

## FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ BAĞLAMINDA GLOBAL FİNANSAL KRİZ

Ali ŞEN  
Dumlupınar Üniversitesi

Hüseyin ALTAY  
Bilecik Üniversitesi

### Özet

Hyman Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre, finansal istikrarsızlığın nedeni finansal istikrardır. Bu makale, global finansal krizin kaynağının finansal istikrar olup olmadığını incelemektedir. Ayrıca çalışma, düzenleyici ve denetleyici politikaların ve kurumların tek başına finansal istikrarsızlığı engelleyip engelleyemediğini de analiz etmektedir. Finansal istikrar dönemlerinde aşırı iyimser beklentiler, borçlanmayı arttırmakta ve finansal kırılganlığa neden olmaktadır. Bununla beraber sadece düzenleyici ve denetleyici politikalarla finansal istikrarsızlığı önlemek mümkün değildir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Finansal İstikrar, Global Finansal Kriz, Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finansman, Düzenleyici ve Denetleyici Politikalar.

Ali ŞEN & Hüseyin ALTAY

## THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS IN THE CONTEXT OF FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS

**Ali ŞEN**  
Dumlupınar University

**Hüseyin ALTAY**  
Bilecik University

*Ali ŞEN & Hüseyin ALTAY*

### **Abstract**

According to Hyman Minsky's financial instability hypothesis, the cause of financial instability is financial stability. This paper examines whether global financial crisis is driven by financial stability. The paper also analyzes whether financial instability can only be prevented by the regulatory and supervisory policies and institutions. In the financial stability periods excess optimistic expectations have increased the borrowing and thus caused the financial fragility. However, it is impossible to prevent financial instabilities only by regulatory and supervisory policies.

**Key Words:** Financial Instability Hypothesis, Financial Stability, Global Financial Crisis, Hedge, Speculative and Ponzi Finance, Regulatory and Supervisory Policies.

## 1. GİRİŞ

Finansal istikrar, ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar için bir önkoşuldur. Finansal istikrar, finansal sistemin kaynakları etkin bölüştürme, riskleri bertaraf ederek fırsata dönüştürme ve menkul kıymet işlem ve ödemelerini sağlam bir şekilde yerine getirme yeteneğini ifade eder. İstikrarlı bir finansal sistem zor şartlarda da bu işlevlerini yerine getirir. Bu yüzden finansal istikrar, şoklara karşı direnç düzeyini gösterir. İstikrarlı finansal sistemler, belirsizliği azaltarak reel ekonomiye pozitif dışsallık sağlarken; istikrarsız finansal sistemler ve krizler ise, negatif dışsallığa ve yüksek ekonomik maliyetlere neden olur (Weber, 2008, 3).

Son on yıldır, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında meydana gelen teknolojik yenilikler ve serbestleşme çabaları, sermayenin daha geniş insan gruplarına ulaşmasına imkan sağlamıştır. Mikrofinans devrimi sayesinde çok zayıf ve küçük girişimler, finansal kaynaklara erişebilmişlerdir. Finansal mühendislik<sup>1</sup> alanındaki gelişmeler, ekonomi genişlediği sürece (özellikle konut piyasasında) olumlu karşılanmış, kredi imkanları daha fazla gevşetilmiş, aşırı iyimserlikle birlikte kredi muslukları sonuna kadar açılmıştır. Ayrıca banka-dışı finansal kurumlar çoğalmış, geleneksel bankaların aracılık rolleri değişmiş, borçlu-alacaklı ilişkisi daha karmaşık bir hal almıştır. Politik çevreler, bu değişimi, finansal sistemin borçlanabilme ve borçluluğunu sürdürebilme yeteneğini arttırdığı gerekçesiyle desteklemiştir.

Kredi genişlemesinden en fazla payı, ABD’de konut sektörü almıştır. Konut, en karlı ve en güvenli yatırım aracı olarak kabul edilmiştir. Ayrıca ABD’de konuta hem tasarruf aracı hem de ekonomik büyümenin lokomotif olma işlevi yüklenmiştir. Bu yüzden ABD ekonomisinin konut sektöründeki gelişmelere duyarlılığı artmıştır (Baker, 127).

Başlangıçta mortgage kredileri riskli olmayan müşterilere verilmiş, ancak konut sektörünün karlılığının sürekli artması ve global likidite bolluğu kredileri daha riskli müşterilere yöneltmiştir. Riskliliği yüksek ev sahiplerinin borçlarını ödeyememeleri ise finansal kurumları ve yatırımcıları büyük zarara uğratmıştır. ABD’de ortaya çıkan kriz, tüm finans sektörlerini ve reel piyasaları etkisi altına alarak global bir hüviyet kazanmıştır.

<sup>1</sup>Finansal mühendislik, yeni bir finansal ürün için mevcut araçları parçalamak veya bir araya toplamaktır. Hisse senedi, bono, tahvil, swap, future araçlar gibi menkul değerlerin farklı kombinasyonlarını kullanarak kar maksimizasyonuna ulaşmak amaçlanır.

Bu çalışmanın iki amacı vardır: İlki, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin ABD kaynaklı global finansal krizi açıklamadaki başarısını sorgulamak; ikincisi ise krizle mücadelede gerek Minsky'nin önerilerinin gerekse güncel çözüm önerilerinin performansını değerlendirmektir.

Çalışmanın ilk bölümünde finansal istikrarsızlık hipotezi açıklanmaktadır. İkinci bölümde global krizin gelişimi, finansal istikrarsızlık hipotezi bağlamında incelenmektedir. Üçüncü bölümde Minsky'nin krizi önlemeye yönelik çözüm önerilerine yer verilmekte, izleyen bölümde de bu öneriler değerlendirilmektedir. Son bölümde ise sonuç ve öneriler yer almaktadır.

## 2. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ VE MINSKY MOMENT

*Geleneksel yaklaşıma*<sup>2</sup> göre, ekonomi doğal olarak istikrarlıdır ve görünmez bir el ekonomiyi dengeye götürmektedir. Şoklar, ekonomiyi geçici olarak dengeden uzaklaştırırsa da, dengeleyici saikler daha güçlüdür. Politik müdahaleler, dengeye ulaşmadaki engeller olarak görülür. Geleneksel yaklaşımın aksine Minsky, konjonktürel dalgalanmaları ve ekonomik istikrarsızlığı, gelişmiş finansal kurumların olduğu karmaşık yapıli ekonomilerdeki kişisel çıkar davranışlarının doğal ve ayrılmaz bir parçası olarak ele alır (Ferri and Minsky, 1991, 4).

Hyman P. Minsky, yazdığı kitap ve makalelerinin neredeyse tamamında aşırı borçluluk, finansal kırılganlık ve finansal istikrarsızlık kavramları üzerinde durur. Krizle ilgili görüşlerini açıklarken üç farklı kavramdan yararlanır (Dymski, 1997, 502–503): *Wall Street paradigması*, *finansal kırılganlık* ve *finansal istikrarsızlık hipotezi*. Minsky, bu kavramları bazen yeniden tanımlar, bazen de birden fazla anlamda kullanır.

Minsky (1977, 141), *Wall Street* kavramı ile sermaye varlıklarını ve yatırımın finansmanını sağlayan gelenek ve kurumları tanımlar. Tüm yaşamını firmaların finansal kırılganlığını açıklamaya adanmış olmasına rağmen Minsky çalışmalarında, *finansal kırılganlık* terimine daha az sıklıkta başvurur. Minsky'e göre finansal kırılganlık, finansal sistemin doğal bir özelliğidir ve krize olan duyarlılığı ifade eder. Finansal kırılganlık teorisi, ekonominin niçin içsel olarak kırılgan veya krize

<sup>2</sup>Geleneksel yaklaşım, Klasik ve Neo-Klasik iktisatçıların görüşlerinden oluşur. Günümüzde Paracı yaklaşım ve özellikle Yeni-Klasik yaklaşım geleneksel yaklaşımın çağdaş yorumları olarak kabul edilmektedir.

eğilimli olduğunu açıklar (Minsky, 1977, 139). Minsky'nin en ünlü buluşu ise *finansal istikrarsızlık hipotezi* kavramıdır.

Finansal istikrarsızlık, cari üretim fiyatlarına nispeten varlık fiyatlarında (hem finansal hem de sermaye varlıklarının fiyatlarında) ani değişikliklerin meydana geldiği bir süreçtir (Minsky, 1982a, 13). Minsky'e (1993, 9) göre, kapitalist bir ekonomide iki tür fiyat vardır. Bu, toplam talebi tüketim ve yatırım olarak iki unsura ayırır; fakat tek bir toplam fiyat düzeyi varsayan görüşe alternatiftir. İkili fiyat sistemi, finansal ilişkilerin önemli olduğu bir ekonomiyi daha iyi analiz edebilir.

İkili fiyat sisteminden ilki, tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracatı içeren cari üretim fiyatıdır. Cari üretimin fiyatı, emek ve ham madde maliyetlerinin üzerine bir kar marjı eklenerek elde edilir. İkincisi, varlık fiyat sistemidir. Varlıklar, hisse senedi, tahvil gibi finansal varlıkları ve sermaye varlıklarını içerir. Minsky'e göre, varlık fiyatları, finansal piyasa koşullarındaki değişikliklere ani tepkiler verir; cari üretim fiyatları ise reel piyasa süreçlerine bağlı hareket eder. Bu yüzden cari üretim fiyatlarının oynaklığı çok daha azdır. Bu iki fiyat, farklı piyasalarda belirlenir ve farklı değişkenlerin fonksiyonudur (Minsky 1986, 175).

Minsky (1977, 142), finansal sistemin istikrarsızlığını ölçmede üç kavramdan yararlanır: *Hedge*, *spekülatif* ve *ponzi finansman*. Sınıflandırma, iktisadi birimlerin nakit gelirleri ile nakit ödeme yükümlülükleri arasındaki ilişkiyi esas alır. Hedge finansman yapısı, tüm dönemlerde nakit gelirlerin nakit ödeme yükümlülüklerini aşması durumudur. Faizlerin yükselmesi, gelirleri borçlarından daha fazla olan hedge birimi etkilemez. Bu yüzden hedge finansman birimleri, finansal piyasalardaki olumsuzluklara doğrudan duyarlı değildir.

*Spekülatif* finansmanda, sadece bazı dönemler nakit girişi nakit çıkışını karşılayamaz. Bununla beraber dönemin tamamında toplam nakit gelirlerinin değeri, toplam ödeme yükümlülüklerinin değerini aşar. Spekülatif finansman biriminin yükümlülüklerinin gelirlerini aştığı dönemlerde yeniden borçlanması gerekir. Faizlerin yükselmesi halinde (yüksek faizlerden borçlanan) bir firmanın ödeme yeteneğini yitirme olasılığı artar. Bu yüzden spekülatif birim, finansal piyasalardaki olumsuzluklara oldukça duyarlıdır. Bu birimlerin para ve likit finansal varlıklar tutma ihtiyaçları vardır. Ancak spekülatif finansman hacmi, konjonktürün iyileştiği dönemlerde, belirsizliklerin azalması, spekülatif finansmanla uğraşmanın mükafatının artması ve likit varlık taşıma

maliyetlerinin yükselmesi gibi nedenlerle genişlemektedir (Minsky, 1977, 147).

*Ponzi*<sup>3</sup> finansmanda ise, çoğu zaman nakit çıkışları nakit girişlerinden fazladır. Ponzi finansman birimleri, sürekli borçlanmak zorunda oldukları için para piyasalarının kaprislerine daha fazla maruz kalırlar. Özellikle ekonominin genişlediği ve konjunktür dalgasının tepe noktasına yaklaşıldığı dönemlerde kapitalist ekonomiler, hedge birimlerin hakim olduğu finansal yapıdan spekülative ve ponzi birimlerin hakim olduğu bir finansal yapıya yönelme eğilimindedir (Minsky, 1992, 7).

Finansal istikrarsızlık hipotezinin iki temel varsayımı vardır (Minsky, 1992, 7–8): İlk varsayım, ekonomiler hem istikrarlı hem de istikrarlı olmayan finansman yapılarına sahiptirler. İkinci varsayım ise uzun süren refah dönemlerinde ekonomi, sistemi istikrarlı yapan finansal ilişkilerden sistemi istikrarsız yapan finansal ilişkilere geçer. Minsky'ye göre, kapitalist bir ekonomide zamanla sağlam finansal yapıların kırılma finansal yapılara dönüşmesi kaçınılmazdır. Bu durum, konjunktür dalgasının izlediği seyir boyunca beklentilerdeki değişimden kaynaklanır. Konjunktür dalgasının dip kısmında hem beklenen hem de gerçekleşen karlar düşüktür. Ekonomi dip noktasından çıkarken karlar yükselmeye başlar. Fakat beklentiler hala kötümserdir. Ekonominin dibe vurmasının belleklerde bıraktığı karamsarlık sürmektedir. Bu yüzden borçlanma daha ihtiyatlıdır. Ekonominin dipten çıkmaya başlamasıyla birlikte karlar artar; kötümserlik yerini iyimserliğe bırakır.

Başlangıçta kaynaklar, rasyonel yatırım kararları tarafından yönlendirilir. Ancak sonraki aşamalarda giderek spekülative aşırılıklar çoğalır. Kazanma hırsı ve çıkarıcı davranışlar, bu aşırılıkların gerisinde yatan en önemli nedendir. Daha ihtiyatlı firmalar bile rakiplerinin gerisinde kalmamak için borçlanarak bu yarışa katılırlar. Daha geleneksel ve ılımlı borç yapıları yerini irrasyonel aşırı borçluluğa bırakır. Bu süreç finansal bir balonun oluşmasına neden olur. Bu arada eldeki likit varlıkların oranı düşerken, kısa vadeli borçların oranı da artar. Sonuçta hedge birimlerin yerini spekülative birimler alır. Kısa vadeli istikrarsız finansman biçimi, çoğu firma için bir yaşam tarzına dönüşür (Minsky, 1977, 146).

Borçlanabilme imkânı, konjunktürel genişlemenin başlangıcında nispeten daha esnek olduğu için likidite bulma sorunu yaşanmaz. Ancak likidite problemi ortaya çıktığında, finansal çalkantının fitili ateşlenmiş olur.

<sup>3</sup>Piramit finans şemasının mimarı olan Charles Ponzi, 1920'de Boston'da iflas etmiştir. Ponzi, doksan günde yatırımcıya parasını ikiye katlama garantisi vermişti.

Likidite sıkışıklığı, spekülâtif ve ponzi birimlerin borçlarını döndürememelerine neden olur. Böyle bir durumu “ihtiyaçtan dolayı zararına satış” süreci (balonun patlaması) izler. Zararına satışlar, varlık fiyatlarının düşmesine ve borç-deflasyon sürecinin başlamasına yol açar. Balonun patladığı an *Minsky Anı* (Minsky Moment) olarak tanımlanır<sup>4</sup>.

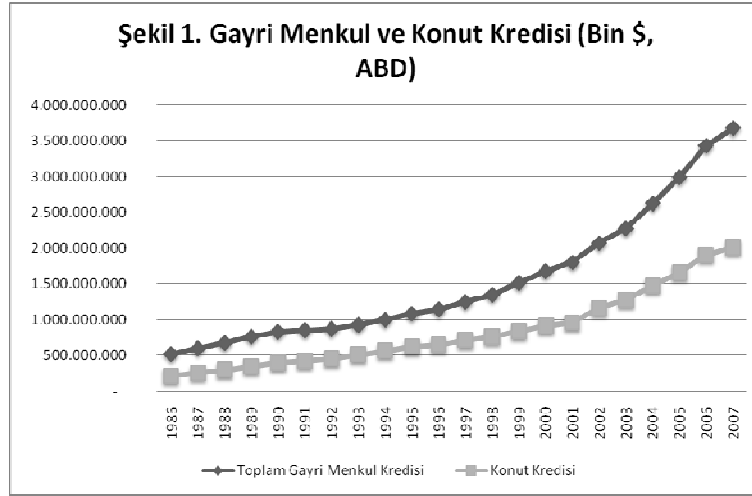
### 3. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ VE GLOBAL FİNANSAL KRİZİN GELİŞİMİ

1980’lerin başında Chicago Okulu’nun serbest piyasa ekonomisini savunan iktisatçıları, gerek ABD gerekse İngiltere yönetimlerini *laissez-faire* politikaları uygulamaya ve piyasaları düzenleyici kuralları gevşetmeye ikna ettiler. Yönetim bilimciler, aynı düşünceyle bu fikirleri işletme stratejisine dönüştürdüler. Finansal kesimin aktörleri de (özellikle yatırım bankacıları) aynı yaklaşıma dayalı olarak stratejiler geliştirdiler.

Aynı yıllarda üç kritik gelişme daha yaşandı (Morris, 2008, 37–38): İlki, yapılandırılmış finans ürünleri ortaya çıktı; ikincisi, türev piyasalar hızla gelişti; üçüncüsü ise finansal ürün ticareti tamamen matematik kurallara dayalı hale geldi. Bu üç gelişme, (başta konut sektörü olmak üzere) finansal balonların oluşumuna elverişli bir ortam yarattı.

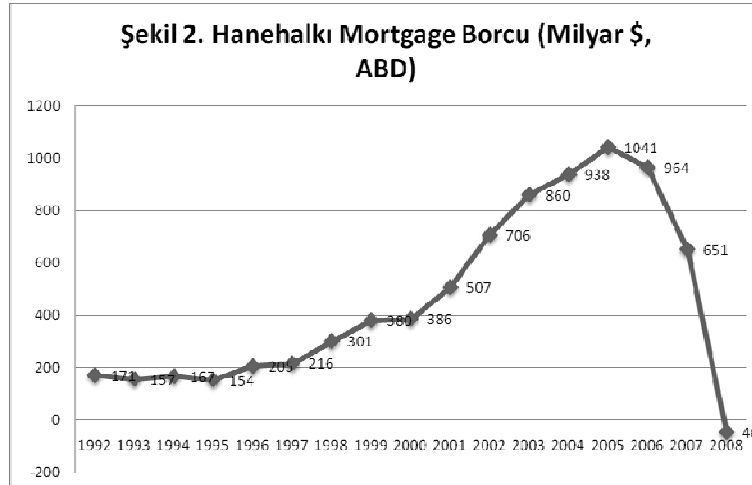
Son yirmi yılda özellikle Batı bankacılığı, olağanüstü bir yenilik patlaması yaşadı. Bir yandan geleneksel bankacılık dışı faaliyetler yaygınlaşırken, bir yandan da çok sayıda yeni finansal enstrüman ortaya çıktı. Yenilik faaliyetlerinin artması ve düzenleyici kuralların gevşetilmesi ile kredi arzı hızla büyüdü (Phillips, 2008, 38–39).

<sup>4</sup>Minsky Anı, kredi verenin giderek daha ihtiyatlı ve sınırlayıcı olması halidir. Bu noktada sistemik bir daralma riski ve varlık fiyatlarında sert bir düşüş meydana gelir.



**Kaynak:** <http://www2.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp=20> adresindeki tablo değerlerinden elde edilmiştir.

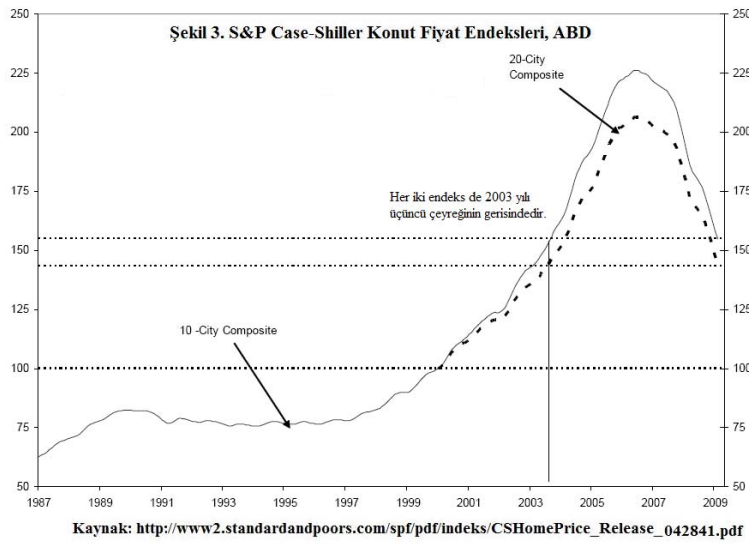
Gayrimenkul sektörüne ve özellikle de konut sektörüne açılan kredilerin 2000’li yılların başından itibaren artışı hız kazandı (Şekil 1). Minsky’nin hipotezinde belirttiği gibi, ucuz ve bol kredi imkânının yanı sıra büyük bir borçlanma eğilimi de yaşandı (Şekil 2). Özellikle hanehalklarının mortgage borçlanmasında patlama oldu. 2000’li yılların başından 2006 yılına kadar borçlanma eğilimindeki artış hız kesmedi. 2007 yılı ile birlikte borçlanma eğilimi tersine döndü.



**Kaynak:** Federal Reserve (2009), *Flow of Funds Accounts of the United States*, Washington DC 20551, s.7’deki tablo değerleri kullanılarak elde edilmiştir.



2000'den 2005'in ortasına kadar mevcut evlerin piyasa değeri, %50'den daha fazla büyüdü. 2005'in ilk yarısında ABD GSYİH büyümesinin yaklaşık yarısı doğrudan ya da dolaylı olarak konut sektörüne bağlı olarak gerçekleşti (Soros, 2008, 83–85). 2000'li yılların başından itibaren Composite-10 CSXR konut fiyat endeksi önemli ölçüde arttı. Nisan 2007'de endeks değeri rekor düzeyine ulaştı. Aynı yılın ortalarında ise konut fiyat balonu sönmeye başladı. Endekse göre, Nisan 2007 zirvesinden bu yana fiyatlar oldukça azaldı. Endeksin Ocak 2009 değeri, Kasım 2003 değerine geriledi (Şekil 3).



Çoğu finansal aktör, özellikle üç varsayımla ilgili finansal sisteme duydukları aşırı güven yüzünden krize hazırlıksız yakalandı. Bu varsayımlardan ilki, modern piyasaların önceki dönemlere göre daha gelişmiş olduğuna yönelik inançtı. Bu durum bankaların kredilendirme standartlarını gevşetmelerine neden oldu. Bol likidite sayesinde mevcut risklerin kolaylıkla absorbe edilebileceği düşünülürdü. Bu rahatlık, daha fazla kar için aşırı baskı ve rekabet ortamı oluşturdu. İkincisi, kredi derecelendirme kuruluşlarının yol göstericiliğine duyulan aşırı güvendi. Üstelik yapılandırılmış finansal ürünlerin karmaşık dünyasını sıradan bir yatırımcının kavrayabilmesi de oldukça güçlü. Bu yüzden yatırımcılar, kredi derecelendirme kuruluşlarının rehberliğinde hareket ettiler. Üçüncüsü, riskliliği farklı finansal varlıkların dilimlenmesinin ve sonrasında da harmanlanıp tekrar satılmasının finansal sistemi daha istikrarlı hale getirdiğine inanılmasıydı. Borcun zamanında ödenmemesi halinde, potansiyel riskin belirli bir banka üzerinde kalmayıp yatırımcılar

arasında bu sayede dağıtılacağı ve sistem tarafından kolaylıkla bertaraf edileceği varsayıldı.

Sistemin bu üç varsayım nedeniyle sorun yaşamayacağı görüşü, 2007 yılına kadar geçerliliğini korudu. Ancak 2007 yazının başında ABD konut piyasasında subprime müşterilerin neden olduğu kayıplar, daha önce öngörülmemiş olayları tetikleyerek finansal sistemi vurmaya başladı. Zararların artması kredi balonunu desteklemiş olan inancın üç payandasının da yıkılmasına yol açtı.

Öncelikle kompleks borçlanma varlıkları için en önemli bilgi kaynağı olarak görülen kredi derecelendirme kuruluşlarının rehberliğinin çok güvenilir olmadığı anlaşıldı. 2007'nin yazında kredi derecelendirme kuruluşları, ultra güvenli varsayılan (AAA notu alan) milyarlarca dolarlık borç enstrümanının notunu düşürdü. Kredi derecelendirme kuruluşlarına güvenlerini yitiren yatırımcıların çoğu, kompleks finansal araçları satınalmayı durdurdu. Bu durum, ani bir fonlama krizi yarattı. Krize kadar çoğu kurum, varlığa dayalı menkul kıymet çıkartarak faaliyetlerini fonlamıştı. Bankalar, krizle birlikte kompleks yapıdaki finansal varlıkları (örneğin mortgage destekli enstrümanlarını) satma imkanlarını kaybetti. Bunun anlamı, 21.yüzyıl finans dünyasını destekleyen diğer önemli payandanın da (ikinci varsayım, sermaye piyasaları daima likit kalabilir) yıkılması idi.

Daha kötüsü ise güven desteğinin (üçüncü varsayım, bankaların risk dağılımı nedeniyle krizden daha iyi korunacağı) çökmesi idi. Bankalar, güven ortamının yok olması ile nakit istifine geçerek kredilendirmeyi durdurdu. Sonuçta subprime kredi problemleri, sistemik bir çöküşe dönüştü. Bankalar bilançolarını iyileştirmek için varlıklarını (başlangıçta ipotek ettikleri konutları) satmak zorunda kaldı. Bu gelişme, varlık fiyatlarının hızla düşmesine yol açtı. Özellikle konut fiyatlarında önemli düşüşler (borç-deflasyon süreci) yaşandı (Şekil 3). Bir süre sonra ihtiyaçtan zararına varlık satışları büyük kayıplara ve iflaslara neden oldu.

Konut fiyatlarının hızla düşmesi, borçluların çoğunu evlerinin değerini aşan borçları ödemek zorunda bıraktı. Borç miktarının evin değerini aşması, bankaların ellerinde haciz edilen ipotekli ev sayısını da çoğalttı. Bankaların haciz ettikleri evleri nakde dönüştürme çabaları fiyatları hızla

aşağı çekerken bankaları da büyük zararlara uğrattı<sup>5</sup>.

Global ölçekte büyüklüğe sahip bazı bankaların iflası (örneğin Lehman Brothers), finansal kesimin kredi musluklarını kısması sonucunu doğurdu. Kredilerin donması, sorunları reel sektöre taşıdı. Özellikle spekülatif ve ponzi finansman yapısına sahip firmalar, bilançolarının pasifinde yer alan yükümlülüklerini çevirememeye tehlikesi ile karşılaştılar. Bilançolarının aktifinde yer alan likit olmayan varlıklarını zararına da olsa nakde dönüştürme yarışına girdiler.

Global krizle ilgili gelişmeler, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin varsayımları ve içeriği ile örtüşür: İkili fiyat sisteminin varlık fiyatlarının (konut) oynaklığını açıklamada daha başarılı olduğu görülür. Ekonomik ve finansal istikrarın olduğu dönemlerde iyimser beklentiler, ekonomiyi canlandırırken, kredi imkanlarının gevşemesine ve borçlanmada patlamaya yol açar. Açgözlü ve bencil davranışlar, rasyonellikten uzaklaşmasına neden olurken, varlık balonu büyür. Ekonomi, finansal istikrarın azaldığı, kırılganlığın arttığı (hedge finansman yapısından spekülatif ve ponzi yapıya) bir yapıya geçer. Sürecin tersine dönmesi, zararına varlık satışı ve borç-deflasyonuna neden olur.

#### 4.MINSKY'NİN KRİZİ ÖNLEMELERE YÖNELİK ÖNERİLERİ

Kapitalizmin geçmişinde oldukça farklı uygulama biçimlerine rastlanır (Minsky, 1993, 3): Minsky, 1950–1970 döneminin başarılı kapitalizmini, 1929 krizinde başarısız olan kapitalizm modelinden ayırır. Minsky'e göre, 1929 krizinde laissez-faire kapitalizm modeli çökmüştür. Kriz sonrası ise kapitalizmin yeni bir modeli uygulamaya konmuştur. Bu model, II. Dünya Savaşından 1970'lere kadar başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Ancak 1980 sonrası uygulanan kapitalizm modeli ile ulaşılan standartlardan geriye düşülmüştür. Minsky (1993, 8), 1980'li yıllarda uygulamaya konulan ekonomi politikalarını, laissez-faire modelinin ikinci başarısızlığı olarak değerlendirir.

Laissez-faire anlayışına göre, iktisadi ajanların çıkarlarını maksimum kılma çabaları sistemi en iyi sonuca ulaştırır. Minsky (1991, 22) ise, daha

<sup>5</sup> Çoğu zaman ipotekli evlerin haczedilmesinin önüne geçilemez. Yatırımcılar, değeri düşen varlıkları (ev, hisse senedi vb.) ellerinde tutmak istemezler. Borçlular ise muhtemelen uygunsuz şartlar veya şartların değişmesiyle ev sahipliğini devam ettiremezler. Dolayısıyla satılık ev stoku artar; fiyatlar üzerinde aşağıya doğru bir baskı oluşur (Bernanke, 2008, 1).

karmaşık ekonomik ilişkilerin hakim olduğu bir dünyada, herhangi bir sınırlamanın olmadığı varsayımı altında, çıkarıcı bireysel davranışların istikrarsızlığa katkı sağladığını iddia eder. Bu yüzden Minsky, istikrarsızlığı besleyen dinamikleri engelleyici kurum ve müdahalelerin gerekliliğini savunur. Minsky'e (1991, 10) göre, istikrarsızlığı artırıcı içsel dinamiklerin sıklıkla krizlerle sonlanmamasının nedeni, sınırlayıcı kurallar koyan kurum ve geleneklerdir. Kurumların ciddi depresyonların olmasına izin vermeyeceği inancı kendiliğinden istikrarı artırıcı bir etki yapar.

Minsky, 1950–1970 döneminin başarısını, müdahaleci devlet kapitalizmi ile konjonktürel dalgalanmaların etkisinin azaltılmasına bağlar. Özel yatırımların azaldığı durumlarda büyük devletler ikame edici roller üstlenirler. 1980'lerde ise gerek İngiltere'de gerekse ABD'de iş başına gelen iktidarlar, uygulamaları ile büyük devlet kapitalizminin etkinliğini azaltmışlardır.

Minsky'e göre, 1929–1933 arası dönemde uygulanan kapitalizm modelinin başarısızlığının nedeni, merkez bankası müdahalelerinin sınırlı tutulması ve kamunun ekonomide daha az rol üstlenmesidir. Büyük depresyon sonrası ortaya çıkan yeni kapitalizm modeli ise, hem kamu sektörüne ve hem de merkez bankasına önemli roller yüklemiştir. Karmaşık ve dinamik yapıları bir kapitalist ekonominin doğal istikrarsızlığını kontrol edebilmek için özellikle iki kurum gereklidir: Büyük devlet ve büyük bir banka, yani nihai kredi mercii.

Minsky, toplam talebin önemli bir bölümünü oluşturan konjonktür karşıtı kamu harcamalarının borç-deflasyon olasılığını azaltacağını; ekonomi yavaşladığında vergi gelirlerinin düşerek bazı kamu harcamalarının artacağını iddia eder. Minsky'e göre devletin küçük olması halinde kamu harcamalarındaki artışlar, özel harcamalardaki azalışı telafi etmez; ancak devletin büyümesi halinde bütçedeki değişikliklerle özel sektör harcamalarındaki dalgalanmalar dengelenebilir. Diğer taraftan Minsky, büyük devletin tek başına finansal krizleri engellemede yetersiz kalabileceği ihtimalini de gözardı etmez.

Çok büyük bir bankanın veya firmanın borçlarını zamanında ödeyememesi, alacaklılarının da borçlarını ödeyememesi sonucunu doğurur ve zararına varlık satışına neden olabilir. Büyük ölçekli böyle bir varlık satışı, fiyatları düşürür. Varlık satışından elde edilen gelir, borçları ödemeye yetmeyebilir ve iflaslar yaşanabilir. Minsky'e göre büyük bir banka veya firmanın iflasının başka iflaslara yol açmaması için nihai kredi merciiine ihtiyaç vardır.

Merkez bankası politikaları, para arzını ayarlamının ötesinde genişletilmelidir. Minsky'e (1977, 152) göre, merkez bankaları nihai kredi mercii olma sorumluluğunu üstlenmelidir. Merkez bankasının para politikası uygulamaları, günlük finansal piyasa faaliyetlerini; nihai kredi mercii sorumlulukları ise finansal kriz tehdidine son vermek için tasarlanmış müdahaleleri içerir.

Nihai kredi mercii, üç önemli işleve sahiptir (Minsky, 1982b, 35): İlki, pozisyon almada kullanılan varlık fiyatlarında ani bir düşüş yaşandığında para piyasasına fon sağlamak; ikincisi, spekülative ve ponzi finansmanın ağırlığını azaltmak için bankaların ve firmaların finansman koşullarını yeniden yapılandırmak; sonuncusu ise finansal sistemin gelişimine rehberlik etmektir.

Finansal yapının güçlü olduğu durumlarda nihai kredi mercii müdahalelerine gerek görülmez. Merkez bankası sadece para politikası eylemlerini gerçekleştirir. Kırılgan bir finansal yapı olduğunda ise nihai kredi mercii müdahaleleri önemlidir. Minsky'e (1977, 152) göre, böyle bir kırılgan ortamda nihai kredi mercii, ekonomideki spekülative finansman birimlerinin ağırlığını azaltmaya çalışmalıdır.

## 5. MINSKY'NİN ÖNERİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi krizi açıklamada oldukça başarılıdır. Ancak Minsky'nin kriz için tavsiye ettiği önlemler yetersizdir. Minsky'nin önerileri ile ilgili eksiklikler altı grupta ele alınabilir:

a) Kamu harcamalarının ve nihai kredi mercii müdahalelerinin önemli bir yan etkisi, riskli finansal uygulamaları teşvik etmesidir. Riskli finansal uygulamalar, piyasa katılımcıları için rasyonel olmasına rağmen, finansal kırılganlığı artırır. Bu durum, "*Minsky Paradoksu*" olarak adlandırılır (Pollin, 1997, 86–88).

b) Minsky'e göre sınırlanmamış çıkarıcı bireysel davranışlar, istikrarsızlığı artırır. Bu yüzden istikrarsızlığı besleyen dinamikleri engelleyici kurum ve müdahaleler gereklidir. Ancak sınırlayıcı bir kurumsal yapı tek başına finansal istikrarsızlığı önlemede yeterli olmaz. Finansal istikrarsızlığı önlemek, sadece denetleyici ve düzenleyici kural ve kurum sayısını arttırmakla başarılmaz. Özellikle global krizin baş aktörü finansal piyasalar, karmaşık yapılarının yanısıra tek amaçları kazanmak olan, yetenekli ve hırslı aktörlerin faaliyette buldukları yerlerdir. Aşırı hırslı ve kar güdüsü ile motive olmuş bu aktörleri sadece

sınırlayıcı kural ve kurumlarla denetlemek ve kontrol etmek daima mümkün olmaz.

c) Diğer taraftan düzenleyici ve denetleyici kuralların sıkılaştırılması (örneğin Basel I ve Basel II gibi uygulamalarla), finansal aktörlerin hareket alanlarını daraltarak finansal istikrara katkı yapar; ancak daha karmaşık yapılı ürün ve yöntemlerin icadı ile de yeni hareket alanı arayışını hızlandırarak finansal istikrarsızlığı tetikleyebilir. Finansal aktörler, çok çeşitli, karmaşık yapılı araçlar geliştirerek yüksek kar getiren fırsatları kollarlar. Sürekli kar etme baskısı ve yoğun rekabet koşulları altında Basel I ve Basel II gibi düzenleyici önlemler zamanla yıpranır; bir süre sonra da ihtiyaca cevap veremez hale gelir.

e) Minsky'nin önerilerinde kurtarma amaçlı müdahalenin büyüklüğü de yeterince açık değildir. Merkez bankaları ödeme acine düşme konusundaki endişeleri ayırım yapmaksızın tüm kurumların kâğıtlarını satınalarak ortadan kaldıracaktır. Fakat bu çok maliyetli ve arzu edilmeyen bir kurtarma operasyonudur. Ayrıca merkez bankasının büyük miktarda likidite sağlamış olması bu kurumların ahlaki risk içeren stratejilerinin onaylanması anlamına da gelecektir. Bu müdahale, piyasaların tekrar düzenli çalışmasına yarayabilir. Hatta, ekonomileri resesyon tehdidinden de koruyabilir. Ancak bu sonuç geçici rahatlama sağlar.

f) Finansal kurumların yarattığı kaosu yönetmek diğer endüstrilerde yaşanandan daha zordur. Bunun üç temel nedeni vardır: (1) Bu tür kurumlar, tüm ekonomiyi yıkabilecek olan yegane girişimlerdir; (2) Hiç bir endüstride kaosu ne kadar yaygınlaşacağı bu kadar belirsiz değildir; (3) Hiç bir endüstride, en azından kısa dönemde, alınan kararın kalitesini dışarıdakiler (ilgisi olmayanlar) için değerlendirmek bu kadar zor değildir. Sonuçta bu endüstri hem düzenlenmesi hem de yardım edilmesi açısından istisnai bir zorluğa sahiptir.

## **6. SONUÇ**

Global krizin ortaya çıkışı, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine olan ilgiyi arttırmıştır. Bu ilginin arkasında finansal istikrarsızlık hipotezinin global krizin doğuşunu ve gelişim sürecini başarılı bir şekilde açıklaması yatmaktadır. Özellikle konut fiyatlarında yaşanan ani değişim, varlık fiyatlarının cari fiyatlara göre daha fazla oynaklığını ve fiyat sistemini ikili ayırma tabi tutmanın haklılığını onaylamıştır. Gerek kredi imkânlarının genişlemesinin, gerekse borçlanmadaki patlamanın konut balonunun oluşumunda önemli rol oynamaları Minsky'nin iddialarını doğrulamıştır. Artan iyimserliğin rasyonel olmayan hırslı ve bencil

davranış biçimlerini tetiklemesi konut balonunu aşırı büyütüştür. Borçluluk artışı, hedge finansman birimlerini spekülâtif ve ponzi finansman birimlerine dönüştürerek finansal sistemi istikrarsızlaştırmıştır. Uzun süren bir finansal istikrar dönemini finansal istikrarsızlığın izlemesi Minsky'nin hipotezi ile kesişmektedir. 2007'nin ortasında baş gösteren likidite sıkıntısı, spekülâtif ve ponzi birimleri, ipotek olarak tuttıkları konutları zararına satmaya zorlamış; zararına satış sürecini konut balonunun patlaması (Minsky Moment) izlemiş; konut fiyatları dikine düşmeye başlamıştır. Böyle bir ortamda kredi musluklarının sonuna kadar kısılması, krizin reel sektöre sıçramasına ve giderek derinleşmesine neden olmuştur.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, krizin patlaması ve yayılması konusunu açıklamada oldukça başarılıdır. Ancak Minsky'nin önerilerinin krizi önleyebilmesi son derece düşük bir olasılık olarak görülmektedir. Minsky'nin finansal istikrarın sağlanması için önerdiği önlemler, sadece finansal sistemi düzenleme ve denetlemeyi amaçlayan tedbirlerle sınırlıdır. Oysa Minsky, finansal istikrarsızlığın nedeni olarak açgözlü ve bencil davranış biçimlerini göstermiştir. Sayı ve büyüklüğü ne olursa olsun denetleyici ve düzenleyici kurum ve önlemlerin tek başına finansal istikrarsızlığın nedeni olarak gösterilen bu davranış biçimleri ile mücadelede yeterli olması beklenemez. Gerek Minsky'nin gerekse günümüz otoritelerinin kriz çözüm önerilerinde bu gerçek gözardı edilmiştir.

Esasen sorgulanması gereken finansal istikrarsızlığa yol açan aşırı hırslı, çıkarıcı davranış biçimleridir. Faizleri düşürmek, likidite sağlamak, kurtarma operasyonları düzenlemek, daha sıkı denetim ve gözetim yapmak gibi önlemler ya geçici çözümler sunar ya da mevcut sorunları ötelere. Benzer bir sorunla başka bir zamanda, başka bir sektör ve/veya ekonomide karşılaşmak kaçınılmaz olur.

## KAYNAKLAR

**Baker, Dean (2009).** "The Housing Bubble Pops" in *Meltdown, How Greed and Corruption Shattered Our Financial System and How We can Recover* ed. Katrina Vanden Heuvel, Nation Books, New York, 2009, 126-130.

**Bernanke, Ben S. (2008).** "Mortgage Delinquencies and Foreclosures", Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, Columbia Business School's 32nd Annual Dinner, New York, 1-9.

**Dymski, Gary (1997).** “Deciphering Minsky’s Wall Street Paradigm”, *Journal of Economic Issues*, Vol.31, Issue 2, 501-508.

**Federal Reserve (2009).** *Flow of Funds Accounts of the United States*, Washington DC 20551, 1-116.

**Ferri Piero ve Hyman P. Minsky (1991).** “Market Processes and Thwarting Systems”, *The Jerome Levy Economics Institute*, No.64, 1–30.

<http://www2.fdic.gov/hsob/SelectRpt.asp?EntryTyp=20>

[http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/CSHomePrice\\_Release\\_042841.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/CSHomePrice_Release_042841.pdf)

**IMF (2008).** *Global Financial Stability Report, Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, World Economic and Financial Surveys, Washington DC.

**Kindleberger, Charles P. (2000).** *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Wiley.

**Levinson, Marc (2002).** *Guide to Financial Markets*, The Economist Newspaper, London.

**Minsky, Hyman P. (1977).** “A Theory of Systemic Fragility”, ed. E. I. Altman and A. W. Sametz, *Financial Crises*, Wiley, New York, 138-152.

**Minsky, Hyman P. (1982a).** *Can it Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe Inc., New York.

**Minsky, Hyman P. (1982b).** “The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy”, ed. Charles P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue, *Financial Crises, Theory, History, and Policy*, Cambridge University Press.

**Minsky, Hyman P. (1986).** *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Conn. Yale University Press.

**Minsky, Hyman P. (1992).** “The Financial Instability Hypothesis”, No.74, *The Jerome Levy Economics*, Institute of Bard College, 1-9.



**Minsky, Hyman P. (1993).** “Finance and Stability: The Limits of Capitalism”, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, No.93, 1-21.

**Morris, Charles R. (2008).** *The Trillion Dollar Meltdown*, First Edition, USA.

**Pence, Karen (2008).** “Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?”, *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, 1-44.

**Phillips, Kevin (2008).** *Bad Money, Reckless Finance, Failed Politics, and The Global Crisis of American Capitalism*, First Edition, Viking Penguin, New York, USA.

**Pollin, Robert (1997).** “The Relevance of Hyman Minsky”, *Challenge*, Vol.40, 75–95.

**Soros, George (2008).** *The New Paradigm For Financial Markets, The Credit Crisis Of 2008 And What It Means*, PublicAffairs, 2008.

**UBS (2008).** *The Credit Cycle and Liquidity: Have We Arrived at a Minsky Moment?* UBS Investment Research, Economic Insights – By George, London.

**Weber Axel A. (2008).** “Financial Market Stability”, London School of Economics, London, 1–17.