

## **HYMAN MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ ÇERÇEVESİNDE FİNANSAL KRİZLER VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ**

**Yrd. Doç. Dr. Erkan Tokucu**  
Kafkas Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi



### **Özet**

Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan ve tüm dünyada zincirleme etkilere neden olan son finansal kriz bir kez daha gösterdi ki, yerleşik iktisadın politika önerileri kapitalizmin sorunlarını çözme gücüne sahip değil. Bundan dolayı, birçok iktisatçı ve politika-yapıcısı günümüz finansal kapitalizmini en uygun şekilde tanımlamak ve yeni finansal çağa uygun politikalar üretebilmek için çaba göstermektedir. Hyman Minsky'nin ve Post Keynesyen iktisatçıların çalışmaları da kapitalist sisteme ve sistemde yaşanan krizlere daha geniş bir perpektiften bakan ve sistemik problemlere çözüm önerileri sunmaya çalışan çalışmalar arasında yer almaktadır.

Bu makalede, Minsky ve Post Keynesyen iktisatçıların günümüz finansal kapitalist sistemini ve sistemdeki kırılganlıkları nasıl tanımladıkları ve analiz ettikleri ve çözüm önerisi olarak neleri önerdikleri konuları irdelenecektir. Bunun için öncelikle Post Keynesyen iktisadın teorik arka planı verilecek ve daha sonra finansal istikrarsızlık analizi Minsky'nin çalışmaları baz alınarak açıklanacaktır.

**Anahtar Sözcükler:** Kapitalizm, Post Keynesyen iktisat, Hyman Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezi, para yöneten kapitalizm

*Financial Crisis and Policy Proposals in the Context of the Financial Instability Hypothesis of Hyman Minsky*

### **Abstract**

The last financial crisis, which started in the US and caused a chain reaction around the world, demonstrated one more time that the mainstream economic's spolicy proposals have not been able to solve the problems of the capitalist system. Hence, many economists and policymakers have attempted to define today's financial capitalism and to improve new policy proposals in line with the new financial era. The workings of Hyman Minsky and many Post Keynesian economists are among those which try to look at the capitalist system in a broader perspective and to offer suggestions to solve systemic problems.

In this article, it will be investigated how financial relationships and financial fragility are analyzed and identified and what policy proposals are offered in the Post Keynesian economics and Minsky's workings. For this, firstly, the theoretical bases of the school of Post Keynesian Economics will be given. Secondly, the financial instability hypothesis and the causes of the financial fragility will be explained from the points of view of Hyman Minsky. Finally, Minskyan policy proposals will be presented.

**Keywords:** Capitalism, Post Keynesian economics, Hyman Minsky, financial instability hypothesis, money manager capitalism

## Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri

### Giriş

Amerika Birleşik Devletleri'nde eşik altı konut piyasalarında başlayan ve kısa süre içerisinde dünyanın birçok ülkesini etkileyen ve etkileri hala devam 2007-2008 finansal krizi gösterdi ki ana akım liberal iktisat politikaları mevcut iktisadi problemleri çözmeye noktasında oldukça yetersiz kalmaktadır. 1980'lerden sonra hakim olan neo-liberal iktisat politikalarını politika modeli olarak kabul eden ülkelerde büyüme ve kalkınmaya ilişkin beslenen umutlar yerini umutsuzluğa bıraktı ve bugün çok sayıda ülkede devletin sadece para ve maliye politikalarıyla değil aynı zamanda kalkınmacı devlet modeli ile tekrar iktisadi hayatta yerini almasını savunan iktisatçıların ve politikacıların sayısı hergeçen gün artmaktadır. Bu görüşlere göre devletin müdahalesi sadece finansal kesimle sınırlı kalmamalı, iş gücü piyasaları başta olmak üzere, kalkınma ve büyüme sorunları dahil sistemin geneliyle ilgili olmalıdır. Son finansal kriz, aslında sadece tedbirsiz davranan yatırımcıların ya da yanlış uygulanan politikaların bir sonucu değildir; kriz, heterodoks iktisatçıların çoğu tarafından ileri sürüldüğü üzere, kapitalist sistemin kendi özünde vardır ve sisteme dışarıdan şok politikalarla müdahalede bulunulmasa bile sistemin kendisi krizi hazırlayan şartları oluşturmaktadır.

Post Keynesyen iktisatçılar da heterodoks iktisat içerisinde yer alan iktisatçılar olarak kapitalist sistemin çalışma ilkeleri ve sistemde kriz yaratan gelişmeleri açıklayan alternatif modellere sahiptir. Bu modellerden birisi de Hyman Minsky'nin, son finansal kriz dolayısıyla sıklıkla atıfta bulunulan, finansal istikrarsızlık hipotezidir. Minsky bu hipotezini Post Keynesyen iktisat okulunun genel teorik çerçevesine oturtarak geliştirmiş ve günümüzde finansal krizleri oluşturan koşulları ve çözüm önerilerini sunmuştur. Minsky herşeyden önce, kapitalist sistemin betimlenmesine ilişkin anaakım iktisadın yetersiz

olduğunu, temel iktisadi sorunun kıt kaynakların alternatif kullanım alanları arasındaki dağılımından değil sermaye birikim süreci ve bu süreçteki tıkanmalardan kaynaklandığının altını çizmektedir. O halde, Minsky'ye göre, kapitalist sistemde sermaye birikim süreçlerini de içine alan, para-finans ve reel ekonomiyi birbirinden ayırmayan yeni bir modele ve bu modele bağlı olarak geliştirilecek yeni politika önermelerine ihtiyaç vardır.

Bu çalışmada, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ve finansal krizlere karşı geliştirmiş olduğu çözüm önerileri, Post Keynesyen iktisadın genel teorik çerçevesi baz alınarak açıklanmaya çalışılacaktır. Bunun için öncelikle Post Keynesyen iktisatçıların kapitalist sistemi nasıl tanımladıklarına ilişkin teorik arka plan verilecek, daha sonra Minsky'nin görüşleri açıklanacaktır. Son olarak da Minsky'nin politika önerileri hakkında bilgi verilecektir.

## **1- Post Keynesyen İktisatta Kapitalist Sistemin Tanımlanması ve Sistemin Temel Özellikleri**

### **Parasal Üretim Ekonomisi Kavramı**

Post Keynesyen İktisat (PKİ) okulu analizlerinde yerleşik iktisattan farklı olarak, takas ekonomisi (reel mübadele ekonomisi) yaklaşımını kabul etmemekte, parasal üretim ekonomisi yaklaşımını benimsemektedir. Reel mübadele ekonomisi yaklaşımında iktisadi problemin temel kaynağı kaynakların kıtlığı ve bu kaynakların alternatif kullanım alanları arasındaki etkin dağılımının sağlanması iken, parasal üretim ekonomisi yaklaşımında temel iktisadi problem sistemdeki sermaye birikimi ve birikim sürecindeki dalgalanmalardır.

Reel mübadele ekonomisinde, mal ve hizmetlerin üretimi (reel üretim), emek, sermaye ve girişimci faktörlerinin üretici birimler tarafından bir araya getirilmesiyle gerçekleştirilir. Üretim sürecinin hemen başında her bir üretim faktörünün üretim sürecinin sonunda üretimden ne kadar pay alacağı bellidir ve para üretim sürecinde yer almamaktadır. Üretim kararı ile para arasında herhangi bir bağlantı söz konusu değildir. Para sadece takas ekonomisinin neden olacağı zorlukları ortadan kaldırmak için kullanılan basit bir araçtır, paranın kullanılması için bunun dışında herhangi bir sebep söz konusu değildir. Buna karşılık, reel mübadele ve takas ekonomisi yaklaşımından farklı olarak, parasal üretim ekonomisi yaklaşımında üretim sürecinin hemen başında; emeğin kiralınması, hammaddelerin temin edilmesi ve fabrika binasının kiralınması için, kısaca üretim faktörlerinin elde edilebilmesi için paraya ihtiyaç duyulur; sistem paranın varlığı ile çalışmaya başlar. Bununla beraber, üretim mantıksal zaman içerisinde değil tarihsel zaman içerisinde gerçekleştirilir ve para ve parasal sözleşmeler kapitalist sistemin ayrılmaz parçalarıdır (Smithin, 1994: 2).

Toplam talepteki dalgalanmalar parasal üretim ekonomisinde parasal bir olgu olarak ele alınmaktadır (Lavoie, 1984: 773).

Carvalho'ya (1992: 77) göre parasal üretim ekonomisinin dört önemli özelliği vardır:

- ✓ Firmaların mal ve hizmet üretmeleri için temel güduları kâr beklentileridir. Bu bağlamda, firmaların ya da üreticilerin kâr beklentileri olumlu ise üretim kararı verecekler ve üretimi gerçekleştirmek için bankalardan kredi talebinde bulunacaklardır. Eğer beklentiler olumsuz ise üretim azaltılacaktır.
- ✓ Geleceğin belirsizliği arttıkça üretimde ve talepte dalgalanmalar görülecektir. İktisadi birimler belirsizliğin etkilerini azaltmak için çeşitli sözleşmeleri yapmak isteyecektir. Bu sözleşmeler sadece üretici ve tüketiciler açısından değil aynı zamanda finansal kesimdeki birimler aracılığıyla da önem arz eder, çünkü sözleşmeler bir anlamda korunma sağlamaktadır.
- ✓ Firmaların kâr beklentileri ile üretim faktörlerinin elde edecekleri gelir düzeyi arasında sıkı bir ilişki söz konusudur. Firmaların geleceğe dönük kâr beklentileri değiştiğinde istihdamın ve buna bağlı olarak tüketici gelirlerinin de değişebileceği söylenebilir.
- ✓ Bir üstteki maddeyle ilişkili olarak, yatırım malları üreten sektör ile tüketim malları üreten sektör arasında güçlü bir karşılıklı ilişki söz konusudur. Sektörlerden birisindeki harcamalar diğer sektördeki iktisadi birimlerin gelir düzeyini belirleceği için her bir sektördeki üretim ve gelir dalgalanmaları eşanlı olarak görülebilir.

### **Tarihsel Zaman Kavramı**

Tarihsel zaman kavramı, PKİ içerisindeki bir diğer önemli kavramdır. İktisadi faaliyetler yerleşik iktisatçıların iddia ettiği gibi mantıksal zaman içerisinde değil tarihsel zaman içerisinde gerçekleşir. Tarihsel zaman kavramı, geçmişte gerçekleşen iktisadi faaliyetlerin geri döndürülemez olduğunu ve geleceğin geçmişin tekrarı olmadığını ifade eder. Ayrıca iktisadi birimler, geçmişten yaşanan olayları ve içinde yaşadıkları şimdiki zamanın iktisadi olaylarını bilebilirler fakat geleceğin belirsizliğinden dolayı gelecekte olabilecek iktisadi olayları önceden bilemezler;. Para ve parasal anlaşmalar tam da bu noktada önem arz ederler çünkü geçmişi ve bugünden bilinmeyen geleceği, adeta zincirin halkaları gibi, birbirine bağlarlar. Bu nedenden dolayı parasal ilişkiler kapitalist sistem içerisinde oldukça önemlidir (Arestis, 1997: 44).

Belirsizlik tarihsel zaman içerisinde gerçekleştiği için ve toplumlar da tarihsel zaman içerisinde yaşadıkları için, iktisadi birimler herhangi bir konu hakkında karar verdiklerinde belirsizlikle karşı karşıya kalacaklardır. Bu bağlamda, para iktisadi birimlere belirsizliğin derecesini azaltmalarında yardımcı olan bir araçtır (Itoh ve Lapavitsas, 1999: 229).

Tarihsel zaman yaklaşımında, üretim sürecinin dinamik bir süreç olduğu ve mübadelelerin eşanlı olarak gerçekleşmediği kabul edilir. Ayrıca para arzı merkez bankaları tarafından kolaylıkla kontrol edilebilen bir büyüklük değildir. Üretim, üretim faktörleri için gerekli olan paranın sisteme girmesi ile başlar ve kredi olarak alınan para, satışlardan elde edilen gelirlerle tekrar geri ödendiğinde sona erer. Bir akım değişkeni olarak para bu özelliği ile dinamik üretim sürecinin en önemli unsurudur (Fontana and Gerrard, 2004: 81). Dolayısıyla para, sadece stok bir değişken değil temel belirsizlik ve tarihsel zamandan dolayı aynı zamanda akım bir değişkendir.

İleri düzeyde gelişmiş finansal kurumların bulunduğu günümüz kapitalist ekonomilerinde, iktisadi olaylar geri çevrilemez tarihsel zaman içerisinde gerçekleştiği için ve bu iktisadi olayların gelecekte bir kere daha aynı şekilde gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belli olmadığı için reel ekonomi için genel denge yaklaşımını kullanmak fonksiyonel olmayacaktır çünkü ekonominin kendisine yöneleceği denge durumu hakkında herhangi bir bilgi söz konusu değildir. Genel denge yaklaşımı ancak, aynı anda ileriye ve geriye doğru hareketin mümkün olduğu, yani geçmişin ve geleceğin aynı anda görülebildiği mantıksal zaman içerisinde ve tekrarların devamlı olduğu (ergodik) olaylarda söz konusu olabilir. Örneğin bir rulet oyununda ya da zar atma olayında olayların tekrar etme sıklığı yüksek olduğu için olasılık hesaplamalarına dayanarak hangi sonuçların gerçekleşeceği hakkında öngörülebilir bulunmak mümkündür. Hatta sonuçların hangi değerleri alacağını da kesin olarak bilmek mümkündür fakat sonuç bilinmekle birlikte hangi sonucun ne zaman gerçekleşeceği bilinmemektedir ki burada istatistiksel belirsizlik söz konusudur. Tarihsel zaman içerisinde ileride gerçekleşecek olaylar hakkında bu şekilde istatistiksel bir belirsizlik söz konusu değildir çünkü sonuç kümesi hakkında net bir bilgi yoktur ki bu durumda Kregel'in (1998b: 113) altını çizdiği üzere subjektif kararlar ön plana çıkar.

### **Temel Belirsizlik, Para ve Parasal Anlaşmalar**

J.M. Keynes ve Post Keynesyenlere göre, belirsizlik kavramı hesaplanabilen risk kavramından oldukça farklıdır. Risk kavramı tekrar eden olaylar için geçerlidir, dolayısıyla tekrar eden olaylarda olasılık hesapları kullanılabilir. Fakat buna karşılık, tekrar etmeyen olaylar için olasılık hesaplamalarını kullanmak mümkün değildir (Fontana and Gerrard, 2004: 626).

Temel belirsizlik durumlarında, iktisadi birimler olasılık hesaplamalarından ziyade kendi iç güdülerine güvenirlir (Rogers, 1989: 193). Paul Davidson'a (1991: 130-131) göre üç tür temel karar alma durumu söz konudur:

- ✓ Objektif olasılık durumu: karar alıcılar, gelecekle ilgili karar verirken geçmişini veri olarak ve bir rehber olarak kabul ederler.
- ✓ Subjektif olasılık durumu: içinde bulunulan zamanda gerçekleştirilen tercihlerin gelecekteki sonuçlarıyla ilgili bireylerin zihninde beliren bilgiler gelecekteki sonuçları yönetir.
- ✓ Gerçek belirsizlik durumu: iktisadi birimler, karar verdikleri anı gösteren şimdi ile kararların gelecekteki sonuçları arasında öngörülemez sonuçların olacağını bilirler. Dolayısıyla bugün elde ettikleri bilgilere çok fazla güvenmezler.

Objektif olasılıkta, piyasadan elde edilen anlık verilere ve geçmişteki verilerin istatistiksel analizine bağlı olarak kararlar verilir. Diğer yandan, subjektif olasılıkta, beklentiler fayda teorisine bağlı olarak oluşturulur. Fakat, yerleşik iktisat içerisinde hem hesaplanabilir risk hem de belirsizlik aynı şeylermiş gibi ele alınmaktadır. Rasyonel beklentiler teorisi, objektif ve subjektif olasılık durumlarının her ikisini de kabul eder. Tarihsel olaylarla ilgili olasılık dağılımları vardır ve bu dağılımlar geçmişte olduğu gibi gelecekteki olayları da belirlemeye devam eder. Bundan dolayı, gelecek geçmişin bir yansımasıdır (Davidson, 1991: 129, 131).

Yerleşik iktisatçılardan farklı olarak Post Keynesyenler, üçüncü durumun geçerliliğini kabul ederler; reel kapitalist ekonomilerde temel belirsizlik (the fundamental uncertainty) durumu geçerlidir ve olasılık hesapları karmaşık ve gelişmiş kapitalist ekonomiler için uygun değildir.

### **Para ve Parasal Sözleşmeler**

Parasal üretim ekonomisinde ilişkiler reel terimlerle değil parasal terimlerle ifade edilir. Bu parasal anlaşmalar, üretimin ve mübadelenin tarihsel zaman içerisinde gerçekleşmesini mümkün kılar ve anlaşmadaki tarafların gelecekteki sonuçları etkilemelerine yardımcı olur. Parasal sözleşmeler ayrıca, belirsiz bir gelecekte olabilecek olaylara karşı verilecek tepkilere de bir esneklik kazandırır. Örneğin ücret sözleşmeleri genel sözleşmeler içerisinde önemli bir yer tutar ve bir parasal sözleşmedir. Parasal sözleşmeler yoluyla emek maliyetlerinin hem şimdiki zaman içerisinde hem de gelecekte istikrarlı olmasına katkıda bulunulur. Bir ekonomide, tüm parasal sözleşmeler aynı anda değil farklı zamanlarda gerçekleştirilirler. Bundan dolayı, üreticilerin yükledikleri emek maliyetleri açısından sürekli bir istikrar sağlanmış olur ve

bu istikrar üreticilerin geleceğe güvenle bakmalarına katkıda bulunur. Bu bağlamda, parasal ücret sözleşmeleri hem emek hem de sermaye açısından bir istikrar unsuru olur (Rotheim, 1999: 91).

Parasal bir üretim ekonomisinde, para, emek ve sermaye gibi, üretim fonksiyonu içerisinde yer alır:

$$Q = f(L, K, M)$$

Yukarıdaki eşitlikte Q çıktı miktarını, L emeği, K sermayeyi ve M ürünün değerini para olarak realize eden kurumsal süreci ifade etmektedir. Fonksiyon, emeğin ve sermayenin miktarlarındaki artışlarla beraber sisteme daha fazla para girişinin olmasını sağlayan kurumsal süreçteki gelişmelerin de üretim miktarını artıracaklarını ifade etmektedir. Kurumsal süreç aynı zamanda uygun para ve maliye politikalarını da ifade etmektedir (Dillard, 1987: 1624). Böyle bir parasal üretim ekonomisi içerisinde para üretimin hemen başında gereklidir ve üreticiler yatırım için gerekli parayı sağladıktan sonra mal ve hizmet üretimi gerçekleştirilir. İkinci aşamada üretilen bu mal ve hizmetler satılır ve üretim sürecinin başında üreticiler tarafından sisteme dahil edilen para tekrar üreticiye geri döner.

### **Belirsizlik ve Para İlişkisi**

Diğer varlıklarla birlikte para bir ekonomide neden talep edilir? Para dışındaki diğer varlıklar faiz ya da sermaye kazancı sağladıkları için talep edilirlerken, nakit para herhangi bir getiri sağlamazken neden sürekli olarak talep edilmektedir? (Ritzmann, 1999: 167). Bu sorunun cevabı ile temel belirsizlik arasında çok yakın bir ilişki söz konusudur ve bu bağlamda verilen cevap mübadele amacı ile talep edilir şeklindeki basit cevabı aşan bir mahiyete sahiptir.

Sigorta uygulamalarına başvurmak, bir uzmanın görüşlerine dayanarak bir karar vermek, güvenilir olduğu kabul edilen bazı varlıkları tutmak v.b. uygulamalar riskin azaltılmasını sağlayan uygulamalardır. Fakat buna karşılık, temel belirsizliğin geçerli olduğu durumlarda, beklentileri yönlendiren ve etkileyen referanslar geçerliliklerini yitirecekleri için belirsizliğin derecesi daha da artacaktır. Tüm beklentilerdeki güven aniden ortadan kalkacak, beklentilerin kendisi önemini yitirecektir. Bazı durumlarda, örneğin, mevduat sahiplerinin bankalara karşı, vatandaşların merkez bankasına ya da devlete karşı güvenleri azalabilir ve bu durum gerçekleştiğinde riskten kaçınmak için olasılık hesaplarına başvurmak neredeyse imkansızlaşır. Ancak bu gibi durumlarda, likidite tercihi önemini kaybetmeyecektir. İktisadi birimler, altın ve gümüş gibi değerli metallerden daha fazla tutarak ya da ellerindeki nakit miktarını artırarak belirsizliğe karşı güçlü bir duruş sergileyebilirler (Ritzmann, 1999: 168).

Paranın, belirsizlik ortamında kendisinden beklenen görevleri yerine getirebilmesi için, üç temel özelliğe sahip olması gerekir. Bu özellikler; sıfır üretim esnekliği, sıfır ikame esnekliği ve sıfır taşıma maliyetidir. Sıfır üretim esnekliği şunu ifade eder: paranın fiyatı arttığında, daha fazla emek kiralanmak suretiyle paranın üretiminin hemen artırılmaması gerekir; bir üretim fonksiyonu yoktur. Sıfır ikame esnekliği, para ile kolayca üretilebilen diğer mallar arasında likidite bağlamında ikamenin olmamasını ifade eder. Örneğin, insanlar kaynakları bugün kullanma noktasında isteksiz iseler, gelirlerini kolayca üretilebilen mallardan paraya doğru yönlendireceklerdir. Bu durum para talebinin ve paranın fiyatının artmasına neden olacaktır. Eğer ikame oranı sıfır ise, paranın fiyatındaki bu artış insanların kolayca üretilebilen mallara doğru yönlendirmeyecektir. Bundan dolayı, para değer stoku olmaya devam edecektir (Davidson, 1994: 94-95).

Belirsizlik koşulları arttığında, iktisadi birimler tüketim harcamalarını kısma meyillidir. Azalan bu tüketim harcamaları, para talebinin artmasına ve mal talebinde bir azalmaya neden olacaktır. Bu sebepten ötürü, Keynes ve Post Keynesyenler, etkin talepteki dalgalanmalar ile para arasında güçlü bir ilişki olduğunu ileri sürmektedirler (Filho ve Conceição, 2005: 581).

Post Keynesyenlerin likidite tercihi ile ilgili bu görüşleri likiditesi yüksek varlıklarla düşük varlıklar arasında yapılan tercihi yansıtmaktadır. Yapılan bu tercih aynı zamanda farklı likidite düzeylerine sahip varlıklar için geçerli olan faiz oranı farklılıklarını da belirlemektedir. PKİ Likidite Tercihi Teorisi'ne göre, likidite tercihi ile geleceğe ilişkin güven arasında ters yönlü bir korelasyon vardır. Örneğin, bankacılık sektörü geleceğe dair güvenini kaybetmişse, bankalar kredi arzlarını kısarak likid bir pozisyona geçmek isteyecektir. Bu davranışları sisteme zarar verse de azalan güvenden dolayı bankalar bu şekilde davranmaya devam edecektir (Rochon, 1997: 290).

## **2- Hyman Minsky'ye Göre Finansal Kırılganlığın Temel Nedenleri**

Minsky kapitalist sistemi tanımlarken yukarıda genel çerçevesi sunulan PKİ'nin kapitalizm tanımı kabul eder ve kapitalist sistemin genel olarak istikrarsız bir sistem olduğunu ve bunun sistemin kendi içsel mekanizmalarından kaynaklandığını, sisteme dışarıdan müdahale edilmese bile sistemin istikrarsızlık doğurma eğilimi içerisinde olduğunu belirtir. Kapitalist sistem içerisinde içsel olarak istikrarsızlığı doğuran temel unsur, kârlar, yatırım düzeyi, yatırımın finansmanı ve borç ödemeleri arasındaki ilişkilidir (Minsky, 1986: 325). Sistemdeki finansal kırılganlık, bu ilişkilerde meydana gelen aksamalardan dolayı ortaya çıkar.



Finansal kırılabilirlik nedir? Minsky (1995: 8-9) sağlam ekonomi ile kırılabilir ekonomi ayırımını yaparak kırılabilirliği tanımlar. Buna göre, bir ekonomide eğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi noktasında ortaya çıkan küçük bazı aksamalar sistemde zincirleme olarak büyük değişimlere neden olmuyorsa ya da olsa bile sistem çok kısa bir zamanda kendini toparlayabiliyorsa o sistemin sağlam olduğu ileri sürülebilir. Buna karşılık, eğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi açısından bazı aksamalar karşısında sistem çok büyük tepkiler veriyorsa ve sistem kendini toparlayamıyorsa o sistem kırılabilir bir yapıya sahiptir denir. Sistem genelinde geçerli olan bu yapı tek tek firmalar, hanehalkları ve finansal kurumlar için de geçerlidir. Bir iktisadi birimin sağlam bir yapıya mı kırılabilir bir yapıya mı sahip olduğu, bu iktisadi birimin elde edeceği nakit akımları ile yerine getirmesi gereken yükümlülüklerle bağlı olarak belirlenir. Bu bağlamda eğer bir birimin elde edeceği nakit akımları (gelir-kar vb.) yükümlülüklerini yerine getirilmesini sağlıyorsa o birimin sağlam olduğu, aksi takdirde kırılabilir olduğu söylenebilir. Bu açıklama, son 2007-2008 finansal kriz döneminde de görüldü. Eşik altı konut piyasasında yükümlülükler yerine getirilemediği için bu piyasada başlayan problemler kısa sürede tüm sistemi etkilemiş ve sistemin kendisini toparlaması uzun bir sürece yayılmıştır ki günümüzde süreç hala devam etmektedir.

Kapitalist piyasa ekonomileri istikrarı sağlama ve yüksek maliyetli yatırım mallarının üretim sürecinde kullanılmasını sağlama noktasında gerekli teminatı sağlamamaktadır. Piyasada yatırım mallarının fiyatlarını ve yatırım mallarının akımını belirleyen süreçler sistemi güçlü bir şekilde istikrarsızlığa doğru sürüklemektedir (Minsky, 1986; 329). İleri düzeyde gelişmiş finansal piyasaların ve oldukça yüksek maliyetli sermaye varlıklarının olduğu kapitalist ekonomilerde, yatırımcılarla bankalar veya diğer finansal araçlar arasındaki ilişkiler temel iktisadi problemin belirlenmesinde merkezi bir yer tutar. Yerleşik iktisat kuramı içerisinde temel iktisadi problem kaynakların kıtlığı ve bu kıt kaynakların alternatif kullanım alanları arasında en etkin bir şekilde dağılımını sağlamak iken, parasal üretim ekonomisi yaklaşımında ise ekonomideki sermaye birikimi temel iktisadi problemdir ve iktisadi krizler de dahil olmak üzere birçok sorun sermaye birikimi sorunuyla yakından ilişkilidir (Minsky, 1992b: 2).

Kapitalist sistem, dinamik bir sistemdir ve bu dinamizm nedeniyle sabit kurullarla ekonomileri yönetmeye çalışmak rasyonel değildir. Sistem içerisinde devlet dahil bütün kurumlar ve iktisadi davranışlar birbirlerini etkilerler. Piyasalardaki rekabetin büyümeyi sağladığı ve girişimciliği geliştirdiği doğrudur fakat aynı zamanda kısa vadeli hesapların ağırlık kazanmasına ve riskin birikmesine de neden olur. Ekonominin her alanında görülebilecek yenilikler (inovasyonlar) yeni piyasaların gelişmesine, yeni kâr alanlarının yaratılmasına katkıda bulunmaktadır, fakat diğer taraftan iktisadi yapıda önemli

değişikliklere de neden olduğu unutulmamalıdır. Bankalar ya da finansal kurumlar borç verirken temel kriterlere uyarak borç verilerse hem büyümeye hem de ekonomik istikrara katkıda bulunabilirler, fakat geçmişte ve günümüzde birçok problemin finansal sistemden kaynaklandığı da göz ardı edilmemelidir. Aynı şeyler devlet müdahalesi için de geçerlidir. Yerinde ve ayarında yapılan devlet müdahaleleri istikrar getirirken bu müdahaleler, bizatihi istikrarsızlığın nedeni de olabilirler. Kısaca sistem içerisindeki kurumlar ve davranışlar birbirlerini etkilerler ve hem istikrara hem de istikrarsızlığa neden olabilirler (Tymoigne, 2008: 6).

Minsky (1992b: 14), Post Keynesyenlerin yukarıda verilen genel görüşlerine uygun olarak, iktisadi olayların tarihsel zaman içerisinde cereyan ettiğini belirterek bu olayların en iyi şekilde kavramsallaştırılabilmesi için öncelikle "...piyasadaki içsel süreçlerin yatırımı, istihdamı, gelir düzeyini, tüketimi ve portföylerin kompozisyonunu belirlediği kabul edilmelidir..." demektedir. Ayrıca, iktisadi olaylar tarihsel zaman içerisinde gerçekleştiğinden, yani ekonomi daima değişken bir karaktere sahip olduğundan dolayı, ekonominin nasıl çalıştığını anlayabilmek için yaşanan iktisadi olaylar hakkında mutlaka tarihsel bilgiye sahip olunması gerekmektedir (Minsky, 1985: 6-7). Mutlak belirsizlikten dolayı, iktisadi birimlerin geleceğe dair öngörülleri de güvenilir değildir (Minsky, 1985: 6-7 ve 1995: 16).

Kapitalist ekonomilerin temel özelliklerinden birisi finansal ilişkilerdir. İktisadi birimler arasındaki temel parasal akımlar temel finansal ilişkileri oluşturur. Yapacakları üretimle gelecekte kâr elde etmeyi uman üreticiler, üretim sürecini başlatmak için bankalardan veya diğer finansal araçlardan kredi talebinde bulunurlar. Üretilen malların satışından elde edilen kârlar, finansal araçlardan temin edilen kredilerin tekrar geri ödenmesini sağlayan temel kaynaktır ve kredilerin geri ödenmesi ekonomideki ikinci parasal akımın oluşmasına neden olur. Ekonomideki parasal akımlarda sadece üreticiler ve finansal araçlar değil aynı zamanda hanehalkları, uluslararası birimler ve devlet de yer almaktadır. Bu birimler arasındaki ilişkiler sistemin performansını ve sermaye birikimini belirler. Sermaye birikimini sağlayan bu dinamik ilişkiler aynı zamanda kırılganlığın ve istikrarsızlığın da temel kaynağıdır (Minsky, 1992a: 3-8). İstikrarsızlık borç-gelir ilişkisinin bozulmasından kaynaklanır. Firmaların ve hane halklarının, tüketim ve yatırım amaçlı aldıkları borçları yerine getirebilmeleri elde edebilecekleri gelir akımlarına bağlıdır. Firmalar nakit akımlarını yaptıkları yatırımlardan hanehalkaları da daha çok ücret gelirlerinden elde ederler. Dolayısıyla yatırım ve tüketim harcamalarının finansmanı öncelikle elde edilecek ya da edilmesi umulan gelirler ve bunun yanında borçlanmadır. Bu durum kapitalizmin temel niteliklerinden birisidir (Minsky, 1995: 5).

Minsky, günümüzde geçerli olan finansal ilişkiler açısından hareketle, kapitalizmin bugün aldığı son şekli para yöneten kapitalizm “money manager capitalism” olarak adlandırmaktadır. Minsky'ye (1996: 362) göre “...kapitalizm sürekli dönüşüm geçiren dinamik bir sistemdir ...” ve bu özelliğinden dolayı tarihsel süreç içerisinde birkaç forma sahip olmuştur ki günümüzdeki formu para yöneten kapitalizm olarak adlandırılabilir. Para yöneten kapitalizmin temel özelliklerini Minsky aşağıdaki gibi tanımlamaktadır:

- “1.Hemen hemen bütün işletmeler şirketler (corporations) şeklinde organize olmuştur.
2. Bu şirketlerin yükümlülüklerinin önemli bir kısmı bankaların, sigorta şirketlerinin, yatırım fonlarının ya da emeklilik fonlarının elindedir.
3. Emeklilik fonları, yatırım fonları gibi kurumlar finansal sistemin yeni bir şekle bürünmesine neden olmuştur.
4. Emeklilik fonları ve yatırım fonları, sahip olabilecekleri varlıkları ve gerçekleştirebilecekleri faaliyetleri gösteren sözleşmelerle sınırlandırılabilir.
5. Fon yöneticileri için belirlenen temel amaç, gerçekleştirdikleri yatırımların değerini maksimum kılmaktır.
6. Bir fonun ya da fon yöneticisinin performansı, varlıklardan elde edilen toplam getirilerle ölçülmektedir ki bu getiriler de faiz, kâr payı ve hisse senetlerinin değer kazanmasından dolayı elde edilir” (Minsky, 1996: 363)

Para yöneten kapitalizm aşaması kapitalist sistemin şimdilik en son vardığı aşamadır ve bu aşama aslında uzun bir süreci kapsamaktadır. Minsky bu sürecin II. Dünya Savaşı'ndan sonra başladığını ifade etmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde 1930'lardan başlayarak II. Dünya Savaşı'nın sonuna kadar devletin ekonomideki ana dış kaynak sağlayıcı olması aslında süreci başlatan ana unsurdur. 1940'ların ikinci yarısında hanehalklarının büyük bir kısmı devlet tarafından ihraç edilen borç kağıtlarını sahipti ve işletmelerin de tuttukları önemli miktardaki kamu borç kağıtlarından dolayı net olarak fazla veren bir pozisyona sahipti. Bu durum Minsky'ye göre para yöneten kapitalizmi başlatan ilk uygulamalardı. Daha sonra finansal varlıkların alım ve satımına ilişkin spekülasyon hareketlerin başlaması ve sosyal sigorta alanında özel sektörün de bulunmasına izin verilmesi giderek sistem içerisinde mali varlıkların miktarının artmasına ve bu varlıkların yönetiminde uzmanlaşmış kurumların ortaya çıkmasına neden olmuştur (Minsky ve Whalen, 1996: 4). Süreç 1970'lerin sonları ve 1980'lerin başlarındaki serbestleştirme (deregülasyon) politikaları ve finansal yenilik hamleleriyle iyice hızlanmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler bir taraftan finansın küreselleşmesine diğer taraftan finansal kurumlarda da önceki dönemlerle

kıyaslanmayacak ölçüde bir dönüşümün yaşanmasına (Minsky, 1993a: 2) neden olmuştur. Finansal sistemin uzun dönüşümü içerisinde, özellikle 1980'lerden sonra, “gölge bankalar” olarak adlandırılan kurumların ortaya çıkması da günümüz finansal sisteminin para yöneten kapitalizm olarak adlandırılmasına katkıda bulunmuştur. Özellikle bankaların sıkı denetim altına alınması denetimden uzak finansal kurumların ortaya çıkışını tetiklemiş ve bu kurumların ortaya çıkması firmaların bankalardan borç almaktansa çıkardıkları borç kağıtlarını bu yeni finansal kurumlara satarak finansman kaynağı elde etmelerinin yolunu açmıştır (Wray, 2011a: 9). Bu sayede birçok finansal işlem denetimden uzak bir şekilde gerçekleştirildiği için sistemdeki risk, son finansal krizde de gerçekleştiği üzere, gözlerden uzak bir şekilde birikebilmektedir.

### **3- Finansal İstikrarsızlığı Hazırlayan Gelişmeler**

Bir ekonomide krizlerin olup olmayacağı, ekonominin finansal kesiminin ne kadar sağlam olup olmadığına bağlıdır. Finansal sistemin sağlam olup olmadığı ya da kırılgan olup olmadığı ise, yukarıda da değinildiği üzere, gelirlerden kaynaklanan nakit akımlarının ödemelerle ilgili sözleşmeleri yerine getirip getirmediğine bağlıdır. Bu çerçevede içerisinde, eğer finansal sistem içerisinde gelirler yükümlülüklerin yerine getirilmesi için yeterli değilse sistemdeki kırılganlıkların arttığı söylenebilir. Minsky (1992b: 5) kapitalist ekonomilerin iyi dönemlerde, sağlam finansal ilişkilerden (gelirlerin yükümlülükleri karşılamaya yettiği) kırılgan ilişkilere doğru evrilme yönünde bir eğiliminin olduğunu ifade etmektedir.

Hedge finansman türü, iktisadi birimin elde ettiği nakit akımlarının ya da nakit birikiminin borç anlaşmalarının ana para ve faiz ödemelerini karşılayacağı bir durumu ifade eder. İktisadi birimin genel nakit durumu borçları ödemeye yeteceği için, iktisadi birim sahip olduğu finansal varlıkları satmak zorunda değildir ya da borçlarını çevirmek için finansal piyasalardan borçlanmak zorunda değildir. Piyasalarda ani gelişmelerin olması durumunda, örneğin faiz oranlarının değişmesi ya da satışlarda beklenmedik düşüşler gibi, iktisadi birim çok hızlı ve sorunsuz bir şekilde yeni duruma uygun bir pozisyon alabilir. Spekülatif finansman türünde, borçların çevrilebilmesi için yeniden borçlanmalara başvurulması gerekebilir. Çünkü nakit akımları borç faizlerinin ödenmesine yetmekte fakat borçların karşılanmasına yetmeyebilmektedir. Dolayısıyla borçların ödenebilmesi için, yeniden borçlanmaya başvurulabilir ya da varlık satışına gidilebilir. Ponzi finansman türünde ise, borçların hem ana para hem de faizinin ödenebilmesi için elde edilmesi gereken nakit akımları elde edilemediğinden giderek daha fazla miktarda yeni borçlara başvurulması ya da sahip olunan varlıkların devamlı artan oranda satışı söz konusudur. Dönem başında, nakit akımları ya da satılabilecek varlık miktarı yeterli

görünebilir fakat belli bir zaman sonra bunlar çok hızlı bir şekilde yetersiz duruma gelebilir. Finansal istikrarsızlığa yol açan finansman türü bu finansman türüdür (Tymoigne, 2009: 7).

Minsky (1995: 4-5), ciddi finansal problemlerin uzun süre ortaya çıkmaması durumunu istikrarlı ekonomik ortamlar şeklinde tanımlamaktadır. İstikrarın uzun sürdüğü bir zaman döneminde, firmalar, hane halkları, bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar, kârlarını artırma girişimlerinde risk düşük olduğu için portföy yapılarını yavaş yavaş değiştirmeye başlarlar. Süreç içerisinde firmaların ve hanehalklarının elde ettikleri nakit akımlarının her geçen gün daha büyük bir kısmı yükümlülüklerin karşılanması için ayrılır. Belirli bir dönem sonra hanehalklarının ve firmaların elde ettikleri nakit akımları borçların ana parasını ödemeye yetmemeye başlaması durumunda finansal kuruluşlar çeşitli zorluklarla karşı karşıya kalırlar. Bu durumu gören finansal kuruluşlar giderek verdikleri kredileri kısacak ve bu durum zincirleme bir etki meydana getirecektir. Önce tüketim ve yatırım harcamalarının finansmanında azalma olacak, ikinci aşamada finansmandaki bu azalma tüketim ve yatırım harcamalarının kendisinde bir azalmaya yol açacak ve üçüncü aşamada azalan tüketim ve yatırım harcamalarından dolayı kârlar ve gelir akımları da azalmaya başlayacaktır ki sonuçta borç anlaşmalarındaki ana para ve faiz ödenemeyecek duruma gelecektir.

Borç anlaşmalarından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumunu Minsky (1982: 13) finansal istikrarsızlık olarak tanımlar. Kriz sürecinde finansal ve sermaye varlıklarından oluşan ekonomideki toplam varlıkların fiyatlarında ani ve hızlı bir değişim ortaya çıkar ki bu değişim üretilmiş olan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişiminden çok daha hızlıdır. Burada yükümlülüklerin yerine getirilmesini engelleyen temel unsur piyasa tarafından belirlenen nakit akımlarının ya da varlık değerlerinin yeterli olmamasıdır. Bu durumun giderek artması, sistemdeki kırılganlığın yükselmesi, finansal krizin hızlı bir şekilde ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Burada Minsky, iki fiyat sistemi olarak adlandırılan modeli kullanmaktadır.

Minsky'ci analiz içerisinde toplam talep elde edilecek sermaye gelirlerinin en önemli belirleyicisi olarak kabul edilir ve bundan dolayı toplam talep ve toplam talebi oluşturan unsurlar önemli bir yer tutar. Toplam talebin tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve ithalat arasında nasıl paylaştırıldığı ve aynı zamanda tasarruf ve tüketim eğilimleri sermaye gelirlerinin temel belirleyicileridir (Minsky, 1993b: 2). Hiçbir üretici, ürettiği malların satışına ilişkin olumlu bir beklentiye sahip değilse, üretim kararı almayacaktır. Dolayısıyla ekonomideki istihdam hacmi de toplam talebe bağlı bir değişken olmaktadır. Kapitalist sistem otomatik olarak toplam talebi artıracak mekanizmalara sahip değildir ve toplam talebin daraldığı dönemlerde kamu

müdahalesi gereklidir çünkü toplam talebin azalmasıyla birlikte üreticilerin satış beklentileri ve kâr düzeyleri azalacak ve bunlara bağlı olarak yatırım harcamaları azalacaktır. Sistemin merkezinde yer alan yatırım harcamalarındaki azalma ise krizin oluşumuna yol açacaktır (Minsky, 1985: 2).

PKİ içerisinde ve özellikle Minsky'nin çalışmalarında yatırım harcamalarının sistemin merkezine yerleştirildiği yukarıda vurgulanmıştır. Toplam talepteki azalmanın da tetikleyebileceği yatırım harcamalarında meydana gelen bir azalma adım adım finansal krizin oluşması için ortamı hazırlar:

“ ... yatırım harcamalarında meydana gelen bir azalma, aynı zamanda hanehalklarının da gelirlerinde azalmaya neden olacaktır. Önceki dönemde istikrarlı bir ortamdan dolayı iktisadi birimlerin borç düzeyleri arttığı için genel olarak sistemde de borçluluk düzeyi yükselmiş olacaktır. Borçluluk düzeyinin bu şekilde yüksek olduğu bir ortamda azalan yatırım ve tüketimdeki azalmanın tetiklediği kârlardaki ve gelirlerdeki azalma, finansal kurumlardaki sorunlu varlıkların miktarını artıracaktır. Düşen gelir ve kâr akımlarından dolayı yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen firmalar ve hanehalkları ellerindeki varlıkları satmak isteyecekler ve piyasaya sunulan varlık miktarındaki artış hem finansal varlıkların hem de sermaye varlıklarının piyasa fiyatlarının düşmesine neden olacaktır” (Minsky, 1995: 6).

Minsky'nin kullandığı anlamda finansal kırılganlık daha çok nakit akımlarının borç ödemelerini karşılayamaması durumunda ortaya çıkmaktadır. Firmalarla bankalar (ya da finansmanı sağlayan başka finansal kuruluşlar) arasında sözleşmenin yapıldığı dönemde nakit akımlarına ilişkin beklentiler o yatırımın kırılgan olmadığını gösterebilir. Ancak yine de, belirsizlik koşullarının yoğun olduğu kapitalist ekonomilerde, öngörülme yen gelişmeler, süreç içerisinde, örneğin daha yatırımlardan elde edilmesi beklenen nakit akımları elde edilmeden, kendisini hissettirebilir ve firmaların finansal durumunu kırılgan bir hale getirebilir ve sistemde finansal istikrarsızlığa yol açar.

Sistemin kendi iç dinamikleri finansal kırılganlık ve finansal istikrarsızlık sürecini hazırlarken, yanlış para ve maliye politikaları da dışsal gelişmeler (şoklar) olarak kırılgan yapının etkisini daha erken göstermesine neden olur. Örneğin faiz oranları üzerinde etki meydana getirecek olan bir para ya da maliye politikası uygulaması yatırımın kırılganlığını artırabilir. Para politikası faiz oranlarını artırıcı yönde bir etki meydana getirirse yatırımın kırılganlığını iki şekilde artırabilir. İlkinde, faiz oranlarındaki artış yatırımdan elde edilmesi umulan nakit akışlarının şimdiki değerini düşürür. İkinci etki ise,

eğer borçlar alınırken değişken faizler üzerinden anlaşma yapılmışsa, bu durumda da firmanın ödeyeceği borç artacağı için firmanın kırılganlığı artacaktır. Bu durum, döviz kuru değiştiğinde de, para ya da maliye politikası uygulamaları olmasa bile, yüksek oranda ithal aramalı kullanan, ihracat yapan ya da dışarıdan borçlanan firmalar için de geçerli olabilir ve kurun değişmesi faiz oranlarının neden olduğu etkileri üretebilir. Dolayısıyla dışı açık ekonomilerde kur değişimlerinin meydana getirebileceği etkilerinin de sözleşmeler yapılırken dikkate alınması gerekir (Kregel, 1998a: 3).

Finansal sistem içerisinde sadece mal ve hizmet üreten firmalar değil aynı zamanda finansal kuruluşlar da, eğer iktisadi ortamın iyi olduğu dönemlerde varlıkları ve yükümlülükleri arasında iyi bir denge kurmazlarsa, şartlar ya da politikalar değiştiğinde kendilerini aniden kırılgan bir yapı içerisinde bulabilirler. Faiz oranlarının hızlı bir şekilde değişmesi durumunda, hedge finansmandan spekülative finansmana ya da spekülative finansmandan Ponzi finansmana çok hızlı bir şekilde geçiş mümkün olabilir (Minsky, 1995: 11). Örneğin uluslararası finansal piyasalardan borçlanan finansal kuruluşlar, örneğin bankalar, uluslararası piyasalarda faiz oranları ya da döviz kurları değiştiğinde aniden kendilerini Ponzi finansman koşulları içinde bulabilirler. Uluslararası piyasalarda faiz oranları yükseldiğinde ya da kur yükseldiğinde, yurt içinden elde edecekleri nakit akımlarının beklenen şimdiki değeri düşebilir ve bankaları krizin eşiğine getirebilir. Bu durumda olan firma ve banka sayısı ne kadar çok olursa sistem kırılganlık durumundan istikrarsızlık durumuna o kadar hızlı sürüklenecektir (Kregel, 1998a: 4).

#### **4- Finansal İstikrarsızlığı Önleyecek Politikalar**

2007-2008 finansal krizi, mevcut neo-liberal paradigmanın birçok yönden eksik olduğunu bir kez daha gösterdi ve bazı konular üzerinde tekrar düşünülmesi gerektiğini hatırlattı. Skidelsky'ye (2010: 165-166) göre, kriz döneminde neo-liberal politikalarla alakalı üç tane temel başarısızlıkla karşılaşıldı: Kurumsal, entelektüel ve ahlaki başarısızlık. Kurumsal başarısızlık daha çok finansal sistemdeki kurumların başarısızlığı şeklinde görülmektedir fakat bu kurumsal düzenlemelerin arkasında yatan etkin piyasalar anlayışının da başarısız olduğu anlamına gelir. Yerleşik iktisat ve yerleşik iktisadin serbest piyasalar analizi, kurumsal ve entelektüel geçerliliğini önemli oranda yitirmiştir. Çünkü mevcut kriz, etkin piyasalar yaklaşımına olan güvenden dolayı krizi öngörememiş ve gerekli önlemlerin alınması noktasında geç kalınmasına neden olunmuştur. Ahlaki başarısızlığın temel nedeni ise, sistemin tamamen parasal değer yaratılmasına oturtulmuş olmasıdır. Büyüme insanlara daha iyi bir gelecek sunma arzusunun bir gereği ya da bir aracı olarak değil de

daha çok parasal olarak ölçülen ve varılması gereken bir hedef olarak kabul edilmiştir.

Post Keynesyenler'in ve Minsky'nin finansal istikrarsızlıkların ve finansal krizlerin önlenmesine yönelik olarak ileri sürdükleri çözüm önerilerini bu bağlam içerisinde düşünmek gerekir. Geçici ya da bazı sektörel öneriler bu bağlamda etkin çözüm yöntemleri değildir. Wray'a göre Minsky'nin çalışmaları gözden geçirildiğinde aşağıdaki 6 maddenin öne çıktığı görülmektedir. Bunlar:

- ✓ “ Kapitalist bir ekonomi finansal bir sistemdir
- ✓ Neoklasik / anaakım iktisat finansal sistemin sorun oluşturacağı görüşünü reddettiği için günümüz için uygun bir yaklaşım değildir
- ✓ Finansal yapı her geçen gün daha da kırılgan bir hal almaktadır
- ✓ Bu kırılganlık durgunluk ya da derin bir depresyonu mümkün kılmaktadır
- ✓ Durgun bir ekonomi sermaye gelişimini desteklemeyecektir
- ✓ Bununla birlikte, devletin sahip olduğu mali gücün uygun kullanımıyla uyumlu olacak şekilde finansal yapıda gerçekleştirilecek reformlarla durgunluktan kaçınmak mümkündür ” (Wray, 2011b: 6).

Yukarıda yer alan ikinci maddeden de görüldüğü üzere, Minsky ve Post Keynesyen iktisatçılara göre, herşeyden önce, iktisadi olayları açıklayacak yeni bir paradigmaya ihtiyaç vardır. Bu yeni paradigma herşeyden önce mantıksal zaman içerisinde değil, tarihsel zaman içerisindeki gerçek iktisadi olayları açıklayacak şekilde dizayn edilmelidir. Yeni paradigmada, para ve finansal ilişkiler dışarıda bırakılmamalı, para-kredi ilişkileri tüm boyutlarıyla analizlere dahil edilmelidir (Minsky, 1982: 14). Sistemdeki sorunlar, sadece sisteme dışarıdan yapılan müdahalelerin bir sonucu olarak görülmemeli, sistemin kendi içsel mekanizmalarıyla sistemin bizzat kendisinin üreteceği sorunlar olarak kabul edilmelidir. Kısaca, gerçek dünyayı daha iyi açıklayan parasal üretim ekonomisine uygun bir paradigma hakim kılınmalıdır (Minsky, 1995: 2). Çünkü finansal sistem içerisinde cereyan eden para-kredi ilişkileri, parasal ve finansal yapılar sadece geçmişi, şimdiki ve geleceği birbirine bağlayan hatları kurmamakta aynı zamanda sistemdeki uyumsuzlukları ortadan kaldıran istikrarlı bir kapitalist sistemin nasıl olması gerektiğini de ortaya koymaktadır. Parayı ve finansal ilişkileri başlangıç noktası olarak almayan bir teorinin, yatırım sürecinde finansal araçların ve bankaların merkezi bir yer işgal ettiği günümüz kapitalist ekonomilerini tam bir şekilde analiz etmesi beklenemez (Minsky, 1992b: 6).



Kamu harcamaları, ekonomide meydana getirecekleri etkilerle finansal krizlerin engellenmesine ve yükümlülüklerin yerine getirilmesine katkıda bulunabilirler ve bu açıdan bir politika aracı olabilirler. Kamu harcamalarının yaratacağı etkiler, gelir ve istihdam etkisi, nakit akımları etkisi ve portföy etkisidir. Birinci etki, Keynesyen iktisatta da çokça kullanılan kamu harcamalarından kaynaklanan çarpan etkisidir. İkinci etki, kamu harcamalarından kaynaklanan nakit akımlarının özel sektörün borçlarını ödeyebilmesi için yaptığı katkıdır. Üçüncü etki ise, kamunun ihraç edeceği güvenli borç kağıtlarının özel sektör tarafından daha fazla tutulması ve bu sayede portföydeki sorunlu varlık oranlarının azaltılmasıdır. Ancak kamu harcamalarının finansal istikrarsızlıkların engellenmesi noktasında yetersiz kalabileceği durumlarla da karşılaşılabilir. Sistem içerisinde bulunan bazı büyük firmaların batması, borç deflasyonu denilen süreci tetikleyebilir ve sistemik bir riskin oluşmasına neden olabilir. Burada merkez bankası devreye girerek en son ödünç veren rolünü oynayarak bu tür yayılma etkilerini başlamadan engelleyebilir. Bu çerçevede bir merkez bankasının asıl rolünün para arzının kontrolü olmadığı fakat ödemeler sisteminin aksamadan çalışmasını sağlamak olduğunun altı özellikle çizilmektedir (Papadimitriou ve Wray, 1999: 3). Merkez bankalarının bu şekilde davranışı sistem içerisinde borçların ödenememesinden kaynaklanabilecek çöküşün önüne geçecektir. Merkez bankası ayrıca kriz yaşandıktan sonra borçların yeniden yapılandırılmasına katkıda bulunarak sistem içerisinde Ponzi finansmanın ağırlığının azalmasına ve hedge finansmanın ağırlığının artmasına katkıda bulunabilir (1982: 36-37). Ancak merkez bankalarının etkin para politikası yürütmeleri ve en son ödünç veren olma rollerini tam olarak yerine getirebilmeleri için finansal piyasalarda meydana gelen değişimleri çok yakından takip etmeleri gerekmektedir. Çünkü değişen şartlar bir önceki dönemde geçerli olan para politikası araçlarını etkisiz bırakabilir (Minsky, 1957: 171).

Burada bahsedilen müdahaleleri sadece finansal piyasalarla ilişkili olarak da görmemek gerekir. Örneğin ücret düzeyleriyle ilgili asgari ücret düzenlemeleri de bu kapsamda düşünülmelidir. Asgari ücret düzenlemeleri, ücretlerin ve fiyatların ani bir şekilde düşmesini engelleyerek ekonomideki borçlar, yatırım düzeyi ve toplam kârlar üzerinde etkiler meydana getirip sistemde ortaya çıkabilecek krizi başlangıçta önleyici etkilere sahip olacaktır (Minsky, 1992b: 12).

Finansal piyasalara ilişkin öneriler, sadece finansal sistemdeki bazı kurumların etkin bir şekilde denetlenmesi ile sınırlı değildir. Ekonomi bir bütündür ve sistemdeki kurumlar dinamik ilişkilerle birbirlerine bağlı oldukları için, sadece finansal piyasalara dönük olarak alınacak önlemler yetersiz kalacaktır ve devletin ekonominin genelinde gerek duyulduğunda müdahale

etmesi gerekir. Bu bağlamda, finansal piyasaların etkin bir şekilde denetlenmesi ve kredilerin kontrolü de dahil olmak üzere bazı sınırlandırmaların konulması, alt yapı harcamalarının artırılması, gelir adaletsizliğini gidermek için transfer harcamalarının yanında istihdamı artırıcı politikaların uygulanması v.b. gerekmektedir (Wray, 2011b: 3). Minsky (1986: 295), geliştirilecek uygun bir strateji ile enflasyonun, işsizliğin ve finansal istikrarsızlığın engellenebileceğini ve tam istihdamın sağlanabileceğini ileri sürmektedir.

Minsky'ye göre (Minsky, 1993b: 2-3), finansal sistem gelişen yeni ihtiyaçlara göre yeniden dizayn edilirken mutlaka, ekonomide özel sektörün hangi tür yatırımlara ve ne kadar ihtiyaç duyduğu göz önünde tutularak dizayn edilmelidir. Görüldüğü üzere Minsky, yatırımları tüm sistemin merkezine yerleştirmektedir. Çünkü, kapitalist sistem içerisinde özel sektör, bir taraftan sermaye varlıkları üzerindeki kontrolü elinde bulundurduğu için ve diğer taraftan da yatırım talebi ile yatırım mallarının önemli bir bölümünü talep ettiğinden dolayı, finansal istikrarsızlığı ve krizleri engellemek için özel sektördeki yatırım ve yatırımın finansman ilişkileri başlangıç noktası olarak alınmalıdır (Minsky, 1986: 349).

Yukarıda da değinildiği üzere, kapitalist sistemlerde ekonomilere dışarıdan müdahale edilmese bile sistemin kendi iç dinamik yapısı istikrarsızlık üretebilecek eğilimleri içinde barındırmaktadır. Tam da bu noktada, sistemi devamlı gözetleyen, kırılganlıkları tespit eden ve kırılganlıklar ortaya çıktığında müdahale eden, iktisadi çevrimlerde dengeleyici unsur olarak bir kamu müdahalesine her zaman ihtiyaç vardır. Uygulanacak kamu müdahaleleri makro ekonomik programlar şeklinde olmalı yani ekonominin birçok sektörünü kapsamalıdır. Bu bağlamda, işgücü piyasasının gerektiğinde yönlendirilmesi, finansal piyasaların devamlı gözetilmesi ve denetlenmesi, yatırım projelerinin gerektiğinde desteklenmesi, ama tüm bunların devamlı bir şekilde yapılması gerekir (Tymoigne, 2008: 7). Çünkü, kamunun sisteme yapacağı müdahalelerle, sistemde istikrarsızlık yaratabilecek dinamikler için alt ve üst limitler belirlenecek ve bu şekilde istikrara katkıda bulunulacaktır. Ancak kamunun denetimi ve müdahalesi sadece ekonomide işler kötüye gittiğinde değil ekonomide istikrar hakim olduğu dönemlerde de önleyici bir tarzda gerçekleştirilmelidir (Munaz, 2011: 20-21). Çünkü sistemin kriz doğurabilecek kendi içsel mekanizmaları, yukarıda da değinildiği üzere, istikrarlı ortamlarda filizlenmeye başlamaktadır.

Merkez bankaları günün koşullarına uygun olarak politika üretmeli ve araçlarının etkin olup olmadığını devamlı kontrol etmelidir. Çünkü merkez bankalarının politikalarının etkin olup olmadığı finansal sistemin değişme hızına bağlıdır. Mevcut yapısını uzun süre devam ettiren bir finansal sistem içerisinde merkez bankaları mevcut para politikası araçlarını uzun süre

kullanabilirler. Fakat sistem değiştiğinde para politikalarının tekrar gözden geçirilmesi gerekir (Minsky, 1957: 171). Günümüz finansal piyasalarına bakıldığında hem yurt içinde hem de uluslararası alanda finansal piyasaların çok hızlı değiştiği rahatlıkla görülmektedir. Böyle hızlı bir dönüşüm geçiren ve giderek de büyüyen finansal ortam içerisinde merkez bankalarının sabit para politikası araçlarıyla başarılı olma ihtimalleri oldukça düşüktür. Bugün birçok merkez bankasının, makro ihtiyatlı politikalar için arayışlara girmesi ve politika araç setini genişletmeye çalışmalarının temel sebebi budur. Ayrıca Minsky'ye (1996: 360) göre finansal piyasalarda, değişen şartlarla beraber belirsizliğin derecesi arttığı için bu belirsizliği azaltacak yeni kurumların kurulması gerekmektedir. Bu tür gelişmelerin engellenebilmesi için finansal reformların sadece bazı kurumların düzenlenmesi ve devletin sigorta sistemini yaygınlaştırması şeklinde değil fakat daha kapsayıcı bir şekilde yapılması gerekmektedir. Finansal istikrarsızlığa yol açan ana unsur, yukarıda da değinildiği üzere, Ponzi finansman türüne uygun bir pozisyon içinde bulunan iktisadi birimlerin sayısındaki artıştır. O halde alınacak finansal tedbirlerle bu tür Ponzi finansmanla sonuçlanacak finansal işlemlerin engellenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla risk yönetiminin geliştirilmesini ya da riskin engellenmesini gözeten bir finansal düzenlemenin bu durumu göz önünde bulundurması gerekir (Tymoigne, 2009: 6).

Yukarıda da anlatıldığı üzere, yatırım ve tüketim harcamalarındaki azalmalar kârlar üzerinde aşağı yönlü baskılara neden olarak sistemde finansal kriz eğilimini artırıyordu. Ancak Post Keynesyenlere göre büyük devlet uygulaması, kârlardaki bu azalmayı engelleyerek sistemin krize girmesini engelleyebilir. Büyük devletten kasıt, kamunun ekonomi içerisindeki büyüklüğüdür. Kamunun, özel sektörün ürettiği mallara yapacağı harcamalar, firmaların kârlarındaki azalmayı engeller ve yükümlülüklerin yerine getirilmesini sağlar. Bu öneride altı çizilmesi gereken nokta, özel sektörün düşen kârlarının kamu müdahalesi ile tekrar artırılabilmesi gerçeğidir (Minsky, 1995: 7). Kârlar arttığı için, en azından düşmesi engellendiği için, hanhalklarının gelirleri de düşmeyecek, finansman yapısı açısından iktisadi birimlerin Ponzi finansmana kayışı engellenecek, düşen kârlar böylece devletin yapacağı harcamalarla artırılarak finansal kırılganlıktan finansal krize gidiş engellenmiş olacaktır (Munoz, 2011: 20).

Toplam talep yönlü politikalar finansal istikrarsızlıkları engelleyecek bir diğer öneridir. Ancak burada Minsky ve Post Keynesyenlerin, Keynesyen talep yönlü politikaları aşan bir yaklaşımı vardır. Kamu harcamaları ya da transfer harcamaları toplam talep üzerinden yatırımları teşvik edebilir. Ancak Post Keynesyenlere göre devletin istihdamı artırmak için de bir takım girişimlerde bulunması gerekir ki bu nokrada öneriler politikalardan birisi devletin bizatihi kendisinin doğrudan işler yaratacak politikaları hayata geçirmesidir. Bu

bağlamda devlet tarafından yaratılacak doğrudan işler özellikle toplumun en alt kesimini hedef almalı ve bu sayede hem üretime hem de ödenecek ücretler sayesinde gelir akımlarının oluşmasına katkıda bulunulmalıdır. Böylece özel sektörün ürettiği mallara yönelik talep artışı istihdam artışıyla birlikte gerçekleşecek ve özel sektörün yatırımları devam ettirmek için ihtiyaç duyacağı kârlar da bu şekilde sağlanmış olacaktır. Böyle bir müdahale, özellikle transfer harcamalarına dayanan refah devleti uygulamasından farklıdır çünkü istihdam artışını sağlayarak çalışabilecek durumda olanların sürece katılımını sağlamaktadır. Bu öneri, en son istihdam edici olarak devlet modeli olarak da bilinen politika önerisidir. Özel sektör tarafından istihdam edilmeyen ve genellikle gelir dağılımı ve eğitim düzeyi açısından toplumun alt kesimlerinde bulunanları hedeflediği için sosyal açıdan tercih edilebilir bir politikadır (Fullwiler, 2005; Kaboub, 2007; Wray 2007).

Post Keynesyenlerin ve Minsky'nin, istikrarlı bir iktisadi sistemin tesis edilmesi için öne sürdükleri politikalardan birisi de toplum kalkınma bankalarının (community development banks) kurulması önerisidir. Bu bankalar, sistem içerisinde küçük çaplı iş yapan ancak durumları itibarıyla mevcut bankacılık sisteminden yeterince yararlanamayan kesime yönelik kredi hizmetlerinin verilmesi için kurulacak bankalardır. Ticari bankalar genellikle kuruluş aşamasında olan ve önceden herhangi bir kredi geçmişi olmayan işletmelere kredi vermekte isteksizdirler ve verseler bile riski yüksek gördükleri için yüksek faiz oranı üzerinden kredi vermeye eğilimlidirler. Bu tür işletmeler için kredi imkanlarını genişletmek amacıyla kurulacak toplum kalkınma bankaları, kârlı projelerin hazırlanması kaydıyla, projeler için gerekli krediyi bu tür işletmelere sunabilirler. Bu şekilde ekonomi genelinde devlet eliyle artırılan kredi imkanları, hem bölgesel hem de genel iktisadi kalkınmaya katkıda bulunacaktır. Bu öneride altı çizilen temel nokta bu tür bankacılık hizmetlerinin temel önceliğinin ekonomideki sermaye oluşumuna katkıda bulunması gerektiğidir. Bu süreçte aynı zamanda toplam talep artışı da dolaylı bir şekilde desteklenmiş olacaktır (Minsky, Papadimitriou, vd. 1993: 11).

## **Sonuç ve Öneriler**

Kapitalist sistem temel belirsizliğin hakim olduğu, tarihsel zaman içerisinde ilişkilerin cereyan ettiği ve parasal sözleşmelerin önemli bir yer tuttuğu sistemdir. Bugün finansal sektörün ulaşmış olduğu seviye oldukça yüksektir ve finansal kaynaklı sistemik riskler yaygındır. Finansal sistemden kaynaklanan bir risk, reel kesimdeki kredi-yatırım ilişkilerini de bozarak ekonomiyi bir bütün olarak çöküşün eşğine getirebilir. Gölge bankacılık denen olgunun giderek yaygınlaşması sistemdeki belirsizliğin düzeyini iyice yükselttiği için finans kesiminden kaynaklanan riskler daha da artmaktadır.

Tam bu noktada belirsizliğin azaltılarak kâr ve gelir akımlarının tıkanmadan devam etmesinin sağlanabilmesi için yani finansal istikrarsızlığı hazırlayan koşulların engellenmesi için devletin önemli bir aktör olarak piyasalara müdahalede bulunması gerekmektedir. Devlet sahip olduğu kapasiteyi bir taraftan finansal istikrarsızlıkları önlemek ve etkilerini ortadan kaldırmak için diğer taraftan da vatandaşların hayat kalitesini yükseltmek ve tam istihdamı sağlamak için devamlı bir şekilde kullanılmalıdır.

Minsky'nin çizmiş olduğu genel çerçeveden özellikle 1980 sonrasında yaşanan krizlere bakıldığında, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için, finansal istikrarsızlık hipotezinin oldukça kullanışlı bir kavramsal çerçeve sunduğu görülmekte ve gelecek için iyi bir perspektif sunmaktadır.

Bugün merkez bankaları için sadece fiyat istikrarının sağlanması değil aynı zamanda finansal istikrarın sağlanması da aynı derecede öneme sahiptir. Merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarının genel çerçevesini genişleterek politika araç setlerini daha esnek bir yapıya kavuşturup finansal krizlerle mücadele etmeye çalışmaktalar. Makro ihtiyatlı politikalara olan ihtiyaç her geçen gün daha fazla dile getirilmekte ve bu tür politikaların uygulanma sayısı artmaktadır. Bunun yanında birçok ülkede finansal piyasaların denetlenmesi ve düzenlenmesi gerektiği daha sık dile getirilmekte ve bu amaçla yeni yasalar çıkarılmaktadır.

Bu uygulamalara Minsky'nin finansal istikrarsızlıkların yaşanmaması ve daha istikrarlı bir iktisadi sistemin tesis edilmesi için önerdiği politikalar açısından bakıldığında, atılan adımların olumlu olduğu fakat yeterli olmadığı söylenebilir. Finansal istikrarsızlık için sorun sadece finansal kurumlar için bir takım standartların getirilmesi ile çözülmemektedir. Finansal kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesini de içine alan daha geniş bir alan için politikaların oluşturulması gerekir. Temel amaç özel kesimin yükümlülüklerini yerine getirmesini sağlayacak mekanizmaları tesis etmektir ve politika önlemleri ve reformlar bu amaca hizmet edecek şekilde düzenlenmelidir. İstikrarlı bir ekonomik sistem için ekonomideki sermaye oluşumunun desteklenmesi, toplam talebin yönetilmesi, tam istihdam hedefinin ön plana çıkarılması ve sadece sürdürülebilir bir büyümenin değil sürdürülebilir bir kalkınma hedefinin de olması gerekir. Tüm bunlar için devletin tekrar piyasalara geri dönmesi ve sahip olduğu kapasiteyi, özel sektörün yerini almak için değil, özel sektörün eksik bıraktığı alanları doldurmak için kullanılmalıdır.

Bu bağlamda merkez bankalarının para politikalarını, sadece faiz oranlarını yönetmek için değil ödeme sistemlerinin aksamadan çalışmasını sağlamak ve ekonomideki sermaye oluşumunu desteklemek için yeniden dizayn etmeleri gerekmektedir. Ayrıca finansal istikrar için para politikaları tek başına yeterli değildir ve finansal istikrar için oluşturulmuş kurullarının etkin

bir şekilde çalışması gerekmektedir. Merkez bankaları ve diğer sorumlu kurumlar, sistemdeki gelir akımlarını ve iktisadi birimlerin bilançolarını sık sık kontrol etmeli ve güvenli (hedge) finansman türünden spekülasyon ve Ponzi finansman türüne kayışları engelleyecek politikaları uygulamaları gerekmektedir.

İstikrarlı bir ekonomi için istihdam artışının devlet tarafından desteklenmesi gerekir. Bu bağlamda özel sektörü teşvik edici politikalar yeterli olmayabilir. Devletin özellikle toplumun alt kesiminde bulunan ve eğitim fırsatlarından yeterince yararlanamamış kesimdeki işsizler için yeni iş alanlarını açması bir diğer politika önerisidir. Bu politika önerisi, özellikle istihdamsız büyüme olgusuyla karşı karşıya olan ekonomiler için daha bir önem arz etmektedir.

Finansal istikrarsızlığın engellenebilmesi ve istikrarlı bir ekonomik ortam için bir taraftan sistemdeki bütün kurumların bilançoları takip edilerek borçlanma ve gelir arasındaki ilişkiler iyi analiz edilmeli, yükümlülüklerin yerine getirilmesi açısından problem olabilecek gelişmeler olduğunda müdahale edilmeli, tam istihdam hedefi finansal ve fiyat istikrarı hedefi ile birlikte hedefler açısından öncelikler arasına alınmalıdır.

## Kaynakça

- Arestis, Philip (1997), *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, Macmillan Press Ltd.
- Carvalho, Fernando ve J. Cardim (1992), *Mr. Keynes and The Post Keynesians*, Edward Elgar Publishing Company.
- Davidson, Paul (1991), "Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? A Post Keynesian Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, 5, (1).
- Davidson, Paul (1994), *Post Keynesyen Macro Economic Theory (A Foundation for Successful Economic Policies for Twenty-First Century)*, Edward Elgar Publishing Company.
- Dillard, Dudley (1987), "Money as an Institution of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, 21 (4).
- Filho, Fernando Ferrary ve Octavio Conceição (2005), "The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics", *Journal of Economic Issues*, 39 (3).
- Fontana Giuseppe ve Bill Gerrard (2004), "A Post Keynesian Theory of Decision Making Under Uncertainty", *Journal of Economic Psychology*, v. 25.
- Fullwiler Scott T. (2005), "Macroeconomic Stabilization Through an Employer of Last Resort", *Center For Full Employment and Price Stability, Working Paper*, No.44, www.cfeps.org (12.03.2012).

- Itoh, Makoto ve Costas, Lapavitsas (1999), *Political Economy of Money and Finance*, Macmillan Pres Ltd.
- Kaboub, Fadhel (2007), "Employment Guarantee Programs: A Survey of Theories and Policy Experiences", *The Levy Economics Institute of Bard Collage, Working Paper*, No.498.
- Kregel, Jan A. (1998a), "Yes 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia", *The Jeromy Levy Economics Institute of Bard Collage, Working Paper*, No. 234.
- Kregel, Jan A. (1998b), "Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.21, No.1.
- Lavoie, Marc (1984), "The Endogenous Flow of Credit and The Post Keynesian Theory of Money", *Journal of Economic Issues*, 18 (3).
- Minsky, Hyman P. (1957), "Central Banking and Money Market Changes", *The Quarterly Journal of Economics*, 71, (2).
- Minsky, Hyman P. (1982), "The Financial-Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 282*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/282](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282). (17.04.2012).
- Minsky, Hyman P. (1985), "A Post-Keynesian Analysis of Financial Markets", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 22*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/22](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/22). (15.10.2011).
- Minsky, Hyman P. (1986). *Stabilizing An Unstable Economy*, The Second Edition, Mc-Graw Hill Company, New York, USA.
- Minsky, Hyman P. (1992a), "The Financial Instability Hypothesis", *The Jerome Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper*, No.74.
- Minsky, Hyman P. (1992b), "The Structure of Financial Institutions and the Dynamic Behavior of the Economy", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 178*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/178](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/178) (15.10.2011).
- Minsky, Hyman P. (1993a), "Chapters for Modern Money: Preconditions for a Successful Capitalism", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 79*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/79](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/79) (20.10.2011).
- Minsky, Hyman P. (1993b), "Blueprint for Financial Reform", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 165*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/165](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/165) (15.10.2011).
- Minsky, Hyman P. (1995), "Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 69*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/69](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/69) (20.10.2011).
- Minsky, Hyman P. (1996a), "Uncertainty and The Institutional Structure of Capitalist Economies", *Hyman P. Minsky Archive, Paper 24*, [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/24](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/24) (20.10.2011).

- Minsky, Hyman P., Dimitri B. Papadimitriou, Ronnie J. Philips ve L. Randall Wray (1993), "Community Development Banking – A Proposal to Establish a Nationwide System of Community Development Banks", *The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief*, No.3.
- Minsky, Hyman P. ve Charles, J. Whalen (1996), "Institutional Prerequisites for Successful Capitalism", *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper*, No. 165.
- Munaz, Jesus (2011), "Ortodoks Versus Heterodoks (Minskyan) Perspectives of Financial Crises: Explosion in the 1990s versus Implosion in the 2000s", *The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper*, No.695.
- Papadimitriou, Dimitri B. ve Randall, Wray (1999), "Minsky's Analysis of Financial Capitalism", *The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage, Working Paper*, No.275.
- Ritzmann, Franz (1999), "Money, a Substitute for Confidence? Vaughan to Keynes and Beyond", *The American Journal of Economics and Sociology*, 58 (2).
- Rochon, Louis-Philippe (1997), "Keynes's Finance Motive: A Re-assessment. Credit, Liquidity Preference and The Rate of Interest", *Review of Political Economy*, 9 (3).
- Rogers, Colin, (1989), *Money, Interest and Capital (A Study in the Foundations of Monetary Theory)*, Cambridge University Press.
- Rotheim, Roy J. (1999), "Post Keynesian Economics and Realist Philisophy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (1).
- Skidelsky, Robert (2010), *Keynes – The Return of the Master*, Public Affairs, New York, USA.
- Smithin, John (1994), *Controversies in Monetary Economics*, Edward Elgar Publishing Company.
- Tymoigne, Eric (2008), "Minsky and Economic Policy: 'Keynesianism' All Over Again?", *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper*, No. 547.
- Tymoigne, Eric (2009), "A Critical Assessment of Seven Reports on Financial Reform: A Minskyan Perspective, Part I: Key Consepets and Main Points", *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper*, No.574.1.
- Wray, Randall L. (2007), "The Employer of Last Resort Programme: Could It Work for Developing Countries?", *ILO Publications, Economic and Labour Market Papers, Working Paper*, No.2007/5, [http://www.ilo.org/empelm/what/pubs/lang-en/docName--WCMS\\_113904/index.htm](http://www.ilo.org/empelm/what/pubs/lang-en/docName--WCMS_113904/index.htm).
- Wray, Randall L. (2011a), "Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis", *International Journal of Political Economy*, 40 (2).
- Wray, Randall L. (2011b), "A Minskyan Road to Financial Reform", *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper*, No. 655.