

İSTİKRARSIZ BİR EKONOMİNİN İSTİKRARI



EFİL YAYINEVİ



İSTİKRARSIZ BİR EKONOMİNİN İSTİKRARI

Hyman P. Minsky
Çeviren: Oğuz Esen



İSTİKRARSIZ BİR EKONOMİNİN İSTİKRARI

Genel Yayın Nu.: 186

ISBN: 978-605-4579-56-3

1. Basım Aralık 2013

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Danışmanlık Yatırım ve Tic. Ltd. Şti.©2013
Efil©2013

STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY

Hyman P. Minsky

Bu kitabın tüm hakları saklıdır. Herhangi bir şekil ya da yöntemle çoğaltılamaz.

Sertifika Nu.: 12131

Sayfa ve Kapak Tasarımı: Türkan Sarı

Baskı ve Cilt: Ayrıntı Basım Yayın ve Matbaacılık Hizmetleri San. Tic. Ltd. Şti.
Tel: (+90) 312 394 55 90 Sertifika Nu.: 13987



EFİL YAYINEVİ

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Dan. Yat. ve Tic. Ltd. Şti.

Vedat Dalokay Caddesi, Ulubey Sokak, No: 6/2, GOP,

Çankaya/Ankara, Türkiye

Tel : (+90) 312 442 52 10

GSM : (+90) 541 232 00 96

Faks : (+90) 312 442 52 12

www.efilyayinevi.com

İÇİNDEKİLER



Türkçe Baskıya Önsöz	vii
Önsöz	xv
Birinci Baskıya Önsöz ve Teşekkür	xvii
Minsky'nin <i>İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı</i> : Yirmi Yıl Sonra Dimitri B. Papadimitriou ve L. Randall Wray	xix

KISIM 1: GİRİŞ

1

1. EKONOMİK SÜREÇLER, DAVRANIŞ VE POLİTİKALAR	3
---	---

KISIM 2: İKTİSADİ DENEYİM.....

11

2. KRİZE DÖNÜŞMEYEN 1975 DERİN DURGUNLUĞU: BÜYÜK DEVLETİN ETKİSİ	13
3. KRİZE DÖNÜŞMEYEN 1975 DERİN DURGUNLUĞU: NİHAİ BORÇ VERME MÜDAHALESİNİN ETKİSİ	39
4. SAVAŞ SONRASI DÖNEMDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN ORTAYA ÇIKIŞI.....	69

KISIM 3: İKTİSAT TEORİSİ

97

5. TEORİYE İLİŞKİN ÖNGÖRÜLER	99
6. MEVCUT STANDART TEORİ: KEYNES SONRASI SENTEZ	117
7. KAPİTALİST BİR EKONOMİDE FİYATLAR VE KÂRLAR	143
8. YATIRIM VE FİNANSMAN	175
9. FİNANSAL YÜKÜMLÜLÜKLER VE İSTİKRARSIZLIK	201

KISIM 4: KURUMSAL DİNAMİKLER	227
10. KAPİTALİST BİR EKONOMİDE BANKACILIK.....	229
11. ENFLASYON.....	261
KISIM 5: İKTİSADİ POLİTİKA	293
12. POLİTİKAYA GİRİŞ.....	295
13. REFORM İÇİN BİR GÜNDEM ÖNERİSİ.....	303
EK A: FİNANSMAN YAPILARI	345
EK B: TÜKETİCİ FİYATLARI VE REEL ÜCRETLER	355
DİZİN	359

TÜRKÇE BASKIYA ÖNSÖZ



Hyman P. Minsky günümüz kapitalizmde istikrarsızlıktaki artışın, gelirlerdeki gerilemenin eşitsizlik ve güvensizliğin görünür pek çok nedenini sıralamaktadır: hizmetler sektörünün gelişmesi, teknolojik ilerlemeye rağmen işgücü verimliliğindeki yavaş artış, özelleştirmeler, sendikaların zayıflaması, dış ticaret açıkları, sermayenin uluslararası hareketliliği, küresel rekabet vb. Ancak en önemli nedenin finansal yapının gelişmesi olduğunu ve bu finansal süreçlerin içsel olarak istikrar bozucu güçler yarattığını ileri sürmektedir.

Minsky'e göre, Keynes'in Genel Teorisi, iktisatta büyük bir devrim olmasına rağmen, yeniden yorumlanırken, bayağılaştırılmış, klasik yaklaşımın özel bir yorumu haline getirilmiştir. Başka bir deyişle, Keynes'in iktisat teorisi ve politikasındaki devrimci yaklaşımını neoklasik yaklaşımla bütünleştirme yolunda bir çabanın başarıya ulaşması mümkün olamadığından Keynes yaklaşımının tüm devrimci unsurları bu neoklasik sentezden dışlanmıştır.

Minsky'e göre, neoklasik sentez olarak adlandırdığı bugünün standart iktisat teorisi, bir sistem davranışı olarak istikrarsızlığı açıklamaz; istikrarsızlığın varlığını bilerek, analiz ve önermelerini istikrarsızlığı açıklamayan bir teoriye dayandırır.

Minsky'e göre, Keynes yaklaşımının dayandığı iki unsur vardır: Birincisi, iktisat teorisinin, ademi merkeziyetçi piyasa sisteminin neden olduğunu dalgalanmaları açıklamak zorunda olması. İkincisi de, konjonktürün yatırım teorisi ve belirsizlik karşısında yatırımın finansal teorisidir. Keynes'in sıradanlaştırılmış yorumu bugünün ortodoks teorisine evrimleştiği, bu ikisi kaybolmuş; Keynesyen iktisat neoklasik adı verilen yeni bir

senteze dönüşmüştür. Klasik teoriyle uyumlu olan kısımlar bugünün standart teorisinde yaşamaktadır. Sistemin içinde olan yıkıcı güçlerin varlığı ihmal edilmiş neoklasik sentez kapitalistsiz, sermaye varlıksız ve finansal piyasasız kapitalizmin ekonomisine dönüşmüştür.

DERS KİTABI KEYNESÇİLİĞİ

Minsky'e göre Keynes yaklaşımında istihdam toplam talep ile toplam arzın etkileşimine bağlıdır. Standart yorumlarda toplam arz büyük ölçüde ihmal edilir. Toplam arz veri iken istihdam toplam efektif talebe bağlıdır. Tam istihdam engeline kadar, toplam talepteki artış istihdamda, bunun ötesinde fiyatlarda artışa yol açar. Yurt içi talep homojen bileşenlerine ayrılır. Hanehalkları ve işletmeler homojen sınıftırlar. Kamunun talebi ve dış talepte toplam talebe dahil olur. Keynesçi teorinin bu ders kitabı versiyonu Hansen tarafından geliştirilmiştir. Bu görüşe göre, gelirin belirli bir hedef düzeyden az ya da fazla olması kamu harcamaları ve vergilerde uygun değişikliklerle telafi edilebilir. Gelirden yapılan tasarrufun yatırım ve kamu harcaması ile telafi edileceği ve daha fazla yatırımın daha fazla gelire yol açacağı düşüncesine dayanarak, vergi sisteminin daha fazla yatırım yapılmasını teşvik edecek biçimde düzenlemesi gerektiği ileri sürenler örtük olarak Hansen modelini kabul ederler. Hansen tarafından basitleştirilen Keynesçi kavramlar kullanılarak tüketim fonksiyonuna dayalı tahmin ve simülasyon modelleri ve aşırı basit teorik temel üzerine inşa edilen çok karmaşık ekonometrik modeller geliştirildi. Bu modeller finansal ve parasal faktörlerin ihmal edildiği modellerdi.

Daha sonra Hicks, parasal ve finansal faktörleri toplam taleple bütünleştirdi. Mal ve para piyasalarında arz ve talebi eşitleyen faiz ve gelir bileşimlerinin olduğunu savundu. Hicks yatırımı ve faiz oranının ve gelir düzeyinin bir fonksiyonu olarak aldı. Yatırım talebi ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi sermayenin marjinal verimliliğinin yansımaları olarak alıp, klasik modele doğru bir adım attı. Keynes'in paranın finansal faaliyet süreci içinde yaratılma biçimine ilişkin yazdığı her şey ihmal edilerek, para arzı dışsal olarak alındı. Böylece para ince ayar aracı olarak kullanılabilir hale geldi.

Hicks yaklaşımı IS-LM modeli olarak bilinir ve ders kitabı Keynesçiliğinin temeli olmaya devam etmektedir. Minsky'e göre IS-LM, neoklasik modele hazırlık olsa da neoklasik model değildir. Hicks yaklaşımı, işgücü arz fazlasının, işgücü talebini uyuracak tepkilere yol açmasını gerektirecek mekanizmalar içermez. Patinkin çözümü olarak bilinen, fiyatlardaki bir azalmanın reel para balanslarını artırması ile neoklasik senteze ulaşılır.

Dünyayı tam istihdama götürecek dayanak noktası para arz ve talebi fazlası varken mal ve hizmet talep ve arz fazlasının olmasıdır.

Minsky'e göre, Keynes yeniden yorumlanırken üç şey ihmal edildi: Konjonktürel perspektif, yatırım ve finansman arasındaki ilişkiler ve belirsizlik. İşte Minsky bu nedenle Genel Teori'nin özünde var olduğu düşündüğü finansal istikrarsızlık teorisi, yatırım teorisini ve konjonktür teorisini geliştirdi.

FİNANSAL İSTIKRARSIZLIK TEORİSİ

Minsky'e göre, finansal istikrarsızlık teorisinin hem ampirik hem de teorik bir yönü vardır. Ampirik yönü, kapitalist ekonomilerin enflasyon ile borç deflasyonu arasında gidip gelmekte olması zaman zaman da derin krizlere sürüklenmeleridir. Bu süreçlerde ekonomik sistemin davranışı dengesizlikleri düzeltici değil, dengesizlikleri büyütücü yönde olur. Enflasyon enflasyonu, borç deflasyonu borç deflasyonunu; krizler de krizleri beslemektedir. Teorik yönü ise, kapitalist ekonomilerin özelliklerinin belirlenmesi ile başlamaktadır. Buna göre, kapitalist ekonomiler pahalı ve uzun-ömürlü sermaye varlıkları kullanmaktadır ve aynı zamanda karmaşık bir finansal sisteme sahiptir. Minsky'e göre, iktisadi sorun kıt kaynakların dağılımı değil, iktisadi sermayenin gelişimidir. Sermayenin gelişmesi de, 'şimdiki paranın gelecekteki para ile değiştirilmesidir'. Yatırım çıktısı üretmek için kullanılan iktisadi kaynaklara ödenen para şimdiki para iken, 'kâr' ise gelecekteki paradır. Yatırımın finanse edilme sürecinde, sermaye stokundaki kalemler yükümlülükler tarafından finanse edilir. Yükümlülük belirli tarihlerdeki ödeme yükümlülükleridir. Her bir iktisadi birim için bilançodaki yükümlülükler belirli tarihlerde bir dizi ödeme yükümlülüğü belirler.

Kâr beklentisi hem mevcut finansal sözleşmelerin değerini hem de finansal sözleşmelerin miktarını belirler. Finansal ilişkilerin karmaşıklığına karşın sistemin davranışını belirleyen temel belirleyici faktör kâr düzeyidir. Toplam talebin yapısı kârları belirler. Basit modelde, kâr geliri ve ücret geliri elde edenlerin tüketim davranışlarına bağlı olarak, her bir dönemde toplam kârlar toplam yatırımlara eşittir. Kamu kesiminin de dahil edildiği daha karmaşık modelde, toplam kârlar yatırım artı kamu kesimi açığına eşit olmaktadır. Kâr beklentileri gelecekteki yatırıma eşittir, gerçekleşen kârlar yatırımlar tarafından belirlenir. Başka bir deyişle yükümlülüklerin gerçekleşmesi yatırıma bağlıdır.

Finansal istikrarsızlık teorisi, bankacılığı ciddi bir biçimde ele alır. Kapitalist ekonominin diğer tüm girişimcileri gibi, bankalar içinde kârların

güvencesi yeniliklerdir. Bankalar borç tacirleri olarak, sahip oldukları varlıklarda ve pazarladıkları yükümlülüklerde yenilik yapma gayretindedirler.

Günümüzde kapitalist ekonomilerin 1929 benzeri derin krizlere sürüklenmesini engelleyen iki faktör vardır: Minsky'nin ifadesiyle Büyük Devletin kamu açıkları vermesi kârların düşüşüne taban koyarak, bunları istikrara kavuşturur. İkincisi de, merkez bankalarının nihai borç verme müdahaleleri stres altındaki finansal kurumların likidite sıkışıklığını önler. Bu müdahaleler borç deflasyonunu önleyerek ekonominin derin krizlere sürüklenmesini engellese de, mevcut kırılgan finansal yapının onaylanmasını sağlar; ortaya çıkan sorunların sürmesine ve derinleşmesine yol açar.

YATIRIM TEORİSİ

Yatırım kapitalist bir ekonominin temel belirleyicisidir. Kapitalist ekonominin temel konjonktürel özelliği kârlar, sermaye-varlık fiyatları, finansal koşullar ve yatırım arasındaki ilişkiler tarafından belirlenir. Sermaye varlıklarının üretilmesi yatırım olarak adlandırılır. Yatırım finanse edilme-lidir ancak bunun nasıl finanse edildiği önemlidir.

Kapitalist bir ekonomide iktisadi birimler sahip oldukları portföylerle tanımlanırlar. Her birim portföy kararı verir. Bu kararın birbirine bağlı iki yönü vardır. Hangi varlıkların edinileceği ve bu varlıklardaki pozisyonların nasıl finanse edileceğidir. Varlıklar ve yükümlülükler nakit akımlarına, nakit çıkışlarına ya da nakit girişlerine yol açar. Ücretler ve diğer faktör ödemeleri, vergiler, transfer ödemeleri, ara ve nihai mallara yapılan ödemeler ile finansal araçlara yapılan ödemeler nakit çıkışına neden olacaktır.

Minsky'nin yatırım kuramı, ekonomide ikili fiyat düzeyinin varlığını temel almaktadır. Minsky'ye göre, bir ekonomide yeni üretilmiş yatırım ve tüketim mallarının fiyatları ve daha önce üretilmiş yatırım mallarının fiyatları olmak üzere iki ayrı fiyat düzeyi vardır ve bu iki grup mal arasında var olan fiyat farklılıkları yeni yatırım yapılması için teşvik edici olmaktadır.

Kapitalist ekonomilerde sermaye malları üretken oldukları için değil kârlı olduğu için talep edilir. Üretken varlık değerlerine ilişkin spekülasyon yapılması kapitalist ekonominin özelliğidir. Bir yatırım malı ya da sermaye malı satın alındığında gelecekte sağlayacağı gelir satın alınmış olur. Bir sermaye varlığının getirisi iktisadi faaliyetlerden ve sözleşmelerden sağlanan nakit akımlarıdır. Toplam gelirlerden açık maliyetlerin çıkartılmasıyla elde edilir. Minsky bunu rant benzeri olarak adlandırmaktadır. Bu, yatırımın talep fiyatıdır. Belirli bir sermaye malının talep fiyatı gelecekte sağlaması beklenen getirilerin kapitalize edilmiş değeridir. Çıktı üretiminin ikinci belirleyicisi arz fiyatıdır. Sermaye mallarının arzı kısa dönem-

de sabittir. Dolayısıyla bir yatırımcı iki faktörü dikkate almak zorundadır. Bunların ilki yatırımın maliyeti ve beklenen getirileri, ikincisi ise yatırımın nasıl finanse edileceğidir. Yatırım yapılması için yatırımın talep fiyatının arz fiyatını aşması gerekir.

Yatırımcılar belirsizlik altında karar verirler. Yatırımın arz fiyatı ve gelecekte sağlaması beklenen getiriler belirsizdir.

Firma spekülative bir karar verir: Gerekli sermaye varlıkları kontrol için nasıl finanse edilecek, ayrıca ne kadarını kendi fonlarından ne kadarını dışarıdan borçlanarak gerçekleştirecektir. Yatırımlar borçlanma ile finanse edilirse, borcun ödenememe riski vardır. Geri ödenememe riski gelecekte nakit girişlerinin nakit çıkışlarını karşılamama riskidir. Bu borçlu riski yatırım talebini etkilemektedir. Borcu veren açısından da bir risk vardır. Bu da alacağın tahsil edilememesi riskidir. Alacaklı riski de sermaye malının arz fiyatını etkiler. Böylece belirsizlik ve finansal ilişkiler yatırım teorisine dahil olmuş olur.

KONJONKTÜR TEORİSİ

Yatırımların finansal boyutunun varlığı ise, hem firma düzeyinde hem de ekonomi düzeyinde önemli sonuçlar yaratmaktadır. Geleceğe yönelik beklentilerin iyimserlik kazanması, borçlu ve alacaklı risklerinin daha düşük algılanmasına ya da yatırım malı arz ve talep eğrilerinin sağa kaymasına ve böylece toplam yatırımların artmasına neden olacaktır. Benzer bir şekilde, ekonomide kötümser beklentilerin yaygınlaşması toplam yatırımların azalmasına neden olacaktır. Yatırımdaki dalgalanmalar ise toplam üretimi ve istihdamı etkileyecektir. Dolayısıyla yatırımlardaki değişiklikler ekonomideki istikrarsızlığın ve konjonktür dalgalanmalarının temel belirleyicisi olmaktadır.

Ekonomik konjonktürün daralma aşamasında gerçekleşen kârlar ve kâr beklentileri düşüktür. Ekonomik daralmaya eşlik eden borç deflasyonları, aşırı kaldıraçlı birimleri iflasa götürür. Ekonomide genişleme devam ettikçe kârlar artmaya başlar, ancak daralmaya ait anılar nedeniyle beklentiler hala düşüktür. Borçlu ve borç verenlerin risk algıları yüksektir. Genişleme devam ettikçe, gerçekleşen kârlar beklentileri aşar. İktisadi birimler kâr fırsatlarından yararlanmak için yatırım yapmak için borçlanma oranını artırır. Kâr oranları verimlilik artışı ile kısıtlanır. Buna karşılık krediler kısıtlanmaz. Bankalar ve diğer finansal kurumlar artan kredi talebini desteklerler. Bankaların beklentileri de artmıştır. Böylece finansal yapı daha kırılğan hale gelir. Yatırımlar yapıldıktan sonra yatırımların hepsinin başarılı olmaması durumunda firmaların nakit akış dengesi bozulur. Nakit

akım dengesini sağlamak için işletmeler varlık satışına ya da yüksek faiz oranlarından borçlanmaya zorlanırlar. Bu da varlık fiyatlarının düşmesine ve firmaların borç/varlık oranının bozulması ve ekonominin bir borç deflasyonuna sürüklenmesine neden olur.

İktisadi birimlerin üç tür gelir-borç ilişkisi vardır. Birimlerin yükümlülük yapılarında öz sermaye ağırlığı arttıkça güvenli birim olma olasılıkları artar. Bu birimler sözleşmelerden kaynaklanan tüm yükümlülüklerini nakit akımları ile karşılayabilirler. Spekülatif birimler ise, iktisadi faaliyetlerden elde ettikleri nakit akımları ile faiz yükümlülüklerini ödeyebilirler, bu nedenle borçlarını çevirmeleri gerekir. Ponzi birimler ise ne ana parayı ne de faizleri ödeyebilirler. Böyle birimlerin ya varlıklarını satmaları ya da borçlarını artırmaları gerekir. Güvenli finans birimlerinin egemen olduğu bir ekonomik yapı istikrarlı iken, spekülatif ve Ponzi birimlerin egemen olduğu bir ekonomi istikrarsızdır ve istikrarsızlık katlanarak artar.

Uzun bir genişleme dönemi sırasındaki finansal ilişkiler, ekonomiyi istikrarlı yapan finansal ilişkilerden istikrarsız yapan ilişkilere dönüşür. Güvenli finans birimlerin ağırlıklı olduğu finansal yapı, spekülatif ve Ponzi birimlerinin ağırlıklı olduğu bir yapıya dönüşür. Sonuç olarak konjonktür dalgalanmaları için dış şoklara gerek yoktur. Kapitalist ekonomilerin içsel dinamikleri konjonktür dalgalanmalarını başlıca belirleyicisidir.

REFORM ÖNERİLERİ

Minsky'e göre, kapitalist ekonomilerin içinde bulundukları sorunlar kapsamlı bir reform paketi ile aşılabılır. Bir reform paketinin, kamu harcama ve vergilerin yeniden yapılandırılmasını, yeni bir istihdam stratejisini ve finans sektörünün yeniden yapılandırılmasını içermesi gerekir. Kamu kesiminin özel yatırım harcamalarındaki dalgalanmaları dengeleyecek kadar büyük olması gerekir. Maliye politikasının amacı denk bütçenin sürdürülmesi olmalı, bu amaçla kamu harcama ve vergilerin yapısı değiştirilmelidir. İşgücüne katılımı azaltan ve üretken kaynakların israfına neden olan transfer harcamaları azaltılmalıdır. Bir yandan borç finansmanını teşvik eden, diğer yandan da, firmaların piyasa gücünü artırma amaçlı, reklamcılık, pazarlama giderleri ve firma yöneticilerinin ofis keyfi gibi üretken olmayan harcamalarını teşvik eden kurumlar vergisi tamamen kaldırılmalıdır. İstihdamı azaltan ve istikrarsızlığı besleyen sosyal güvenlik işveren katkılarının kaldırılması düşünülmelidir. Bunların yerine gelir vergisi özendirilmelidir. Kamu kesiminde doğrudan istihdam yaratan programlar gündeme getirilmelidir.

Finansal reformun özel sektörün kamusal doğasıyla yüzleşmesi gerekir. Dev firmalar, istikrarsızlık güçlerini barındıran bankacılık reform gündeminin önemli maddeleridir. Ticari ve yatırım bankacılığı arasındaki yapay ayırımlar kaldırılmalı, küçük bankaların enerjilerini ekonomik gelişme için doğru kullanılmaları teşvik edilmelidir. Banka varlıklarının ve bunların büyüme oranları düzenlenmeli, bankacılık piyasasına girişler kolaylaştırılmalıdır.

Merkez bankalarının sistemin istikrarı için, bankaları güvenli finansmana teşvik etme sorumlulukları vardır. Merkez bankaları ve ticari bankalar varlık finansmanına yönelmelidirler. Banka rezervlerinin düzenlenmesi için açık piyasa işlemlerinin yerini reeskont penceresinin kullanımı almalıdır. Bankacılık düzenleme ve denetleme ile mevduat sigortası işlevlerini yerine getirecek kurumsal yapıların merkez bankasından ayrı olmasının hiç bir teorik ve tarihsel nedeni yoktur. Bu işlevlerin yeniden merkez bankaları çatısı altında toplanması düşünülmelidir.

Önemi geçen zaman içinde sürekli artan Minsky'nin çığır açan bu kitabının Türkçeye kazandırılması önemli bir projeydi. Değerli arkadaşlarım Ömer Faruk Çolak ve Fethiye Çolak bu projeye inandılar ve hayata geçirilmesi konusunda çok büyük bir destek verdiler ve sabırlı davrandılar. Kendilerine müteşekkirim. Minsky'nin İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı kitabı okunması ve dolayısıyla çevrilmesi zor bir kitaptı. Takıldığım yerlerde benden yardımını esirgemeyen ve eleştiri ve önerilerini benimle paylaşan, eski bir bankacı olan ve bir süredir çevirmenlikle uğraşan değerli arkadaşım Osman Serhat Binatlı'ya çok teşekkür ediyorum. Son olarak, Efil Yayınevinden Türkan Sarı'ya sabırlı ve kusursuz çalışması için teşekkür etmek istiyorum.

*Prof. Dr. Oğuz Esen
İzmir*

ÖNSÖZ



Hyman Minsky'nin kitabı yirmi yıl önce ilk basıldığında, zamanın ilerisindeydi. Bu iktisadi düşünürler için çoğunlukla geçerlidir. Joseph Schumpeter, kendi çağına göre bugün daha büyük bir etkiye sahiptir benzer bir biçimde John Maynard Keynes'in çıkır açan düşünceleri yayınlandıktan oldukça sonra geniş bir etki kazanmıştı. Bu yorulmak bilmez Minsky için de geçerlidir. Minsky, 1970'ler ve 1980'ler boyunca hesaba katılan bir güç olsa bile, düşünceleri bugünkü kadar dikkati çekmiyordu. Bugün Minsky hayatta olsaydı, son yıllarda iktisat ve finans ile ilgilenenlere haklı olarak “size söylemiştim” diyecekti. Bu Minsky klasiğinin yeniden basımı için bundan daha iyi bir zaman olamazdı.

Keynes (Minsky kendi Keynes biyografisini 1975 yılında yayınlamıştı) ve Schumpeter gibi, Minsky de esas olarak konjonktür dalgalanmalarıyla ilgilenmişti. İkinci Dünya Savaşını takiben egemen hale gelen Keynesçilik, özellikle Keynes'in yazdıklarının politik olarak popüler yönleri üzerinde duruyordu. Keynes'in maliye politikasından önce parasal önlemler ve büyüme dönemlerinde bütçe fazlası önerdiğinin çok azı hatırlanmıştı. Politika yapımcılarının bir çoğu için, Keynesçilik her şeyin çok kolay ve otomatik olarak düzeldiği açık finansman demekti. Keynesçiliğin konjonktür dalgalanmalarını üstesinden geldiğine, bunun da “yumuşak iniş” ve “yolda düzetme” gibi ifadelerle terminolojiye yansıdığına ilişkin artan bir algı vardı.

Hyman Minsky, Keynes'le farklı ve önemli bir bağ oluşturmuştu. Yatırımların nakit akımındaki temel belirsizliğin işletmelerin bilançolarında güçlü yansımaları olduğuna işaret ederek, yatırımlardaki dalgalanmalar üzerinde durmuştu. Bu büyük bir ilgiyi hak eden önemli bir sezgiydi.

Parasalcığın Keynesçiliği gölgede bıraktığı 1970'lerin sonu ve 1980'lerden sonra, Minsky'nin sezgilerine hak ettiği ilgi yeniden gösterilmedi. Pa-

rasalcılık, 1980'lerin başında zirvedeyken bile, finansal sistemin değişen yapısıyla etkin olarak başa çıkmakta başarısız oldu, Minsky geniş analitik yaklaşımıyla bu değişimle oldukça ikna edici bir biçimde ilgilenmişti. O sırada, ekonometri, iktisatçılar ve finansal analistler arasında neredeyse bir din haline gelmişti. Ancak Hyman Minsky, analizinin istatistiksel modellerle kısıtlanmasına izin vermedi. Matematik denklemlerinin iktisat ve finanstaki davranışsal kalıplardaki önemli yapısal değişiklikleri ve kaymaları doğru bir biçimde hesaba katamayacağını bilgece kavramıştı.

Hyman Minsky'nin çalışmaları, finansal piyasalar konusunda yaptığım kariyerimin başlangıcında beni etkilemişti. Kendi çalışmamda, borçların nasıl olup da gayri safi yurt içi hasıladan daha hızlı artmaya devam ettiği sorusuyla giderek ilgilenmeye başladım. Ben bu zararlı gelişmeyi finansal varlıkların hızla menkul kıymetleştirilmesine, finansal piyasaların küreselleşmesine ve diğerlerinin enformasyon teknolojisindeki risk almanın ölçülmesini kolaylaştıran hızlı iyileşmelere bağlıyordum. Politika yapıcılarının finansal kurumların girişimci dürtülerini, mutemet sorumluluklarıyla dengelemeye özendiren koruyucu önlemlerini getirme konusundaki başarısızlığı borç patlamasının doğasında olan riskleri çoğaltıyordu.

Hyman Minsky'nin sezgileri son yıllardaki temel finansal gelişmeleri anlamamıza yardımcı olmaktadır. Minsky gibi çok az kişi zamanımızı tanımlayan kendini besleyen spekülatif işletme finansmanının dinamiğini, borç kalitesindeki azalmayı ve ekonomideki oynaklığı anlamıştı. Borcun geri ödenmesi amaçlı işletme borçlanmasını "spekülatif finansman" olarak adlandırmış, bu da sırasıyla yatırım ve varlık fiyatlarını yükseltmiştir. O, istihdam, yatırım ve kârlardaki boğa piyasası yükselişinin, iş dünyasının liderleri ve bankacıların kafasında, eninde sonunda değişkenliği ve kabul edilemez riski besleyen bir yaklaşımın sağlamlığını, nasıl doğrulama eğiliminde olduğunu açıklamıştı. Minsky, Enron Çağı için düstur olabilecek renkli bir ifadeyle, "bilanço macerasına" karşı uyarıyordu.

Bu kitabın ilk baskısını, yazarı için hemen hiç şaşırtıcı olmayacak, 1980'lerin sonu ve 1990'ların başındaki tasarruf-kredi birlikleri krizi ve bankacılık krizleri, Meksika'nın ve Kore'nin borç sancıları, Rusya'nın borç temerrüdü ve LTCM'nin aşırı kaldıraçının neden olduğu kanama ve 2000'lerdeki ileri teknoloji balonu takip etti.

Ve şimdi konut kredisi krizi ile karşı karşıyayız. Bazıları buna "Minsky Anı" adını taktılar, ancak bu yorum Minsky'nin çalışmasının ufkunu ve derinliğini hafife almaktır. Şimdi Minsky'nin sezgilerini ciddiyetle ele alma ve finansal sistemimizi daha sağlam temele oturtmanın yollarını bulmak için onun çığır açan çalışmasına dayanma zamanıdır.

Henry Kaufman

BİRİNCİ BASKIYA ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR



Karmaşık ve gelişen finansal yapılarıyla ileri kapitalist ekonomilerde üretim, istihdam ve fiyatların dalgalanmaya eğilimli olduğu açıktır. Aynı şekilde istikrarsızlığın doğal olduğu bizim gibi bir ekonomide İkinci Dünya Savaşından beri istikrarın sağlandığı da aşîkârdır. Özellikle, ekonomik ve finansal sistemde muazzam baskı ve gerginlikler olsa bile, varlık değerlerinde bir çöküş, kontrolsüz bir iflas furıyası ile derin ve uzun süreli kalıcı bir kriz savuşturulmuştur.

1960'ların sonundan itibaren oldukça aşîkâr hale gelen istikrarsızlık, İkinci Dünya Savaşından sonraki yirmi yılda bu kadar belirgin değildi. Bu “bizimki gibi bir ekonomide davranışın baştan aşağı kökten bir biçimde değişmesine yol açan nedir?” sorusuna yol açar.

Bu sorunun cevabı kâr peşinde koşan işadamlarının ve bankacıların başlangıçta sağlam olan bir finansal sistemi (finansal krizlere açık olmayan) nasıl kırılan bir finansal sisteme (finansal krizlere açık) dönüştürdüğüün anlaşılmasını gerektirir. Finansal ilişkileri ve varlık değerlerini belirleyen piyasa sistemi, gönderdiği sinyallerle istikrarsızlığı yayan ilişkilerin gelişmesine ve istikrarsızlığın ortaya çıkışına yön verir. Modern kapitalist ekonomide istikrar (ya da sakinlik) dönemleri geçicidir.

İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı, ekonomimizin neden dalgalanmalara yatkın olduğunu ve aleni istikrarsızlığın nasıl sınırlandırıldığını açıklamaya çalışmaktadır. Olabilecek en kötü sonuçtan -büyük bir kriz- kaçınılmış olsa da, ekonomimizin son yıllardaki performansının, İkinci Dünya Savaşının hemen ardından gelen yirmi yıldan daha kötü olduğu da doğrudur. Bunun da ötesinde, iktisat politikasına temel oluşturan teoriler içsel olarak istikrarsız sistemimizin “istikrarını” mümkün kılan kritik değış-

kenleri ihmal ettiği için, 1960'ların son yıllarından beri, istikrarın sağlanmasındaki başarı sehven gerçekleşmiştir. İktisat politikası, geniş anlamda başarılıyken, ekonominin performansının bozulması üzerinde durmaz. Tarihsel, teorik ve kurumsal malzemeleri bir reform gündemi takip edecektir.

İstikrarsız bir Ekonominin İstikrarı Post-Keynesçi gelenek içindedir, ileri kapitalist ekonomilerin olmazsa olmaz özelliğini uzak ve derinden görebilmek için Keynes bize birinin omuzları üzerinde durabilmemizi sağlamıştır. Bu nedenle, Post-Keynesçi olmak “Büyük adamın” çalışmalarına köle gibi bağlı olmak demek değildir. Keynes’e gönderme yaparak umarım sizin gözünüzde puan toplamıyorumdur, şayet öyleyse, şimdiden özür dilerim.

Birçok kişiye entelektüel borcum vardır: eğitimim sırasında Oscar Lange, Henry Simons ve Joseph Schumpeter’e minnettarım. Son yıllarda Trieste’deki meslektaşlarıma –Centro di Studi Economici Avanzati’de öğretim üyeleri ve öğrencilere, özellikle Jan Kregal, Paul Davidson ve Sidney Weintraub’un post-Keynesçi birliğine– minnettarım.

Bir kez daha, Maurice Townsened’a teşviki ve fikirlerini serbestçe paylaştığı için minnet duygularımı belirtirim.

Özel bir minnet borcu da John Robinson’adır, özellikle derinlemesine konularda genellikle hatalıydı.

Twentieth Century Vakfından Carol Baker’a, Waiter Klein’e ve Gary Nickerson’a teşekkür etmek isterim –özellikle Gary yorgun ve isteksiz olduğumda inancını korudu. Ted Young ilgiyi mesajın berraklığından uzaklaştıran bilgiçliklerimi ayıklayarak fazlasıyla uzun bir el yazmasını düzene soktu. Beverly Goldberg çalışmanın son hazırlığını teslim aldı.

Kitap, Washington Üniversitesi Ekonomi Bölümü sekreteryasındaki Bess Erlich ve Susan Hilton görevlilerin yardımı ve anlayışı olmasa tamamlanamazdı. Karen Rensing ve Anne Schroeder’e özel bir teşekkür borçluyum. Verilere canavardan, Washington Üniversite bilgisayarından ulaşmam gerektiğinde, Chris Varvares imdadıma yetişti.

Hyman P. Minsky

MINSKY’NİN İSTİKRARSIZ BİR EKONOMİNİN İSTİKRARI: YİRMİ YIL SONRA



Dimitri B. Papadimitriou
ve L. Randall Wray

Hyman P. Minsky’nin bu en kapsamlı çalışmasının yeni baskısını -ilk olarak 1986’da yayınlanmıştı- hazırlarken, ABD finansal sistemi 1930’lardan beri en derin krizini yaşıyordu. Bu kitabın olağanüstü açıklama gücü, Minsky’nin katkısının yalnızca kendi yaşam süresindeki finansal krizlerle alakalı olmadığını ancak ABD hisse senedi piyasasındaki ‘dot. com’ çöküşüyle ve şu anda yaşadığımız konut piyasasındaki çöküşle de ilgili olduğunu gösterir. Minsky daima kendi zamanının önündeydi. Hatırlayın, Minsky finansal istikrarsızlığa ilişkin ilk olarak 1950’lerin sonunda yazmış ve neredeyse bir nesil için somutlaşmayacak olan ekonomideki dönüşümü tam olarak tahmin etmişti. Bu kitabı birçok kez okumamıza karşın, bu girişi yazmak için dikkatle bir kez daha okuduğumuzda, Minsky’nin analizinin derinliği ve modern ve karmaşık kapitalist sistemin işleyişinin kavranmasına ilişkin teorik katkıları bizi çok etkiledi. Bu anlamda benzersizdir.

Bu kitap baskısı tükendiğinden beri sürekli bir talep edildi. Kullanılmış kitaplar İnternette binlerce dolara satışa sunuluyordu. 2007’de Minsky’nin çalışmasına ilgi aniden patladı, bunun nedeni finansal basının, Minsky’nin analizinin konut kredilerine dayalı menkul kıymet piyasasındaki hızlı erimeyle ilgili olduğunun fark etmesiydi. Gerçekten, bu kitapta Minsky çok sayıda finansal krizi ayrıntıyla incelemişti, bunların bir çoğu finansman

bonoları, yerel yönetim tahvilleri ve Gayri Menkul ve Yatırım Ortaklıkları (REIT'ler) gibi benzer finansal araçları içeriyordu (s. 42). Daha önemlisi, Minsky ekonominin neden, kriz olasılığını artıracak bir şekilde geliştiğini açıklamıştı. Bunun da ötesinde, eğer bu krizler başarıyla baskılanırsa -şu ana kadar olduğu gibi- o zaman riskli uygulamalar "onaylanmış" olacaktı. Bu büyük olasılıkla daha sık ve daha şiddetli krizlere meydan verecekti. İstikrarsız bir ekonomide spekülasyonun işletmeyi tahakküm altına aldığı (s. 16) öne süren J. M. Keynes'in izinden giden Minsky'nin ısrarla üzerinde durduğu gibi bizimki gibi ekonomilerde spekülatif bir patlamaya eğimli içsel ve temel bir eğilim vardır. Kapitalist süreçleri eleştiren, çöküşü vurgulayan, diğer analizlerden farklı olarak, Minsky iktisadi birimlerin daha çok coşkulu dönemlerdeki davranışıyla ilgiliydi. Ve "şokları", "akıldışı coşkunluğu" ya da "akılsız" politikaları suçlayan diğer analizlerin aksine, Minsky finansal kırılganlık yaratan süreçlerin "doğal" ya da sisteme içsel olduğunu ileri sürmüştü.

Minsky'e göre, kapitalist ekonomi en iyi durumda "koşullu uyumludur" (s. 106). Karmaşık ve aşırı pahalı sermaye varlıklarının olduğu gerçek dünya kapitalist ekonomisinin analizinde geçersiz olan ana akım iktisadın yöntemini reddetti. Dengenin yerine, sağlam bir finansal sistem ve çok az finansal yenilikle nitelendirilen "sakinlik dönemlerini" önerdi (s. 180). Bu dönemlerde yatırımın finansal boyutu daha az önemli olmaktadır. Bu nedenle, "istikrar istikrarsızlıktır", görece sakincilik daha fazla risk almayı ve yenilikçi davranışı teşvik eder, bu da "uyum" ve "sakinliği" yaratan koşulları bozsa bile, gelir artışına yol açar. Yani, sistem istikrarlı olduğu zaman, piyasa güçlerinin çalışması, sistemi istikrarsızlığa doğru itecek, dengeye benzer herhangi bir şeye ulaşılabilirse bile, bu davranışsal tepkileri başlatarak ekonomiyi hızla dengeden uzaklaştıracaktı.

Minsky "konjonktürel yatırım teorisini" John Maynard Keynes'ten ödünç almıştı. Minsky'nin konjonktür teorisi iki şeyin bileşimidir: Keynes'in Genel Teorisinin 12. Bölümünde bulunan, temel belirsizlik koşullarında alınan yatırım kararlarının içsel istikrarsızlığı üzerinde yoğunlaşan ünlü ifadesi ve 17. Bölümden alınan finansal ve sermaye varlıklarının değerlendirilmesi yaklaşımıdır. İyimserlik ve kötümserlik rüzgarları yatırımın toplam miktarını bunun ardından da harcama çoğaltarı aracılığıyla üretim ve istihdamı etkiler. Minsky, Keynes'in yatırımın finansman sürecinin analizine giden yolu göstermesine itibar etmişken, bunun daha ötesine gidilmesi gerektiğini sezdi. Bu nedenle, Minsky'nin katkısı, Keynes'in "konjonktürün yatırım teorisine", "yatırımın finansal teorisini" dahil etmiş olmasıdır. İlk kitabı olan John Maynard Keynes (1975)'in konusu buydu. Yatırımın finansmanı ekonomimizin en önemli istikrarsızlık kaynağı olduğu anlaşıldığından, istikrarsız bir ekonominin istikrarı isteniyorsa analizin

temel konusunun bu olması gerekir. Minsky’nin yatırıma ve yatırımın nasıl finanse edildiğine yaklaşımı bu kitapta temel bir rol oynar. Analizinin üstünlüğü Bölüm 8’in yeniden dikkatle okunmasıyla kolayca görünür.

Minsky, daha önce hiç kimsenin Keynes’in Genel Teorisinin politika çıkarsamaları üzerinde durmadığını ileri sürer (s. 298). Bu kitabın başlığının ima ettiği gibi, Minsky’nin misyonu, modern, finansal ve kapitalist bir ekonomi için politika geliştirerek bu boşluğu doldurmaktır. Bölüm 12 ve özellikle Bölüm 13 politika reformu için alternatif gündemini sunmaktadır. Onu tanıyanlar, Minsky’nin, toplam talebin “ince ayarı” ve yatırım teşvikleri ve sosyal güvenlik ağı sağlamak için kurumsallaşan “refah devletçiliğini” vurgulayan ana akım “Keynesçiliğin” iyi bilinen reçetelerinden sürekli ayrıldığının farkında olduğunu bilirler. Çoğunlukla, 1960’ların ilk yıllarına kadar giden refah devletine ve “para pompalanmasına” muhalefeti, gerçek dünyanın sorunlarının serbest-piyasa çözümlerinin meslektaş eleştirilerine akıl almaz görünmesi gerekirdi. Ancak Minsky şunları vurgulayarak farklı bir yol izledi: a) ince-ayar imkânsızdır, b) yaşam standartlarını yükseltmek için yatırım-öncüğünde bir büyümeye güvenmek yıkıcı istikrarsızlık ve enflasyon yaratır; ve c) refah devleti uygulamaları enflasyonisttir ve işsizliği kurumsallaştırır. Bölüm 13’de, tüketime, istihdama ve istikrarsızlığı sınırlayan kurumların ve düzenlemelerin kullanılmasına –daha ayrıntılı bir tartışma için buna daha sonra döneceğiz– dayanan alternatif stratejisini sunmaktadır.

Bu girişin geri kalan kısmında, Minsky’nin teori ve politika analizine katkılarına ilişkin genel bir bakış açısı sunacağız. Bu kitabın yazılmasına yol açan önceki bazı çalışmalarının tartışmasını da dahil ediyoruz. Son olarak, onun analizini izleyerek güncel gerçek –dünya sorunlarını ele alacağız.

MINSKY’NİN İLK KATKILARI

Minsky, 1950’lerden 1960’ların ortasına kadar ki çalışmalarında, aşamalı olarak konjonktür analizini geliştirdi (Minsky, 1957a, 1964, 1979). İlk olarak -kollektif kurumlar olarak alınan- devlet, düzenleyici yapı, yasal sistem, işletmelerin ve özellikle de finansal kurumların önemli olduğunu savundu. Bu, en iyi Keynesçi iktisadın, I (yatırım), S (tasarruf), L (likidite tercihi), M (para arzı) modeli ile temsil edilen belirli bir versiyonunun artan hakimiyetine karşı bir tepkiydi. Minsky, Harvard’da Alvin Hansen ile çalıştıysa da, Şikago’da Henry Simon’un kurumsal açıklamasını tercih etti. Neoklasik sentezin makro iktisada aşırı basitleştirilmiş yaklaşımı finansı, L (likidite tercihi), M (para arzı) eğrilerinin arkasına gizliyor; bunun da ötesinde, IS-LM analizi yalnızca dengenin tek bir noktası ile ilgili olduğu

için, gerçek dünyanın dinamiklerine ilişkin hiçbir şey söylemiyordu. Bu nedenlerden dolayı, Minsky, hızlı büyüme olasılığına imkân veren çoğaltan-hızlandıran modeliyle daha fazla ilgilendi (Minsky, 1975). İlk çalışmalarında, istikrarlı büyüme, konjonktür dalgalanmaları, genişleme ve uzun bunalımları içeren çeşitli olası sonuçları üreten kurumsal tavan ve tabanları dahil etti. Bu modellere Levy Ekonomi Enstitüsünde yazdığı son makalelerde geri döndü (Minsky ve Ferri, 1991). Bu yüzden, açıktır ki, bu analizlerin sonuçları, New Deal¹ ve savaş sonrası kurumsal düzenlemelerin, istikrar görünümü yaratarak, modern kapitalizmin içsel istikrarsızlığının sınırladığı tezinde önemli bir rol oynadı.

Aynı zamanda, finansal yenilikleri incelemeye devam etti, finansal kurumların kâr arayışlarının parasal otoritelerin para arzındaki artışı sınırlamak için yaptığı girişimleri boşa çıkardığını ileri sürdü. (Minsky 1957a). Bu, onun LM eğrisinin varsaydığı sabit para arzını red etmesinin esas nedenlerinden biriydi. Aslında, merkez bankasının para arzını kısıtlaması, on yıllar boyunca Milton Friedman’ın söyleyip durduğu gibi parasal büyüme kuralını, asla takip edemeyecek bir politikayı güvence altına alacak yenilikleri teşvik edecekti. Ayrıca bu yenilikler sistemi bozulmalara karşı daha kırılgan yapacak tarzda likiditeyi esnetebilirdi. Eğer merkez bankası nihai borç veren merci olarak müdahale ederse, yeni uygulamaların sürekliliğini sağlayarak, yeniliği geçerli kılardı. Minsky (1957a), federal -fonlar piyasasının yaratılmasını inceledi, bu piyasanın bankacılık sisteminin rezervlerinde tasarruf sağlayacak bir biçimde para arzını nasıl belirlediğini gösterdi. Finansal yeniliklerin ilk ciddi sınavı 1966’da yerel yönetim tahvil piyasasında, ikincisi 1970’de finansman bonosundan kaçışta oldu- ancak bunların her biri merkez bankasının müdahalesiyle derhal çözüldü. Bu nedenle, savaş sonrası erken dönem, düşük özel borç, (İkinci Dünya Savaşından) miras kalan büyük federal borç stoku ile finansal sistemin “koşullu uyumuna” iyi bir örnek iken, kâr arayışındaki yenilikler kurumsal kısıtları giderek daha az bağlayıcı hale getirdi. Finansal krizler daha sık ve şiddetli olmaya başladı, yetkililerin “onun” yeniden olmasını önleme yeteneğini sınadı.

İLK ÇALIŞMALARININ UZANTILARI

John Maynard Keynes (JMK) başlıklı kitabı ile, Minsky Keynesçi teoriye bir alternatif sundu (bu kitabın amaçlarına ilişkin olarak bakınız s. 121). Bu kitapta, “yatırımın finansal teorisi ve konjonktürel yatırım teorisi” çok ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur. İki temel yapı taşı, Keynes’den ödünç

1 New Deal 1933-1936 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri’nde Büyük Bunalıma karşı uygulanan bir dizi ekonomik programa verilen isimdir (Ç. n.).

aldığı “iki fiyat sistemi” ve çoğunlukla Michael Kaleckiye gönderme yapılan, ancak gerçekte Keynes’den türetilmiş “ borç verenin ve borç alanın riskidir”. Minsky, cari çıktının fiyatı ile sermaye varlıklarının fiyatını birbirinden ayırır. Cari çıktının fiyatı, kâr yaratacak bir düzeyde, “maliyet artı kâr marjı” olarak belirlenir. Bu fiyat sistemi tüketici mal ve hizmetlerini, yatırım mallarını ve kamu tarafından satın alınan mal ve hizmetleri kapsar. Yatırım malları söz konusu olduğunda, cari çıktının fiyatı sermayenin arz fiyatıdır -fiyat, üreticiyi yeni sermaye varlıkları sağlamaya teşvik etmeye tam olarak yeterlidir. Bu nedenle, bu basitleştirilmiş analiz yalnızca iç fonlarla finanse edilebilen sermaye alımlarına uygulanabilir. Eğer dış (borçlanılmış) fonlar kapsanırsa, o takdirde, sermayenin arz fiyatı, açık finansman maliyetlerini de –en önemlisi faiz oranıdır ancak diğer tüm masrafları ve maliyetleri– içerir, yani, arz fiyatı “borç verenin riski” nedeniyle artar.

İkinci bir fiyat sistemi, zamanla edinilen varlıklar için geçerlidir. En likit varlık para hariç, bu varlıkların gelir akımı ve mümkün olduğunca sermaye kazançları yaratması beklenir. Burada, Minsky, Keynes’in Bölüm 13’deki yaklaşım tarzını takip eder, Minsky’e göre bu bölüm Genel Teorinin en önemli bölümüdür. Önemli nokta, beklenen gelir akımının belirsizliği ve öznel beklentilere dayanıyor olmasıdır. Sermaye varlıklarının talep fiyatını bu varlık fiyat sisteminden elde ederiz: yaratabileceği gelecekteki net gelirlere ilişkin beklentiler dikkate alındığında, bu varlık için ne kadar ödeme yapılabilir? Bu hesaplama çok basittir, çünkü finansal düzenlemeler ihmal edilmiştir. Minsky, birilerinin ödemeye hazır olduğu fiyatın, gereken dış finansmana bağlı olduğunu-daha fazla borçlanmanın alıcıyı daha fazla ödeme aczi riskine maruz bıraktığını ileri sürmüştür. Bu, “borçlu riskinin” neden talep fiyatlarına dahil edildiğini de açıklar.

Şayet talep fiyatı arz fiyatını aşıyorsa yatırım yapılabilir. Bu fiyatlar, yeterli teminat olarak tanımlanan, güvenlik marjlarını içerdiği için, bilinemeyen sonuçlara ilişkin beklentilerden etkilenirler. Şiddetli bir düşüşten sonra toparlanmada, marjlar beklentiler kadar sakindir; zamanla, ekonomik genişleme kötümser öngörülerini aşarsa, bu marjların gerekenden daha büyük olduğu kanıtlanır. Bu nedenle, marjlar projelerin genellikle başarılı olduğu dereceye kadar azaltılacaktır. Burada Minsk’in meşhur finansman profilleri sınıflandırmasını hatırlayalım: beklenen gelir akımlarının faiz ve ana parayı karşıladığı yerde güvenli finansman; yakın dönem gelir akımları yalnızca faizi karşılıyorsa spekülasyon finansman; yakın dönem gelirler faiz oranını karşılamaya yetmiyorsa borçların artacağı Ponzi finansman. Genişleme boyunca, bu finansal durum güvenli finansmandan, sürekli artan oranlarda spekülasyon ve hatta Ponzi finansman içerecek şekilde gelişir.

Minsky, ilk çalışmalarından yola çıkarak finansörlerin kaldırıcı yükseltme ve daha spekülasyon pozisyonlara yönelme arzusunun sonunun hüs-

ran olabileceğini anlamıştı. Eğer sonuçlar beklenenden daha uygunsa, spekülâtif finansmana girişmiş bir yatırımcı, geliri beklediğinden fazla olursa, güvenli finansmanda kalabilirdi. Bu nedenle, Minsky iyi bilinen Kalecki ilişkisini JMK’de birleştirmezken, bir yatırım patlamasının toplam talebi ve harcamaları çoğaltan aracılığıyla artırabileceğini ve öngörülenden daha fazla satış yaratacağının farkındaydı. Daha sonra, Kalecki’nin sonuçlarını toplam kârların yatırım artı kamu açıklarına eşit olduğu güdük modelle açıkça birleştirdi. Böylece, bir yatırım genişlemesinde, kârlar yatırımla beraber artarak, beklentilerin gerçekleşmesine yardım edecek ve daha fazla yatırım teşvik edilecektir. Kapitalist ekonomideki temel istikrarsızlığın spekülâtif bir çılgınlığa ulaşınca kadar artacağı önermesine, güven unsurunu ekledi.

Buna ek olarak, 1960’ların başında, özel sektör bilançolarının, kamu bilançolarının durumuna bağlı olacağını ileri sürmüştü (Minsky 1963). Kamu harcaması öncülüğündeki genişleme, özel kesime, kırılğan bilançolar yaratmaksızın genişleme imkânı verecekti-kamu açıkları özel portföylerde güvenli kamu borçlarını artırır. (açık harcama etkilerinden biri Bölüm 2’de tartışıldı). Sağlam bir genişleme, buna rağmen, vergi gelirlerinin özel sektör gelirlerinden daha hızlı artırmasına neden olacak, böylece kamu bütçesi “düzelecek” (fazla vermeye başlayacak) ve özel sektör bilançosu bozulacaktı (açık verecekti). Kalecki denklemini anlatımına dahil ettiğinde (bu kitapta s. 15 ve 56’da yaptığı gibi), bütçenin ekonomik konjonktüre karşı kullanımının kârları- hem genişlemenin faydasını hem de daralmanın zararlarını sınırlayarak- nasıl kendiliğinden istikrara kavuşturduğunu açıklayabilirdi.

Konjonktürel yatırım teorisine Kalecki’nin kârlara ilişkin yaklaşımını dahil ederek, Minsky sadece yarın yatırım yapılması beklentisi kaydıyla-gelecekteki yatırım gelecekteki kârları belirlediğinden (basit modelde) (s. 148) bugün yatırım yapılacağını ileri sürmüştü. Bunun da ötesinde, bugünkü yatırım “dün” alınan kararları geçerli kıldığı için, “yarına” ilişkin beklentiler, mevcut sermaye varlıklarının finansmanında yükümlülüklerin yerine getirilmesini etkiler. Bu nedenle Minsky’nin yatırıma yaklaşımında kolaylıkla bozulabilecek karmaşık dönemler arası bir ilişki vardır. Bu “iki fiyat” yaklaşımına bir kez bağlandı mı, gelecekte kâr beklentisini azaltan her şey sermayenin talep fiyatını, arz fiyatının altına itebilir. Bu yatırımı ve bugünün kârlarını, önceki sermaye projeleri başladığında talep fiyatlarının dayandığı geçmiş beklentileri geçerli kılmak için geçerli düzeyin altına indirir. Borçluların ve alacaklıların riskine dahil edilmiş güvenlik marjlarının, istenen daha ileri güvenlik marjlarının gözden geçirilmesine yol açarak, yetersiz olduğu kanıtlanabilir.

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezini, 1960'lar, 1970'ler ve 1980'ler boyunca yatırım teorisine yaptığı katkıları dahil ederek sürekli geliştirdi. Kalecki denklemine, iki fiyat sistemini ilave etti ve sektörel dengelemlere daha karmaşık bir yaklaşım getirdi. Yıllar içinde, bankalara yaklaşımını geliştirdi, Federal Reserve'in para arzını kontrol etme girişimlerinin faydasızlığının farkına vardı. Analizini tüm birimleri bankaymış gibi ele almak için genişletti. Para yaratabilen herkesin sorunu kabul etmesi gerektiğini ileri sürdü (s. 71) -yükümlülük ihraç ederek varlık edinebilen herkes. İşletme borçlarını likidite ederek, Fed'in nihai borç veren merci olarak hareket etmek için oluşturulmuşken, Fed'in artık senet iskonto etmediğini ileri sürdü. Gerçekten, rezervlerin çoğunluğu Fed tarafından açık piyasa işlemleriyle sağlanır, bu da Fed'in hangi teminatların kabul edileceğine karar vermesini ve borçluların bilançolarına daha yakından bakarak, sistemin güvenlik ve sağlamlığını temin etme yeteneğini kısıtlar. Bunun yerine, Fed'in birinci amacı para arzını ve dolayısıyla ekonominin tümünü kontrol etmek-ki bunu yapamayabilir, rezervleri kısıtlama girişimleri yalnızca yenilikçi banka uygulamalarını uyarır ve finansmanın "banka-dışı" kaynaklarının genişlemesini teşvik eder, sonunda daha riskli uygulamaları geçerli kılan nihai borç verme müdahalelerini ve kurtarmalarını gerektirir-Friedman'ın basit parasalcı görüşüne dayanır hale geldi (s. 96). Ne var ki, talebi sürdürmeye dönük konjonktüre karşı verilen açıklarla birlikte, böyle bir politika derin bir krizi önlemediği gibi kronik bir enflasyonist eğilim yaratacaktır.

YENİDEN OLABİLİR Mİ?

Minsky, kapitalizmin başarısızlığını temsil eden Büyük Bunalımın yalnızca Büyük Devlet ve Büyük Bankanın yaratılması ile çözülebildiğini ileri sürdü, kamunun büyüklüğünü, kamu harcama düzeyini ve merkez bankası ile çeşitli New Deal reformlarını anlatan bu ifadeyi sıkça kullandı (s. 203; Minsky, 1993). İkinci Dünya Savaşından sonra ortaya çıkan ekonomi temelde farklı olmasına ve sağlam görünmesine rağmen, Minsky her zaman "ONUN" (Büyük Bunalım) yeniden olup olmayacağını sorguladı. Cevabı koşullu "hayırdı"; savaş sonrası ilk on yılda devreye sokulan tavan ve tabanlar bir borç deflasyonunu imkânsız kılmıştı. Bununla beraber, ekonominin, görünüşte sağlam finansal yapı bağlamında gelişmesi böyle kısıtları ezip geçecek temerrüt kartopuna kapıyı açabilirdi. Eğer kurumsal kısıtlar değişen koşullara uyumda başarısızsa -ya da daha kötüsü Büyük Bunalımın dersleri unutulmuş olduğu için "serbest piyasa" ideolojisi hakim politika olduysa, bunun gerçekleşmesi kuvvetle muhtemel olurdu. Elbette, bu olayların her ikisi de gerçekleşti.

Minsky, Laissez-Faire-Karşıtlığı Konusu olarak isimlendirdiğini şu şekilde formüle etti: "İçsel dinamiklerin istikrarsızlık gösterdiği bir dünyada, istikrar görüntüsüne kurallar, kısıtlar ve ortama müdahalelerle ulaşılabilir ve sürdürülebilir" (Minsky ve Feri, 1991). Sorunun, ortodoks, neoklasik teoriye dayalı iktisadın ekonomimize ilişkin her hangi bir sezgi sağlayamaması olduğunda ısrarlıydı. Bu, böyleydi çünkü, istikrarsızlık ve hem de bunalımın mevcudiyeti standart teoriyle açıklanamayabilirdi, bunun istisnası içsel şoklar ve ücretlerin duyarlı olmasına izin vermeyen inatçı işçilerle –gerçekte, işsizlik Ortodoks iktisat teorisi tarafından inatçılığın bedeli olarak görülmesi gerekir– istikrarsızlığı ve bunalımı açıklamak olabilirdi (s. 140). Ana akım ilke "dengesizliğe" çözüm olarak daha fazla laissez-faire dikte eder. Aksine, uyumsuz piyasa sonuçları, Minsky'e göre, "doğaldır": "Görünmez elin işlemesine engel olmak için müdahale gerekir: şeytanların piyasa sistemini çarpıtmasına engel olmak için, kapitalist ekonomiler, devreleri kesen şaltire eşdeğer özellikte bir dizi kurum ve yetkililer geliştirdi. Bu kurumlar uyumsuzluğu besleyen iktisadi süreçleri aslında durdurur ve yeni başlangıç koşulları ile ekonomiyi yeniden harekete geçirir..." (Minsky vd., 1994). Bunun da ötesinde, "Kurumların ve müdahalelerin uygunluğu büyük ölçüde ekonominin zaman içinde hangi yolu sakinliği mi yoksa çalkantıyı mı izleyeceğini büyük ölçüde belirleyecektir: ilerleyen, durgun ya da bozulan" (ibid.)

Savaş sonrası büyüme, özellikle 1970 sonrası yatırım harcaması yanılsıydı. Merkezi hükümet harcamaları soğuk savaş döneminde GSYH'ya göre hızla büyümüş ve eyalet ile yerel hükümetler 1970'lerin başlarında paylarını artırmış, bundan sonra kamu harcamaları görece olarak aynı kalmıştı. Savaş sonrası dönemde "Keynesçi" politikaların çoğu, yaşlılara ve "sular yükselirken" geride kalanlara transfer ödemelerini artırırken, toplam talebi artırmak için yatırımları teşvik etme peşinde koştu. Minsky 1960'lardan bugüne kadar bu politika tutumunu, eşitsizliği daha da kötüleştirirken bile, finansal istikrarsızlık ve enflasyon yaratacağını ileri sürerek eleştirdi (Minsky, 1965, 1968, 1972, 1973). Bunun nedeni yatırım-öncelikli büyümenin finansal sistemi sağlam bir yapıdan giderek kırılgan bir yapıya dönüştürmesiydi. Bundan başka, yatırım ve transfer ödemelerinin her ikisinin de enflasyonist eğilimli olmasıydı -ciddi durgunlukları önleyen ve daha riskli davranışları geçerli kılan kurumsal tavanlar durumu daha beter yapardı.

Minsky'nin enflasyon eğilimini ele alış tarzı, toplam fiyat düzeyine ücret mark up² yaklaşımı kullanılarak bu kitabın 12. Bölümünde sunul-

2 Maliyet üstü fiyatlandırma olarak Türkçe'ye çevrilebilecek olan mark up fiyatlama, Minsky'nin enflasyon analizinin önemli öğelerinden biri olduğu için, kitabın bundan sonraki bölümlerinde mark up olarak kullanılmıştır (Ç. n.).