

# Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Minsky

Bülend KARADAĞ\*

## GİRİŞ

Dünya piyasaları ABD’de yaşanan durgunluk üzerine odaklanmış durumda. Nominal olarak 13 trilyon Doların üzerindeki ulusal hâsılası ile dünya ekonomisinin merkezi olan ABD’nin önemi sadece ekonomisinin büyüklüğünden kaynaklanmıyor. Uluslararası ticarete tuttuğu yer açısından da dünyanın en kritik ekonomisi. Sözkonusu durgunluğun basitçe geçirilebilir bir süreç mi olduğu yoksa yıkıcı küresel etkileri de olan derin bir bunalımın başlangıcı mı olduğu henüz belli değil. Ancak, açık bir gerçek şudur ki; kapitalist piyasa ekonomisi bir defa daha böyle bir ikileme ve soru işaretleriyle karşı karşıya kalmış durumda.

İkinci Dünya Savaşı öncesini bir tarafa bırakırsak, 1966 yılında yaşanan kredi krizi, 1970’lerin ortasında yaşanan petrol krizi, 1987 yılında New York borsasının çöküşü ve en sonu 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizi sadece ABD ekonomisinin değil dünya ekonomisinin yüz yüze geldiği belli başlı krizleridir. Kapitalist piyasa sisteminin savunucuları, geçmişte olduğu gibi bugün de, kapitalist ekonominin bunalımlarını, rastlantılara, arızı nedenlere, bir daha tekrarlanmayacak konjonktürel nedenlere bağlıyorlar. Zira onlara göre dışarıdan bir müdahale olmadığı sürece kapitalist piyasa ekonomisi krizlerden muaftır. Oysa sadece durgunluk tehdidine karşı alınan önlemlere bakmak, piyasa ekonomistlerini yalanlamaya yetmektedir. ABD Merkez Bankası Başkanı

---

\* İktisatçı

Bernanke tarafından hazırlanan pakete uygun olarak ilk önce merkez bankasının reeskont penceresinden uyguladığı faizler indirildi. Bu indirimin yeterli olmayacağı anlaşılınca, daha sonra toplam talebi arttırmak için bütçeden 150 milyar dolarlık harcama yapılması kararlaştırıldı. Kısacası, piyasa karşılaştığı sorunlar karşısında hem merkez bankasının hem de devletin koltuk değneklerine ihtiyaç duyuyordu. Devletin ve merkez bankasının varlığı krizlerin önüne geçemiyor fakat derinleşmesini engelliyordu.

ABD ekonomisinde alınan bu önlemlerle beraber, sadece Türkiye’de<sup>1</sup> değil tüm dünyada<sup>2</sup> Hyman Minsky tarafından ortaya sürülen finansal istikrarsızlık hipotezi bir defa daha gündeme gelmiştir. Zira, Minsky, piyasanın denetim altına alınması için ısrarla unutulmaya yüz tutmuş reeskont penceresinin kullanılmasından ve devletin ekonomi içindeki büyüklüğünün korunmasından taraftı. Yukarıda da belirttiğimiz gibi sözkonusu krizlerin ortak noktası ise kendilerini ilk önce finansal piyasalarda göstermesidir. Bu krizler için her ne kadar döviz kuru istikrarsızlıkları, bankacılık sektörü yetersizlikleri, aşırı sermaye hareketleri, varlık fiyatlarında yapay şişmeler, ahlaki bozukluklar ve kurumsal yetersizlikler gibi açıklamalar getirilmiş olsa da, bu nedenlerin hepsi anlaşılacağı gibi finansal piyasaların yapısına dair unsurlardır. Bu nedenle, bir ülkede ortaya çıkan krizde, bu sebeplerden birinin ya da bir kaçının ağırlık kazanmasından ziyade finansal yapının temellerine dair tartışmaların daha önemli olduğu söylenebilir<sup>3</sup>.

Yaptığımız bu çalışmada, bir politika paketi olarak güçlü devlet ve müdahaleci merkez bankası ikilisini savunan Minsky’nin kuramının temel çerçevesini, kapitalist piyasa ekonomisini nasıl kavradığını ve neden bu politika önerilerinde bulunduğunu teorik düzeyde tartışmaya çalışacağız. Bu anlamda yazı, Minskian iktisadın kuramsal çerçevesi ile sınırlandırılmıştır. Yazının temel amacı Minsky

1 ABD’de konut piyasasında yaşanan son krizin ardından Minsky ve Hipotezi sadece yurt dışında değil Türkiye’de de bir çok iktisatçı tarafından gündeme getirilmiştir. Erinç Yeldan, Korkmaz İlkokur, Hasan Ersel, Ahmet Çakmak, Ufuk Söylemez, Taha Özhan ve Cemil Erten gazetelerin kendilerine ait köşelerinde Minsky ve hipotezini olumlayan yazılar yazmışlardır.

2 ABD ekonomisini ve son yıllarda yaşanan finansal krizleri Minskian çerçevede ele alan bir çok çalışma mevcuttur. Minskian iktisadın önde gelen isimlerinin bu konudaki makalelerine <http://www.levy.org/> adresinden ulaşılabilir.

3 Minsky’nin sunduğu teorik çerçeveyi kullanan çalışmalar için Örneğin, Kregel (1998a) Güney Doğu Asya’da yaşanan krizlerin Minsky’nin sunduğu teorik çerçeveye uygun geliştiğini iddi ederken, Meksika ve Brezilya’da yaşanan krizlerin bu çerçeveye uygun olmadığını iddia eder (Kregel, 1998b, 1998c). Diğer taraftan, Saqib (2001) ve Silva (2002) yaptıkları çalışmalarda, Güney Doğu Asya, Brezilya, Meksika ve Türkiye’deki krizlerin Minsky’nin sunduğu teorik çerçeveye uyduklarını iddia etmektedirler. Benzer bir şekilde, Wray da (2001) yaptığı çalışmada, Asya ve Rusya’da yaşanan krizlerin aynı çerçevede değerlendirilebileceğini iddia eder. Ayrıca, yeni-keynesyen akımdan da Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezine eleştiriler vardır. Krugman (1991) krizlerin standart bir şekilde aşamalandırılmasını eleştirirken, Mishkin (1992), Minskian teorinin aşırı geniş bir bakış açısına sahip olduğu için kullanışsız olduğunu iddia eder.

tarafından ileri sürülen Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin kuramsal dayanaklarını ön plana çıkarmak ve hipotezi gündeme taşıyan özelliklerin kuramsal çerçevesini sunmaya çalışmaktadır.

### **Hyman Minsky'nin İktisat Teorisi**

Minsky'e (1986: 100) göre kapitalist ekonominin kendiliğinden işleyişi istikrarsızlık yarattığından ekonomiye müdahale sürekli bir ihtiyaçtır. Fakat ekonomiye müdahale etmek ya da ekonomik politikalar geliştirmek sadece ekonominin içsel olarak istikrarsız olduğuna inanların bir sorunu değildir. Böyle düşünenler kadar, ekonominin kendi dengesini kuracağına inanlar da ekonomik politikalar geliştirirler. Dolayısıyla sorun, hangi noktada durarak politika geliştirdiğinizdir. Bir başka deyişle, sorun hangi iktisadi teoriye dayanarak ekonomik politikalar geliştirdiğinizdir. Açık ki, ekonomik anlamda sorun olarak kabul ettiğimiz şey, kullandığımız iktisadi kurama göre değişecektir.

Minsky (1986: 101) iktisatçıların üzerinde ağır bir yük olduğunu çünkü ekonomik sorunları anlamak için sürekli yeni araçlar yaratmak zorunda olduklarını belirtir. Minsky'yi böyle düşünmeye iten özellikle 1960'lı yıllardan sonraki dünya ve ABD ekonomisinin seyridir. Çünkü bu yıllarda, Minsky (1986) standart iktisat<sup>4</sup> teorisinin istikrarsızlıkları engelleyecek politikalar geliştiremediğini ve başarısız olduğunu belirtir. Ona göre standart iktisat teorisi hala neden istikrarsızlıkların ortaya çıktığını anlatamamaktadır. Minsky'e göre kuramsal olarak yanıt bekleyen gereken üç soru vardır:

I. "Piyasa mekanizması üretim miktarı ve fiyatlar arasındaki uyumlu ilişkiyi nasıl sağlamaktadır?"

II. Gelir, üretim miktarı ve fiyatlar hangi yolla belirlenir?"

III. Neden zaman zaman bu unsurlar arasındaki ilişki bozulur ve ekonomi krizlere eğilimli hale gelir?" (Minsky, 1986: 101)

Çalışmamızın bundan sonraki bölümlerinde, Minsky'nin sorduğu bu sorulara kendisinin nasıl yanıt verdiğini göstermeye çalışacağız.

### **İkili Fiyat Yapısı ve Spekülasyon**

Standart iktisadi yaklaşımın eleştirisi olan Finansal İstikrarsızlık Hipotezi fiyatların ekonomide oynadığı role vurgu yaparak başlar. Zira Minsky'e göre

<sup>4</sup> Minsky tarafından getirilen bu tanımlama; Parasalcı, Rasyonel bekleyişçi okullar, Klasik, Yeni-klasik ve Yeni-keynesyen akımlar için kullanılmıştır.

kapitalist ekonomide fiyattan değil fiyatlardan bahsetmek gerekir. Bu anlamda, kapitalist ekonomide iki fiyat kümesi vardır: sermaye ve finansal varlıkların fiyatları ile üretim malları fiyatları. Minsky'e (1986: 173) göre, kapitalist ekonominin hareketini bu iki fiyat kümesi arasındaki ilişki belirler. Sermaye ve finansal varlıklardan beklenen gelir, üretim mallarının fiyatına bağlı olarak oluştuğundan sermaye malına biçilen değer ile üretimin sonucunda oluşan malların fiyatları arasında bir ilişki vardır.

Bu iki fiyat kümesi arasındaki en önemli fark, fiyatların oluşum süreciyle ilgilidir. Sermaye malları yatırımın başında beklenen gelire göre fiyatlandırılırken, üretim mallarının fiyatı yatırımın sonunda belli olur. Bu nedenle, sermaye mallarına biçilen değer daima bir belirsizlik taşır. Aslında belirsiz olan gelecekteki üretim malları fiyatı dolayısıyla gelecekteki kârlardır. Bu yüzden, sermaye ve finansal varlıkların fiyatı üretim malları fiyatlarının bir alt kümesidir (Minsky, 1986:174).

Bu bağlamda, sermaye ve finansal varlık fiyatları ile üretim malları fiyatları arasındaki ilişki spekülattır. Standart (neo-klasik) iktisat ile Minskian yaklaşım arasında farklardan birisi de bu spekülasyon olgusudur (Alves vd., 2000). Standart iktisatta, piyasaların etkin olduğu ve kendiliğinden dengeyi yarattığı iddia edildiği için dengesizliğin kaynağında spekülörlerin rol oynadığı düşünülür. Bir başka deyişle, piyasadaki fiyat hareketlerini bilen bir kısım kötü niyetli girişimci (noise trader), alış ya da satışlar yaparak bu durumdan faydalanır. Standart iktisadın spekülasyonlarla ilgili bir başka iddiası, spekülasyonların sadece bölüşüm ilişkileri üzerinde etkide bulunduğu fakat bölüşülen miktar üzerinde etkide bulunmadığıdır (Stiglitz, 1989). Ancak Minskian yaklaşımda, spekülasyon sadece bir kısım girişimcinin yaptığı bir iş değil, tüm girişimcilerin başvurduğu bir yoldur. Bu yaklaşıma göre, kapitalist ekonomide her girişimcinin amacı, bugünkü paranın, ileride daha çok para getirmesini (kâr) sağlamaktır. Her yatırım kararı bir belirsizlik altında yapılır ve dolayısıyla her yatırım kararı spekülattır. Bu nedenle, belirsizliğin hâkim olduğu bir ekonomide, spekülasyonların belirli bir koşulu ya da zamanı yoktur. Çünkü yatırımlar yapıldığı sürece – ki kapitalist ekonomide yeni karlılık koşullarının yaratılması ve daha önce yatırılan sermayenin realizasyonu için sürekli yeni yatırımların yapılma zorunluluğu vardır – daima spekülasyon yapılmış olunur. Minsky'e göre, spekülasyonların sadece bölüşüm üzerinde etkisi yoktur bölüşülen büyüklük üzerinde de etkisi vardır. Ekonomideki büyümenin gelecekteki kâr beklentilerine (spekülasyonlara) bağlı olduğu bir durumda, spekülasyonların asılsız çıkmasının kaçınılmaz sonucu ekonomideki büyümenin aksaması olacaktır (Alves vd, 2000). Sonuç olarak, Finansal İstikrarsızlık Hipotezine göre, (1) spekülasyonlar, bir kısım girişimcinin

değil tüm ekonominin başvurduğu bir yoldur; (2) Kapitalist ekonomide spekülasyonlara her zaman başvurulur; (3) Spekülasyonların ekonomik büyüme üzerinde etkisi vardır.

### **Kapitalist Ekonomide Fiyatlar ve Kârlar**

Minsky'e göre Neo-klasik fiyat teorisi, kapitalist ekonomiyi karmaşık finansal yapısıyla beraber düşünmediği için fiyatların piyasayı nasıl temizlediğini açıklamakta yetersiz kalır (1986:141). Neo-klasik fiyat teorisine göre fiyatların ekonomideki rolü sadece kaynak dağılımını ve üretim düzeyini belirlemektir. Bu teoride fiyatların, borçlarla ve ekonomiyi yükümlülük altında bırakan diğer sözleşmelerle olan ilişkileri ihmal edilir. Çünkü neo-klasik fiyat teorisinde borçlar ve finansal varlıklar kendine yer bulamaz. Dolayısıyla paranın zaman içindeki seyri ekonominin anlaşılmasında merkezi bir öneme sahip değildir.

Oysa yatırım yaparak devamlılığını sağlayan kapitalist ekonomide, yatırımın ölçeği ve vadesi büyüdükçe ekonomik birimler, sözleşmelere dayanan parasal ödeme yükümlülükleri içine girerler. Bu durum ekonomide, yatırımların finansal varlıklara dayanan bir nakit akışıyla bütünleşmesine yol açar. Böylelikle, sermaye ve finansal varlıkların fiyatları ile üretim malları fiyatları arasında sıkı bir bağ kurulmuş olunur. Sermaye malının üretiminin sağlanması ya da talebinin gerçekleşmesi için üretim malları fiyatlarının o sermaye malının üretimini sağlayacak bir seviyeye ulaşması gerekir (Minsky, 1986:161-163). Aksi takdirde, sermaye mallarının fiyatının düşük olması o sermaye malının üretiminin düşmesi, yatırımların durması anlamına gelir. Anlaşılacağı gibi, sermaye ve üretim malları arasında tek yönlü bir ilişki mevcuttur. Bu ilişkiye göre sermaye mallarının fiyatı daima görece olarak üretim malları fiyatından fazla olmalıdır ki yeni yatırımların (yeni sermaye malları üretiminin) yolu açılsın. Bu nedenle fiyatların, ekonomide kaynakların dağılımını ve üretim düzeyini belirlemek dışında artık değer yaratmak, geçmiş borçların ödenmesini sağlamak, yeni borç ilişkileriyle yeni sermaye mallarının üretimine yol açmak gibi rolleri de vardır. Yatırımların "başarılı" sayılabilmesi için üretim malları fiyatlarının belirtilen bu üç özelliği sağlaması gerekir. Fiyatların hiç kuşkusuz aynı zamanda, yönetim, kırtasiye ve reklam gibi işletme yan giderlerini de karşılayabilmesi gerekir.

Sonuç olarak, fiyatların iş gücü maliyetlerinden ve bunun üzerindeki kâr marjlarından oluştuğunu söylersek, kâr marjlarının, sırasıyla, sermaye mallarının fiyatını, borçların fiyatını ve diğer işletme giderlerini kapsamaları gerekir. Kısacası fiyatlar kârların taşıyıcısı olmak zorundadır (Minsky,1986:143). Bu nedenle, ekonominin nasıl işlediği sorusuna cevap verebilmemiz için ilk önce kârların nasıl oluştuğu sorusuna cevap vermemiz gerekir.

## Fiyatlar Nasıl Oluşur-Kârlar Nereden Gelir?

Üretim malları fiyatları ve kârlar arasındaki ilişkiyi Minsky, Kalecki'den (1971) devraldığı basit bir model aracılığıyla açıklar (Minsky, 1986:141-171). Kapalı bir ekonomide devletin ve vergilerin olmadığını, iki sektörün: tüketim ve yatırım malları üreten sektörlerin olduğunu, işçilerin tüm ücretlerini harcadığını ve üretilen her şeyin tüketildiğini; ayrıca, ekonomide sadece işçilerin tüketim yaptığını varsayıyoruz. Basit modelimizde kullandığımız bir diğer varsayım da, sermaye malları fiyatının görece olarak üretim malları fiyatından yüksek olduğudur. Bu varsayımı kabul etmemizin nedeni, modelde sermaye malı üretimine olanak vermektir. Çünkü aksi takdirde, yani sermaye mallarının üretim mallarına göre düşük olduğu bir durumda yatırım yapmak rasyonel bir karar olmayacaktır.

Tüketim	Yatırım	Açıklama
$P_c$	$P_i$	Sektör Fiyatları
$N_c$	$N_i$	Sektörlerde İstihdam
$Q_c$	$Q_i$	Sektörlerde Üretilen Mal Miktarları
$W_c$	$W_i$	Sektörlerde Ücretler

Basit modele göre ekonomideki toplam üretimin parasal değeri  $P_c Q_c$  kadardır. Tüketim sektöründeki işçilerin toplam geliri  $W_c N_c$ , yatırım sektöründekilerin ise  $W_i N_i$  kadardır. Yatırım sektörü olmasaydı, tüm üretim, tüketim sektöründeki işçiler tarafından tüketilecek,  $P_c Q_c = W_c N_c$  olacak ve kâr gerçekleşmeyecekti. Çünkü  $\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c$  yani Toplam Kâr = Gelir-Gider olacağından kâr sıfır olacaktı. Fakat modele göre yatırım sektöründeki işçiler de tüketim yapacağından,  $P_c Q_c = W_c N_c + W_i N_i$  olacak, yani tüm üretim yatırım ve tüketim sektörlerindeki işçiler tarafından tüketilecektir. Diğer bir deyişle, modelde tüketim sektörü işçileri ürettikleri her şeyi tüketemeyecek ve yatırımın finanse edilmesi için artı değer yaratacaklardır. Sonuçta,  $\pi_c = P_c Q_c - W_c N_c = W_i N_i$  olacak ve böylelikle toplam kârlar, yatırım malları sektöründeki toplam ücretlere eşit olacaktır.

Yukarıda belirtilen güçlü davranışsal varsayımlar çerçevesinde biraz daha ileriye gidilecek olunursa,

$$I = P_i Q_i = W_i N_i + \pi_i \text{ ve } W_i N_i = \pi_c \text{ ise } I = \pi_c + \pi_i \quad (1.1)$$

olacaktır. Bir başka deyişle, kapitalist ekonomide kârlar yatırımlara eşit olacaktır. Elde edilen sonuç Minskian yaklaşımın temel iddiasıdır ve yatırımların

kapitalist ekonomi için yaşamsal önemini vurgular. Bu sonuç, kapitalist ekonomide sürekli yapılmak zorunda olunan yatırımların temel güdüsünü ne olduğunu da açıklıkla ortaya serer.

Gelir-tüketim denkleğinden, tüketim malları fiyatını çekersek bazı basitleştirmelerle<sup>5</sup>, tüketim malları fiyatı, denklem (1.2)'de belirtildiğı gibi olur:

$$P_c = \frac{W_c}{A_c} \left( 1 + \frac{N_i}{N_c} \right) \quad (1.2)$$

Böylelikle tüketim malları fiyatını etkileyen temel bileşenler bulunmuş olunur. Fiyatları etkileyen unsurlar sırasıyla, ücretler ( $W_c$ ), tüketim sektörü işçileri verimliliğı ( $A_c$ ) ve yatırım sektöründeki istihdamın tüketim sektöründeki istihdama oranıdır ( $N_i/N_c$ ). Burada dikkat çekici olan nokta, modelin genişletilmesi durumunda<sup>6</sup> dâhi para arzının fiyat denklemi içinde olmamasıdır. Bilindiğı gibi Neo-klasik iktisada göre fiyat düzeyi para arzının bir fonksiyonudur. Burada para arzı, sonradan belirtileceğı gibi sermaye mallarının fiyatı üzerinde, dolayısıyla yatırımlar ve bütçe açıkları üzerinde etkili olmaktadır. Bir başka deyişle, para arzının etkisi finansal ilişkilerde ortaya çıktığı için tüketim malları üzerindeki etkisi dolaylı olarak ortaya çıkar. Dikkat çekici bir diğere nokta, fiyat hareketlenmelerini anlamaya çalışırken ücretlerin, verimliliğın ve istihdamın fiyatlar üzerinde dolaysız bir etkiye sahip olduğunu göstermesidir. Bu nedenle, Minsky'e (1986) göre, tüketim malları fiyatını etkileyen unsurlar arasında değışkenliğı en fazla olan unsur yatırım olduğundan, fiyat hareketlerini anlamanın en iyi yolu yatırım sürecini incelemekten geçer.

### Sermaye Malları Hangi Fiyattan Talep Edilir?

Minsky (1975: 69-83) kapitalist ekonomideki ikili fiyat sisteminin bir diğere bileşeni olan sermaye mallarının fiyatlarını incelerken daha çok Keynes'in Genel Teori'deki çözümlmelerini kullanır. Bu nedenle Minsky, Keynes'den yararlanarak, sermaye mallarının değıerini belirleyen esasen üç unsur olduğunu belirtir: sermaye malından beklenen gelir (quasi-rents) ( $q$ ), sermaye malının maliyeti ( $c$ ) ve sermaye malının nakit değıeri ( $\ell$ ). Sermaye malının değıerini, bu üç kavramla şöyle tanımlar:

$$P_k = q - c + \ell \quad (1.3)$$

5 Tüketim ve yatırım malları sektörlerindeki ücretlerin eşit olduğunu ( $W_c = W_i$ ) ve tüketim sektöründeki bir işçinin verimliliğının  $A_c = Q_c/N_c$  olduğunu kabul ediyoruz.

6 Modelin genişletilmiş hali için bkz. Minsky, 1986 s 141-153.

Her türden sermaye malı bu üç bileşenin ağırlığına göre değer kazanır. Fakat her sermaye malından beklenen gelir aynı olmayacağı gibi aynı sermaye malı için beklenen gelir düzeyi de her zaman aynı değildir. Bir başka deyişle, farklı türden iki makinenin beklenen gelirleri aynı olmak zorunda değildir ya da bir makine farklı zamanlarda farklı gelir düzeyleri yaratabilir. Bu nedenle, sermaye malı talep fiyatı oluşumu tamamıyla ekonominin işleyişine bağlıdır (Minsky,1975: 70).

Fakat burada, sermaye mallarını kullanan firmalar için öznel bir belirleme de ortaya çıkar. Ekonomik işleyişin gelecekte nasıl olacağı firmaların algılayışlarına, beklentilerine bağlıdır. Bu nedenle firmalar, beklenti ve algılayışlarına göre bu üç unsuru farklı olarak değerlendirebilirler. Bu kapitalist ekonominin karakteristik bir özelliğidir ve Minsky'e (1975: 75) göre bu özelliğinden dolayı kapitalist ekonomi daima bir belirsizlik ve spekülasyon altında işler.

Firmalar portföylerini ekonomik varlıkların temel iki özelliğine dayanarak biçimlendirirler: gelir getirenler ve likit değerleri olan varlıklar. Firma varlıklarının maliyetlerine göre portföylerini belirler Yani bir firmanın sahip olduğu ekonomik varlıkların bu ağırlıklandırılmış düzeni portföy olarak adlandırılır. Bu nedenle, firmaların portföy kararları, onların ekonomik algılayışlarıyla sonuçlanan maliyetlere bağlıdır. Ekonominin genişleme döneminde olduğuna inanan firmalar, gelir getireceğine inandıkları sermaye malını alarak portföylerinin likit değerlerini azaltırken yani, portföylerini  $q$  ağırlıklı kurarken, daralma dönemlerinde kaynaklarını likit tutarak portföylerini  $\ell$  ağırlıklı kurarlar.

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi, sermaye malı talep fiyatının belirlenmesi bir portföy kararıdır (Minsky, 1975: 89). Ekonomik işleyiş portföy kararlarını belirlediği kadar portföy kararları da ekonomik işleyişi belirler. Tek bir firmanın ekonomiyi aşırı iyimser algılayışı ve ona göre davranışı; yani spekülasyon yapması problem yaratmayabilir fakat ekonomideki tüm firmaların böyle bir eğilim içinde bulunması ekonomik yapıyı bir kumar oyununa çevirebilir. Zaten, krizlere yol açan patlamalar daha çok  $q$  değeri üzerine kurulan aşırı iyimser beklentilerden doğar. Aşırı iyimser beklentiler içinde olan firma borç yükümlülüğünü arttırarak daha çok sermaye malı talebinde bulunacaktır. Borç yükümlülüğünün yarattığı faiz ödemeleri burada sermaye malının maliyeti ( $c$ ) olarak algılanabilir. Dolayısıyla, ekonomideki tüm firmaların aşırı iyimser kâr beklentisi içerisine girmesi  $q$ 'ya göre maliyetlerin daha çok artmasına yol açar. Aşırı kâr beklentilerinin sermaye mallarının maliyetini arttırmasının nedeni, sermaye mallarının kapitalist ekonomide dış finansmanla sağlanmış olmasıdır. Ekonomideki tüm firmaların aşırı iyimser bir bakışa sahip olmaları, yani borçlanma taleplerinin artması, faiz haddini arttıracak ve bu nedenle sermaye



mallarının maliyetleri artacaktır. Ekonomideki, güvenlik sınırının düşmesinin anlamı, ekonomideki borç yükünün, sermayeden beklediği gelire göre artmasıdır. Bir başka deyişle, firmalar likit olmayan kaynaklara dayanarak yatırım yaparken, borçları nedeniyle likit kalma ihtiyacı duyarlar. Aslında bu durumun ortaya çıkması, genelde, borç vadelerinin yatırımların vadelerinden kısa olması durumunda ortaya çıkar. Yatırımlara göre kısa vadeli olan borçların miktarı ne kadar fazla ise, ekonomideki firmalar için güvenlik sınırı da o kadar düşmüş olacaktır.

Bir sermaye malının alınıp satılır olması, o sermaye malının bir nakit değerinin ( $\ell$ ) olduğu anlamına gelir. Bir firma çeşitli nedenlerle, özellikle nakit sıkıntısı çektiği dönemlerde, sermaye malını satarak nakit bir gelir elde edebilir. Böyle bir durum, firmanın gelir beklentisinin gerçekleşmemesi sonucu oluşur. Bu nedenle para da, bir sermaye malı olarak değerlendirilebilir. Paranın sermaye malından farkı, yukarıdaki denklem aracılığıyla açıklanabilir. Para gelir ( $q$ ) yaratmaz fakat nakit değerinden dolayı elde tutulması daima ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin bir güvencesidir. Firmaların ellerindeki mevcut para miktarıyla borç yükümlülüklerinin oranı, onların güvenlik sınırına dair bir göstergedir. Bu nedenle, ekonominin daralma dönemlerinde, “firmalar portföylerini  $\ell$  ağırlıklı kurar” demekle, aslında para tutma taleplerini arttırdıklarını dile getirmiş oluruz. Bu yüzden, Pk denklemi aynı zamanda likidite tercihi (para talebi) denklemi olarak yorumlanabilir.

Sonuç olarak, bu durum para arzının da denkleme katılmasını gerektirir. Minsky'e (1975) göre, para arzı mevcut sermaye stokuna göre arttırıldığında, sermaye mallarının fiyatı da artma eğiliminde olur. Fakat ekonomide bu durum aksine işlediği koşullar da oluşabilir. Özellikle kriz dönemlerinde ya da kriz dönemlerinin hemen sonrasında firmaların gelirleri borç yükümlülüklerini yerine getiremiyorsa ya da firmalar ödeme taahhütlerini yerine getiremeyeceklerini bekliyorlarsa, olağan dışı bir nakit talebi ortaya çıkabilir. Bu durumda piyasaya sürülen para, firmalar tarafından sermaye mallarının alımı için kullanılmaz. Ya cari dönemdeki ya da gelecek dönemdeki borç ödemeleri için kullanılır. Bu sürecin kaçınılmaz sonuçlarından bir tanesi sermaye mallarının fiyatlarının düşmesi olacaktır. Ekonomide farklı bir kanaldan açıklanan bu durum, likidite tuzağı olarak adlandırılmaktadır.

Para, borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde bir nevi sigorta görevi görür. Çünkü bir noktada borçlar parayla kapatılmak zorundadır. Olumlu ekonomik beklentilerin olduğu dönemlerde sermaye malının değeri kâr beklentilerine bağlı olarak artarken sermaye malında içerilmiş olarak bulunan nakit değer

görelî olarak azalır. Bir başka deyişle  $q$  artarken  $\ell$  değeri sabit kalır çünkü bir lira daima bir liradır. Fakat bir lirada içerilmiş olan sigorta değeri, sermaye malı fiyatı arttıkça azalır. Bu aslında, artan borç yükü karşısında eldeki mevcut nakit değerinin sabit kalmasından kaynaklanır. Çünkü firmalar ekonomideki olumlu beklentilere daha fazla yatırım yaparak dolayısıyla daha fazla borçlanarak tepki verirler.

Bu süreç, neo-klasik iktisadın aksine sistemde içsel olarak istikrarsızlık sağlayan unsurların olduğuna dair bir işarettir. Fakat bunun daha iyi anlaşılması için ekonomideki olumlu beklentilerin nasıl istikrarsızlık yarattığını belirtmek gerekir.

### **Kapitalist Ekonomide Yatırımların Büyüklüğü Nasıl Belirlenir?**

Kapitalist ekonomilerde, firmalar için finansal piyasalara bağımlılık kaçınılmazdır. Kapitalist üretim ölçeği artıp yatırımların vadeleri uzadıkça, yatırımların finansmanı kişisel sermaye ile karşılanamaz duruma gelir. Minsky'e (1986) göre kapitalist ekonomide yatırımların tek gayesi vardır: kâr. Yukarıda sunulan modelimizde de belirttiğimiz gibi işçilerin tüm gelirlerini harcadığı ve kapitalistlerin hiç tüketim yapmadığı durumda kârlar yatırımlara eşittir. Modelin genişletilmesi durumunda kârları belirleyen daha birçok faktör (bütçe açıkları, dış ticaret fazlası, tasarruflar) bulunabilir fakat bu yatırımların hâlâ kârların en önemli belirleyicisi olduğu gerçeğini engellemez. Kârlar, bir taraftan iş dünyasının geçmişte verdiği yatırım kararlarının doğruluğunu kanıtlarken diğer taraftan gelecek yeni yatırımları mümkün kılar. Bu nedenle yatırımları, başında ve sonunda para ya da sermaye malı olan iki farklı süreç olarak tanımlamak mümkündür. Bir başka deyişle, daha fazla para için para harcamak ya da yeni sermaye malları almak için sermaye malları satın almak.

Bu nedenle Minsky'e (1975: 94-95) göre, kapitalist ekonomiyi ve bu ekonomi içindeki dalgalanmaları anlamamanın yolu, yatırım sürecini anlamaktan geçer. Kapitalist ekonomi için bütçe açıkları, tüketim davranışları ve ücretler, yatırıma nazaran ikincil önemdedirler. Bu ikincil faktörler, ekonomi içindeki devresel hareketlerin artmasına ve azalmasına yol açabilirler, fakat devresel hareketleri başlatan daima yatırım sürecindeki aksaklıklardır. Bu yüzden, ekonomideki temel devresel hareketler, kârlar, sermaye malı fiyatları, finansal piyasa koşulları ve yatırımlar arasındaki ilişkilerin belirleyiciliği altındadır (Minsky, 1986).

### **Yatırımların Büyüklüğü ve Hızı**

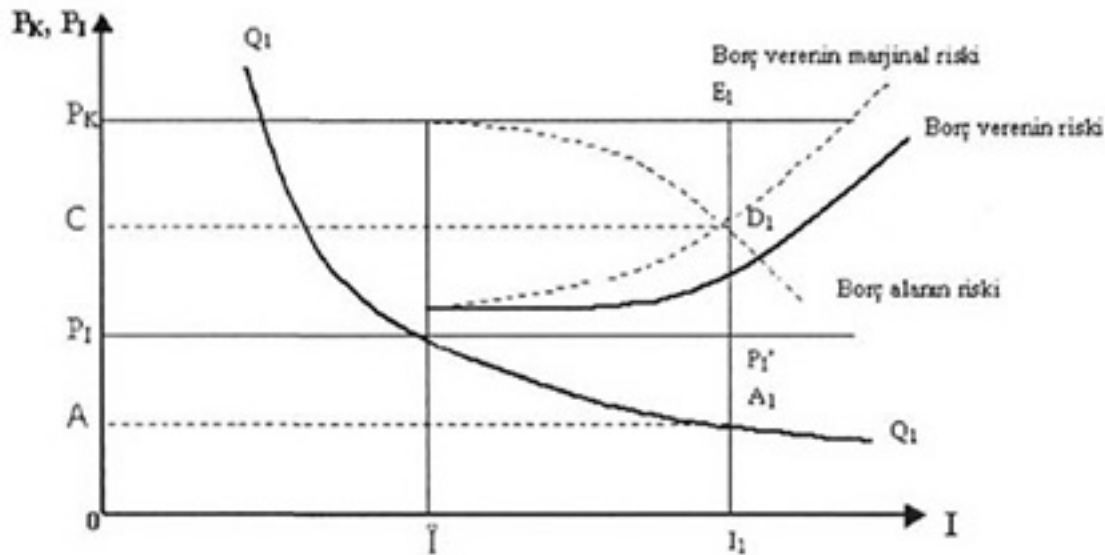
Yatırım incelemelerimize sermaye mallarının fiyatını etkileyen unsurları anlatarak başladık, çünkü bir yatırım kararının alınabilmesi için sermaye malları

talep fiyatının arz fiyatından yüksek olması gerekir. Bir başka deyişle, ancak sermaye malından sağlanan gelirler ( $q$ ) sermayenin maliyetini ( $c$ ) aşıyorsa, yatırıma gidilebilir. Kârların maliyeti aştığı her durumda sermaye malının talep fiyatı ( $P_K$ ) nakit değerinin ( $\ell$ ) üzerinde olacaktır. Fakat bu durum, yatırım kararı alan bir firmanın bu koşullar altında istediği büyüklükte bir yatırım yapabileceği anlamına gelmez. Minsky'e (1975) göre, yatırımları sınırlayan bazı etkenler vardır.

Yatırılandan daha fazla bir gelir sağlayacağına inanan bir firma için yatırımın büyüklüğünü ve hızını belirleyen en önemli etken yatırımın finansmanıdır. Yatırımların finansmanı temel olarak iki kanaldan gerçekleşir: iç ve dış kaynaklar. İç kaynaklar, firmanın elinde bulunan nakit paradan, eşdeğer finansal varlıklardan ve süregiden faaliyetinden elde ettiği kârlardan meydana gelirken; dış kaynaklar, banka ya da benzeri kuruluşlardan aldığı borçlardan ve hisse senedi ve bono gibi finansal araçlardan oluşur.

Ancak, yatırımların bu ikinci türden finansmanı süreci oldukça karmaşıklştırır ve hem talep hem de arz fiyatı üzerine etkide bulunan bir sonuç yaratır. Bu sonuçların, yatırımların büyüklüğü üzerindeki etkisini Minsky (1975) bir şekil yardımıyla açıklar.

**Şekil 1.1: İç ve Dış Kaynakların Yatırım Üzerindeki Etkisi<sup>7</sup>**



7 Şekil 1.1 üzerine yapılan değerlendirmeler, Minsky'nin John Maynard Keynes adlı kitabının 5. Bölümünden, *The Theory of Investment and Stabilizing an Unstable Economy* kitabının 8. Bölümünden, *Investment Finance*, yararlanılmıştır.

Finansal süreçlerin yatırım üzerindeki etkilerini açıklamadan önce Minsky üç varsayımda bulunur. Birincisi, yatırımın büyüklüğünü inceleyeceğimizden sermaye mallarının talep fiyatı, arz fiyatının üzerindedir. İkincisi, finansal süreçlerin yatırımların büyüklüğü üzerindeki yalın etkisini göstermek için sermaye mallarını arz fiyatını yatırım dönemi boyunca sabit varsayılır. Üçüncüsü, her yatırım bir gelir beklentisine yol açtığından, firmanın hâlihazırda yapmış olduğu yatırımdan Q gibi sabit bir gelir beklediği varsayılır. Bu anlamda Q değeri bir önceki dönemden taşınan bir değerdir ve yapılacak yatırımın ne kadarının iç kaynaklardan finanse edeceğinin bir göstergesidir. Q değeri, vergi sonrası gerekli ödeme ve kâr paylarından arta kalan brüt kârları gösteren bir değerdir ve örneğimizdeki bu değer, yatırımın büyüklüğünden bağımsızdır<sup>8</sup>.

Yatırım malları fiyatının ve beklenen gelirin sabit varsayılması firma için finansal açıdan bir kısıt olduğunu gösterir. Firma sadece beklenen gelire dayanan iç kaynaklarıyla yatırımı finanse ederse, yatırım düzeyi Şekil 1.1'de olduğu gibi  $\hat{I}$  düzeyinde olacaktır. Bir başka deyişle Q değeri yatırım düzeyiyle yatırım malları fiyatının çarpımına eşittir ( $Q = \hat{I} \cdot P_I$ ). Q değeri aynı zamanda, firmanın dış finansman olmadan yapabileceği yatırım düzeyini gösterir. Ya da bu, yapacağı yatırım için beklediği asgari gelirdir. Eğer firma yatırım düzeyini II düzeyine çıkarmak isterse, - ki daha önce belirtildiği gibi yatırımlar kârlara eşittir, bu yüzden firmalar daima yatırımlarını arttırma eğiliminde olurlar - firmanın  $P_I \cdot I_1 - Q$  kadar bir kaynağa ihtiyacı olacaktır. Açık ki, yatırımını arttırmak isteyen bir firma için bu kaynak borçlanmayla sağlanabilir. Aslında firmanın, eldeki para ve finansal varlıklar gibi fazladan iç kaynakları olabilir fakat firma bu atıl kaynaklarını harcamak istemeyecektir; çünkü yatırımdan beklenen gelir belirsizdir ve ekonomik koşullara bağlıdır. Olası bir beklenmeyen durum karşısında beklenen gelirin gerçekleşmemesi firmanın ödeme yükümlülüklerini zor durumda bırakacak ve güvenlik sınırını (margin of safety) azaltacaktır. Bu durumdan kaçınmak isteyen firmalar eldeki para ve benzeri varlıklarını daha önce de belirtildiği gibi korunma sigortası olarak ellerinde tutacaklardır. Kısacası dış finansman yardımı olmaksızın yatırım  $\hat{I}$  düzeyini aşamayacaktır.

Ekonominin işleyişini belirleyen finansal süreçler bu andan itibaren ortaya çıkmaya başlar çünkü mevcut durumda hem borç alanların hem de borç verenlerin riskleri devreye girer. Borç alan ve verenlerin risk algılayışları ekonomik işleyiş etkileyen bir süreç başlatır. Bir başka deyişle, finansal yapıların ekonomik işleyiş üzerinde etkili olduğu bir süreç başlamış olur.

8 Aslında Q değeri daha önce de belirtildiği gibi belirsizdir ve toplam yatırım düzeyine bağlı olarak değişebilir. Ancak, bu basitleştirme incelememizi kolaylaştıracağından şimdilik sabit varsayılmaktadır.

Bu nedenle, yatırımlarını arttırarak dış kaynaklara başvuran bir firma için iki çeşit risk söz konusu olur. Birincisi, her sermaye malının getirisi aynı olmayacaktır ve artan sermaye malları için getiri azalacaktır. İkincisi, borç yüküyle beraber yatırımların finansman maliyetleri de (c) artacaktır. Bu riskler, denklem (1.4)'ye göre sermaye malları için q değerleri azalarak artarken, c değerinin artarak arttığı anlamına gelir. Şekil 1.1'de borç alanın riskinin sermaye malının talep fiyatında (PK'da) bir azalmaya yol açması bu yüzdendir. Burada dikkat edilecek nokta, sermaye malı talep fiyatında bir düşmeye yol açan bu risklerin, yatırımın dışarıdan finansmanından sonra ortaya çıkmasıdır. Yatırımların dışardan finansmanı arttığı sürece bu sermaye mallarının talep fiyatı düşmeye devam edecektir.

Bu risk algılamaları tamamıyla öznel değerlendirmelere dayanır ve bu riskleri herhangi bir borç sözleşmesi üzerinde görmek mümkün değildir. Dolayısıyla, PK değerlemesi için de aynı şey geçerlidir. Aslında PK'nın değeri düşmez, düşen sermaye malına yönelik yapılan değerlemedir yani sermaye malı fiyatına risk payının eklenmesidir. Sermaye malına yönelik bu algılayıştaki düşüş artan sermaye malı miktarından ve borçlardan kaynaklanmaktadır. Kısacası, nesnel dayanaklardan yola çıkan öznel bir değerlendirme söz konusudur.

Fakat Minsky'e (1975) göre, borç verenlerin riski için aynı şeyler söz konusu değildir. Borç verenler risklerini sözleşmelere artan faiz haddi, kısalan vadeler ve gösterilmek zorunda olunan teminatlar olarak yansıtır. Firmaların borç yükümlülükleri arttıkça, riskleri firmalar üzerine yıkmak isteyen finansal kuruluşlar faiz haddini arttıracak, vadeleri kısaltacak ve daha fazla teminat isteyecektir. Dolayısıyla, tüketim mallarının fiyatlarını etkileyen sebepler sermaye mallarının arz fiyatını da etkileyecektir. Firmaların borç taleplerinin artması, beklenen gelir içindeki ödeme yükümlülüklerinin payını arttıracığından, firmaların güvenlik sınırları düşer. Borç veren kuruluşlar, güvenlik sınırları düşen bu firmalara karşı kendi güvenlik sınırlarını korumak için artan ödeme yükümlülükleri içinden daha fazla pay almak isteyeceklerdir. Bir başka deyişle, borç veren firmalar faizlerin üzerine risk primlerini ekleyeceklerdir. Faizlerin üzerine eklenen risk primi, sermaye malı arz fiyatının bir bileşeni olduğundan, bu durum kaçınılmaz olarak sermaye malları arz fiyatlarının artması beklentisi yaratacaktır.

Belirtildiği gibi gerçekte artan sermaye malının arz fiyatı değildir. Değişen, sadece sermaye malına yönelik değerlemedir. Fiyat, sermaye malının piyasada ortaya çıkan ve alınıp satılırken kullanılan değeridir. Fakat değerlendirme, piyasada gözlenmez; sermaye malı çeşidine, beklentilere ve risklere bağlı olarak oluşur. Yukarıdaki incelemede yatırımın sadece belirli bir dönemi kapsamaktadır. Oysa yatırımlar sürekli ve sermaye mallarının arz ve talep fiyatları sürekli bir devinim

yaşar. Bu süreklilik içinde, sermaye malının bir sonraki yatırım döneminde ne olacağı bilinmez, bilinemez. Bu belirsizlik, borç alan ve verenleri bir fiyatlamaya değil, değerlemeye götürür. Zaten sermaye malı, borç veren kuruluşlardan alınan bir şey değildir. Çünkü belirsizliklere bağlı değerlendirme bir fiyatlamaya dönüşseydi (sermaye mallarının arz ve talep fiyatı çakışsaydı), yatırımların dışarıdan finansmanı anlamsız olacaktır.

Sonuç olarak, borç alan ve verenlerin risk eğrilerinin kesiştiği nokta yatırımların sınırını belirler. Yatırımlar  $I_1$  düzeyinde gerçekleşmiştir, yani firma  $P_1 I_1 - Q$  kadar borçlanabilmiştir. Böylelikle, yatırım harcamaları miktarı  $0 P_1 P' I_1$  kadar olmuştur. Yatırımların  $0 A A_1 I_1$  kadarı iç kaynaklarla,  $A P_1 P' I_1 A_1$  kadarı da dış kaynaklarla finanse edilmiştir. Yatırım sonucunda ortaya çıkacak beklenen gelirin  $A_1 C_1 / I_1 E_1$  oranı borç verenlere gidecek ve  $(I A_1 + C_1 E_1) / I_1 E_1$  oranı da sermaye malı sahiplerine gidecektir.

Şimdi sermaye mallarının üretimde kullanıldığını ve yatırımın beklenen  $Q$  değerini yarattığını kabul edersek, yatırım malları  $P_K$  düzeyinde değerlendirilmiş olacaktır. Yatırımın toplam değeri  $0 P_K E_1 I_1$  kadar olacaktır ve yatırımcının bir sermaye kazancı olacaktır. Aynı zamanda borçlar da güvence altına alınmıştır ve borç verenlerin uyguladığı risk priminin yüksek olduğu görülmüştür. Bilindiği gibi risk primi belirsizliklere bağlı olarak ortaya çıkar fakat yatırımcı tarafından beklenen gelirin gerçekleşmesi risk algılayışlarını zayıflatacaktır. Yatırımın başlangıcında pay sahiplerinin  $0 A A_1 I_1$  kadar olan değeri yatırım sonunda  $0 A A_1 I_1$ 'na ek olarak  $C P_K E_1 C_1$  kadar olacaktır.

Görüldüğü gibi, yatırımların büyüklüğü borç alan ve verenlerin risk algılayışlarına karşı çok hassastır. Yukarıda bahsedilen bir deneyimin tekrarlanması, yani beklenen gelirin gerçekleşmesi her iki tarafın da risk algılayışını azaltacak ve böylelikle hem firmaların borç yükünü, hem de yatırımların büyüklüğünü arttıracaktır. Fakat aksi yönde bir gelişme de risk algılayışlarını yükseltecek, piyasanın taşıdığı borç yükünü ve yatırımların büyüklüğü azalacaktır.

Gelirin beklenenden daha fazla oluşması durumunda  $P_K$  değeri yükselecek ve  $P_K$  ile  $P_1$  değerleri arasındaki fark artacak ve yatırım düzeyi daha da yükselecektir. Bu durumda ekonomide artan oranda büyüme yaşanacak fakat büyüme, hem artan sermaye mallarının getirisinin düşmesinden hem de borç yükünün artmasından dolayı temelleri sağlam olmayan bir noktaya sürüklenecektir. Gelirin beklenenden daha az gerçekleşmesi durumunda ise firmalar, artmış olan borç yüklerinden kaynaklı olarak sermaye mallarını satma niyetinde olacak ve sermaye mallarının talep fiyatını düşüreceklerdir. Bu durumda, yatırımlar azalacak ve ekonomi daralma eğilimine girecektir (Minsky, 1986).

Yatırımların artmasına yol açan sadece sermaye mallarının talep fiyatı ile arz fiyatı arasındaki fark değildir. Girişimcilerin beklentilerini gerçekleştirmesi, hem borç alanların hem de borç verenlerin risk algılayışlarını azalttığından, bir sonraki yatırım döneminde yatırımların dışarıdan finanse edilme eğilimi de artacaktır (Minsky, 1986). Bu durum yatırım süreçlerine finansal piyasaların egemen olmaya başladığı anlamına gelir. Finansal araçların çeşitliliği, artık yatırım süreçlerinin temel belirleyenleridir.

### **Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finans**

Borç alıp-verme üzerine kurulmuş bir ekonomide firmalar Minsky'e (1986) göre üç tip finansman durumunda bulunurlar: hedge, spekülatif ve ponzi. Bu finansman durumları beklenen ve gerçekleşen gelirler ile ödeme yükümlülüklerinin büyüklüğü arasındaki ilişkilerden doğar. Sermaye malının kullanımından elde edilen gelirleri, ödeme yükümlülüklerini şimdi ve gelecekte aşan firmalar hedge durumdadırlar (Minsky, 1986: 206). Bu tip firmaların mevduat borçları fazla olmadığı gibi belirsiz borç yükümlülükleri de yükümlülüklerinin önemli bir kısmını oluşturmaz. Hedge durumdaki firmalar genellikle bir kriz sonrasında görülür, çünkü krizin ardından firmaların dış finansmana dayalı işlemleri azalırken, ödeme yükümlülükleri büyük oranda iç kaynaklardan sağlanır. Örneğin, ticari bankalar hedge bir durumda olamazlar çünkü yükümlülüklerindeki vadesiz ve kısa vadeli mevduatların ağırlığı çok yüksektir.

Spekülatif firmalar kısa dönemde borç yükümlülüklerini yerine getiremezler fakat uzun dönemde böyle bir sorunları yoktur (Minsky, 1986: 207). Borç ödemelerini anapara ve faiz olarak iki kısma ayırırsak, spekülatif durumdaki firmaların gelirleri faiz ödemelerini karşılar fakat anapara ödemelerini karşılayamaz. Firma gelecekteki gelirlerinin anapara ödemelerini de karşılayacağını iddia ederek borçlanmaya çalışır. Bu durum spekülatif firmanın sadece borçlarının faizini ödeyerek, anaparayı ödeyemeden çevirebildiği anlamına gelir. Hedge durumdaki bir firmanın gelirlerindeki azalma firmayı spekülatif duruma sürükler. Ticari bankalar spekülatif duruma bir örnektir, çünkü uzun vadedeki durumunu koruyabilmek için kısa vadede sürekli borçlanırlar (Minsky, 1986). Ticari bankaların kredi ve mevduat vadeleri arasındaki farklar spekülatif finansman göstergesi olarak alınabilir. Ticari bankaların kredi vadeleri mevduat vadelerine göre daha uzun olduğu için, sürekli spekülatif finansman durumunda çalışırlar. Ancak aradaki fark arttıkça, finansal sistemdeki kırılganlığın da arttığı söylenebilir.

Firmanın kısa dönem gelirleri borç faizlerinin ödenmesine yetmiyorsa firma ponzi durumda demektir (Minsky, 1986: 208). Ponzi finans, spekülatif finansın

özel bir durumdur. Ancak ponzi durumdaki firma kısa dönemde faiz ödemelerini dâhi yerine getiremediği için borç yükümlülüğü giderek artar. Dolayısıyla bir süre sonra, gelecekteki gelir beklentisi ödeme yükümlülüklerinin altında kalabilir. Bir başka deyişle, ponzi durumdaki firma borç ödemek için borçlanır. Sadece gelirlerin düşmesi değil aynı zamanda borçlanma maliyeti olarak faiz haddinin artması da spekülâtif bir firmayı ponzi duruma sürükleyebilir. Yine tam tersi durumda faiz haddinin düşmesi ponzi durumdaki bir firmayı spekülâtif bir firmaya çevirebilir.

Spekülâtif ve ponzi durumda olan firmalar tamamıyla finansal piyasaların işleyişine bağımlıdır. Hedge finans durumundaki bir firmanın dış borçlanma miktarı azdır ve ödeme taahhütleri iç kaynaklardan sağlandığı için finansal piyasalardaki değişmelerden pek etkilenmezler. Ancak spekülâtif ve ponzi durumda olan firmaların piyasadaki varlıkları yeniden borçlanabilme durumlarına bağlıdır. Bu nedenle, sadece faiz haddindeki değişmeler değil, borç veren kuruluşların tavır ve durumları da bu firmaların finansman durumunu etkiler. Spekülâtif ve ponzi finansmanın ağırlıkta olduğu bir sistemde varolan sürekli borçlanma ilişkisi tüm ekonomik birimleri birbirine bağlar. Ekonomideki tek bir firmanın spekülâtif ya da ponzi finansman kararı alması, önemli sonuçlara yol açmayabilir fakat firmaların büyük çoğunluğunun bu finans türüne yönelmesi ekonomiyi bir kumarhaneye çevirebilir. Ancak burada firmanın büyüklüğü de önemlidir. Büyük bir firmanın ya da bankanın iflas etmesi sistemdeki nakit akışında önemli aksamalara ve bir krize neden olabilir (Minsky,1986).

### **Finansal Kırılganlığı Engelleyen Nedenler**

Minsky'e (1982: 90-117) göre tarihsel deneyimler ekonomilerin sürekli bu iki uç arasında sallandığını göstermektedir. Hedge finansmanın baskın olduğu bir ekonomide ekonomik birimlerin sahip olduğu nakit kaynaklar çok ve faiz haddi düşük olduğundan kâr olanakları çok fazladır. Böyle bir durumda sadece yatırım yapan firmalar açısından kârlar oluşmaz, banka gibi finansal kuruluşlar için de kâr olanağı doğar (Minsky, 1982). Gelir beklentilerinin ve taahhüt edilen ödeme yükümlülüklerinin gerçekleştirildiği durumlarda karşılıklı iki süreç ortaya çıkar. Bir taraftan firmalar, gerçekleşen beklentilerinden güç alarak daha fazla yatırıma yönelirken, bankalarda gerçekleşen gelirlerden daha fazla pay almak için firmaları daha fazla finanse etme çabası içine girerler.

Artan kâr olanağından kaynaklı bu karşılıklı hareket ekonomide kendini bir yatırım patlaması olarak gösterir. Fakat bu hareket Minsky'e (1986: 197-220) göre bir anda ortaya çıkmaz ve sistemi de bir anda kırılgan yapıya büründürmez. Sistemi finansal açıdan kırılganlığa sürükleyen süreçlerin karşısında bazı engeller



vardır. İlk olarak kâr olanağının varlığı yatırımları sınırsız bir şekilde arttırmaz, çünkü borç alan ve verenlerin riskleri yatırımların büyüklüğü önünde bir engel olarak ortaya çıkar. Diğer bir neden, ekonomide hedge pozisyonun yaygınlığı genelde kriz sonrası ortaya çıktığından, son krizin yarattığı tahribatları aşan yeni kurumların kurulması gerekir. Ekonominin finansal kurumlar ve araçlar açısından kendini yenileme ve yeni araç ve kurumlar yaratma hızı da yatırımların sınırsızca büyümesi önünde engel oluşturur. Ayrıca, bu yeni kurum ve araçlara intibak süreci de zaman alır. Bu sonuç, bizi kapitalist ekonomi için yapılan şu tespite götürecektir: “bütün kapitalist ekonomiler istikrarsızdır, fakat bazıları daha istikrarsızdır” (Minsky, 1986b).

Aslında, kâr olanaklarının varlığı nedeniyle, yatırımların dışardan finanse edilerek artması spekülâtif bir karardır. Ekonomideki firmalar beklentilerini gerçekleştiren gelirler sayesinde kurarken, beklenen gelirin bir garantisi yoktur ve belirsizdir. Hatta yatırımlara hız verme kararı ponzi finansman durumuna da yol açabilir. Ekonomideki borç veren kurumların spekülâtif ve ponzi finansmana başvuran firmalara tepkisi de zaman alır. Bir anda tüm firmalar finanse edilmez. Spekülâtif firma davranışının bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından kabul görmesi gerekir.

Yeni araç ve kurumlarla artan finansman, para ve likit varlıkların içsel olarak artmasına tekabül eder. Bankalar kârlara yönelik iyimser beklentileri finanse ederken sistemdeki para miktarını artırırlar ve ekonomideki menkul kıymetlerde de bir artış gözlemlenir. Para benzeri menkul kıymetlerdeki artış Minsky’e (1982,1986) göre ekonominin genişleme dönemlerinde merkez bankası politikalarına bağlı olarak para miktarındaki artıştan daha fazla olabilir.

Ekonomideki para ve benzeri varlıkların artışı üretim malları fiyatına göre sermaye malları fiyatının artışının bir sonucudur. Çünkü artan sadece sermaye malları fiyatı değil aynı zamanda yatırımlardan beklenen gelirdir. Yatırımlardan beklenen gelirin artması, firmaların uzun pozisyonlarını kısa vadeli borçlarla finanse etmesine olanak tanır. Eğer yatırımlardan beklenen kârlar gerçekleşmişse, kârlarla beraber yatırımların içerden finansman olanağı da artacağından ekonominin güçlü bir konumdan kırılgan bir konuma geçişi zaman alır. Bir başka deyişle, yatırımların içerden finansmanının büyüklüğü de sistemin kırılgan bir yapıya dönüşmesini engelleyen etmenlerden bir tanesidir.

Ancak yatırımların başarıyla sonuçlanması, yani beklenen kârların gerçekleşmesi Minsky’e (1975) göre firmaları başarısızlık olasılığına karşı kayıtsız yapmaya başlar. Özellikle uzun bir süre finansal açıdan sıkıntı yaşanmamışsa

firmaların uzun dönemli yatırımlarının kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi normal bir durum halini alacak ve bu finansman tarzının spekülâtif bir karar olduğu unutulacaktır. Firmaların büyük çoğunluğunun spekülâtif bir durumda olması yani kısa vadeli yükümlülüklerinin gelirlerine göre fazla olması sistemi kırılgan hale getirecektir. Aşırı üretim içine giren piyasa, beklenen taleple karşılaşmadığı durumda, ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek için daha fazla borçlanacak ve borçların beklenen gelirlere oranı hızla artacaktır. Böylelikle, ponzi finansman durumuna geçen ve yeni borçlamalar gerçekleştiremeyen firmalar eldeki finans ve sermaye varlıklarını satmaya başlayacaklar. Beklenen gelirlerin gerçekleşmemesinden dolayı değer kaybeden finans ve sermaye varlıkları, firmaların bir an önce elden çıkarma isteğinden dolayı daha da değer kaybedecek ve sistemdeki safi değer azalacaktır. Sonuç olarak, sarsıntıya uğrayan kredi sistemi nedeniyle, yatırımlar duracak ve sadece iç kaynakları güçlü olan firmalar ayakta kalacaktır.

### **Politika Önerileri**

Hyman Minsky finansal yönelimli dengesizlik analizlerinden yola çıkarak İkinci Dünya Savaşı sonrası ve öncesinde yaşanan deneyimlerin farklılığını ortaya koyar. Çünkü ona göre İkinci Dünya Savaşı öncesinde dünya ekonomisi iki büyük bunalım yaşamışken, sonrasında bu derecede büyük bir bunalım yaşanmamıştır (Minsky, 1986). Bu açıklama, İkinci Dünya savaşından sonra da krizler yaşanmadığı anlamına gelmez. Fakat bunların hiçbiri 1929 Büyük Bunalımını etkisine ulaşamamıştır. Bu nedenle, ona göre sorun krizler değildir; soru neden ve nasıl krizlerin bazen patlayıcı bir etkiye sahip olduğudur (Minsky, 1993). İkinci Dünya savaşından sonraki dönemde Büyük Bunalım derecesinde bir krizin yaşanmamasını, Minsky kurumsal yapılanmalara ve politika yapıcılarının ekonomi politik müdahalelerine dayandırır. Minsky'e göre, yaptığı yüksek harcamalarla hem talebi hem de nakit akışını destekleyen büyük devletlerin ve bankaların ekonomi üzerindeki düzenleyici rolü büyük bir bunalımı engellemiştir. ABD ekonomisi üzerinden örnek verecek olursak savaş öncesi kamu harcamalarının GSMH'daki payı %3 iken bu oran savaş sonrası dönemde %25 olmuştur. Diğer bir örnek ise ABD Merkez Bankasının ekonomi üzerindeki etkin rolüdür (Minsky,1992). Sonuç olarak büyük bir bunalımı engelleyen bu unsurlar onun politika önerilerinin temel taşı olmuştur.

### **Büyük Devlet**

Büyük bir devletin ekonomideki gerilemeyi nasıl önlediğini anlamak için hükümet harcamalarının ekonomi üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunu bilmek gerekir. Bu nedenle, Minsky (1986: 21) bütçe harcamaları yoluyla devletin

ekonomi üzerindeki etkisini üç başlık altında toplar: (I) Gelir ve istihdam etkisi; (II) Bütçe etkisi (Nakit akışı etkisi); (III) Portföy etkisi.

### **Gelir ve İstihdam Etkisi**

Standart iktisadi bakış açısına göre hükümet, yatırım ve tüketim harcamaları nedeniyle mal ve hizmet satın alarak toplam talebin bir belirleyenisidir. Transfer harcamaları bu toplamda görülmez. Daha doğrusu ekonomideki toplam tüketim harcanabilir gelirin bir fonksiyonu olarak gösterildiğinden transfer harcamaları, vergiler, sosyal güvenlik kesintileri bu fonksiyonda örtük olarak bulunur. Ancak ortada önemli bir fark vardır; çünkü çalışan bir temizlik işçisine verilen paranın milli hâsılaya etkisi ile aynı miktarda işsizlik ödeneği alan bir kişinin milli hâsılaya yaptıkları etki arasında bir fark vardır. Birincisinde, satın alınan hizmet karşılığı hükümet doğrudan istihdam yaratırken ikincisinde istihdam etkisi dolaylı olarak ortaya çıkar. Bu tip transfer harcamalarıyla aynı kategoride değerlendirilebilecek bir başka harcama türü de savunma ve emniyet harcamalarıdır. Bütçeden yapılan askeri harcamalar da, toplam hâsılaya katkıları olmadığı halde gelirin bir parçasını oluştururlar. İşsizlik ödeneği ya da emekli maaşı alan bir kişinin yaşamının bir döneminde milli hâsılaya katkısı varken, askeri harcamalardan pay alan kesimlerin böyle bir katkısı yoktur. Yapılan transfer harcamalarının sonucunda artan harcanabilir gelir toplam talebi arttırdığından iş dünyası için ek kâr olanağı yaratılır. Özellikle vergileri aşan bütçe harcamaları –açık bütçe politikası- ekonomideki gelirin artmasına yol açar.

Ancak hükümet harcamalarını ekonomideki toplam talebi etkileyen basit bir büyüklük olarak düşünmemek gerekir. Hükümet harcamalarının dağılımı ekonomideki istihdam ve gelir oluşumu üzerinde farklı etkilerde bulunabilir. Ekonominin düşüşe geçtiği dönemlerde bütçe açıkları bir araç olarak kullanılabilir fakat transfer harcamalarının bütçeden büyük paylar alması beraberinde enflasyon sorununu da getirebilir. Minsky, 1970’li yıllarda durgunluğa rağmen enflasyonun artmasında transfer harcamalarının önemli rol oynadığını belirtir.

### **Nakit Akışı Etkisi**

Ekonomide birimler temel olarak üç ana gruba ayırabilir: hanehalkı, iş dünyası ve hükümet. Bu üç kesimin belirli dönemlerdeki fazla (+) ve açıklarının (-) toplamı daima sıfır olmalıdır (Minsky, 1986: 26). Birbirine doğrudan ve dolaylı bağlı olan bu ilişkiler içinde devlet, toplamı kapayan bir unsur olarak ortaya çıkar. Belirli bir dönemde hükümet tarafından verilen açık, hanehalkı ve iş dünyası için kendisini fazla olarak gösterir. Düşen yatırımlardan dolayı azalan gelir ve artan tasarruftan

dolayı azalan talep bütçe açıklarıyla telafi edilebilir. Düşen vergi gelirlerine ekonomideki gerileyişi engellemek için artan harcamalar eklenince bütçe açığı artar. Böylelikle bütçe açıklarıyla, iş dünyasının hem vergi sonrası kârları hem de borç taşıma kapasiteleri artar.

Bu durum kapitalist ekonominin bir özelliğine işaret eder. Kapitalist ekonomide, iş dünyası borç yüküyle beraber hareket eder ve bu borç yükü üzerine kurulu iki güvenlik sınırı mevcuttur (Minsky, 1986: 30-31). Birinci güvenlik sınırı, yeni borç miktarının zamanında ödenen borçlara oranıdır. İkinci güvenlik sınırı, gelecekte beklenen nakit akışının bugünkü değerinin varolan borçların gelecekteki değerine oranıdır. İş dünyasının borç taşıma kapasitesi bu oranlar tarafından belirlenir. Ekonomideki genişleme dönemlerinde hem taşınan borç yükü artar, hem de borç yükünün vadesi kısalmır. Kısa vadeli borçlar genellikle firmaların cari dönemdeki işlemlerinden sağlanan iç kaynaklardan ödenir. Firmanın iç kaynakları geçmiş yatırımların bir sonucu olarak ortaya çıkar. Cari dönemdeki talep düşüşü nedeniyle firmanın yatırımdan beklediği geliri sağlayamaması durumunda borçların ödenmesinde aksaklıklar ortaya çıkmaya başlar. Bu aksaklıklarla karşılaşan bir firma, hâlihazırda varolan sermayesini ve finansal varlıklarını satmaya çalışarak darboğazı atlattırabilir. Bu durumun ekonomide yaygın hale gelmesinin iki anlamı vardır. Birincisi, sermaye ve finansal varlıkların arz fazlası nedeniyle fiyatlarının düşmesi ve firmanın gelecek dönemdeki borçlanmasının zorlaşmasıdır. İkincisi, gelecekteki kâr beklentisinin düşmesine bağlı olarak firmaların yatırım yapamaması ya da yapmamasıdır. Her ikisinin anlamı da ekonominin krize sürüklenmesidir.

Borç zincirlerine dayanan böylesi bir kriz hali devletin verdiği açıklarla engellenebilir. 1974-75 yıllarında ABD örneğinde olduğu gibi Minsky'e göre hükümet açık vermek pahasına ekonomideki borç döngüsünün kırılmaması için harcamalarını arttırmıştır. Ancak daha öncede belirtildiği gibi burada hükümetin hangi harcama kalemlerini kullandığı önemlidir. Hükümetin harcamalarını mal ve hizmet satın alarak yapması sadece toplam talebin ve kârların artmasına neden olmaz. Aynı zamanda iş dünyasının borç taşıma kapasitesini de artırır. Sonuç olarak, özel sektördeki borçların kamulaştırılması ile kırılan kredi zinciri onarılır.

### **Portföy Etkisi**

Bütçe açıklarının verildiği dönemlerde hükümetin piyasaya sürdüğü finansal araçlar artarken fazla verildiği dönemlerde bu araçlar uygulanan politikalara göre azalabilir. Özellikle ekonomideki durgunluk dönemlerinde, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar hükümet tarafından piyasaya sürülen borç senetlerini

satın alarak büyük bütçe açıkları finanse ederler. Ekonomideki gruplar – hanehalkı, iş dünyası ve hükümet – açık ve fazla verme durumlarına göre portföy düzenlerini belirlerler. Fazla veren ekonomik gruplar diğer grupların açıklarını doğrudan satın almayabilir. Örneğin hanehalkının diğer gruplardaki açıkları satın alması dolaylıdır. Hanehalkı bankaların ya da diğer finansal kuruluşların yükümlülüklerini vadeli ya da vadesiz mevduat gibi biçimler altında satın alırlar. Mevduatlarından gelen güce dayanan bankalar ve finansal kuruluşlar da iş dünyasının ya da hükümetin açıklarını finanse ederler. Bu yükümlülükler piyasada kendisini mevduat, bono, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklar olarak gösterir. Ekonomideki birimlerin açık ve fazla verme durumlarına göre bu finansal varlıklar el değiştirir.

Hükümet açıklarını finanse eden firma ya da finansal kuruluşlar aslında varolan portföy düzenlerini değiştirmiş olurlar. Firma ve finansal kuruluşların bu değişikliğe gitmelerinde bir kaç sebep vardır. Birincisi, hükümet borçları gelişmiş tüm kapitalist ülkelerde risksizdir; ikincisi, likiditesi yüksektir çünkü devlet güvencesi altındadırlar. Piyasadaki diğer tüm finansal varlıklar için aynı özellikleri aynı kesinlikle söylemek mümkün değildir. Piyasanın sürekli bir belirsizlik altında çalışması firmalara ait finansal varlıkları sürekli değer kaybetme tehlikesi altında bırakırken, hükümet tarafından sunulan finansal varlıklar için böyle bir tehdit yoktur (Minsky, 1986: 33). Ekonomideki beklentilerin belirsizliğe döndüğü koşullarda finansal varlıkların değerlerindeki oynaklık, dolayısıyla kırılganlık artar. Ancak hükümetler tarafından piyasaya sürülen finansal varlıkların riskten bağımsız durumları, sisteme güven ve belirlilik kazandırır. Bir başka deyişle bir kriz durumunda, firmalara ait sistemdeki değersiz kâğıtlarla devletin güvenli ve değerli kâğıtları yer değiştirir.

Sonuç olarak, Minsky İkinci Dünya Savaşı sonrasında büyük bir krizin ortaya çıkmamasını büyük devletlerin gelir ve talep yaratma potansiyeline bağlar. Bu bilindiği gibi sadece devletlerin toplam talebi arttırmasından değil aynı zamanda ekonomideki güvenlik sınırlarını arttırmasından ve belirsizliği düşürmesinden kaynaklanır. Minsky'nin, devletlerin ekonomi üzerindeki bu ikinci etkisini finansal süreçler aracılığıyla açıklaması onu farklı kılan yandır.

### **Son Borç Veren Mercî İhtiyacı**

Esasen reel sektörde başlayan ekonomik dalgalanma, kendisini ilk önce kredi sisteminde gösterir. Bu nedenle büyük devletlerin krize karşı çabaları ekonomiye nispi bir istikrar verir ancak, bu çabalar tek başına yeterli değildir. Devletin verdiği açıklar, üretim, istihdam ve kârlara (dolayısıyla tüketim malları fiyatlarına) istikrar

kazandıran bir etkide bulunurken, bu etkinin kalıcı bir sonuç vermesi için para piyasalarının da istikrara kavuşması gerekir.

Finansal piyasalarda görünen kriz esasen bankalar ile firmalar arasındaki varlık-yükümlülük ilişkisinden çıkar. Çünkü her yatırım kararı bankalar için varlık iken firmalar için yükümlülüktür. Ekonomideki beklentilerin gerçekleştiği durumlarda, bankaların varlıkları ile firmaların yükümlülükleri arasında bir denge vardır. Bir başka deyişle, firmaların sahip olduğu sermaye malları ile bankaların sahip olduğu finansal varlıkların değerleri arasında bir denge oluşur. Zaten bankalar finansal varlıkları sermaye malından beklenen kârların bir karşılığı olarak satın almış ve firmalar da bankalardan edindikleri kredi ile sermaye malını kullanarak yatırım yapmışlardır. Hem sermaye mallarının hem de finansal varlıkların değeri yatırımların sonucunda elde edilecek kârlara bağlıdır. Ekonominin durgunluk ya da kriz dönemlerinde sermaye mallarının fiyatlarının düşmesi, firmaların yükümlülükleri ile bankaların varlıkları arasında bir dengesizlik yaratacaktır. Sermaye malının üretkenliği düşmemesine rağmen sermaye malından beklenen gelirin düşmesi, bir taraftan firmanın yükümlülüklerinin gelirlere oranını arttırırken diğer taraftan bankaların ellerinde bulunan varlıkların değerlerini azaltacaktır (Minsky, 1982: 117-155). Bu nedenle, krizin büyümesine yol açan şey, sistemdeki tüm aktörlerin aynı anda borçlarını ödeyebilmek için likit kalma çabası içine girmeleridir. Çünkü kredi sistemi artık değerlerini yitiren finansal varlıklarla döndürülememektedir. Sistemdeki bütün firmaların portföylerini likit kaynaklara göre düzenleme çabaları ise faiz haddini arttıracaktır. Faiz haddinin artması da, firmaların faiz haddine göre indirgenmiş beklenen gelirlerinin daha da azalmasına yol açacaktır. Para piyasalarındaki akışı sağlayan bankalar için de durum farklı değildir. Bankalar da sistemdeki nakit akışını sağlayabilmek için artan likit kalma çabası içine gireceklerdir. Sonuç olarak sistemdeki tüm birimler için likit kalma çabası para piyasalarında ciddi bir krize yol açacaktır.

Hanehalkı da dâhil olmak üzere kredi piyasasındaki kırılmadan tüm aktörlerin etkilenmesinin nedeni sistemin uzun ve karmaşık borçlanma ilişkilerinden oluşmasıdır (Minsky, 1986: 204-205). Kredi zinciri içindeki büyük bir firmanın borç yükümlülüklerini yerine getirememesi borç deflasyonu denilen ve tüm ekonomik birimleri içine alan bir süreç yaratır. Çünkü Minsky'e (1986) göre borç yükünü yerine getiremeyen böyle bir firma, sadece kendisini değil, kendisiyle ilişkili birçok firmayı da borç ödeyemez bir duruma getirebilir. Bu yüzden nakit kaynakları kısıtlı olan firmalar, zincirleme bir şekilde, borç yükümlülüklerini yerine getirebilmek için kendi varlıklarını satma çabası içine girerler. Bu toplu yöneliş, sistemdeki varlıkların fiyatlarında daha fazla bir düşüşe yol açar ve firmaların likit değerleri daha da azalır.

Yukarıda anlatılanlardan da anlaşılacağı gibi sistemdeki istikrarı bozan ikili fiyat yapısındaki kırılmadır. Ancak daha önceki bölümlerde bahsedilenden farklı olarak para piyasalarında, ikili fiyat yapısı kendisini sermaye ve tüketim malları fiyatları arasındaki ilişki olarak değil, sermaye ve finansal varlıklar arasındaki ilişki olarak gösterir. Her ne kadar, temelde ilk belirtilen ilişki geçerli olsa da, para piyasalarındaki istikrarsızlığın görünüşü bu ikinci ilişkiyle kendisini gösterir. Dolayısıyla, finansal istikrarsızlık hipotezinin sunduğu çerçeve iki aşamalı ikili fiyat yapısı olarak adlandırılabilir (Kregel, 1992).

Sermaye ve finansal varlıklar arasındaki ikili fiyat ilişkisinin bozulduğu durumlarda, son borç veren merci olarak büyük bir banka ya da finansal kuruluş, iş dünyasındaki borç taahhütlerinin yerine getirilmesi önündeki engelleri kaldırmaya ve sermaye mallarının fiyatına istikrar kazandırmaya yardım eder. Ancak Minsky'e (1986) göre bu müdahalenin anlamlı olabilmesi için son borç veren mercinin, gelirin düşmesinden ve devletin duruma müdahalesinden önce ortaya çıkması gerekir. Dolayısıyla, bu mercilerin müdahalesi krizleri beklememelidir.

### **Son Borç Veren Mercilerin İşleyişi ve Merkez Bankası**

Son borç veren merciler, finansal ve sermaye varlıklarının fiyatlarının düşmesini engelleyerek ve bankaların ve dolayısıyla firmaların likit kalmasını sağlayarak bu görelî fiyat durumunu korumaya çalışırlar. Bu bir bakıma, sistemdeki kaybın son borç veren mercii tarafından üstlenilmesidir. Bir başka deyişle, sistemde değer kaybeden varlıklar, son borç veren mercii tarafından tekrardan değer kazanana kadar tutulur. Son borç veren mercii, kendi risksiz ve likit varlıklarıyla, piyasada değer kaybeden varlıkları değiştirir (Minsky,1986). Bu yönüyle, her zaman ödeme taahhütlerinin yerine getirilebileceği güvencesini verir. Böylelikle, ekonominin finansman kapasitesi yükselir ve varlıkların fiyatları korunarak finansal kanallardan sağlanan borçlanma devam eder.

Son borç veren mercii için en önemli nokta sermaye mallarının fiyat istikrarıdır. Bu nedenle Minsky, sermaye mallarının fiyat istikrarı için son borç veren mercinin sistemdeki borçlanma ilişkisini devam ettirmesi gerektiğini belirtir. Standart iktisat teorisinde merkez bankalarının bu rolü ve etkisi üzerinde pek durulmaz. İhmal edilen bu rolün yerine sadece para arzını kontrol eden bir rol biçilir. Aslında, esas ihmal edilen nokta, firmaların borçlanma ilişkileri ile birbirlerine olan bağımlılığıdır. Üretim malları fiyatlarındaki düşüşün yeniden talebi hareket ettirene kadar firmaların ödeme yükümlülüklerini nasıl yerine getireceği standart iktisatta belli değildir.

Merkez bankalarını Minsky'e göre basit anlamıyla borç veren bir yer gibi düşünmek de yetersizdir. Merkez bankalarını aynı zamanda finansal piyasalara çekidüzen veren bir kurum olarak düşünmek gerekir. Bir kurum olarak, merkez bankasının rolü, görevleri ve konumu bu anlamda zaman içinde değişebilir. Birçok kapitalist ülkede, merkez bankaları ve finansal piyasaları düzenleyen birçok kurum ilk ortaya çıktıkları dönemden farklı roller üstlenmişlerdir. Bu farklılaşmanın daima bir kriz dönemine denk gelmesi, Minsky'e (1990a) göre, bu ekonomilerde, ekonomik politikaların hem deneme yanılma yöntemiyle hem de kuramdan yoksun yapıldığını göstermektedir.

### **Bankalar ve Son Borç Veren Merci**

Merkez bankasıyla diğer bankaların ilişkilerini düzenleyen temel iki araçtan bahsedilebilir: reeskont penceresi ve açık piyasa işlemleri (Minsky, 1986). Bu iki araç arasında önemli farklılıklar vardır. Açık piyasa işlemlerinde varlıklar satılarak (kesin satım söz konusu olmayabilir) paraya dönüştürülürken, reeskont penceresi uygulamasında para varlıklar karşılığında borç verilir. Birinci yol daha çok borç ödeme sıkıntısı ya da artan faiz haddi karşısında likit kalma durumunu ifade ederken ikinci yol, sadece geçici bir borçlanma ilişkisini ifade eder. Açık piyasa işlemlerinde kamu kağıtları kullanılırken, reeskont penceresi uygulamasında sermaye varlıkları ya da ticari krediler kullanılır (Kregel, 1992).

### **Reeskont Penceresi**

Merkez bankası reeskont penceresinden bankaların elinde bulunan ve iskonto edilmiş olan varlıkları veya ticari kredileri, bir bedel karşılığı tekrar iskonto eder. Bu araç, bankalar ile merkez bankası arasında bir hiyerarşi yaratır. Bu hiyerarşide merkez bankası diğer bankalar gibi davranarak, bankaların verdiği varlıklara karşılık bankalara kredi sağlar. Bankalar da bu kredi aracılığıyla iş dünyasına, hanehalkına ve hükümete kredi sağlar. Bu yolla hem firmaların finansal yükümlülükleri hem de bankaların varlıkları desteklenmiş olur. Firmaların yarattıkları yükümlülüklerin satın alınması, aynı zamanda firmaların kâr beklentilerinin de satın alınmasıdır.

Sermaye malları fiyatının belirlenmesi ekonomideki uzun dönemli beklentileri desteklediği için faiz haddi de, bu süreçte merkez bankası eliyle oluşturulmuş olur. Gerçekte, faiz haddi belirli bir oran olarak ortaya çıkmaz. Sermaye malları için bir fiyatın belirlenmiş olması, ekonomideki uzun dönemli beklentilere katkıda bulunduğu için faiz haddi üzerindeki belirsizlik azalmış olur. Zaten Minsky (1982: 162-179) merkez bankasının en önemli işlevlerinden birisinin bu belirsizliği azaltmak olduğunu belirtir.



Firmalar tarafından yaratılan finansal varlıkların merkez bankaları tarafından kabul edilmesi, firmaların güvenlik sınırını yükseltir. Merkez bankası eliyle ekonomideki genişlemenin desteklendiğini gören bankalar, yatırımları gerçekleştiren faiz haddi üzerinden daha fazla finanse etme girişimi içine girerler. Bankaların rezerv varlıkları reeskont penceresinden desteklediği sürece, bankalar rezerv varlıklarını arttırmak için daha fazla borç verme girişiminde bulunacaklardır. Böylelikle ekonomideki para miktarı, ekonominin işleyişine bağımlı hale gelir. Bankaların iş dünyasına verdiği borçlar ne kadar fazla ise sistemdeki likit para miktarı da o kadar artmış olacaktır (Wray, 1992). Reeskont penceresi uygulamasının açık piyasa işlemlerinden farkı özellikle bu noktada ortaya çıkar. Sistemdeki likit miktarı, yaratılan varlıklara paralel olarak bir büyüme gösterir. Bir başka deyişle, sistemdeki likit miktarı ile yaratılan yükümlülükler arasında merkez bankasının belirlediği oranlarda bir gelişme yaşanır.

### **Açık Piyasa İşlemleri**

Açık piyasa işlemlerinin merkez bankası açısından anlamı, bankaların elindeki devlet iç borç senetlerinin satın alınarak (satarak), bankaların rezervlerinin artırılması (azaltılması) ve iş dünyasına verilen borçların artmasının (azaltılmasının) sağlanmasıdır. Açık ki, açık piyasa işlemleri reeskont penceresi uygulamasından oldukça farklıdır. Her şeyden önce, reeskont penceresi uygulamasında merkez bankası ile bankalar arasında bir hiyerarşi vardır. Ancak açık piyasa işlemlerinde böyle bir hiyerarşi bozulmuş olur çünkü açık piyasa işlemlerinde hedef, banka rezervlerinin denetimi olduğundan bir banka, rezervlerini arttırmak için ya da eksik olan rezervlerini kapatmak için merkez bankasına başvurmak zorunda değildir. Bankalar, merkez bankası dışındaki kaynaklardan ya da kendi aralarındaki ilişkilerden oluşan ikincil piyasalardan rezervlerini düzenleyebilirler. Zaten, bu yüzden, açık piyasa işlemlerinin bankacılık sektöründe yaygınlaşmasıyla beraber, bankalar varlıklara dayanan çalışmalarını yükümlülükler dayanan yapıya büründürmüşlerdir.

Diğer taraftan, reeskont penceresi uygulamasında merkez bankası, bankaların iş dünyasıyla olan ilişkisini takip edebilirken, açık piyasa işlemlerinde böyle bir durum söz konusu değildir (Minsky, 1986: 38-40). Çünkü bankaların rezerv durumları için kullanılan temel kaynaklar ticari senetler değil devlet iç borç senetleridir. Merkez bankası sadece bankaların rezerv durumlarıyla ilgilenir. Reeskont penceresi uygulamasında varlıkların merkez bankası tarafından satın alınması, varlıklar üzerinde bir güvence oluştururken, açık piyasa işlemlerinin olduğu durumda firma varlıklarına bu güvence sadece banka tarafından verilmiş olur.

Rezerv hareketleri sonucu, bankalar arası piyasanın oluşması, faiz haddinin serbest bir şekilde bankalar eliyle oluşturulduğunu gösterir. Merkez Bankası, açık piyasa işlemlerinin bir parçası olan bankalar arası piyasa işlemlerine faiz haddi için sınırlar belirleyerek eşlik edebilir. Faiz haddinin belirlenen üst sınıra ulaşması durumunda, merkez bankası hazine kağıtlarını satın alarak ya da limitleri dâhilinde borç vererek sistemdeki rezerv miktarını artırır ve faiz haddinin düşmesini sağlar. Alt sınıra ulaşması durumunda ise, Merkez Bankası hazine kâğıtlarını satın alarak ya da limitleri dâhilinde borçlanarak sistemdeki fazla rezervleri çeker ve faiz haddinin artmasını sağlar. Bu işlemlerin sonucunda bir taraftan uzun vadeli faiz haddinde büyük oynaklıklar ortaya çıkıp, belirsizlik artarken, diğer taraftan sermaye varlıklarının likit değerleri düşer. Bu durum, bankaları yüksek faiz haddinden borç vermeye iterken, artan belirsizlik ortamında kısa vadeli yatırımlar artmaya başlar.

Bankalar tarafından yaratılan yeni bir finansal araçlar ve yollar, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmadan, yeni yükümlülükler yaratarak iş dünyasını finanse etmesini sağlayabilir. Bir başka deyişle, sistemdeki banknot miktarı değişmeden, yaratılan finansal yeniliklerle sistem finanse edilmiş olunur. Bu nedenle Minsky kapitalist ekonomide finansal piyasaları incelerken yaratılan yeniliklerin ekonomideki istikrarsızlıkları açıklamakta önemli bulgular sağladığını belirtir. Finansal piyasalardaki her yenilik ilk çıktığı anda çok fark edilmez ve etkileri üzerinde durulmaz. Ancak bir finansal kriz durumunda finansal yeniliklerin ekonomi üzerindeki etkileri araştırmaya başlanır ve onu sınırlayacak önlemler alınır. Minsky'e (1982: 162-179) göre, kâr güdüsüyle hareket eden finansal piyasalar için yeniliklerin sınırı yoktur ve her yeni önlem, bankaları yeni yenilikler keşfetmeye yönlendirir. Minsky, finansal istikrarsızlıkların kaçınılmaz olduğunu belirtirken, bunun istikrarsızlık yaratan nedenlerden birisi olduğunu da altını çizer. Bu nedenle, sabit bir ekonomi politikasının geliştirilemeyeceğini çünkü ekonominin sadece göstergeler açısından değil kurumsal düzenlemeler açısından da sürekli bir belirsizlik içinde olduğunu belirtir (Minsky, 1986: 39).

### **Kapitalist Ekonomide Para ve Bankacılık**

Neo-klasik iktisatta bankalar, özellikle ticari bankalar statik, mekanik ve pasif bir rodedirler. Bankaların ekonominin işleyişi üzerinde önemli bir etkisi yoktur. Bankaların etkisi sadece para arzı ve faiz haddi etkileriyle sınırlıdır. Aslında bu yaklaşım Minsky'e (1986: 225) göre modern endüstriyel kapitalizmin ortaya çıkmasından önce yaygın olan ticari kredi sistemine dayanan bir bakış açısıdır. Neo-klasik yaklaşıma göre, banka kredileri sadece malların üretiminde ve satışında kullanılan bir unsurdur. Dolayısıyla, üretilen ve dolaşıma sunulan mallar

ile para miktarı arasında dolaysız bir ilişki vardır. Bu nedenle, neo-klasik iktisadın sunduğu takasa dayanan kasaba ekonomisi ile ticari kredi sistemi mantıksal bir bütünlük taşır. Bu bütünlük, para arzının kontrol edilmesiyle üretim miktarının ve dolayısıyla istihdamın kontrol edilmesini mümkün kılar. Ekonomik işleyiş böyle bakan bir yaklaşım, sonuçta merkez bankalarının rolünün abartıldığı bir noktaya varır (Minsky, 1982: 162-179). Bu yaklaşıma göre merkez bankaları, bankaların rezervlerini ve faiz haddini denetim altına alarak üretimi, istihdamı ve enflasyonu denetleyebilir.

Ancak gerçekte, kapitalist ekonomide merkez bankalarının, bankalar üzerindeki etkisi sınırlıdır çünkü bankalar geçmişteki gibi pasif bir rolde değil, bizzat kâr elde etme peşinde olan aktif bir rol içindedirler (Minsky, 1986: 229). Bankalar için kasalarında duran atıl paranın bir önemi yoktur çünkü onlar gelirlerini kredi kanallarını işleterek kazanırlar. Bu yüzden daima, yatırım yapmaya istekli iş adamları ararlar. Ya da girişimcileri yatırım yapmak konusunda ikna etmeye çalışırlar. Bankaların ekonomideki bu aktif rolleri, gelir, istihdam ve fiyatlarda dalgalanmalara yol açabilir. Ancak, bankaların ekonomi üzerindeki bu etkisi, dar anlamıyla para arzı üzerindeki etkilerinden dolayı ortaya çıkmaz. Çünkü kapitalist ekonomide banka kredileri sadece tüketim mallarının üretiminde kullanılmadığı gibi bankaların kredi araçları da sadece para değildir (Minsky, 1986: 231).

Para arzının artması için, ekonomik birimlerin gelirlerinden daha fazla harcamaları gerekir. Harcamalarla gelirler arasındaki fark kapitalist ekonomide bankalar tarafından finanse edilir. Ancak bilindiği gibi, bankalardan alınan borcun bir süre sonra faiziyle beraber geri ödenmesi gerekir. Dolayısıyla, bankalardan borç alınmasının sebebi, borç alınan paranın faizinden daha fazla gelir yaratması beklentisidir. Bir başka deyişle, borç alınan paranın sermaye mallarının alımına ve yatırıma gitmesi gerekir ki, alınan borç kendisinden ve faizinden daha fazla gelir yaratsın. Aksi takdirde, bankalar yoluyla para arzının artması mümkün değildir (Minsky, 1982). Ancak bu andan itibaren çelişkili bir durum ortaya çıkar çünkü firma için ödeme taahhüdü kesin iken, ödeme taahhüdü karşılığında sunulan gelecekteki geliri belirsizdir. Bu gelir tamamıyla ekonominin işleyişine bağlıdır. Bu nedenle, sermaye malını satın alınması için kullanılan para, spekülatif (hayali) bir paradır (Minsky, 1986: 249).

Merkez Bankaları, banka rezervleri üzerindeki kontrolü sayesinde bankaların kredi miktarları üzerinde etkide bulunabilir. Ancak, kârlarını daha çok borç vererek sağlamak zorunda olan bir bankanın iş dünyasına verdiği kredileri Merkez Bankasının rezerv oranı gibi araçlarıyla durdurması olanaklı değildir. Bankalar kâr için her yolun meşru olduğu bir zeminde hareket ederler. Bu yüzden

sürekli önlerindeki kısıtları yarattıkları yeni kanallarla aşmaya çalışırlar. Ticari kredi kanallarını kullanırken ya da yaratırken başvurdukları yöntem güncel olan mevzuatın sınır ve boşluklarına dayanır. Örneğin, 1966 yılında ABD’de yaşanan ufak çaplı krizde olduğu gibi ticari kredilerin genişlemesine bankaların ödeme taahhütlerini yükümlülük olarak kabul etmesi yol açmıştır (Minsky, 1982; Wray 1992). Ekonomide kullanılan tek kredi aracı para değildir. Çünkü Minsky’e (1986: 225) göre kapitalist ekonomide herkes para çıkarma hakkına sahiptir ancak önemli olan basılan paranın kabul görmesidir. Bu yüzden, yatırım yapmak isteyen firmalar para olmasa da, piyasada kabul gören para benzeri finansal varlıklar üreterek yeni kredi kanalları yaratabilirler. Ancak burada yaratıcılık firmalara değil bankalara aittir. Yani, bankaların bu araçları kabul etmiş olmasıdır. Yatırım yapmak isteyen bir firmanın, tahvil, bono ya da hisse senedi ihraç etmesi, bir para basma durumudur (Minsky, 1986: 233). Ya da bir parasal değer yaratma durumudur. Dolayısıyla, Minsky’e göre kapitalist ekonomide paradan değil, paralardan ve çeşitlerinden bahsetmek gerekir. Bankalar tarafından kabul edilen bu para benzeri varlıklar, ekonominin genişleme dönemlerinde yatırımların finansmanında kullanıldığından, para arzında bir artış yaşanır. Para arzındaki bu artış, harcamalar ile gelirler arasındaki farka bir başka deyişle, sermaye mallarının gelecekte yaratacakları kârlara dayanır. Sermaye mallarından beklenen kârlar sağlandığı sürece, hem hayali paranın hem de para benzeri varlıkların ekonomideki varlığı devam eder. Hatta beklenen kârların gerçekleşmesi yeni yatırımlara yol açacağından para benzeri varlıklar artacağı gibi para arzı da artar.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, Minsky’e göre para arzı üzerinde etkide bulunanlar sadece Merkez Bankası ve bankalar değildir. Nakit akışlarını yarattıkları yükümlülüklerle sağlayan tüm kurumlar para arzı üzerinde bir etkiye sahiptir. İş dünyasına katılan bütün firmalar bir banka gibi varlıklarını aşan yükümlülükleri yarattıkları sürece, bir başka deyişle para benzeri varlıklar yarattıkları sürece ekonomideki para arzı üzerinde etkiye sahiptirler. Bu nedenle, Minsky’e göre ekonomideki tüm birimler “kâr arayan girişimciler” kategorisi altında toplanır. Girişimcilerin özelde neyle ilgilendiklerinin bir önemi yoktur; önemli olan nasıl çalıştıklarıdır. Bütün ekonomik birimler portföy düzenlemesine dayanarak hareket eder. Bu düzenlemedeki amaç her birim için aynıdır: daha çok kâr sağlamak. Para arzındaki bu artış sadece banka ve firmaların yarattığı menkul kıymetlerden kaynaklanmaz, hükümetler de ihraç ettikleri yüksek likiditeye sahip menkul değerlerle para arzı üzerinde etkide bulunurlar. Sonuç olarak, Minsky’e göre para arzı neo-klasik iktisatçıların iddia ettiği gibi merkez bankaları yoluyla dışsal olarak belirlenen bir durum değil, ekonominin işleyişine bağlı içsel bir durumdur. Kapitalist ekonomide para dar anlamıyla banknotlar olarak var olmaz. Yaratılan tüm sermaye ve finansal varlıklar da para tanımı içine girer. Bir finansal

varlığın para olarak değerlendirilmesi için kendi arz fiyatından daha fazla değer yaratması yeterlidir.

Merkez bankalarının önemi bu durumda ortaya çıkar. Sermaye mallarının talep fiyatının arz fiyatından yüksek olması yatırımların koşuludur. Ekonominin genişleme dönemlerinde, yatırımların hız kazanması sermaye ve finansal varlıkların artışına yol açar. Talep edilen yatırımlardan daha fazla sermaye ve finansal varlık olması ya da yaratılması, bu varlıkların değerini arz fiyatının altına düşürebilir ve yeni yatırımların yapılmamasına yol açabilir. Böyle bir durumda, merkez bankaları sermaye ve özellikle finansal varlıkların fiyatlarının düşmesini engelleyici müdahalelerde bulunmalıdır. Aksi takdirde, yatırımların azalması, değerleri yatırımlardan beklenen kârlara bağlı olan para benzeri varlıkların değerinin azalmasına yol açacaktır. Böylece, bono, tahvil ve hisse senedi gibi varlıklar para olarak kabul görmeyecek ve gerçek paraya bir akın başlayacaktır. Son kertede gerçek paranın kendini dayatması hem ekonomideki paralar arasında bir hiyerarşi olduğunu hem de gerçek paraya olan ilginin kaynağını gösterir (Minsky, 1986).

## SONUÇ

Temel argümanlarını ve politika önerilerinin kısa bir özetini verdiğimiz Minsky'e ait finansal istikrarsızlık hipotezinin temel vurgusu şudur: kapitalist ekonomi içinde kaldığımız sürece ekonomik dalgalanmalardan ve krizlerden kaçmak mümkün değildir. Kapitalizmi sürekli aynı noktaya sürükleyen sebep ise oldukça açık, toplumsal denetimin dışına çıkmış ve sadece kâr güdüsüyle sürekli kendisini genişletmeye çalışan sermaye. Bu yönüyle, krizler sermayenin çelişkili yapısının olgunlaşmış bir ifadesidir. Sermaye birikimi arttıkça, ekonominin çevrimler sırasında yaşadığı geçişler, her zamankinden daha sarsıntılı, daha öngörülemez ve daha denetlenemez bir hal kazanmaktadır. Reel ekonominin ihtiyaçlarından doğan kredi sistemi ve finansal piyasalar, belirli bir uğraktan sonra kendi kaynaklarını tehdit eder duruma gelir. Özellikle Merkez ülkelerinde üretilen fakat karşılığı olmayan bu finansal varlıklar, kriz tehdidini sürekli gündemde tutmaktadırlar.

Merkez ülkelerinde biriken spekülatif sermayenin gelişen ülkelerdeki yıkıcı etkisi son yıllarda yaşanan finansal krizler nedeniyle sürekli gündeme gelmektedir. Güney Doğu Asya, Meksika ve Brezilya'da yaşanan krizleri Minskian çerçevede ele alan Kregel (1998a, 1998b, 1998c) yabancı sermayenin bu ülkelerdeki etkisini faiz ve kur bağlamında dışsal olarak ele almaktadır. Oysa burada yerli-yabancı sermaye ayrımı yapılmadan her iki sermayenin de niteliklerinin aynı

olduğunu akılda tutmak gerekmektedir. Minsky'e göre bunu anlamının yolu firma portföylerine bakmaktır. Firma portföyleri içine giren her araç, ekonomi tarafından içselleştirilmiştir. Bir hazine kâğıdı gibi, firma portföylerine dâhil olan yerli ve yabancı tüm varlıklar, portföylerde tuttıkları yer kadar ekonomi tarafından içselleştirilmiş olurlar. Yerli ya da yabancı herhangi bir varlık, firma portföylerinde yer edindiği anda, firmaların çalışma düzenlerini ve geleceklerini belirler. Ya da firmanın çalışma tarzı değiştiği için yabancı varlıklar firma portföyünde yer eder. Her portföy düzenine geçiş veya firma portföyüne katılan her yeni varlık, firma için spekülative bir karardır çünkü, varlığın portföye katılmasının sebebi ondan kâr beklenmesidir, onun yabancı ya da yerli olmasının bir öncemi yoktur. Söz konusu belirsizlik hem yerli hem de yabancı varlıklar için geçerlidir. Firma yabancı bir varlığı portföyüne eklemekle, yurt dışı gelişmelerden de etkilenebileceğini gösterir. Ki, bu durumun firma için anlamı, sadece yurt içindeki gelişmelerin değil yurt dışı gelişmelerin de hesaba katılmasıdır. Kısacası, spekülative sermaye sadece yabancı sermaye değildir.

Türkiye ekonomisini finansal krizler bağlamında Minskian çerçevede ele alan çalışma sayısı oldukça azdır. Oysa 1994 ve 2001 yılında yaşananlardan sonra (I) sistemdeki sorunlu bankaların temizlenmesi; (II) bankacılık sistemindeki son düzenlemeler; (III) merkez bankası denetimlerinin artırılması; (IV) devletin birincil bütçede fazla vererek piyasanın açıklarını üstlenmesi ve (V) holdingleşen firmaların finansman yapısı Minskian çerçevede düşünülebilecek konulardır. Özellikle, devletin, toplam talebi artırarak değil de doğrudan sermaye aktarımında bulunarak piyasayı desteklemesi ve krizlerin yükünü toplumsallaştırması bu çerçevede tartışmaya değerdir. Umarız bu çalışma son dönemde dünyada ve Türkiye'de adı anılmaya başlayan Minskian iktisat çalışmalarına yardımcı olur.

## KAYNAKÇA

Arestis, Philip ve M. Glickman (1999), "Financial Crisis in South East Asia: Dispelling musion the Minskian Way", Working Paper, No.22 December, Department of Economics.

Keynes, John Maynard, (2008). Genel Teori, çev: Uğur Selçuk Akalın, Kalkedon Yayınları.

Kregel, J.A. (1992), "Minsky's 'Two Price' Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting vs. Open Market Intervention," in S. Fazzari and D. Papadimitriou (eds.), Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

Kregel, J.A. (1998a) "Yes 'it' did happen again. The Minsky crisis in Asia" Working Paper #234, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

- Kregel, J.A., (1998b), "East Asia is Not Mexico: The Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflation." Working Paper #235, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Kregel, J.A., (1998c), "The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility", Working Paper #294, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Krugman P. (1991), *Financial Crises in the International Economy*, in Feldstein Med, *The Risk of Economic Crisis*, Univ. of Chicago Press.
- Minsky, H. P. (1975), "John Maynard Keynes", New York: Columbia University Press.
- Minsky, H. P. (1982), "Can "It" Happen Again?", *Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- Minsky, H.P. (1986), "Stabilizing an Unstable Economy", New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Minsky, H.P. (1986b), "The Crises of 1983 and the Prospects for Advanced Capitalist Economies" In Marx, Schumpeter and Keynes: A Centenary Celebration of Dissent, Suzanne W. Helburn and David F. Bramhall, eds. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- Minsky, H.P. (1990a), "Schumpeter: Finance and Evolution." In *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, Arnold Heertje and Mark Perlman, eds. Ann Arbor, Mich.: The University of Michigan Press.
- Minsky, H.P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", Working Paper no. 74, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, May.
- Minsky, H.P. (1993), "Finance and Stability: The Limits of Capitalism", Working Paper no. 93, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute, May.
- Saqib, O. (2001), "The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky's Framework." *Revista de Economia Politica – Brazilian Journal of Political Economy*, 21: 91-98.
- Silva, Jose R.C (2002), "Currency Crises in Emergent Markets and Minsky Financial Fragility Theory: Is There a Link", Department of Economics, Washington University in Saint Louis.
- Stiglitz Joseph (1989), *Money, Credit and Business Fluctuation*, NBER Working Paper No. 2823 and Reprint No. 1390.
- Wray, L. Randall (1992), "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money", in *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Steve Fazzari and Dimitri Papadimitriou (eds), Armonk, NY: M.E. Sharpe, pp. 161-180.
- Wray, L. Randall (2001), "Financial Instability", Working Paper #19, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.