülasyon yatırımlarının artmış olması, farklı açılardan bakan üç ana görüşten biri olan parasalcı görüşe göre, hükümetin veya FED'in ekonomik müdahalelerde gecikmesi, farklı bir yaklaşıma sahip olan Kindlberger ve Minsky'e göre ise büyük hükümet gücünün yetersizliği ve son kredi merciinin işlemeyişi, üçüncü görüş olan ve o zamanın hakim iktisat politikası olarak yürütülen, neo-klasik iktisadi görüşe göre ise ekonomiye müdahale etmenin ekonomiyi daha fazla çıkmaza sürükleyeceği düşüncesi, ekonomik krizin daha fazla derinleşmesine ve krizin bunalıma dönüşmesine neden olmuştur.

Nihayetinde 1929 krizinin etkileri üzerinde yetersiz kalan hükümet ve merkez bankasının yanlış uygulamaları veya yetersizliği ekonomik krizin derinleşmesine ve uzun süreli bunalıma dönüşmesine neden olmuştur.

1929 krizinin alt yapısını oluşturan en önemli nedenlerinden biri kriz öncesi yıllarda görülen aşırı üretim ve birikim sorunudur. 1920'li yıllar boyunca gelişen teknolojik imkanlar nedeniyle artan verimlilik, yükselen üretim ve düşen işsizlik oranlarının tetiklediği tüketim artışları ve sonucunda görülen yüksek büyüme dönemleri krizin alt yapısını hazırlayan asıl sebepler olmuştur. İç piyasalarda yaşanan spekülasyon büyümeyle rağmen, dış piyasalarda görülen gerilemeler, ABD ekonomisi içinde yatırımların azalmasına, istihdam seviyesinin düşmesine neden olarak krizin temel dinamiklerini oluşturmuştur. Krizin önemli sebeplerinden bir diğeri ise savaş yılları boyunca Avrupa'nın kreditorü olan ABD ekonomisinin geri çağırıldığı kredilerin yarattığı ekonomik sonuçlarıdır. Geri çağırılan bu kredilerin ABD ekonomisinde parasal genişlemeye neden olmuş ve artan para arzı kredi kullanım kolaylıklarını artırarak spekülasyon yatırımların büyümesine neden olmuştur. Artan spekülasyon yatırımlar menkul kıymetler borsasında yapay bir büyüme yaratmıştır. Kriz yıllarına doğru dış piyasalarda başlayan korumacı politikaların yükselmesi, dış piyasalarda pazar kaybetmeye devam eden ABD ekonomisindeki yatırımların azalışı, borsada yaşanan olağanüstü şişkinlik görüntüsü nedeniyle fark edilememiştir. Reel piyasalarda azalan yatırımlara rağmen ABD ekonomisine geri dönen kredi kaynakları ekonominin yavaşlamasını ve durmasını gizleyen bir spekülasyon borsa dinamiği yaratmıştır. Kredi kaynaklarının genişlemesi borsa yatırımlarının çok fazla büyümesine neden olmuştur.

Ekonomideki içsel yapı itibariyle borsa yükselişlerinin aşırılığı, firmaların yatırımlarındaki borçlanmanın yüksekliği, kısa dönemli spekülasyonların artmış olması, hükümetin veya FED'in ekonomik müdahalelerde gecikmesi, Minsky'e göre büyük hükümet etkisinin yetersizliği ve son kredi merciinin işlemeyişi, ekonomik krizin derinleşerek uzun süren buhrana (Depression) dönüşmesine neden olmuştur. 1929 "Ekonomik Buhan" döneminde, hükümetin ekonomi içindeki etkinliğinin büyük olmadığını ve dönemin iktisadi anlayışından dolayı etkisiz olduğunu ileri sürmektedir. Yine aynı dönemde merkez bankasının bilanço yetersizlikleri veya politika yanlışları yüzünden "nihai kredi mercii" rolünü oynayamaması da bu krizin bunalıma dönüşmesindeki sebeplerden en önemlileri arasında yer almıştır.

1929 kriz sonrası ise kapitalizmin yeni bir modeli uygulamaya konmuştur. Minsky'e (1986) göre, 1950–1970 dönemindeki iktisadi genişleme sürecinde, büyük çaplı krizlerin olamamasının nedeni "müdahaleci devlet kapitalizm" faktörüyle devresel dalgalanmaların etkisinin azaltılmasına bağlamaktadır. Minsky'nin incelediği ve "*Derin Bir Durgunluk*" olarak ifade ettiği 1973 krizini devresel kapitalist bir dalgalanma olarak görmektedir. Minsky bu döneme İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra oluşturulan denetleyici ve düzenleyici kurumlar nedeniyle "*Yönetimsel Kapitalizm*" vasıtasıyla, uluslararası sermaye hareketlerine getirilen düzenlemeler, dış ticaret denetlemeleri ve ülke ekonomilerinin denetlenmesine varan IMF politikaları, bu döneme verdiği "*Yönetimsel Kapitalizm*" isminin isabetliliği açısından önemlidir.

1973 krizinden önceki dönemde de 1950'li ve 1960'lı yıllarda görülen yüksek verimlilik ve büyüme evreleri yatırım patlamalarına neden olurken, ardından gelen yüksek arz miktarı, kriz dinamiğinin ilk işaretleri olarak görülmektedir. Tüm dünyada uygulanan denetimli dış ticaret politikaları ve denetimli sermaye hareketleri, hem mal piyasalarında, hem de sermaye piyasalarında bir sıkışmaya neden olmuştur. Özellikle gelişmiş ülkelerde başlayan sermaye sıkışması sonucunda artan para arzı ve üretim fazlalıkları, gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları ithal ikameci sanayileşme modelleri, mal piyasalarındaki üretim fazlalığı ve mal stoklarının aşırılığı, yatırımların durma noktasına gelmesine neden olmuştur. Bunların üzerine başlayan petrol ambargoları nedeniyle artan petrol fiyatları, petrol üreten ülkelerde de finansal kaynak fazlalığına neden olmuştur. Petro-Dolarların da gelişmiş ekonomilerde yatırım imkanları bulamaması, dünya genelindeki finansal sıkışmayı artıran bir unsur olmuştur. Dünyada bir yanda finansal sıkışma ve mal stoklarını eritemeyen gelişmiş kapitalist ekonomiler bulunurken, diğer yanda ithal ikameci politikalarla ekonomik gelişimini sürdürmeye çalışan, fakat sermaye sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkeler grubu bulunmaktadır. Yine dünyanın gelişmiş kapitalist ekonomilerinde de artan petrol fiyatlarıyla, para arzının artışıyla yaşanan yüksek enflasyon oranları, eritilemeyen mal stokları nedeniyle düşen yatırımların getirdiği yüksek işsizlik oranları görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise verimliliği düşen ithal ikameci üretim modelleri ve artan petrol fiyatlarının uyardığı yüksek maliyetler sonucunda yaşanan yüksek enflasyon ve sermaye yetersizlikleri yüzünden gerçekleştirilemeyen yatırımlar nedeniyle yükselen işsizlik oranları, bu ülkeler grubunun da hem enflasyon, hem işsizlik sıkıntılarının aynı anda yaşandığı yıllar olmuştur.

Dünya ekonomisi, 1970’li yıllarda gelişmiş ekonomilerin içinde bulunduğu finansal sıkışma, oluşan mal stoklarını eritebilmek ve aynı zamanda işsizlikle beraber görülen yüksek enflasyon (stagflasyon) sorunlarına çareler aramaktadır. Bu çare ise neoliberal yaklaşımın ürünü olan dışa açık serbestleşen mal ve sermaye hareketleri temelli yeni politikalar olarak görülmüştür. 1970’lerin başlarında, krizin yapısı ve çözümleri üzerinde çok farklı görüşler olsa da iktisatçıların genelinde krizin ekonomik etkileri üzerinde ittifak vardır. 1970’lerin ikinci yarısından itibaren hem enflasyonun, hem de işsizliğin birlikte görüldüğü bu yıllarda Keynesyen politikaların çözüm getiremediği düşünülmüş ve Keynesyen iktisadi uygulamalara yönelik eleştirilerin artmasına neden olmuştur.

Minsky’e göre, kapitalist ekonomilerin “İkinci Dünya Savaşı” ndan sonra, 1929 ve 1933 arasında yaşanan “*Büyük Buhran*” dönemindeki kadar bir kriz içine düşmemesi, “*Büyük Hükümet ve Büyük Bankacılık*” varlığının ekonomiler içinde etkin olmasına bağlamaktadır. Hükümetlerin etkin, müdahaleci para ve maliye politikaları ile merkez bankaları ise düzenleyici para politikalarıyla veya “nihai kredi mercii” olarak uyguladığı politikalar ile ekonomiler içerisinde görülebilecek dalgalanmaların engellenmesi sağlanmıştır. Hükümetler ve merkez bankaları uyguladıkları bu politikaları, bu dönemde etkin olan uluslararası kurumlar desteğiyle gerçekleştirmişlerdir. Diğer yandan getirilen sermaye hareketleri sınırlamaları, dış ticaret kotaları veya uygulanan maliye politikalarıyla aşırı dalgalanmalar engellenmiştir. Bu dönemde yaşanan krizler daha çok gelişmekte olan ülkelerde ve dış borç krizleri şeklinde görülmüştür.

Minsky hipotezindeki aşamalı kapitalist kriz gelişim sürecinde etkin olan finansal piyasalar kaynaklı ve ekonominin diğer birimlerini de etkisi altına alan krizler görülmemiştir. Bu yüzden Minsky bu krize sadece kısa devreli bir “durgunluk” olarak bakmaktadır. Minsky’nin hipotezi, borç birikim sarmalıyla hareket eden, gelişme döneminin hedge finansman aşamasını takip eden spekülasyon finansman dönemi ve nihayetinde ortaya çıkan ponzi finansman dönemi sıralamasının olduğu bir ekonomik süreç içinde hareket etmektedir. Oysa 1973-74 krizinde, bu aşamaları yaşayan bazı spesifik piyasalar olsa da kapitalist ekonomik sistemlerin genelinde bu modele uygun bir gelişme görülmemiştir. Minsky de zaten bu nedenden dolayı bu dönemde yaşanan ekonomik durgunluk için hipoteze uygun bir finansal kriz olarak adlandırmamaktadır.

Minsky’ye göre 1973-75 yıllarında yaşanan durgunluk için büyük ekonomik kriz veya finansal kriz olarak ifade etmek yanlış bir tanımlamadır. Bu krizin yapısal dinamikleri gelişmiş kapitalist ekonomilerde farklı, gelişmekte veya az gelişmiş ekonomilerde daha farklı nedenler ve sonuçlar üretmiştir. Çünkü 1973-75’de karşılaşılan ekonomik durgunluk, iktisadi paradigmanın değişmesine neden olmuştur. Bu krizle birlikte Keynesyen iktisadi uygulamalarının yerini, ekonomilerin dışa açık, kamunun ekonomideki etkinliğinin en aza indirildiği, ihracata dönük sanayileşme hedefleri olan, mal ve sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği neoliberal iktisadi düşüncenin hakim olduğu yıllara girilmiştir.

1980'li yıllar ile beraber, önce gelişmiş ülkelerde başlatılan ve sonra da gelişmekte olan ülkelere de yayılan finansal düzenlemeler (Neoliberal dönüşüm) sonrasında, finansal piyasaların yapıları sağlamlaştırılmadan, iç ve dış finansal liberalizasyona gidilmesi, birçok finansal krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde 1980'li yıllar boyunca, etkisini sürdüren ekonomik durgunluk, mal ve hizmet fiyatlarındaki kârlılığın azalması sonrasında oluşturulan yeni düzenlemeler sonucunda biriken sermayenin, gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere akmaya başlaması ve bu sermaye akımları, yaşanan krizlerin nedenleri arasında etkili bir yer edinirken, oluşan krizlerin derinleşmesinde de önemli bir etkisi olduğu ileri sürülmektedir.

Finansal piyasalarda başlayan her türlü kriz, diğer piyasaları da mutlak olarak olumsuz etkileyerek, krizin derinleşmesine neden olmaktadır. Minsky'e göre finansal krizler, bu nitelikleri nedeniyle öncelikli olarak gelişmiş kapitalist ekonomik sistemlerde meydana gelmesi gerekmektedir. 2007 yılı ortasında Amerika Birleşik Devletlerinde başlayan ve 2008 yılı ile tüm dünya da hissedilen küresel ekonomik kriz, ilk olarak finansal piyasalarda ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalarda geliştirilen yeniliklerin yarattığı olumsuz durum, reel ekonomileri de etkileyerek, dünya ekonomisinde ciddi bir daralmaya neden olmuştur. Konut ve finans piyasalarında başlayan finansal krizin en önemli nedeni bu piyasalarda yapılan işlemlerin kontrol dışı denetimsiz olması ve işlem yapanların yüksek kazançlar elde etme istekleridir.

ABD’de başlayan ve daha sonra dünyanın geri kalan kesimini de etkisi altına alan finansal kriz, meydana geliş ve oluşum sürecinde ilk olarak, Minsky hipotezinde temel nitelikte olan “finansal piyasalar” ın etkin olduğu kapitalist bir sistemde meydana gelmiştir. İkinci husus ise ekonominin ve finansal piyasaların karakteristik özelliği olarak kabul edilen kapitalist ekonomik sistemin yapısal özelliklerinin bir sonucu olarak görülmesidir. ABD krizi de bu piyasaların işleyişinde yaşanan problemler sonucunda meydana gelmiştir. 2007-2008 krizi incelendiğinde Minsky hipotezinin her aşamasının etkin olarak işlediği görülmektedir. Finansal piyasalarda geliştirilen yeni düzenlemeler ponzi oyunları ve finansal genişlemeler yaratmıştır.

Minsky’nin krizlerin etkilerini azaltmaya ve yeniden ekonominin düzelmesine yönelik olan önerileri bu krizde ABD hükümeti ve Avrupa Birliği tarafından uygulama alanı bulmuştur. Minsky’nin “Büyük Hükümet ve Büyük Bankacılık” etkisinin önemini vurgulayan görüşleri, ABD ekonomisinde başlayan ve daha sonra küresel dünyayı da etkisi altına alan son büyük krizin etkisinin azaltılmasında veya yayılmasının engellenmesinde etkin olarak kullanıldığı görülmektedir. 2007-2008 kriz sonrasında dünya ekonomisinde sağlanan geçici rahatlama açısından bakıldığında, Minsky’nin iddiasındaki haklılık payının yüksek olduğu görülmektedir. ABD’nin başlattığı ve sonrasında Avrupa’da da uygulanan politikalarla ekonomik krizin buhrana dönüşümü engellenmeye çalışılmıştır. Özellikle finansal piyasalara yönelik yapılan hamleler, piyasalarda güven tazeleyici ortamın oluşturulması amacını gütmüştür.

Diğer yandan büyük hükümet etkisi olarak uygulanan maliye ve para politikaları ekonomide tekrar canlanmayı sağlayan uyarıcı politikalar, ekonominin negatiften, pozitif eğimli bir yöne döndürülmesine neden olmuştur. Uygulanan bu politikalar ile ekonomi içindeki yakın ve orta dönemde kırılganlığın ve istikrarsızlığın azaltılmasına çalışılmıştır. Yaşanan bu krizle beraber Minsky hipotezine uygun bir yaklaşım olan finansal istikrar politikaları, tüm dünya ülkelerinin merkez bankalarının ilk politika hedefleri arasında yer almıştır. Böylece Minsky'nin dediği gibi “Para Yönetici Kapitalizm” dönemi tüm dünyada kabul gören bir ifade haline gelmiştir.

Minsky hipotezi, finansal piyasaların etkin olduğu gelişmiş kapitalist ekonomik sistemlerin yapısal sorunları ve kriz yaratan sonuçları üzerinde etkili olmasına rağmen, ekonomilerin tüm birimlerini dikkate almayan veya ekonomik gelişmişlik derecesinin farklı olduğu piyasalarda meydana gelen krizlerin açıklamasında yetersiz görülen yönleri de görülmektedir. Bunlar ise sırasıyla şu şekilde açıklanabilir.

1. Minsky, hipotezini sadece gelişmiş kapitalist ekonomik sistemler üzerinde geliştirmiştir. Oysa dünya üzerinde bulunan bir çok ülkenin ekonomik sistemleri farklı yapılar içermektedir. Bu nedenle sadece bir sistemin (gelişmiş kapitalist ekonomi) özelliklerine göre uyarlanan bir hipotezin bütün sistemleri veya krizleri tam manasıyla değerlendirmesi mümkün değildir.

2. Minsky'nin hipotezinde eksik olan bir başka faktör ise iş çevrimleri içindeki hane halkının ekonomi içindeki işlevinin göz ardı edilmesidir. Minsky, iş çevrimlerindeki finansal piyasaların fonksiyonuna çok görev yüklemesine rağmen, hane halkının tüketim ve tasarruf gücünü ikinci plana atmaktadır. Halbuki Minsky'nin ifadesiyle "Money Manager Capitalism" para yönetici kapitalizm dediği 20. Asrın sonları ve 21. Asrın bu ilk çeyreğinde hane halkı, hem tüketim gücüyle hem de tasarruflarını değerlendirme etkisiyle ekonomideki en önemli unsurlardan biridir. Hatta bu gücüne iş gücü özelliğini de ilave etmek gerekmektedir. Çünkü günümüzde ekonomik çöküş yaşayan gelişmiş ekonomilerin en büyük sorunu işsizliktir.
3. Avrupa'nın özellikle güney ülkelerinin (İspanya, Fransa, İtalya, Yunanistan) yaşadığı dış ticaret açıkları, kamu açıkları ve işsizlik oranları dikkate alındığında ABD'de yürürlüğe konan kriz paketleri, kısa vadede geçici bir rahatlama yapmış gibi görünmesine rağmen, Avrupa Birliği ekonomilerinde bu sıkıntılar aşılamamıştır. Bu da Minsky hipotezi açısından bir çelişkiye neden olmaktadır. Minsky'nin çözüm önerilerine yakın uygulamalar şimdilik ABD'de ekonomisinde geçici bir düzelme gösterirken AB ekonomilerinde çare olamamıştır.
4. Minsky hipotezindeki bir başka nokta ise, ekonomik krizler, ekonominin içsel yapısından kaynaklanan sorunlara bağlanmakta ve içsel yapı bozuklukların en önemlisinin de yatırımların ihtiyaç duyduğu sermayenin finansmanını sağlayan "finansal kurumlar" olarak görülmektedir.

Hipoteze göre, krizlerin asıl sebebi sermaye ve sermayeye yön veren finansal kurumların çalışma şeklidir. Minsky, gelişmiş kapitalist ekonomilerdeki krizlerin sebebinin finansal kurumların istikrarsız yapılarından kaynaklandığı düşüncesi nedeniyle finansal istikrarı sağlayıcı politikaların da yine finansal kurumlar üzerinden olması gerektiğini iddia etmektedir. Spekülatif finansman modelinde çalışan bu kesim her zaman kırılganlıkları hazırlayan ve ekonomileri krize sürükleyen kesimdir. Oysa az gelişmiş veya gelişmekte olan ekonomilerde etken olan faktörler kamu açıkları ve dış ticaret açıklarına bağlı olarak gelişen döviz krizleri olarak görülmektedir. Çünkü böyle ekonomilerde görülen krizler öncesi dışa açık tam serbestlik politikaları, uygulanmaya çalışılan enflasyon hedeflemesi, sabit döviz kuru ve sermaye hareketlerine getirilen serbestlikler ve ardından değerlendirilen döviz kurları, yüksek faiz oranlarına bağlı olarak ekonomiye giren kısa vadeli sermaye akımları, bu ülkelerin kısa zamanda ekonomik kırılganlık ortamına sürüklenmesine yol açmıştır. Uygulanan bu politikalar sonucunda yüksek oranlara ulaşan cari açıklar, kamunun verimsiz yatırımları ve verilen yüksek kamu açıkları, ikiz açıkları sürdürülemez noktalara ulaştırmıştır. Kısa vadeli kaynakları uzun vadeli ve yüksek faiz oranlarıyla kamu kağıtlarına yatıran bu kuruluşlar, dövizde sabit kur politikası ile düşük tutmak ülke parasının değerlendirilmesi ithal mallarına olan talebi artırması ise cari açık probleminin yaşanmasını getirmiştir. Görüldüğü gibi ekonomi içsel sebeplerden krize sürüklenmekle beraber, Minsky'nin ileri sürdüğü gibi finansal kurumlar krizin çıkmasında tam manasıyla etkin konumda değil, aksine aracı konumdadır.

5. Minsky hipotezinin üzerinde durmadığı diğer bir faktör ise ekonomik krizlerde ekonomiyi etkileyen dışsal faktörleri göz ardı etmesi ve ekonomilerde oluşan devresel dalgalanmaların nedenlerini tamamen içsel yapı bozukluklarıyla açıklamasıdır. Bunu da aşamalı borçlanma dönemleri olarak açıkladığı, hedge, spekülâtif ve ponzi finansman dönemleri olarak detaylandırmaktadır. Dışsal faktörler göz ardı edilerek ekonomik süreçte gelişen olaylar Minsky hipotezindeki gibi gelişmesine rağmen, diğer faktörlerin etkisiz olarak görülmesi de bu hipotezin eksik kalan başka bir yönüdür.
6. 1929 ve 2008 krizlerin incelemesinden de görüldüğü gibi her iki kriz öncesinde de dünya ekonomisinde bir genişleme ve bolluk yılları görülmektedir. Hatta 1929 krizi için iktisat literatüründe “aşırı üretim krizi” olarak ifade edilmektedir. Minsky, kriz öncesindeki 1920’li yıllardaki ekonomik büyüme dönemini, savaş sonrası Avrupa ekonomisinde ve dünyanın diğer ülkelerinde yükselen korumacılık politikalarını, Avrupa’dan geri çağrılan kredilerin ABD ekonomik krizindeki asıl alt yapı etkisini göz ardı etmektedir. Yine 2008 yılına kadar genişleyen dünya ekonomisi, uzak doğu Asya ekonomilerindeki üretimlerin getirdiği ucuzluk ve bolluk, öncelikle ABD olmak üzere tüm gelişmiş kapitalist ekonomilerde yükselen tüketim miktarlarına rağmen, gelişmiş kapitalist ekonomilerde düşen yatırım oranları ve artan işsizlik, sosyal politikalar nedeniyle görülen yüksek kamu açıkları ve negatif yönde değişen ithalat-ihracat oranlarının getirdiği cari açıklar bu ekonomilerin kırılganlığını artırmıştır.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezindeki aşamalı borç sarmalındaki gelişmelerle paralellik göstermesine rağmen krizin arka planında yatan sebepler hariç, finansal piyasalar ve ekonomik coşkunluk yaratan gelişme trendinin yarattığı kredi genişlemesi ve finansal piyasaların bu gelişme içindeki fonksiyonu Minsky hipoteziyle örtüşmektedir. Bu nedenle Minsky, bu krizleri sadece finansal piyasalardaki aşamalı sistem süreciyle oluşan ponzi finansman döneminin özelliğine dayalı balonların oluşması ve patlamasıyla açıklamaktadır.

7. 20. Yüzyılın başlarından itibaren dünyanın herhangi bir yerinde görülen olağanüstü gelişmeler dünyanın diğer kesimlerini de farklı boyutlarda da olsa etkilemektedir. 21. Yüzyılın başlarında olduğumuz bu dönemde ise hızlı iletişim ve ulaşım teknolojileri nedeniyle krizlerin yayılması veya bazı iktisatçıların deyiimiyle bulaşıcılık etkisi ekonomileri daha çabuk ve çok daha şiddetli bir şekilde etkilemektedir. Bu nedenle kriz teorilerini sadece ekonomilerin içsel yapılarının arızalarına bağlamak yeterli görülmemektedir. Bu noktadan hareketle Minsky hipotezi dışa kapalı gelişmiş kapitalist ekonomik sistemler açısından tutarlı bir kriz teorisi olmakla beraber küreselleşme faktörünün etkisiyle dışa kapalı ekonomik sistemler kalmamıştır.

Minsky takipçileri bu hipotezi dışa açık kapitalist ekonomik sistemler üzerinde uyarılma çabası içindedirler. Özellikle “Para Yönetici Kapitalizm” dönemi olan 1990’lar sonrası yaşanan krizlerde hane halklarının krizler içerisinde önemsenmediği bir Minsky hipotezinde krizlerin son aşamalarındaki devlet, hane halkları, firmalar ve finansal kurumların bilanço yapıları ve dışsal faktörlerin ekonomiler üzerindeki etkileri de modele katılmadığı sürece bu hipotezin kriz teorilerini tam manasıyla açıklaması yetersiz kalmaktadır.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (2009) Kriz nedeni ve çıkış yolları. Bursa: *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*. Sayı: 42.
<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/239/1.pdf>. (10.01.2013).
- Akman, C. (2010). *Marksist kriz teorileri ışığında küresel kriz*. İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Alada, D. (2000). *İktisat felsefesi ve belirsizlik*. İstanbul: Bağlam Yayınları.
- Alçın, S. (2009). Para sermaye - üretken sermaye arasındaki kırılma: 2008 krizi. Econ Anadolu 2009, Eskişehir. *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi'nde sunulmuş bildiri*.
- Arrighi, G. (2009). *Adam Smith Pekin'de, 21. Yüzyılın soykütüğü*. Yıldız, İ. (Çev) İstanbul: Yordam Kitap.
- Aslanoğlu, E. (2011). *Küresel ekonomik kriz ve iktisat politikaları- zor zamanlarda iktisat*. Özgür G. & Yetkiner H. (Ed.) Ankara: Efil Yayınevi.
- Balı, S. & Büyükşalvarcı, A. (2011). *1630'dan 2010'a finansal krizler tarihi-balonlar, panikler, buhranlar ve küresel kriz*. İstanbul: Çatı Kitapları .
- Bellofiore, R. & Halevi, J. (2010). *Magdoff- Sweezy, Minsky and the real submsumption of labour to finance. Minsky crisis and development*. (Ed.) Tavasci, D & Toporowski, J. Newyork. Pallgrave Macmillan.
- Bocutoğlu, E. (2010). Hyman P. Minsky'nin konjonktür teorisi 2007-2010 heterodoks bir değerlendirme. İstanbul: *Bankacılar Dergisi*. Sayı:75.
- Brenner, R. (2007). *Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon- Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri*. (Çev). Bilge Akalın. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Cin, M. F. (2012). *Post- Keynes'yen İktisat*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Çiçek, S. (2009). Küreselleşme ve Enflasyon: Küresel Çıktı Açığı Hipotezi-Türkiye Örneği. Doktora Tezi. İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi. İİBF. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Davidson, P. (2002). *Financial Markets, Money And The Real World*. Massachusetts. Edward Elgar Publishing Inc.
- Davidson, P. (2009a). *Jhon Maynard Keynes*. New York: Palgraw Mc Millan.
- Davidson, P. (2009b). *The Keynes Solution*. New York: Palgraw Mc Millan.

- Demir, F. & Ermişoğlu, E. & Karabıyık, A. & Kúçük, A. (2008). ABD Mortgage krizi. İstanbul: (BDDK) *Bankacılık Dúzenleme ve Denetleme Kurumu, Çalışma Tebliđi, Sayı: 3.*
- Dolanay, S. S. (2009). Schumpeter sisteminde yenilikler, ekonomik gelişme ve devresel hareketler. *Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:1. Sayı: 2.*
- Doruk, T. & şahintürk, C. (2008). Post Keynesyen İktisat Okulu perspektifinden modern iktisadi düzende piyasa başarısızlıkları ve Minskyen Finansal Kırılganlık Hipotezi: 2008 Krizi üzerine yazınsal bir inceleme. <http://www.academia.edu/595497/>. (15.01.2013).
- Dowd, D. (2008). *Kapitalizm ve kapitalizmin iktisadı: Eleştirel bir tarih.* Gerçek, C. (Çev). İstanbul: Yordam Kitap.
- Dymski, G. A. (2010a). Irka dayalı dışlama ve ikinci kalite ipotek kredileri krizinin ekonomi politiği. *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi.* Lapavitsas, C. (Ed). Öncel, T. (Çev) İstanbul: Yordam Kitap.
- Dymski, G. A. (2010b). *Linking Financial Globalisation with Financial Exclusion via a Minskyan Bridge. Minsky, Crisis and Development.* (Ed.) Daniela Tavasci & Jan Toporowski. New York. Macmillan Publishers Limited.
- Eichengreen, B. & Mitchener, K. (2003). *The Great Depression as a credit boom gone wrong.* California: Universite Of California, Berkeley Department of Economics.
- Eren, E. (2011). 2008 Krizi Öncesi ve Sonrasında İktisatta Gelişmeler. *Zor Zamanlarda İktisat.* Ankara: Efil Yayınevi.
- Ergül, T. (2005). Ekonomik istikrarsızlıkları anlamada Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi. Doktora Tezi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Federal Reserve Statistical Release.(2012) Flow of funds accounts of the United States. flows and outstandings third quarter 2012.Washington DC. <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>. (30.03.2013)
- Feinstain, H. C. & Temin, P. & Toniolo, G. (2008). *The Worlds economy between The World Wars.* New York: Oxford Uniniversity Press.
- Fisher, I. (1932). *Booms and depressions-some first principles.* Newyork Adelphi Company Publishers.
- Friedman, M. & Schwartz, J. A. (1963). *A monetary history of the United States, 1867-1960.* New Jersey: Princeton University Press, Princeton.
- Friedman, M. & Schwartz, J. A. (1978). *The great contraction 1929-1933.* New Jersey: Princeton University Press, Princeton.
- Fülberth, G. (2010). *Kapitalizmin kısa tarihi.* Usta, S.(Çev). İstanbul: Yordam Kitap.

- Galbraith, J. K. (2004). *İktisat tarihi*. Günay, M. (Çev) Ankara: Dost Kitabevi.
- Galbraith, J. K. (2009). *Büyük kriz 1929*. Akbaş, E. N. (Çev) İstanbul: Pegasus Yayınları.
- Godley, W. (2003). *The U.S. Economy: A changing strategic predicament*. New York. The Levy Economics İnstitute of Bard College.
- Gouverneur, J. (2007). *Kapitalist ekonominin temelleri-Çağdaş kapitalizmin Marksist ekonomik tahliline giriş*. Başkaya, F. (Çev) Ankara: İmge Kitabevi.
- Gönel, F. D. (2010). *Kalkınma ekonomisi*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Güven, Y. (2008). Türkiye’de 1980 sonrası dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sektörel analizi ve ekonomik kalkınmaya etkisi. Eskişehir: *Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*.
- Han, E & Kaya, A. A. (2012). *Kalkınma ekonomisi teori ve politika*. Ankara: Nobel Yayın.
- Hobsbawm, E. J. (1969). *Sanayi ve imparatorluk*. Ersoy, A. (Çev) Ankara: Dost Kitabevi.
- Hunt, E.K. (2002). *İktisadi düşünce tarihi*. Günay, M. (Çev). Ankara: Dost Kitabevi.
- International Monetary Fund (IMF) 2012. Washington, DC: World Economic Outlook October 2012. www.imfbookstore.org. (30.03.2013).
- International Money Fund. (IMF) 2012. Coping with high debt and sluggish growth. Washington DC World Economic Outlook 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf> (30. 03.2013).
- Işık, S. (2004). Post Keynesyen finansal kırılganlık yaklaşımının Türkiye ekonomisindeki finansal krizlere (1991-2001) uygulanması. Ankara: *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. Sayı: 218.
- Işık, S. (2010). *Para, finans ve kriz- Post Keynesyen yaklaşım*. Ankara: Palme Yayıncılık.
- Kazgan, G. (2008). *Türkiye ekonomisinde krizler (1920-2001)*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Keen, S. (2008). Are We “It” Yet?
<http://www.debtdeflation.com/blogs/2008/03/03/steve-keens-debtwatch-no-20-march-2008-double-or-nothing/&docid=cXUtIDnuZGAA2M&imgurl> (01.02.2013).
- Keen, S. (2010). Are We “It” Yet?
<http://www.debtdeflation.com/blogs/2010/07/03/are-we-it-yet/>
- Keen, S. (2011). Are We “It” Yet? <http://rwer.wordpress.com/2011/12/30/chart-of-the-day-public-vs-private-us-debt-to-gdp-ratios> (01.02.2013).

- Keynes, J. M. (2008). *İstihdam, faiz ve paranın genel teorisi*. Akalın, U. S. (Çev). İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Kızılkaya, E. (2010). *Yaratıcı girişimci- Schumpeter'in iktisadi değişim modeli*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Kindleberger, C. P. (2008). *Cinnet panik ve çöküş, mali krizler tarihi*. Tunalı, H.(Çev). İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Knight, F.H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Houghton Mifflin Company.
- Krugman, P. (2000). *Currency crises*. Chicago: The University Of Chicago Press.
- Krugman, P. (2010). *Bunalım ekonomisinin geri dönüşü ve küresel kriz*. Domaniç, N. (Çev) İstanbul: Literatür Yayınları.
- Krugman, Paul. (2011). *Makro İktisat*. Ankara: Palme Yayıncılık.
- Kutlu, H. A. & Demirci, N. S.(2011). Küresel finans krizi (2007-?), ortaya çıkaran nedenler, krizin etkileri, krizden kısmi çıkış ve mevcut durum. İstanbul: *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.
- Landsberg, M. H. (2008). *Neo-Liberalizm: mitler ve gerçeklik- neoliberalizm ve kriz*. İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Lapavitsas, C. (2010). Finansallaşmış kapitalizm : kriz ve finansal müsadere. *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*. Öncel, T. (Çev) İstanbul: Yordam Kitap.
- Maddison, A. (1995). *Monitoring the World Economy*. OECD Development Centre, Paris.
- Maddison A. (2001). *Development Centre Studies: The World Economy : A Millennial Perspective*. OECD, Paris 2001. ISBN 92-64-18998-X.
<http://www.oecd.org/dev/developmentcentrestudiestheworldeconomyamilennialperspective.htm>
- Mankiw, N.Gregory. (2009). *Makroekonomi*. Ömer Faruk Çolak, (Çev) Ankara: Eflatun Yayınevi.
- Mc Culley, P. (2009). *The shadow banking system and Hyman Minsky's economic journey*. California: The Research Foundation Of CFA Institute.
<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2009.n5>. (15.05.2012).
- Minsky, H. P. (1976). *Jhon Maynard Keynes- Hyman Minsky's Influential re-interpretation of the Keynesian revolution*. NewYork: The Mc Graw-Hill Companies.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. NewYork: The Mc Graw-Hill Companies. Yale University Press.

- Minsky, H. P. (1989). Money manager capitalism. New York: The Levy Economics Institute Of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/13. (15.02.2012).
- Minsky, H. P. (1992a). Schumpeter and finance. New York: The Levy Economics Institute Of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/280. (15.02.2012).
- Minsky, H. P. (1992b). The capital development of the economy and structure of financial institutions. New York: The Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 72. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/179/
- Minsky, H. P. (1992c) The financial instability hypothesis. New York: The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 282. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282/
- Minsky, H. P. (1992d). Salient attributes of Post – Keynesian economics. New York: The Levy Economics Institute Of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/28. (15.02.2012).
- Minsky, H. P. (1993). Finance and stability: The limits of capitalism. New York: Levy Economics Institute Of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/43. (15.02.2012).
- Minsky, H. P. (1994a). Schumpeter and finance. New York: The Levy Economics Institute Of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/280. (15.02.2012).
- Minsky, H. P. (1994b). The debt deflation theory of great depressions. New York: The Levy Economics Institute of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/159. (15.02.2012).
- Minsky, H. P. (1994c). Is ‘Keynesian policy’ still viable? New York :The Levy Economics Institute Of Bard College. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/11. (01.02.2012).
- Minsky, H.P. (1975). The Financial Instability Hypothesis and Recent Business Cycle Experience. New York. The Levy Economics Institute of Bard College at Bard Digital Commons. Archive. Paper 189 http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/189 (15.02.2013).
- Mishkin, F. S. (1991). Anatomy of a financial crisis. New York: NBER. Working Paper No. 3934.
- Munoz, J. (2011). Orthodox versus heterodox (Minskyan perspectives of financial crises: Explosion in the 1990s versus implosion in the 2000s. New York: Levy Economics Institute, Working Paper No. 695.
- Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2002). Globalization and capital markets. New York: NBER. Working Paper No. 8846. <http://www.nber.org/papers/w8846>. (10.05.2012).

- Özdemir, M. (2010). Uzlaşmadan ayrılığa: küresel finansal kriz makro iktisadın krizi (mi)? *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi. Cilt: 47, Sayı: 545.*
- Özel, H. (2004). Michal Kalecki ve Klasik-Marksist iktisadi analiz. Ankara: *Haccetepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt: 22. Sayı: 1.*
- Özgür, G. (2008). İçsel para teorisi'ne genel bakış. Ankara: *Haccetepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi. Cilt: 26. Sayı: 2.*
- Painceira, J. P. (2009). *Finansallaşma döneminde gelişmekte olan ülkeler: Sürekli açıktan, döviz rezervi biriktirmeye.* Öncel T. Çev) İstanbul: Yordam Kitap.
- Palley T. I. (2009). A theory of Minsky super cycles and financial crises. Working Paper. June / Düsseldorf: IMK. Institute für Makroökonomie und Konjunkturforschung Makroökonomik Policy Institute. <http://www.imk-boeckler.de> http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_5_2009.pdf
- Papadimitriou D. B. & Anwar M. S. & Santos C. H. D. & Zezza G. (2003). Deficit, debt and growth. NewYork. The Levy Economic Institute of Bard College.
- Papadimitriou, D. B. & Wray L. R. (1997). The economic contributions of Hyman Minsky varieties of capitalism and institutional reform. NewYork: Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 217.
- Papadimitriou, D. B. & Wray, L. R. (2011). Euroland in crisis as the global meltdown picks up speed. NewYork: Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 693
- Parasız, İ. & Bildirici, M. (2003). *Finansal makro ekonomi- Ekonomik dalgalanmalar ve krizler.* Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Roubini, N. & Mihm, S. (2011). *Kriz ekonomisi.* Tezcan, I. (Çev) İstanbul: Pegasus Yayınları.
- Sinapi, C. (2011). Institutional prerequisites of financial fragility within Minsky's financial instability hypothesis:A Proposal in terms of (Institutional Fragility) NewYork: Levy Economics Institute, Working Paper No. 674.
- Skousen, M. (2007). *İktisadi düşünce tarihi-Modern iktisadın inşâsı.* Ankara: Liberte Yayınları.
- Snowdon, B. & Vane, H. R. (2012). *Modern makroekonomi temelleri, gelişimini ve bugünü.* Ankara: Efil Yayınevi.
- Sweezy, P. (2007). *Kapitalist gelişme teorisi.* Akalın, G. (Çev) İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Göstergeler 2011. (IMF, World Economic Outlook, Eylül 2011). <http://www.dpt.gov.tr/> (30. 03.2013)

- Temin, P. (1994). The great depression. NewYork: NBER Working Paper Series On Historical Factors In Long Run Growth, Historical Paper No. 62.
<http://www.nber.org/papers/h0062>
- Tiryaki, G. (2012). Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri:1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında. İstanbul. *Türkiye Bankalar Birliği. Yayın No: 289.* www.tbb.org.tr. (30.03.2013)
- Tokucu, E. (2012). Hyman Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde finansal krizler ve çözüm önerileri. Ankara: *SBF Dergisi. Cilt 67, No.2.*
- Tymoigne, E & Wray, R. (2009). It Isn't Working:Time For More Radical Policies. NewYork: The Levy Economics Institute Of Bard College. Highlights No.105A. http://www.levyinstitute.org/pubs/hili_105a.pdf
- Trading Economics. USA. Terms of Trade. (1970-1980).
<http://www.tradingeconomics.com/united-states/terms-of-trade> (15.02.2013)
- Trading Economics. USA. Current Account.(1960-1980).
<http://www.tradingeconomics.com/united-states/current-account> (15.02.2013)
- Trading Economics. USA. Government Debt to GDP, (1944-1980).
<http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp> (15.02.2013)
- Trading Economics. USA. Loans-to Private Sector.(1950-1980).
<http://www.tradingeconomics.com/united-states/loans-to-private-sector> (15.02.2013)
- Trading Economics. USA. Stock Market. <http://www.tradingeconomics.com/united-states/stock-market>. (15.02.2013)
- Tymoigne, E. (2012). Measuring macroprudential risk through financial fragility: A Minskyan approach. NewYork: The Levy Economics Institute Of Bard College Working Paper No. 716.
http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_716.pdf
- Whalen, C. J. (2007). The U.S. credit crunch of 2007- A Minsky moment. NewYork: The Levy Economics Institute Of Bard College, No. 97.
http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_92.pdf
- Whalen, C. J. (2012). Post-Keynesian institutionalism after the great recession. NewYork: The Levy Economics Institute Of Bard College. Working Paper No.724. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_724.pdf
- Wicker, E. (1996). The Banking Panics of The Great Depression. Cambridge University Press. <http://www.cambridge.org> (30.03.2013)

- Wray, L. R. & Tymoigne, E. (2008). Macroeconomics meets Hyman Minsky: The financial theory of investment. New York: The Levy Economics Institute Of Bard College. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_543.pdf .
- Wray, L. R. (2011a). Minsky crisis. New York: Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 659. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_659.pdf
- Wray, L. R. (2011b). A Minskyan road to financial reform. New York: Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 655. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_655.pdf
- Wray, L. R. (2011c). Minsky's money manager capitalism and the global financial crisis. New York: Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 661. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_661.pdf
- Wray, L. R. (2011d). Financial Keynesianism and market instability. New York Massachusetts: Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 653. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_653.pdf
- Wray, L. R. (2012). Global Financial Crisis: A Minskyan interpretation of the causes, the Fed's bailout, and the future. New York: Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No.711. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_711.pdf
- Yavuz, S. & Tokucu, E. (2006). Post Keynesyen iktisat ve belirsizlik. İstanbul: Marmara Üniversitesi. *İ.İ.B.F. Dergisi. Cilt: XXI. Sayı: 1.*
- Yay, G. G. (2007). *1990'lı Yıllardaki finansal krizler ve Türkiye krizi. İktisat yazıları metodoloji-düşünce-politika.* Ankara: Nobel Basımevi.
- Yay, T. & Yay, G. G. (2000). *İktisat yazıları-Metodoloji, düşünce, politika.* İstanbul: Betaş yayınları.
- Yılmaz D. & Gaygusuz, F. (2009). "2008 Krizinin yeni global ekonomik yapı üzerine etkileri" Süleyman Demirel Üniversitesi. Uluslararası Davraz Kongresi Bildirisi. <http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/kalkinma/kalkinma39.pdf>. (01.02.2012).

