

PARA PİYASALARINDA GERİ BESLEME MEKANİZMASI VE FİNANSAL KRİZLER**Dicle ÖZDEMİR¹****Öz**

Refleksivite teorisi 1988 yılında George Soros tarafından ortaya atılmış ve temelde ana akım iktisat yaklaşımında yer alan etkin piyasa hipotezinin geçerli olmadığı savına dayanmaktadır. Ana akım iktisat teorisinin aksine, ne piyasa katılımcıları ne de parasal ve mali otoriteler kararlarını salt bilgiye dayandırabilirler. Buna göre piyasalarda uzun dönemde denge yerine varlık balonları oluşması kaçınılmazdır. Bu görüşün altında yatan esas etken irrasyonel piyasa katılımcıları tarafından belirlenen piyasa fiyatlarının gerçek fiyatları ve dönüşümlü olarak refleksiv geri besleme mekanizması içinde yeniden piyasa fiyatlarını etkilemesidir. Geri besleme mekanizması ile piyasalarda sistemin balonlaşması ve hızla sönmesi kaçınılmaz hale gelir. Bu bağlamda refleksivite teorisi, Keynesyen görüş ile uyumlu bir şekilde beklentilere vurgu yaparak, piyasa denge sürecinin varlığını sorgular.

Anahtar Kelimeler: Refleksivite Teorisi, Finansal Krizler, Keynesyen, Varlık Fiyatları

FEEDBACK MECHANISM IN MONEY MARKETS AND FINANCIAL CRISES**Abstract**

The theory of reflexivity was put forward by George Soros in 1988 and is based mainly on the argument that the efficient market hypothesis of mainstream economics is not valid. Contrary to the mainstream economics theory, neither market participants nor monetary and fiscal authorities can make decisions based solely on knowledge. Accordingly, instead of equilibrium in long run, boom/bust cycles are inevitable in financial markets. The underlying factor behind this view is that prices set by irrational market participants affect the fundamentals, which affect prices, etc., in a "reflexive" feedback loop. With the feedback mechanism, ballooning and rapid fading of the system at the market is inevitable. In this context, the theory of reflexivity questions the existence of the market equilibrium process, emphasizing expectations in accordance with the Keynesian view.

Keywords: Reflexivity Theory, Financial Crises, Keynesian, Asset Prices

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, dicleozdemir@mu.edu.tr, orcid.org/0000-0002-7594-1054

1. Giriş

Yirminci yüzyılın ikinci yarısında, makroekonomi ve finans teorileri, rasyonel beklentilerin ve mükemmel öngörünün aracılık ettiği ve rasyonel ekonomik aktörlerin rol aldığı tam etkin piyasalar üzerine kurulu genel denge modelleri etrafında dönmekte idi. Bu teorilerin temelinde finansal piyasaların verimli ve piyasa ile ilgili beklentilerin de tüm mevcut bilgileri kullanıldığı optimal tahminlerle aynı olacağı görüşü hakimdir; diğer bir ifade ile, etkin bir piyasada varlık fiyatları tüm mevcut bilgileri tam olarak yansıtır. Ancak, son on yıl içinde, bu teorilerin eksik bir şekilde çalıştığı kabul edilmiştir zira arz ve talep eğrileri ampirik kanıtlara dayanmış gibi gösterilse de kullanılan matematiksel modeller ve ekonometrik yöntemlerin güvenilirliği sorgulanmaktadır (Nell ve Errouaki, 2013). Bunun yanı sıra piyasalardaki finansal serbestleşme ve yenilikler sonucu kısa vadeli sermaye yatırımları hız kazanmış ve mekânsal yatırımların finansmanı çoğunlukla bu tip yatırımlardan sağlanmıştır (Purkis ve Güngör, 2016:453). Buna göre, varlık fiyatlarının geçmiş fiyat hareketlerini yansıttığı ve ticaret hacmi bilgisinin de fiyatlarla ilişkili olduğu ancak gelecekteki değerler üzerinde ilgili teorilerde varsayıldığı biçimde bir etkisi olmadığı öne sürülmüştür. Yine günümüzde birçok iktisatçı finansal piyasaların ekonomik temeller tarafından olduğu kadar piyasa aktörlerinin ve karar verici organların psikolojisi tarafından da yönlendirildiğine inanmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979; Minsky, 1992)

Bununla birlikte Keynes, insan psikolojisinin piyasa mekanizması oluşumundaki rolüne son yıllardaki davranışsal ekonomi alanındaki gelişmelerden çok önce yer vermiştir. Nitekim Keynes insan davranışının belirleyici ölçütü olarak rasyonel insan varsayımını eleştirerek, psikolojik faktörlerin piyasalardaki balonlaşma ve patlama süreçlerinde asıl önemli rolü oynadığını öne sürmüştür. Esasen hayvani ve psikolojik güdüler, piyasalardaki balonlaşma ve patlamalara neden olabilirken, finansal piyasalar da psikolojik tepkileri tetikleyebilir ve piyasa aktörleri tarafından irrasyonel yatırım kararlarının alınmasına yol açabilir. Sonunda, bu duygusal tepkiler geri besleme döngülerine yol açabilir ve oluşabilecek piyasa eğilimlerini hızlandırır ve nihayetinde patlama dönemlerinde meydana gelecek kırılmaları güçlendirebilir. Burada Keynes'in "*belirsizlik*" vurgusu ayrı önem kazanır zira Keynes için, ekonomik ve finansal çevre belirsizlik ile karakterize edilir ve karar vermenin her aşamasında önemli bir rol oynar (Keynes, 1936). Keynes'in belirsizlik anlayışı, teknik olarak "*nonergodik stokastik sistem*" olarak adlandırılmaktadır (Davidson, 2002:187). Buna göre, tüm piyasalarda geleceğe dair temel belirsizlik söz konusudur ve bu nedenle alınacak her türlü yatırım kararları ancak sübjektif beklentilerin koşulları altında gerçekleştirilebilmektedir. Bu noktada Soros'un "refleksivite teorisi" Keynes'in "belirsizlik" kavramı ile ilişkilendirilir (Palley, 2005: 410-415). Refleksivite ilişkisi herhangi bir nedenin veya etkinin iki yönlü sonuçlarına işaret eder. Diğer bir ifade ile refleksivite ile nedensellik ve karşılıklılık döngüsü söz konusudur. Refleksivite teorisinde Soros, belirsizliğin hem içsel hem de dışsal olarak beklenmedik durumlardan kaynaklandığını öne sürmektedir. Burada "*içsel olarak*" ifadesi katılımcılar aracılığıyla piyasayı etkileyen bir geri bildirim mekanizmasını ifade etmektedir; piyasa aktörleri davranışlarını piyasalarda meydana gelen değişikliklere uyarlayarak belirler. Soros'a göre, piyasadaki değişkenler arasında katılımcıların önyargularından dolayı ortaya çıkacak refleksiv bir ilişki, söz konusu piyasanın ekonomik temellerini de etkileyebilir. Soros, piyasalarda aktörlerin algılarının birinin durumu anlamaya yönelik "*bilişsel işlev*" ve diğerinin de durumu değiştirmeye yönelik

“manipülatif işlev” olmak üzere iki işlevi olduğunu; iki işlevin birbirini etkileyebileceğini ve bu durum gerçekleştiğinde de piyasanın refleksiv bir durum sergileyebileceğini öne sürer. Soros süreç içerisinde iki yönlü geri bildirim, diğer bir ifade ile bir çeşit etki-sonuç mekanizması olduğunu belirtir. Varlık fiyatları açısından bakıldığında ilk trend balonlaşmaya yol açan pozitif ve kendini güçlendiren bir süreç iken, balonlaşma sonrası patlama ve sönme süreci negatif ve kendini düzelten bir trend olarak görülür. Negatif geri besleme dengeye doğru bir eğilim oluştururken, pozitif geri besleme dinamik dengesizlik yaratır (Soros, 1988:40-43).

Ancak refleksivite teorisi, ana akım iktisatta öngörülen etkin piyasa hipotezi ve rasyonel beklentiler varsayımı ile keskin bir biçimde tezat oluşturmaktadır. Zira Soros için, bir sosyal sistemdeki çeşitli aktörlerin “önyargılarını” ya da “algılarını” anlamak önemlidir. Önyargının tarihsel süreçlerdeki ana itici güç olduğuna inanır. Düşünce biçimlerinin olayları etkilediğini varsayar. Soros bilişsel işlev için algının bir işlevi olduğu anlamına gelir ve eylem de durumun bir algı işlevi olduğu anlamına gelir. Algıyı ve eylemin birlikte hareket etmesi refleksif süreç ile sonuçlanır. Esasen Soros’un görüşlerinin ana akım iktisatçıların görüşlerinden nasıl ayrıldığına bir örneği, piyasaların tam bilgiyi içerdiği ve bilginin piyasa fiyatlarına çok hızlı yansıdığı düşüncesi olan etkin piyasa hipotezidir. Ayrışmanın temel odağı, bu teorilerin piyasaların mükemmel olduğunu ve varlık fiyatlarının bilinen ve bilinmeyen tüm bilgileri kapsadığını varsaymasıdır. Ancak, Soros’a göre finansal piyasalar geleceği doğru bir şekilde bugüne iskonto edemezler zira çünkü piyasalar geleceği sadece bugüne indirgemekle kalmaz, geleceğin şekillenmesinde de belirleyicidir. Bazı durumlarda finansal piyasalar, yansıtılmaları gereken ekonominin temellerini de bizzat etkileyebilir. Daha açık bir ifade ile bazı durumlarda ekonominin temellerini yansıttığı kabul edilen finansal piyasaların bizzat kendisi ekonominin temellerinin şekillenmesinde de belirleyici olurlar. Başka bir ifade ile piyasalardaki nedensel ve sonuçsal olgular arasındaki ilişki refleksivdir; temel ekonomik göstergeler hisse senedinin fiyatını etkilerken, hisse senedi fiyatı da finans ekonomisinde hâkim olan paradigmanın tersine, ekonomik temeller üzerinde bir etkiye sahiptir. İşte bu ekonominin temelleri ve piyasa fiyatları arasındaki geri besleme sonucu oluşan dinamik dengesizlik, varlık fiyatlarında balonlaşma döngüleri süreci ile yakından ilgilidir (Soros, 1995:15-20).

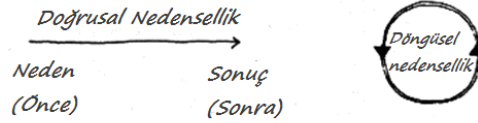
Refleksivite ilişkisi kredi kullanımının istismar edildiği durumlarda açık bir şekilde görülebilir. Bir teminatın değeri, borç verme işlemine aşırı duyarlıdır ancak, borç verme işlemi de teminatın değerini etkileyebilir. Kredi verme kararı krediyi verecek olanın kredi alacak kişi ya da kurumun geri ödeyebilme kapasitesi hakkındaki öngörüsüne de bağlı olduğundan bir piyasada kredi kullanımı ne kadar artarsa piyasa o derece canlanır ve konut fiyatları gibi sürece dâhil olan teminatlar da değer kazanır. Dahası, Monetarist okul tarafından göz ardı edilen para ve ekonomik faaliyet arasında bir bağlantı kurmak mümkündür. Kredilendirme ve teminat değeri arasındaki etkileşim döngüsü, yavaş yavaş kredi genişlemesini hızlandıran ve sonrasında kredi daralması sonuçlanan bir modeldir. Bu balonlaşma ve patlama döngüsünün özünü piyasada panik başladığında teminat değerlerinin ani değer kaybı oluşturur. Benzer bir geri besleme etkisi döviz piyasalarında da görülebilir. Piyasa aktörlerinin önyargıları ve döviz kuru ile ilgili geleceğe dair beklentiler, döviz kurunun gelecek değerinin önemli belirleyicilerindedir. Esasen, para politikaları ve hükümet müdahalelerinin yokluğunda, para biriminin değerinde meydana gelebilecek bir değişiklik ekonomik temelleri etkileyebilir ve bu da bu para birimindeki

değişimlere yol açarak daha fazla ekonomik değişime neden olur. Bu çalışmada, Soros'un argümanı ile Keynesyen görüşün, yine Soros'a göre piyasaların şekillenmesinde merkezi rolü üstlenen beklentiler ve belirsizlikler bağlamında ne şekilde benzerlikler gösterdiği tartışılacak ve Soros tarafından piyasa aktörlerinin beklentileri çerçevesinde insanlar ve olgular arasında gerçekleştiği öne sürülen geri besleme mekanizmasının ne şekilde kriz ortamlarına zemin hazırladığı konusu irdelenmeye çalışılacaktır. Bu amaçla çalışmanın bundan sonraki bölümünde öncelikle refleksif mekanizmanın nasıl işlediği “kredi” ve “döviz” piyasalarında refleksif süreç olmak üzere iki şekilde açıklanacak ve üçüncü bölümde ise Keynesyen teorisinin temelini oluşturan “belirsizlik” olgusunun söz konusu geri besleme mekanizmasının oluşumuna nasıl zemin hazırladığı ve bu bağlamda neden refleksivite teorisinin temelinde esasen Keynesyen görüşün yer aldığı anlatılmaya çalışılacaktır. Dördüncü bölüm ise sonuç kısmını içermektedir.

2. Ekonomik Sistemde Refleksif Süreç

Sosyal bilimlerde refleksif nedensellik hem doğrusal hem de dönüşümsel nedensellik içermektedir. Soros'un refleksivite teorisine de yansıyan döngüsel nedensellik kavramı esasen bir dizi neden ve sonuç ilişkisine dayanır. Buna göre, katılımcıların görüşleri ve durumlar eşanlı bir biçimde hem neden hem de etkidir. Burada refleksif kavramı, kişilerin önyargılarının ve beklentilerinin olayların gidişatı arasındaki karşılıklı geri bildirim mekanizması anlamını taşır ve bu nedenle olayların seyri de, kişilerin görüşlerini sürekli ve döngüsel geri bildirim olarak etkiler.

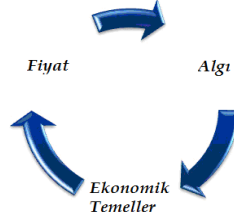
Sekil 1: Doğrusal ve Döngüsel Nedensellik



Kaynak: Rosnay, 1979:158

Bu tam döngüsel mekanizma, finansal açıdan düşünüldüğünde piyasa aktörlerinin inançlarını, görüşlerini, beklentilerini ve ekonomik sistemdeki eylemlerinin sistem kısıtlamalarından nasıl etkilendiğini ve bunların sistem sonuçlarını nasıl etkilediğini de ele almaktadır. Soros refleksivite teorisi ile piyasada algılar, ekonomik temeller ve fiyatlar arasındaki döngüsel ve geri beslemeli bir ilişki ağundan söz etmektedir. Bu ilişki süreci piyasa aktörlerinin beklenti ve gözlemlerinin piyasayı etkilemeye başladığı bir dönemde gelişir ve varlık fiyatlarında balonlaşma/patlama şeklinde ifade edilen iş döngüleri ile sonuçlanır (Soros, 1995: 15-20).

Sekil 2: Refleksif Döngü



2.1. Kredi Piyasalarında Refleksif Mekanizma

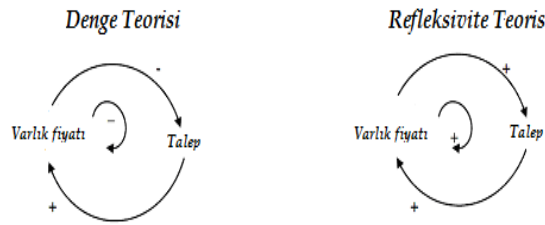
Kredi piyasalarında refleksivite kavramını göstermek için, hem kredi veren hem de kredi alan katılımcıları “durum” olarak adlandırılan kredi piyasasında değerlendirmeliyiz. Kredi piyasalarında refleksiv sürecin meydana gelmesinin nedeni kredi talep edenlerin kredibilitesini normalden fazla değerlendiren finansal kuruluşların söz konusu kredi taleplerine daha iyi şartlarda finansman sağlaması ve böylelikle borçlunun temerrüde düşme olasılığını ve en azından kısa vadede hayatta kalma olasılığını arttırmasıdır. Aynı şekilde kredi verenlerin davranışları, kendilerinde bulunan önceki kredilerin karşılığı olan teminatların değerini etkileyebilir ve yine söz konusu teminatların değeri de dönüşümsel olarak kreditorlerin davranışlarında belirleyici olur. Teminat değerinde meydana gelen değişiklikler ile ilgili beklenti, bunları elinde bulunduranların eylemleri ile karşılıklı etkileşim içerisindedir. Teminatın değeri, gerçek varlıklara ve borçlunun geri ödeme gücüne bağlıdır, ancak refleksiv bir süreçte borç verme işlemi teminatın değerini de etkiler. Soros’un ifadesi ile krediler, borçlunun borcunu ödeme kabiliyetinin tahminine dayanır. Teminatın değerlemesinin borç verme işleminden bağımsız olması beklenir; ancak gerçekte, borç verme işlemi teminatın değerini fiyat balonlaşmalarına neden olacak şekilde etkileyebilir (Soros, 1988:81-90).

Soros’a göre bir kredi piyasasının refleksiv özelliklerini ve modern kapitalist ekonomilerin tipik balonlaşma ve sönme döngülerini ve gerçek ve parasal olgular arasındaki bağlantıları açıklamak döngüsel ve geri beslemeli etki-neden sirkülasyonu ile açıklamak kolaydır. Buna göre balonlaşma/patlama döngüsü asimetriktir ve geri beslemeli bir kredi genişleme sürecinin ilk aşamalarında, söz konusu kredi limiti nispeten küçük olduğundan teminat değerleri üzerindeki etkisi ihmal edilebilir düzeydedir. Ancak borç tutarı biriktikçe, toplam krediler önem kazanmakta ve teminat değerleri üzerinde kayda değer bir etkiye sahip olmaya başlamaktadır. Süreç, toplam kredinin ekonomiyi canlandırmaya devam edecek kadar hızlı artmayacağı bir noktaya ulaşılan kadar devam eder. O zamana kadar teminat değerleri büyük ölçüde yeni kredilere bağımlı hale gelir. Teminat değerlerinin aşınması, ekonomik faaliyetler üzerinde baskı etkisine sahiptir ve bu da teminatların değer kaybetmesini hızlandırır. Bu düşüş kredilerin tasfiyesini hızlandırabilir ve bu da tekrar varlık fiyatlarında daha da değer kaybına yol açar (Soros, 1994).

Soros için piyasaların daima bir yöne doğru eğilimlidir; bu eğilim varlık fiyatlarında ya da döviz piyasalarında bir balonlaşma sürecine neden olur ve varlık fiyatlarının az bir dalgalanma ile uzun vadede denge durumuna geçeceği görüşünü ifade eden etkin piyasa hipotezini geçersiz kılar. Aslında gerçek piyasalarda hisse senedi fiyatları önemli ölçüde dalgalanmaktadır. Ekonomideki denge teorisi, talebin

artması sonucu fiyatlarda da artış olacağından bir müddet sonra talep miktarında azalışın kaçınılmaz olacağını söyler. Benzer şekilde, arzdaki düşüş fiyat artışına sebep olacağından arz seviyesi yeniden dengeye gelecektir. Ancak, “*momentum yatırımcıları*” için yükselen fiyat, satın alma için bir işarettir, dolayısıyla fiyatlar daha da artar. Düşen bir fiyat ile de birçok yatırımcı satış pozisyonu alacak ve böylece fiyat daha da düşürecektir. Daha açık bir ifade ile Şekil 3’de görüldüğü gibi denge teorisinde pozitif ve negatif geri besleme sonucu dengeye ulaşılırken, refleksivite teorisinde her iki taraflı pozitif geri besleme sonucu piyasada balonlaşma süreci meydana gelir.

Şekil 3: Denge Teorisi ve Refleksivite Teorisi



Kaynak: Umleby, 2010:10

Teminat değeri kavramı, bir krediyi desteklemek için teminat olarak kullanılan herhangi bir şeyin piyasa değerini ifade eder. Teminatın amacı, kredi miktarının geri ödenmesi olasılığını arttırmaktır. Borçlu, kendi borcunu ödemeye devam edemezse, borç veren, teminat satarak ödenmemiş miktarı geri alacaktır. Bu nedenle varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar hanehalkının borçlanma koşullarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Daha açık bir şekilde, verilecek krediler beklentilere bağlı olduğu için, gelecekteki varlık fiyatlarına ilişkin beklentiler bankaların kredi verme kriterlerini etkileyebilir. Yükselen varlık fiyatları ve kolay kredi dönemleri sadece para politikalarının sonuçları değil, aynı zamanda beklentilerin bu varlık fiyatlarındaki eğilimi nasıl etkileyebileceğine dair göstergelerdir (Soros, 2008:110). ABD ipotek ve kredi piyasası, finansal piyasalarda refleksiv sürecin nasıl gerçekleştiğini açıklayan iyi bir örnektir. Konut ipoteki, kredileri için teminattır. Hâlihazırdaki teminat değeri, krediyi desteklemek için teminat olarak kullanılan herhangi bir şeyin piyasa değeridir. Teminatın amacı, kredi miktarının geri ödenmesi olasılığını arttırmaktır. Teminat değeri ile kredinin kullanılabilirliği arasında refleksiv bir ilişki vardır. Kredi daha ucuz ve daha kolay erişilebilir olduğunda, faaliyetler artar ve emlak değerleri yükselir. İpotek kredileri, konutların teminat değerini önemli ölçüde etkilediğinden, konut fiyatlarındaki dalgalanmalar, hanehalkı borçlanma koşullarının belirlenmesinde ve dolayısıyla ülkenin ekonomik faaliyetinde önemli rol oynamaktadır (Soros, 2013:323).

2.2. Döviz Kuru Piyasalarında Refleksiv Mekanizma

Ana akım iktisatta döviz piyasası dengeye doğru yakınsama eğilimindedir. Diğer bir deyişle, aşırı değerlenmiş bir para birimi, o ekonomide dengeler yeniden tesis edilinceye kadar ithalatta bir artışa ve ihracatta düşüşe yol açmaktadır. Buradaki en önemli nokta, ana akım iktisatta, spekülasyonun dengeye doğru olan eğilimi bozmamasıdır; döviz kuru, arz ve talep koşullarına göre belirlendiğinden, en sonunda tekrar denge değerine gelecektir. Yüksek döviz kuru (düşük ulusal para değeri), ihracatı teşvik ederken ithalatın azalmasına sebep olur ve sonuç olarak dış ticaret

dengecinin düzene girmesinde belirleyici bir rol oynar. Aksi durumda, ülkenin rekabetçi konumu yeterince iyi olursa, para birimi değer kazanarak dış ticaret fazlasını azaltıp dengenin yeniden sağlanmasına büyük katkıda bulunacaktır. Kritik olan nokta ise herhangi bir spekülasyonun dengeye doğru eğilimin önüne geçemeyeceğidir.

Soros, 1973 yılında başlanılan dalgalı kur rejimi ile döviz piyasalarının özelliklerinin değiştiğini ve ana akım iktisadin denge argümanının geçerli olmadığını savunur; döviz kurlarını belirleyen ekonomik temeller yerine, döviz kurları ekonomik temelleri etkileyebilir. Soros, döviz piyasalarında meydana gelen etkileşimlerin de refleksivite teorisi ile açıklanabileceğini belirtmiştir. Ancak Soros'a göre varlık fiyatları arasındaki etkileşim aralıklı olsa da, para birimleri için süreklidir. Diğer bir ifade ile döviz kuru ya da reel ekonomide meydana gelecek bir değişiklik diğerini tetikleyebilir, ancak söz konusu etkileşim karşılıklı olarak eşanlı gerçekleşeceği için birini neden olarak ve diğerini etki olarak tanımlamak anlamsızdır. Burada önemli olan döviz piyasalarında refleksif sürecin iki farklı yönde gerçekleşebileceğinin unutulmamasıdır; para biriminin değer kaybettiği ve enflasyonun hız kazandığı kötü huylu veya tam tersinin ifade eden iyi huylu döngüsel süreç. Para birimi değer kaybettiğinde ve enflasyon hızlandığında kötü huylu döngü başlar. Ticaret açığı artar, varlıklara yatırım yapmak için ihtiyaç duyduğunuz sermaye ülkeden çıkar ve yerli para birimine olan talep azalır. Öte yandan iyi huylu süreç durumu da, para biriminin değer kazandığı ve güçlü para biriminin spekülasyon sermayenin ülkeye girişi ve faiz oranlarının ülke ekonomisi lehine olmasını sağlayarak geri besleme mekanizmasının sürekliliğine ve nihayet dış ticaret ve bütçe açıkları ile baş edebilmesini sağlayan durumu ifade eder (Soros, 2013:323-325).

Soros'a göre spekülasyonlar, döviz kurunun sabit kurda tutulması amacı ile herhangi bir hükümet müdahalesi beklemediğinde spekülasyon akışları hız kazanır. Döviz kurlarını belirleyen temel göstergeler yerine, döviz kurlarının ekonominin temellerini etkilediği durum söz konusu olur. Her iki döngüsel süreç de dengeden uzak bir yapıdadır ancak kendini geri besleyen bu refleksif mekanizma sonsuza kadar sürdürülebilseydi her ikisi de denge benzeri bir durum ortaya çıkarabilirdi. Ancak gerçek hayatta durum bu şekilde işlemez. Karşılıklı geri besleme süreci uzadıkça daha kırılabilir hale gelir ve eninde sonunda döngü tersine döner, balonlaşma süreci yerinin krizlere bırakır. Örneğin, yerel para biriminin değer kazanması enflasyonu engeller; ücretler sabit kalır ve ithalat fiyatları düşer. Ülkenin ihracatı büyük ölçüde bir ithalatın bileşeni olduğunda dahi o ülke 1970'lerde Almanya'nın gösterdiği gibi parasının istikrarlı bir şekilde değer kazanmasına rağmen neredeyse sınırsız rekabet gücüne sahip olur (Soros, 1988:92).

Soros, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1980'lerde güçlü büyüme ve güçlü dolar ile büyük ticaret ve bütçe açıklarının birleştiği ve doların geri beslemeli olarak gittikçe güçlendiği dönemi Reagan'ın imparatorluk sirkülasyonu (Reagan's Imperial Circle) olarak isimlendirir. Soros, "The Alchemy of Finance" adlı kitabında, Reagan'ın kapsamlı bir biçimde ele almış ve Reagan'ın politikalarının ekonomi biliminin simyasal özelliğini bir biçimde tartışmıştır. Soros'a göre Reagan daha düşük vergi ve düşük devlet harcamalarına dayanan ekonomik büyüme hedefi altında hükümet bütçesini dengeleme vaadi üzerine seçilmiştir. Düşük vergilerin sağladığı teşvik, daha yüksek ekonomik verim ile sonuçlanacaktı ve böylece daha yüksek gelir vergisi geliri elde edilerek düşük vergi oranları telafi edilecekti. Ancak Sovyetler Birliği ile rekabet edebilmek için askeri harcamaları takviye etme dürtüsüyle birlikte daha düşük

vergiler, ticaret ve bütçe açıklarını büyük oranda arttırdı. Yükselen enflasyonu kontrol etmek için FED faiz oranlarını yükseltmek zorunda kaldı. Beklenmedik şekilde, bu dengesiz politika piyasalarda yeni bir döngüsel sürecin başlamasına neden oldu. Soros'a göre bu döngünün nedeni kendi kendini besleyen güçlü dolar ve spekülasyon sermaye girişleri arasındaki refleksif ilişkinin güçlenerek devam etmesidir. Daha açık bir şekilde, Soros'a göre, bu dönem güçlü doların ticareti dengede tutabilmesinden dolayı sermaye akışının sağlandığı ve faizlerin yavaş bir oranda artı gösterdiği “*iyi huylu döngü*” olarak adlandırılabilir. Doların değerindeki yüksek artış sadece ABD hanehalkının reel gelirlerini arttırmakla kalmayıp, enflasyondaki düşüşe de önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. Ancak belli bir noktadan sonra spekülasyon sermaye akışının bütçe açığı ile dengeli olan bu süreci sonlanmaya başlayınca sorun ortaya çıkmaya başlamasına sebep olmuştu ve bu nokta balonlaşma döneminin son noktasıdır. Spekülasyon sermaye akımları balonlaşma döneminin en önemli sebebidir ancak belli bir dönem sonunda süre sürdürülemez hale geleceğinden patlama dönemi başlar (Soros, 1988:110-115) .

3. Keynes ve Refleksif Mekanizma

Belirsizlik kavramı temel olarak Keynes (1936) tarafından iktisat literatürüne girmiştir. Keynes belirsizlik durumunun hesaplanabilir bir olasılık oluşturmak için bilimsel bir dayanak olmadığı zaman ortaya çıktığını öne sürer (Keynes, 1937). Bununla birlikte Keynes, Tinbergen'in ekonometrik analizlere dayanan çalışmalarını eleştirmiş ve zaman serilerinin durağan olamayacağı anlamına da gelen homojen olmayan piyasa ortamı nedeni ile kullanılan ekonometrik metodların ekonomi ile ilgili verilere uygulanamayacağını belirtmiştir (Keynes, 1937).

Keynes'e göre istihdam ve üretim seviyesi yatırım miktarına bağlı olduğundan özellikle belirsizlik ortamlarında alınan yatırım kararları büyük önem taşır. Keynes'in görüşüne göre belirsizlik, para ve likiditeye ekonomide merkezi bir rol atfeder. Geleceğin belirsizliğinin mevcudiyeti, piyasaların tam istihdamda çalışmayacak olmalarının temel nedenidir. Eğer insanlar geleceğe dair beklentileri konusunda kendilerine güvenmiyorsa, geri dönüşü olmayan yatırımlar yapmak istemez ve varlıklarını likit olarak korunması tercih eder; likit para bir şekilde belirsizliğe karşı bir korunma yöntemidir. Keynes, gelecekteki ekonomik olaylarla ilgili hesaplanabilir herhangi bir olasılığın bilimsel bir temeli olmadığını savunur. Diğer bir ifade ile uzun vadeli beklentiler belirsizlik ortamında oluşur. Bu, matematiksel olasılığın, kişinin beklentilerini oluşturmak için bir temel olarak kullanılamamasının esas nedenidir. Gelecek geçmişten önemli ölçüde farklılık gösterebileceğinden, geçmiş fiyatlara ilişkin bilgiler, gelecekteki fiyatların olasılığına ilişkin “*herhangi bir hesaplanabilir olasılığın oluşturulmasına dair hiçbir bilimsel dayanak*” sağlamamaktadır. Davidson, Keynes'in belirsizlik tanımının teknik olarak non-ergodik (belirsiz) stokastik bir sistem olduğunu ileri sürer² (Davidson, 2006). Non-ergodik bir sistem esas itibarıyla bugün yaşananların gelecekle ilgili güvenli bilgi sağlamaması durumunu ifade ederken ergodik sistem, geleceğin önceden belirlenmiş olduğunu ve ekonominin bu ergodik stokastik süreç tarafından yönetildiğini varsayar (Davidson, 2006:140-145). Sonuç olarak Keynes, ekonomik sistemi, geri dönüşü olmayan bir geçmişten, belirsiz ve istatistiksel olarak tahmin edilemeyen bir geleceğe giden ve bireylerin geleceğin

² Ergodik varsayımına göre, geçmiş zaman ya da kesit verilerinden hesaplanan istatistikler, gelecekteki ortaya çıkabilecek olasılıklarının istatistiksel olarak güvenilir tahminleridir.

belirsiz olduğunun bilincinde olarak yatırım ve harcama kararları verdiği süreç olarak görür (Keynes, 1937).

Soros ise belirsizlik kavramını daha farklı bir açıdan ele alır. Hem Keynesyenlerin hem de Post Keynesyenlerin yanı sıra George Soros, insanların iktisadi olayların geleceği hakkında bilgi sahibi olamayacaklarını çünkü geleceğin önceden belirlenemeyeceğini öne sürer. Soros'un refleksivite teorisi, geleceğe dair belirsizliğin, bugünün eylemlerinin yarının sonuçları üzerindeki etkilerinden kaynaklandığını; yani, gelecekteki olayların kendileri hakkında şu anda yapılmakta olan beklentilerinden ibaret olduğunu öne sürer. Soros'a göre, beklentiler daha uzun döneme yayılmış balonlaşma ve patlamalarla sonuçlanan dengesiz iş döngülerine yol açar. Bu nedenle de genişletilmiş dengesizlik süreçlerinin varlığı etkin piyasa hipotezini ve dolayısı ile rasyonel beklentiler varsayımını geçersiz kılar. Ancak her ne kadar beklentiler hem öngörülebilir yollarla geleceği yansıtır hem de etkiliyor olsa da, gelecek hakkında tam bir matematiksel/istatistiksel modelleme söz konusu olamaz. Bununla birlikte orijinal Keynes analizi, "belirsizlik" olarak adlandırılan ergodik olmayan bir stokastik süreci ima ettiğinden refleksivite teorisi ile de uyum gösterir (Davidson, 2012:60-65). Refleksivite teorisinin finansal piyasa davranışının Keynesyen davranışsal yapıları ile tutarlı olduğu açıktır. Soros'un farklı varsaydığı şey, geri bildirim izin vermesi ve ekonomik geleceği bugünkü eylemlere şart koşmasıdır. Bununla birlikte refleksivite teorisinin finansal piyasa davranışının Keynesyen davranışsal yapıları ile tutarlı olduğu açıktır. Yine Soros'un burada farklı kılan, geri besleme mekanizması ile temel yapılar, varlık fiyatları ve algılar arasında karşılıklı etki-tepki sürecinin oluştuğunu ileri sürmesi ve bu nedenle piyasaların geleceğinin bugünkü eylemlerin bir sonucu olarak görmesidir. Davidson, refleksivite teorisine atıfta bulunarak, Soros'un refleksivite kavramının Keynes'in ergodik aksiyomu reddetmesiyle eşdeğer olduğunu belirtir çünkü bu hipotez, aktörlerin önyargısı ile finansal piyasaların durumunu belirleyen olaylar arasındaki dönüşümlü etkileşime izin vermez. Beklentiler temelleri etkileyebileceğinden, gelecek geçmişin stokastik bir yansıması değildir, bu nedenle sistem ergodik değildir. Davidson bu noktada ana akım iktisat taraftarlarının gelecekteki ekonomik olayların günümüzün piyasa temellerini doğru olarak analiz edilerek belirlenebileceğini varsaydığını ve geleceği belirleyen bireylerin gelecekle ilgili bugünkü beklentileri olduğu tezinin zaten refleksivite teorisinin bir sonucu olduğunu açıklamıştır (Davidson, 2012:60-65). Soros, öngörülerinin, "geri besleme" ve "bandwagon etkisi" ile Merton ve yine finansal piyasaları katılımcıların en popüler seçimin kim olacağının tahmin etmek durumunda olduğu bir güzellik yarışmasına benzeten Keynes gibi iktisatçıların teorilerine dayandığını savunmuştur. Keynes'e göre özellikle hisse senedi piyasalarında hisse senetlerinin değeri gerçek değerlerini yansıtmaktan ziyade piyasa aktörlerinin diğer aktörlerin o hisse senedi değeri hakkında ne düşündüklerini tahmin etmelerine dayanır. Bu teori Soros'un refleksiv sürecin varlık fiyatlarının gerçek değeri konusundaki algıları etkileyerek spekülasyon balonlaşma sonucu varlık değerlerinin denge ortamından uzaklaşacağı görüşü ile tamamen uyumludur (Davidson, 2012:60-65).

Keynes'in finansal dolaşım kavramı, Nell'in bugünün ve geleceğin ilişkisine dair illüstrasyonu ile de açıklanabilir (Nell, 2011). Buna göre, finans piyasasında şimdiki zamanın ve geleceğin etkileşimi birbirine veya çeşitli parametrelere bağlı olarak varlıkların/menkullerin şimdiki ve gelecekteki değerini ifade eden bir dizi denklem

sistemi ile gösterilebilir. Bu sistemsel ilişki doğrusal, tek denge ya da doğrusal olmayan, çoklu denge olabilir (Nell, 2011:485):

$$\text{Sermayenin Şimdiki Değeri} = f(\text{Gelecekteki Beklenen Gelir}), \quad f' > 0$$

$$\text{Gelecekteki Beklenen Gelir} = \phi(\text{Sermayenin Şimdiki Değeri}), \quad \phi' > 0$$

Keynesyen belirsizlik, özellikle yenilikçi finansal ürünlerin katkısıyla varlık değerlemesinde dalgalanma yaratır. Bu türevlerin agresif yapısı finansal piyasalarda irrasyonel yatırımcı davranışlarına neden olur ve bu da geleceğin bugüne olan etkisini şiddetlendirir, varlık fiyatları daha sert biçimde artar/azalır. Benzer şekilde, bugün olanın gelecek döneme olan etkisi de kendisini daha fazla gösterecektir, fiyatlarda keskin artışlar/azalışlar yaşanır. Bu nedenle Nell, mevcut ve gelecek arasındaki etkileşim irrasyonel davranışlardan kaynaklanan ve zamanla değişkenlik gösterebilecek özellikler taşıdığı için belli tercihler altında rasyonel beklentilere dayanan denge modellerinin doğru bir yaklaşım olmadığını savunur (Nell, 2011:480).

Refleksivite teorisi ve dinamik dengesizlik çıkarımının matematiksel ifadesi Shaikh (2010) tarafından da analiz edilmiştir. Shaikh çalışmasında farazi bir makroekonomik değişkenin gerçek, beklenen ve temel değerinin dinamiklerini yakalayan üç diferansiyel denklem sistemi kurmaktadır. Değişkenin gerçek ve beklenen değerlerinin dinamiklerini yakalayan iki boyutlu dinamik sistem her iki değişkenin de değişkenin temel değeri etrafında dalgalanması anlamında kararlı olduğunu gösterir. Sistem, gerçek, beklenen ve temel değerlerin birleştiği, daha ziyade “hareketli bir ağırlık merkezi” oluşturduğu sabit bir noktaya sahip değildir. Sistem, gerçek, temel ve beklenen değerlerin birbirine yakınsadığı sabit bir noktadan ziyade her üç değer oluşturduğu bir ağırlık merkezine sahiptir. Buna göre beklentiler gerçek fiyatları etkilerken, gerçek fiyatlar aynı zamanda temel değerden de etkilenir ve yine gerçek fiyatlar ve temel değerler beklentileri etkiler. Diğer bir ifade ile fiyatlar temel değerlerden rassal bir biçimde sapma göstermez; karşılıklı geri besleme mekanizmasına dayalı bir sistem söz konusudur (Shaikh, 2010:4-10).

Refleksivite teorisindeki en önemli nokta, geri besleme mekanizması nedeni ile piyasa sürecinin döngüsel olması ve bu süreç sonunda piyasadaki varlık fiyatları ve gerçek fiyatlar arasında bir uçurum oluşmasıdır. Sürecin devam etmesine izin verildiği müddetçe, piyasadaki balonlaşma ve patlama süreçleri ağır finansal krizler ile sonuçlanması kaçınılmazdır. Daha da önemlisi kredi piyasasında yaşanacak böyle bir balonlaşma/patlama süreci iki nedenden dolayı asimetrik görünümündedir; öncelikle kredi hacmi ve teminat değerlerinin balonlaşma sürecini başında en düşük ancak patlama anında en yüksek seviyede olması, ikincisi kredi ve teminatların likiditasyonunun patlama sonrası dönemlerde daha uzun sürmesidir (Soros, 1994). Yine Davidson tarafından da Keynes ve Soros arasında piyasaların belirsizliği ve iktisadi olayların şekillenmesi hususunda büyük benzerlikler olduğunu ifade edilmiştir. Keynes’in ekonomik geleceğe dair belirsizlik kavramı ile ilgili olarak Davidson, ergodik aksiyom üzerine kurulu birçok ekonomik teorinin gerçek dünyayla ilişkilerini yitirmiş olduğunu savunur ve Keynes ile uyumlu olarak ekonomik sistemin ergodik olmayan bir süreç tarafından devam ettirilmesi gerektiğini kabul eder. Soros

da refleksivite teorisinde ergodik aksiyom fikrine de itiraz etmektedir. Başka bir deyişle, piyasanın geleceği, aktörlerin piyasa hakkındaki beklentileri ile belirlenir. Bu nedenledir ki Soros'un refleksivite teorisinin ana teması Keynesgil görüş açısına dayanmaktadır (Davidson 2012:60-65).

4. Sonuç

Soros'un sermaye piyasalarına bakış açısı, "The Alchemy of Finance" isimli eserinde bahsettiği refleksivite teorisinde açık bir şekilde görülür. Soros, ana akım iktisadin temel savını oluşturan varlık fiyatlarının, piyasa arz ve talep koşullarına göre belirlendiği temel denge kuramına kesin bir dille karşı çıkar ve finansal ve ekonomik olayların temelinde algılar ya da beklentiler ile olaylar arasındaki geri besleme mekanizması olarak tanımlanabilecek refleksif ilişkilerin yattığını ileri sürer. Soros'un bu tezi, Keynesgil piyasa mekanizması ile de uyumludur. Keynes, gelecekteki ekonomik olaylarla ilgili hesaplanabilir herhangi bir olasılığın bilimsel bir temeli olmadığını savunur. Diğer bir ifade ile uzun vadeli beklentiler belirsizlik ortamında oluşur. Bu, matematiksel olasılığın, kişinin beklentilerini oluşturmak için bir temel olarak kullanılamamasının esas nedenidir. Gelecek geçmişten önemli ölçüde farklılık gösterebileceğinden, geçmiş fiyatlara ilişkin bilgiler, gelecekteki fiyatların olasılığına ilişkin "herhangi bir hesaplanabilir olasılığın oluşturulmasına dair hiçbir bilimsel dayanak" sağlamamaktadır.

Bu çalışmada Soros'un para ve döviz kuru piyasalarında karşılıklı geri besleme mekanizması üzerine kurulu refleksivite teorisi ele alınmış ve refleksif sürecin temel nedeni olan piyasa belirsizliği Keynesgil görüş ile kıyaslanmıştır. Buna göre refleksive bir süreç varlık ve döviz kuru piyasalarında aşırı değerlendirme sonucu fiyat balonlaşmalarına sebep olabilmekte ve süreç finansal ve reel krizler ile sonuçlanan patlamalar ile son bulmaktadır. Ancak refleksif geri besleme mekanizmasının ekonomilerde neden olduğu en önemli sonuç reel ve finansal piyasalar arasında da karşılıklı etkileşime sebep olmasıdır. Ana akım iktisat görüşünün aksine, yerli para biriminin güçlenmesi yüksek bütçe ve ticaret açıklarına sebep olurken Soros'un da ifade ettiği gibi 1980-2012 yılları arasında ABD'de görüldüğü gibi spekülasyon sermaye girişleri devam ettiği müddetçe yüksek bir büyüme oranı da sağlayabilir.

Kaynakça

- Davidson, P. (2006). *Keynes and Money*, P. Arestis and M. Sawyer (Ed), A Handbook of Alternative Monetary Economics (s.139-153) içinde. Edward Elgar, Cheltenham, UK and Northampton, Mass.
- Davidson, P. (2009). Can Future Systemic Financial Risks Be Quantified? Ergodic Vs Nonergodic Stochastic Processes. *Revista de Economia Política*, 29 (4), 324-340.
- Davidson, P. (2012). Is Economics a Science? Should Economics Be Rigorous?. *Real-World Economics Review*, 59, 58-66.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263.
- Keynes, J. M., 1883-1946 (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London:Macmillan.

- Kwong, C. P. (2009). *Mathematical Analysis of Soros's Theory of Reflexivity*. Erişim adresi: <https://pdfs.semanticscholar.org/6628/ef1ae2b4cc0669ecaf64c06e1498d9997fe7.pdf>
- Minsky, H. P., (1992). *The Financial Instability Hypothesis*. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74. Erişim adresi: <https://ssrn.com/abstract=161024>
- Nell, E.J. (2011). Uncertainty and the Value of Capital: Marginal Efficiency and the Conventional Projection. *Review of Political Economy*, 23(4), 479-502.
- Nell, E.J., Errouaki, K. (2013). *Rational Econometric Man: Transforming Structural Econometrics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Palley, T. (2005). Soros on International Capital Markets and Developing Economies: Multiple Equilibria and the Role of Policy. *Eastern Economic Journal*, 31(3), 407-419.
- Purkis, S., Güngör, F. (2016). Drifting Here and There but Going Nowhere: The Case of Migrants from Turkey in Milan in the Era of Global Economic Crisis. *Journal of International Migration and Integration*, 18 (2), 439-461.
- Rosnay, J. (1979). *The Macroscope: A New World Scientific System*. New York: Harper and Row.
- Shaikh, A., (2010). Reflexivity, Path Dependence and Disequilibrium Dynamics. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(1), 3-16.
- Soros, G. (1994). *Theory of Reflexivity*, The MIT Department of Economics World Economy Laboratory Conference, Washington, DC. Erişim adresi: <http://mertsahinoglu.com/research/the-theory-of-reflexivity-by-george-soros/>.
- Soros, G. (1988). *The Alchemy of Finance: Reading The Mind of the Market*. London: Weidenfeld and Nicolson.
- Soros, G. (1995). *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve*. New York: John Wiley and Sons.
- Soros, G. (2009). *The Crash of 2008 and What It Means*. New York: Public Affairs.
- Soros, G. (2013). Fallibility, Reflexivity and The Human Uncertainty Principle. *Journal of Economic Methodology*, 20 (4), 309-329.
- Umpleby, S. (2010). From Complexity to Reflexivity: Underlying Logics Used in Science. *Journal of the Washington Academy of Sciences*, 96(1), 15-26.
-