



## KAPİTALİZMİN KRİZLERİNİ MINSKY’NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ ÇERÇEVESİNDE ANLAMAK\*

Gülenay BAŞ DİNAR

Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, gulenaybas@ibu.edu.tr.

*Başvuru Tarihi/Application Date:* 17.10.2018

*Kabul Tarihi/Acceptance Date:* 25.12.2018

### ÖZET

Bu çalışmanın amacı Minsky’nin ortaya koyduğu finansal istikrarsızlık hipotezi yaklaşımının kapitalizmin krizlerini açıklama konusunda ana akım iktisat teorisine göre üstün bir bakış açısına sahip olmasına rağmen bir takım sınırlılıklarının bulunduğunu tartışmaktır. Bu amaçla bu çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Minsky’nin ana akım iktisat teorisine yönelttiği eleştiriler incelenecek, ikinci bölümde Minsky’nin bu eleştiriler çerçevesinde ortaya koyduğu finansal istikrarsızlık hipotezi ortaya konulacak ve çalışma Minsky’nin iş çevrimleri teorisinin günümüz modern kapitalizmin yaşadığı krizlerin açıklanmasında yeterli olup olmadığının tartışılması ile son bulacaktır.

### ABSTRACT

The aim of this study is to discuss the limitations of the financial instability hypothesis of Minsky, besides its superior perspective in explaining the crises of capitalism than the mainstream economic theory. Therefore, this study consists of three parts. In the first part, Minsky's criticism of mainstream economic theory will be examined and in the second part Minsky's hypothesis of financial instability will be presented and the study will be end with a discussion of whether Minsky's business cycle theory is sufficient to explain the crises of modern capitalism today.

**Jel Sınıflaması:** B10, B26, B31

**Anahtar Kelimeler:** *Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Hyman Minsky, Kapitalizm*

**Jel Classification:** B10, B26, B31

**Keywords:** *Financial Instability Hypothesis, Hyman Minsky, Capitalism*

\* Bu çalışmada “Kapitalizmin İstikrarsızlığı: Veblen, Keynes ve Minsky” (2011) ve “Küreselleşmenin Krizinden Krizin Küreselleşmesine” (2018) başlıklı yayınlardan yararlanılmıştır.

## 1. Giriş

Minsky 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı gibi derin bir bunalımın tekrar yaşanma ihtimalini sorguladığı *Can It Happen Again?* (1982) isimli kitabında savaş sonrası dönemde yapılan düzenlemelerin bu tarz bir borç deflasyonu ihtimalini ortadan kaldırdığını ve bu düzenlemelerin sonucu olarak kapitalizmin görece olarak istikrarlı bir yapıya ulaştığını belirtmiştir. Minsky'e göre 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı'ndan sonra hükümetlerin gerek bunalımdan kurtulmak gerek de savaş döneminin yol açtığı hasarları düzeltmek amacıyla yaptıkları düzenlemelerin sonucu olarak devletin iktisadi hayat içerisindeki ağırlığı artmış ve kapitalizmin kurumsal yapısında çok önemli değişiklikler ortaya çıkmıştır. Minsky bu dönemin temel özelliğinin görece Büyük Devlet (Big Government) olduğuna dikkat çekmektedir. Bunun yapı sıra bu dönemde merkez bankası bir kriz ortaya çıktığı zaman ekonomideki likidite ihtiyacını nihai borç verme mercii olarak gidermiş ve bu şekilde varlık fiyatlarında meydana gelebilecek ani bir çöküşün önüne geçmiştir (Minsky, 1982: s.xvi).

Uygulanan bu politikaların etkisiyle Dünya ekonomisi İkinci Dünya Savaşı'ndan 1974 krizine kadar devam eden uzun bir genişleme dönemi yaşamıştır. Kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen bu dönemde gelişmiş kapitalist ülkeler görece istikrarlı bir ekonomik büyüme dönemi geçirmişlerdir. Bu dönemde büyüme ve üretkenlik gibi reel göstergelerin geçmiş dönemlere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir<sup>1</sup>. Ancak 1960'ların ortalarından itibaren kar oranlarında bir azalma eğilimi gözlemlenmeye başlamıştır<sup>2</sup>. Bu dönemde kar oranlarının azalmasına neden olan en önemli faktörlerden biri özellikle Batı Avrupa ve Japonya ekonomilerinin toparlanması ile birlikte uluslararası rekabetin olağanüstü bir biçimde artmasıdır (Arrighi, 2010: 129). Bunların yanı sıra 1970'lerin başında ekonomide gözlemlenen durgunluk eğilimin ortadan kaldırmak üzere uygulanan Keynesçi politikalar enflasyonu körüklemiş ve ekonominin bir stagflasyon süreci içerisine girmesine neden olmuştur. Nihayetinde 1973'de OPEC'in petrol fiyatlarını artırmasının tetiklediği büyük bir kriz patlak vermiştir. Ana akım iktisatçılar bu krizin nedenini petrol fiyatlarındaki artışla ilişkilendirmişler ve krizi petrol krizi olarak nitelendirmişlerdir. Oysa krizin ardında 1960'lı yılların ortalarından itibaren kar oranların azalma eğilimine girmesi bulunmakta idi. OPEC'in petrol fiyatlarını artırması hali hazırda var olan bir dizi çelişkinin açığa çıkmasına neden olmuş ve krizi tetiklemiştir. Bu nedenle bu krizi basit bir şekilde petrol krizi olarak nitelendirmek mümkün değildir (Savran, 2013: 59).

1974 krizi sonrasında kapitalist ekonomiler krizden çıkabilmek ve karlılığı yeniden tesis edebilmek için neo-liberal politikaları uygulamaya sokmuşlardır. Bu dönemde özelleştirme,

<sup>1</sup> Savran (2013)'ün işaret ettiği gibi 1945'ten yaklaşık 1970'lere kadar süren bu uzun genişleme döneminin ortaya çıkmasında uygulanan Keynesyen politikaların önemli bir rolü olmakla birlikte bu dönemi bütünüyle keynesyen politikalarla açıklamak doğru değildir. Uzun genişleme döneminin ortaya çıkmasında kapitalizmin dünya çapındaki gelişmesini sağlayan biri dizi tarihsel koşul bulunmaktadır (Savran, 2013: 47-49). İki Dünya Savaşı sırasında faşizmin Avrupa'da pek çok ülkeyi etkisi altına alması nedeniyle sınıf mücadelesinde daha güçlü bir konumda olması kar oranlarının yüksek olmasını sağlayarak verimlilik ve istihdam üzerinde pozitif etkide bulunmuştur (Brenner, 2015: 24). Bunun yanı sıra savaş sonrası dönemde Avrupa'nın tekrar ayağa kalkmasını sağlamak üzere ABD dış işleri George Marshall öncülüğünde uygulanan Marshall Planları Dünya ekonomisinin toparlanmasında ve ABD'nin hegemonik bir güç olarak ortaya çıkmasında büyük bir katkı sağlamıştır (bkz. Türel, 2017: 72-74). 1939'dan önce büyük ölçüde ABD'de uygulanan Fordizm ve Taylorizm gibi yenilikçi kitlesel üretim yöntemlerinin diğer kapitalist ülkelerde de yayılmaya başlaması bir yandan üretim süreçlerinin daha verimli ve daha hızlı gelmesine (Curtis, 2015: 92) diğer yandan da daha ucuz hammadde süreçlerinin küreselleşmesini sağlayarak kapitalist ülkelerde ortaya çıkan dalgalanmaların etkisini zayıflatmıştır (Harvey, 2014: 160). 1929 Dünya ekonomik bunalımı ve İkinci Dünya Savaşı eski teknolojiyle çalışan üretkenliği ve dolayısıyla karlılığı düşük sermayeleri büyük ölçüde devre dışı bırakmış; Marx'ın sermayenin değersizleşmesi olarak ifade ettiği sürecin yaşanmasını sağlamıştır. Bu durum savaş sonrası dönemde daha yüksek üretkenliğe sahip olan yeni teknolojilerin yayılmasına imkan sağlayarak kar oranlarını artıran faktörlerden biri olmuştur (Savran, 2013: 51-52; Brenner, 2011: 179). ABD'nin İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde siyasi, askeri ve ekonomik açıdan hegemonik bir güç olarak yükselmesi ve doların Bretton Woods Sistemi ile dünya parası haline gelmesi dünya ticaretine ve uluslararası sermaye akımlarına istikrarlı bir çerçeve oluşturmuştur (Savran, 2013: 53).

<sup>2</sup> Shaikh ve Tonak (2012) geliştirdikleri milli muhasebe sistemi ile birlikte kar oranlarının 1960'ların ortalarından 1980'e kadar düzenli bir biçimde düştüğünü ortaya koymuştur (Shaikh ve Tonak, 2012: 111-172).

deregülasyon, esnekleştirme gibi politikalar aracılığıyla ve toplu sözleşme ve grev gibi demokratik hakların sınırlandırılması yoluyla bölüşüm ilişkileri burjuvazi lehine dönüştürülmeye çalışılmıştır (Savran, 2013: 90-2). 1980'li yıllar Üçüncü Dünya Ülkeleri'nin ticaret ve sermaye piyasalarının önündeki engelleri kaldırmaları ve küreselleşme sürecine eklenmeleri konusunda yoğun baskı altına alındıkları bir dönem olmuştur. Bu süreçte gelişmekte olan ülkelere Dünya Bankası ve IMF gibi kurumlar aracılığıyla sosyal yardım hizmetlerinin azaltılması, sağlık ve eğitim gibi hizmetlerin özelleştirilmesi gibi bir dizi neo-liberal politika zorla dayatılmıştır. Neo-liberal politikalar uluslararası sermayenin bu ülkeler gerek doğrudan yatırım gerek sermaye yatırımları yaparak kar elde etmelerine imkan tanımıştır (Pröbristing, 2011: 96).

1990'lı yıllara gelindiğinde neoliberalizm ve küreselleşme Dünya ekonomisini yönlendiren egemen stratejiler haline gelmiştir. 1970'lerde kendini belirgin bir şekilde gösteren iktisadi durgunluğun aşılammaması kapitalistlerin yüzünü finansa dönmelerine neden olmuştur. Bu çerçevede neo-liberalizm ve küreselleşme politikalarının 1973-4 krizine çözüm bulmak amacıyla geliştirilmiş stratejiler olduğunu söylemek mümkündür. Durgunluğu aşmak üzere Baran ve Sweezy (2007) tarafından önerilen satış çabaları, sivil hükümet harcamaları ve askeri harcamalar da durgunluğu aşmak için yeterli olmamıştır (Baran ve Sweezy, 2007: 81-82). Bu dönemde reel piyasalarda karlı alanlar bulamayan büyük şirketler para sermayelerini finansal piyasalarda spekülasyon aracılığıyla çoğaltma amacında olmuşlardır. Bu süreçte para üretmek giderek mal ve hizmet üretiminin yerini almaya başlamıştır. Finansal piyasalara yönelik talep artışı vadeli borsa işlemleri, opsiyonlar, türevler ve yüksek riskli yatırım fonları gibi bir dizi finansal yeniliği teşvik etmiştir. Bu süreç, 1980 sonrası dönemde giderek üretim alanından bağımsız bir şekilde hareket eden bir finansal yapının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Foster (2008) finansallaşma ile karakterize edilen bu aşamayı "tekelci mali sermaye" olarak tanımlamaktadır (Foster, 2008: 39). Bu süreçte sermaye birbirini izleyen durgunluk ve finansal balonlar yaşamaya meyilli hale gelmiştir.

Neo-liberal politikaların uygulanmaya başladığı yıllarda en önemli eserlerini yayımlayan Minsky, bu eserlerde serbest piyasa ideolojisinin yeniden iktisat politikalarına hakim olması durumunda Büyük Bunalım tarzı derin bir krizin yaşanma ihtimalinin kaçınılmaz olduğunu vurgulamıştır. 1980 sonrası Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini destekler niteliktedir. 1970 sonrası dönemde uygulanan neoliberal politikalar adım adım 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı sonrası alınan ve finansal piyasalardaki spekülasyon eğilimini ortadan kaldıran bir dizi politikayı zaman içerisinde geçersiz kılmıştır. Bu süreç 1980'lerde başlamakla birlikte bu düzenlemelerin dönüm noktası 1999'da Glass Steagal Yasası'nın kaldırılması olmuştur. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı sonrasında çıkartılan bu yasa yatırım bankacılığı ile mevduat bankacılığını birbirinden ayırmış ve mevduatlara bir güvence sağlayarak daha güvenilir bir finansal yapının ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bu yasanın kaldırılması mevduat ve yatırım bankacılığının birleşmesine ve riskli finansal araçların üretilmesine imkan vermiştir. 1999'da Glass-Steagal Yasası kaldırılmadan önce 1982 yılında Garn-St. Germanin Mevduat Kurumları Yasası'nın devreye girmesi ile birlikte tasarruf ve kredi şirketlerine yeni iş sahalarına açılma imkanı tanınmıştır. Yine, 1984 İkincil Konut Kredisi Piyasası İyileştirme Yasası, yatırım bankalarını konut kredilerini menkul kıymetleştirme denen bir sürecin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Konut kredilerini parçalara bölme ve yeniden satma imkanı veren bu süreç bankalara yüksek riskli kredilerle orta ve düşük riskli kredileri birbirine karıştırma fırsatı sunarak yüksek riskli kredilerin düşük riskle dengelenmesine imkan vermiştir. Menkul kıymetleştirme bankaların ve diğer finans kurumlarının daha fazla risk alıp daha yüksek kar elde etmelerini sağlamıştır (Curtis, 2015: 103). Söz konusu yasal mevzuatlar, finans sektörünü denetimden bağımsız hale getirerek daha fazla kar elde etmek için risk düzeyi yüksek faaliyetlerine girmelerine neden olmuştur.

Bu süreç 2001'de dot.com balonu, ardından 2008 krizinin yaşanmasına neden olmuştur. Minsky'nin görüşleri 1980'lerin sonundan itibaren uygulanan politikaların olası sonuçlarına ilişkin bir uyarı olarak düşünülebilir. Yaşanan gelişmeler Minsky'nin düzenlenmeyen kuralsız bir kapitalizmin sürekli olarak istikrarsızlık üreten bir eğilime sahip olduğunu doğrular niteliktedir. Minsky finansal piyasaların işleyişini düzenleyen kurallar bulunduğu sürece kapitalizmin bu doğal eğiliminin dizginlenebileceğini iddia etmiştir. Minsky'nin eserlerine yönelik ilgi 2008 krizi

sonrasında yoğun bir şekilde artmıştır. Minsky 1970’ler ve 1980’ler boyunca dikkate alınan bir iktisatçı olsa da düşünceleri bugün kadar ilgi görmemiştir (Kaufman, 2013: xv). 2008 Krizi sonrasında artan bu ilginin nedeni Minsky’nin ortaya koyduğu yaklaşımın günümüzün finansal krizlerinin anlaşılmasında yararlı olabilecek pek çok hususu detaylı bir şekilde incelemesidir. Minsky’nin en önemli eserlerinden biri olan “*İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*” isimli eseri ilk olarak ABD finansal sisteminin derin bir krizin içinde olduğu bir dönemde yazılmıştı. Minsky’nin finansal kriz analizi sadece yaşadığı dönemdeki krizleri değil 2001 dot.com ve 2008 krizini anlamak için de yararlı bir analiz ortaya koyuyordu. Minsky Keynes’in izinden giderek kapitalist ekonomilerde spekülasyon patlamaya yönelik içsel bir eğilim olduğunu ortaya koymuştur. Minsky’nin bu anlamda en önemli katkısı krizleri iktisadi karar birimlerinin coşkulu dönemlerdeki davranışları ile ilişkilendirmesi ve finansal kırılma yaratan süreçlerin doğal ya da sisteme içsel olduğunu ortaya koymasındadır (Papadimitrou ve Wray, 2008: xii). Bu finansal şokları politika hataları ile açıklayan ana akım iktisada göre oldukça üstün bir bakış açısı idi.

Bu çalışmanın amacı Minsky’nin ortaya koyduğu finansal istikrarsızlık hipotezi yaklaşımının kapitalizmin krizlerini açıklama konusunda ana akım iktisat teorisine göre üstün bir bakış açısına sahip olmasına rağmen bir takım sınırlılıklarının bulunduğunu tartışmaktır. Bu amaçla bu çalışma iki bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde Minsky’nin ana akım iktisat teorisine yönelttiği eleştiriler incelenecek, ikinci bölümde Minsky’nin bu eleştiriler çerçevesinde ortaya koyduğu finansal istikrarsızlık hipotezi ortaya konulacak ve çalışma Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezinin günümüz modern kapitalizmin yaşadığı krizlerin açıklanmasında yeterli olup olmadığını tartışılması ile son bulacaktır.

## 2. Minsky’nin Ana Akım İktisat Teorisine Yönelik Eleştirileri

Minsky *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı* (1986) isimli eserinde üniversitelerde ve lisansüstü enstitülerde okutulan iktisat teorisinin ciddi bir zafiyet içerisinde olduğuna dikkat çekmiştir. Çünkü standart iktisat teorisinin ortaya koyduğu teorik çerçeve zaman, para, belirsizlik, sermaye varlıklarının sahipliği ve yatırım gibi bir dizi unsuru göz ardı eder. Minsky bu unsurların gerçek iktisadi süreçlerin işleyişinde önemli olduğuna ve ekonomide istikrar bozucu güçler yarattığına dikkat çekerek; ana akım iktisat teorisinin normal bir şekilde işleyen bir ekonominin giderek finansal kırılma meyilli bir hale gelmesinin nedenlerinin anlaşılmasında işlevsiz olduğunu vurgulamıştır. Bu durum standart teorik iktisattan türetilen modellere dayanarak politika üretmeyi imkansız hale getirmektedir (Minsky, 2008 (1986): 4).

Minsky’nin ana akım iktisat teorisine ilişkin eleştirileri büyük ölçüde neoklasik senteze ilişkindir. Minsky neoklasik sentezi Keynes’in görüşleri ile neoklasik iktisadın geleneksel yapısını birleştirmeye yönelik bir girişim olarak değerlendirmiştir. Bu açıdan tıpkı Joan Robinson gibi neoklasik sentezi Keynes’in görüşlerinin çarpıtılmış bir versiyonu olduğunu ileri sürmüştür. Minsky’ye göre neoklasik sentez Keynes’in iktisadını Neoklasik iktisatla birleştirmeye çalışırken Keynes’in analizindeki merkezi olan bir takım konuları dışarıda bırakarak Keynes’in görüşlerinden oldukça farklı sonuçlara ulaşmıştır. Bu bağlamda Minsky’nin neoklasik senteze yönelik ilk eleştirisi kapitalizmi er geç dengeye yönelen bir sistem olarak almasıdır. Minsky bu bakış açısının hatalı bir Keynes yorumu olduğunu vurgulamıştır. Keynes gerek *Genel Teori* (1936)’de gerek de *Para Üzerine İnceleme* (1930) başlıklı eserinde kapitalizmi dengeye yönelen bir sistem olarak değil tam tersine doğası gereği içsel olarak istikrarsızlığa meyilli bir sistem olarak almıştır. Bu istikrarsızlıklar Minsky’ye göre iktisadi karar birimlerinin coşkulu dönemlerdeki davranışlarının sonucu ortaya çıkmaktadır. Minsky’ye göre kapitalist ekonomi en iyi durumda “koşullu uyumlu” olarak kabul edilebilir. Karmaşık finansal yapıya sahip olan günümüz ekonomilerinde ana akım iktisadın iddia ettiğinin aksine bir denge durumundan değil ancak sağlam bir finansal sistemin bulunduğu dinginlik dönemlerinden söz edilebilir (Papadimitrou ve Wray, 2008: xii).

Neoklasik Sentez’in Keynes’in düşüncelerine yönelik diğer bir çarpıtması ise 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı’nın nedenini dışsal şoklara ya da politik hatalar gibi dışsal unsurlara dayandırmasıdır. Oysa Keynes bunalımının nedenini finansal olarak karmaşıklaşmış kapitalist bir

sistemin işleyişinin normal bir sonucu olarak ele almaktadır (Minsky, 2008 (1975): s. xii). Bu bağlamda, Keynes neoklasik sentezin aksine kapitalizmin doğası gereği istikrarsız bir sistem olduğunu ve bunun sonucu olarak servetin ve gücün eşitsiz dağılıma eğiliminde olduğunu vurgulamıştır (Minsky, 2008 (1986): 111). Karmaşık ve değişen finansal yapılara sahip kapitalist bir ekonomi giderek uyumsuzluğa neden olacak şekilde evrilir. Ancak kurumlar ve iktisadi politika ile kapitalist ekonomilerin bu istikrarsızlık eğilimi sınırlanabilir. Böylece, Minsky'nin deyişiyle "istikrarsızlığın istikrarı" sağlanabilir (Minsky, 2008 (1986): 11).

Minsky'ye göre kapitalizm 1960'ların ortalarından itibaren önemli değişimler geçirmiştir. Kapitalizmin geçirdiği bu evrimi anlayabilmek için Minsky iktisadi analizin üretim ve fiyatların elde edilmesinde piyasa mekanizmasının nasıl işlediği, gelirlerin, üretimin ve fiyatların nasıl belirlendiği, ekonominin zaman zaman neden istikrarsızlıklara konu olduğu gibi konuları ele alması gerektiğine dikkat çekmiştir. Minsky'e göre bu soruları soyut iktisat teorisi çerçevesinde ele almak yeterli değildir. Çünkü bu sorular ancak cari kurumlar ve finansal ilişkiler göz önünde bulundurulmak suretiyle anlaşılabilir. Bu noktada, Minsky neoklasik iktisat teorisini kurumsal yapıyı özellikle de finansal kurumları ele almadığı için eleştirmektedir. Minsky'e göre çağdaş dünyanın karşı karşıya olduğu sorunları ortadan kaldırmak için gerekli iktisat politikaları oluşturabilmek için mevcut ekonomik koşulları açıklayacak bir teorinin ortaya konması gerekir. Bu noktada, Minsky'nin kurumsal yapıdan kastettiği büyük ölçüde finansal kurumlar ve uygulamalardır. Minsky böyle bir analizin kapitalist ekonomide ortaya çıkan istikrarsızlıkları kapitalist bir sistem içinde istisnai ve geçici bir durum olarak değil genel ve normal bir durum olarak görülebilmesini sağlayacaktır (Minsky, 2008 (1986): 111-112).

Minsky'ye göre gerçek ekonomiler gelişmiş kurumlar ve karmaşık ilişkiler ile karakterize edilmektedir. Bu yapı neoklasik iktisatçılar tarafından hiçbir şekilde ele alınmamaktadır. Bilindiği gibi, neoklasik iktisadi analizde para reel iktisadi faaliyetler üzerinde bir etkisi bulunmayan dışsal bir değişkendir. Oysa gerçekte para ekonominin içsel işleyişinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda, neoklasik iktisatçıların aksine paranın egzojen değil endojen bir varlık olduğunu vurgulamıştır. Bu çerçevede, ekonomideki para miktarının bankerlerin varlıkları elde etmesi ile yaratıldığını ve borçluların ödeme yükümlülüklerini gerçekleştirmeleri ile ortadan kalktığını vurgulamaktadır. Paranın içsel bir değişken olması nedeniyle ekonomideki finansal ilişkiler yatırım düzeyi, yatırımın finansmanı, istihdam, karlar ve fiyatlar ile son derece ilişkilidir. Bu nedenle ekonominin işleyişini anlamak için finansal ilişkilerin istihdam, gelir ve fiyatların belirlenme sürecindeki rollerinin göz önünde bulundurulması gerekir (Minsky, 1982: 17).

Minsky kapitalist sistemi statik, durağan bir yapı olarak değil dinamik ve sürekli evrilen bir sistem olarak almıştır. Kapitalizmin evrilen bir yapıya sahip olması nedeniyle ekonomi ile ilgili her dönemde geçerli mutlak evrensel yasalar bulunamaz. Bunun yanı sıra, ekonomik sistem Minsky tarafından doğal bir oluşum olarak değil "yasama (legislation) ya da evrimsel bir keşif (invention) ya da yenilik (innovation) süreci tarafından yaratılan bir sosyal örgüt" olarak görülmektedir. Bu nedenle gerek ekonomide ortaya çıkan istikrarsızlıklar gerek de bu istikrarsızlıkları önlemede ve ortadan kaldırmada uygulanacak politika önerileri kurumsal yapıya bağlı olarak değişecektir (Minsky, 2008 (1986): 8). Bu çerçevede iktisat politikası oluşturulurken ekonomik ve sosyal kurumlara bağlı cari süreçler de göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, iktisat politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için iktisat teorisinin de mutlaka kurumları ve kurumsal yapıyı içermesi gerekmektedir.

Minsky kurumsal yapıya ve bu yapının evrimine vurgu yapmakla birlikte, analizinde daha çok finansal kurumlara yer vermiştir. Modern kapitalizmin varlığını oluşturan finansal piyasalar ve kurumlar Minsky'nin analizinin özünü oluşturmaktadır. Minsky'e göre ekonomide ortaya çıkan istikrarsızlıklar büyük ölçüde modern kapitalizmdeki finansal ilişkilerden kaynaklanmaktadır (Minsky, 2008 (1986): 8).

### **3. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Kapitalist Ekonomilerin İstikrarsızlığa Yönelik Eğilimi**

Minsky’nin analizinde yatırımlar ekonominin faaliyet düzeyini belirleyen temel değişkendir. Yatırım düzeyindeki dalgalanmalar kar oranlarında ve buna bağlı olarak iktisadi faaliyet düzeyinde dalgalanmalara neden olmaktadır. Minsky dışsal unsurların iktisadi faaliyet düzeyini etkilediğini kabul etmekle birlikte bunların ikincil bir öneme sahip olduğunu kabul etmekte ve ekonomideki istikrarsızlıkların temel olarak içsel unsurlardan kaynaklandığını ileri sürmektedir. Minsky’nin içsel olarak tanımladığı unsurlar temel olarak yatırımlar ve özellikle yatırımların finansmanı ile ilgilidir. Bu çerçevede, Minsky yatırım düzeyini belirleyen değişkenleri ve yatırımların finanse edilme biçimini ortaya koyan bir yatırım teorisine dayanarak ekonomideki istikrarsızlıkları ele almaktadır.

Minsky kapitalizmi evrilen ve sürekli dinamik bir sistem olarak ele almıştır. Bu çerçevede, özel olarak 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı’ndan sonra Amerikan kapitalizminin geçirdiği evrimi incelemiştir. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı’nın etkilerini gidermek amacıyla uygulanan politikaların Amerikan kapitalizmini önemli ölçüde değiştirdiğine dikkat çekmektedir. Bu reformların etkisiyle Amerikan kapitalizmi müdahaleci bir yapıya bürünmüş ve buna bağlı olarak 1930’lu yıllardan itibaren devletin iktisadi hayat içerisindeki ağırlığı artmıştır. Bu çerçevede, finansal piyasalara ve kurumlara çeşitli sınırlamalar getirilmiş ve finansal kesim sıkı denetim altına alınmıştır. Bu amaçla, özellikle Amerika Birleşik Devletleri’nde bankacılık, sigortacılık ve yatırım gibi alanlar birbirinden ayrılarak bir alandaki sorunun ötekine yayılması engellenmiştir (Özel ve Özgür, 2010: 34).

Bu reformların etkisiyle 1946-65 döneminde Minsky’nin “dingin” (tranquil) dönem olarak nitelendirdiği bir dönem geçirmiştir. Kapitalizmin Altın Çağı olarak da bilinen bu dönemin temel belirleyici özelliği ekonominin tam istihdama yakın bir düzeyde çalışması ve fiyat istikrarının görece olarak sağlanmasıdır. Ancak, bu istikrar çağı 1960’lı yıllardan itibaren yerini finansal ilişkilerden kaynaklanan bir takım istikrarsızlıklara bırakmıştır. Bu doğrultuda, 1970’li yıllardan itibaren enflasyon ve işsizlik artmış; “dingin” dönemde olduğu gibi karlılık düzeyleri toplam talebi artırma yoluyla sürdürülemez olmuştur. Bu olumsuz gelişmeler, karlılık düzeylerinin ve buna bağlı olarak büyüme oranlarının azalmasına, enflasyonun ve finansal kırılganlığın artmasına neden olmuştur (Minsky, 1982: 14-15).

Minsky’e göre kapitalizmin evrimini belirleyen şey finansal yapıda meydana gelen değişimlerdir. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı’ndan sonra kapitalizmde finansal ilişkileri düzenleyen bir takım kurallar oluşturulmuştur. Bu kurallar sayesinde 1946-65 yılları arasında kapitalizm görece olarak istikrarlı bir yapıya kavuşmuştu. Bu dönemde elde edilen ekonomik başarı finansal yapının yavaş yavaş değişmesine neden olmuştur. Ortaya çıkan yeni finansal yapıda giderek finansal piyasalar daha karmaşık bir yapıya büründü ve ekonomide yatırımların finanse edilmesinde dışsal finansman kaynaklarından daha ağırlıklı bir şekilde yararlanılmaya başlandı (Minsky, 1996: 362). Finansal piyasalarda meydana gelen bu gelişmeler ekonomide finansal piyasaların işleyişinden kaynaklanan bir takım istikrarsızlıkların yaygın bir şekilde görülmesine neden olmuştur. Minsky’e göre ekonomideki istikrarsızlık, savaş, doğal afetler ya da yanlış politika uygulamaları gibi dışsal şokların sonucu olarak gerçekleşmez. Karmaşık ve evrimsel bir yapıya sahip olan kapitalist ekonomiler içsel olarak ekonomide istikrarsızların ortaya çıkmasına neden olan dinamikleri bünyesinde bulundurlar. Minsky’e göre bu uyumsuzluklar uygun politik müdahalelerle geçici olarak ortadan kaldırılabilir ve bu şekilde yeni bir istikrar dönemine girilebilir. Ancak hiçbir istikrar dönemi sürekli olarak varlığını sürdürülemez. Çünkü istikrar periyodunda ortaya çıkan ekonomik koşullar istikrarın sonunu getirir. Minsky bu durumu “istikrar istikrar bozucudur” sözüyle ifade etmektedir. Minsky’e göre yapılan müdahaleler kapitalizmin derin bir bunalım sürecine engel olmakla birlikte kapitalizmin giderek daha kırılgan bir yapıya bürünmesinin de koşullarını yaratmaktadır (Minsky, 2008 (1986): 11).

Minsky istikrarsızlığı esas olarak nakit çıkışlarının (ödeme taahhütlerinin) nakit girişinden fazla olması olarak tanımlamaktadır. Bugün, geçmiş ve gelecek ile ilgili finansal durumların bir arada bulunması ve ekonomik süreçler hakkındaki belirsizlik gerçekleşen nakit akımlarının beklenen nakit akımlarından sapmasına neden olabilir. Bu tür sapmalar ise sermaye kazançlarına ve kayıplarına yol açar. Sermaye kazançlarına ya da kayıplarına ilişkin deneyimler de sermaye varlıklarının fiyatını etkileyerek yatırımları etkiler. Dolayısıyla, mevcut finansal yapının ve iktisadi faaliyetlerin belirsizlik

koşulları içinde yapılıyor olmasının ekonomik istikrarsızlar açısından büyük bir önemi bulunmaktadır (Baş Dinar, 2011: 113).

Minsky'nin analizinde yatırımların ve dolayısıyla iktisadi büyümenin sağlanabilmesi için sermaye varlıklarının fiyatlarının üretim fiyatlarından yüksek olması gerekir<sup>3</sup>. Bu çerçevede, sermaye varlıklarının fiyatları yatırım ve dolayısıyla istihdamı belirleyen temel unsurdur. Kapitalistin bu iki fiyat düzeyi arasındaki farkı büyütme büyük bir kazancı bulunmaktadır. Bu farkın büyük olması ekonomide istikrarsızlara ve iş çevrimlerine neden olmaktadır. Ekonomide yatırım düzeyi bu iki fiyat düzeyi arasındaki ilişkiye bağlı olarak belirlenir. Bu ilişkiye göre sermaye varlıklarının fiyatı cari üretimin fiyatından daha yüksek olduğunda, bu durumda ekonomide kar beklentileri yüksek olur ve yatırımlar artar. Tersine, sermaye varlıklarının fiyatı cari üretimin fiyatından daha düşük olursa olumsuz kar beklentileri girişimcilerin yatırım yapma konusunda daha az istekli olmalarına yol açar. Sermaye varlıklarının fiyatlarının ekonomideki olumlu beklentiler nedeniyle cari üretim fiyatının üzerinde olması yatırım için uygun bir ortamın oluşmasına ve böylece ekonominin bir genişleme sürecine girmesine neden olur. Ters durumda, ise yatırımlar azalır ve ekonomi bir daralma sürecine girer (Minsky, 1982: 161).

Bu bağlamda Minsky'nin yatırım teorisinde yatırım düzeyinin yatırım mallarının arz fiyatı, yatırım mallarının talep fiyatı ve finansal piyasalardaki koşullara bağlı olduğunu söylemek mümkündür (Minsky, 1982: 3). Minsky'nin analizinde sermaye mallarının fiyatları yatırımın talep fiyatını oluşturmaktadır. Minsky sermaye varlıklarının fiyatlandırılması ile karar birimlerinin portföy tercihlerinin birbiriyle ilişkili olduğunu düşünmektedir. Bir portföy ise sahip olunan varlıklardan ya da bu mülkiyeti elde etmek ya da kontrol etmek için üstlenilen yükümlülüklerden oluşur. Yatırımcının portföylerinde likit varlıklara mı yoksa likit olmayan varlıklara mı ağırlıklı olarak yer vereceği mevcut ekonomik koşullar ve bu varlıklardan beklenen getirilere bağlıdır. Ekonominin genişleme döneminde firmalar portföylerinde daha büyük ölçüde sermaye varlıklarına yer vererek daha az likit kalmayı tercih ederler. Tersine, ekonominin daralma aşamasında ise firmalar portföylerinde daha likit varlıklara yer vermeyi tercih ederler (Minsky, 2008 (1975): 68). Sermaye varlıklarının fiyatı ile yatırımcıların portföy seçimleri arasında kurduğu ilişkiden yola çıkarak, Minsky sermaye mallarının talep fiyatını belirleyen üç unsurdan bahsetmektedir. Bunlar gelecek karlılık durumu hakkındaki cari görüş (uzun dönem beklentiler), sermaye varlıklarının pozisyonlarını belirleyen cari finansman koşulları ve para arzıdır (Minsky, 1982: 513).

Ekonomideki firmaların gelecek karlılık düzeyi hakkındaki olumlu beklentilerinin bir sonucu olarak portföylerinde sermaye varlıklarına daha fazla yer vermeleri borçlarının artmasına neden olur. Çünkü firmalar artan sermaye mali taleplerini borçlanma ile finanse ederler. Bu ise faiz oranlarının ve buna bağlı olarak sermaye malları yatırımın maliyetini artırır. Dolayısıyla yatırımın maliyeti yatırımdan beklenen getirinin üzerinde olur. Bu durum, yatırımlarını finanse etmek üzere borç alan firmaların borçlarını geri ödeme sıkıntısı ile karşı karşıya gelmelerine neden olur. Minsky bunu borçlu riski olarak ifade etmektedir. Bu ekonomideki borç yükünün beklenen gelirlerin üstüne çıkması ve ekonomide güvenlik sınırlarının zayıflaması anlamına gelir. Burada, firmaların portföylerinde ağırlıklı olarak akışkan olmayan kaynaklara yer vermeleri borçların geri ödenebilmesi için firmaların nakit ihtiyacını artıran önemli bir olgudur (Karadağ, 2004: 57).

Minsky'nin analizinde yatırımlar ekonomideki toplam faaliyetlerin temel belirleyicisidir. Çünkü ekonominin genişlemesi yatırımların realize olmasına yatırımların realize olması da yatırımların finanse edilmesine bağlıdır. Minsky'e göre yatırımların aşırı borçlanma ile finanse

<sup>3</sup> Minsky'nin neoklasik iktisada yönelttiği bir diğer eleştiri de fiyat teorisine ilişkindir. Bilindiği gibi, neoklasik fiyat teorisi piyasada oluşan fiyatların daima piyasayı temizleyeceğini ileri sürmektedir. Bunun yanı sıra, neoklasik teorisinin ilgi alanı sadece cari olarak üretilen malların fiyatlarıdır. Neoklasik teori bunun dışında yer alan sermaye ve finansal varlıkların fiyatları ile ilgili her hangi bir analiz yürütmemektedir. Minsky'e göre neoklasik teorisinin benimsediği fiyat teorisi bu nedenle parasal fiyatları ve parasal karları ekonomik davranışın temel belirleyicileri olarak almamıştır. Minsky'e göre bu önemli bir eksiklik. Bu çerçevede Minsky sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarını ekonomik davranışları etkileyen temel kategori olarak ele almıştır. Ekonomide ortaya çıkan istikrarsızlıkların nedenlerini ise bu kategorilerle açıklamıştır (Minsky, 2008 (1986): 157).

edilmesi ekonomideki istikrarsızlığın ardında yatan temel faktörlerden biridir. Bu çerçevede, ekonomideki firmaların yatırımları finanse etmek için ağırlıklı olarak benimsedikleri finansman biçimi ekonominin istikrar durumu üzerinde önemli bir etkide bulunmaktadır.

Minsky yatırımların finanse edilmesinde hedge, spekülâtif ve ponzi finansman olmak üzere üç tür davranış biçimi olduğunu belirtmiştir. Minsky'e göre bu üç tür finansal tavır karar birimlerinin nakit akışları ile nakit çıkışları arasındaki dengeyi sağlayıp sağlayamadığını, diğer bir deyişle firmaların herhangi bir ödeme sıkıntısı içinde bulunup bulunmadığını gösterir. Hedge finansman türünde, gelir üretimine katılmaktan elde edilen nakit akışlarının her dönemdeki borçlardan kaynaklanan nakit çıkışlarını aşması umulur. Bu finansman türü bu açıdan güvenli bir finansman yapısına işaret eder. Çünkü hedge finansman türünde firmanın faaliyetlerinden elde ettiği gelirler hem yakın dönem hem de uzun dönem ödeme taahhütlerini gerçekleştirmesine yetecek kadar yüksektir. Bu firmanın hem kısa hem de uzun dönemde bir nakit problemiyle karşı karşıya kalmayacağı anlamına gelir. Ekonomideki firmaların ağırlıklı olarak bu finansman türünü benimsemesi bir bütün olarak ekonominin de istikrarlı bir seyir izlediğini gösterir. Bu finansman türünde firmalar yatırımlarını büyük ölçüde içsel kaynakları ile gerçekleştirir. Bu nedenle faiz oranındaki değişimler hedge finansman biçimini benimsemiş firmalar finansal piyasalardaki koşullardan doğrudan etkilenmez (Minsky, 1982: 25).

Spekülâtif finansman türünde ise gelir üretimine katılmaktan elde edilen nakit girişleri uzun dönemdeki ödeme taahhütlerini gerçekleştirmeye yetecek kadar yüksek olmakla birlikte, firma yakını dönemli ödeme taahhütlerini gerçekleştirmede bir sıkıntı içindedir. Bu finansman türünde firmalar borçlar üzerindeki faiz ödemelerini karşılayabilmekle birlikte kısa dönemde borçların anaparasını ödeme konusunda bir sıkıntı ile karşı karşıyadır. Bu nedenle, bu tür finansman biçimini benimsemiş firmalar yakın dönemli nakit sıkıntılarını aşabilmek amacıyla yeniden borçlanma eğilimindedir. Ponzi finansman durumunda ise firmaların üretim faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler hem yakın dönem hem de uzun dönem ödeme taahhütlerinin altında kalır. Bu durumda firmalar borçlar üzerinde ödeme taahhütlerini gerçekleştirmek için ya yeniden borçlanmak ya da varlıklarını elden çıkarmak zorunda kalır. Ponzi finansman durumunda firma spekülâtif finansman durumuna göre daha fazla miktarda borçlanmaya ihtiyaç duyar. Çünkü firma anaparanın yanı sıra borçların faiz ödemelerini bile içsel finansman kaynaklarına dayanarak karşılayamaz. Bu nedenle, ponzi finansman türünü benimseyen firmaların borçluluk yapısı olağanüstü derecede artar.

Ekonominin herhangi bir finansal istikrarsızlık sürecine girip girmeyeceğini belirleyen şey ekonomideki karar birimlerinin ağırlıklı olarak hangi tür finansman biçimini benimsedikleridir. Bu bağlamda, ekonomide hedge finansmanın ağırlığının fazla olması finansal istikrar durumuna işaret ederken, ekonomide ponzi ve spekülâtif finansmanın ağırlığının artması finansal istikrarsızlık durumunun habercisi olacaktır. Minsky'e göre ekonomideki firmalar başlangıçta ağırlıklı olarak hedge finansman türünü benimserler. Ancak ekonomideki içsel dinamiklerin bir sonucu olarak bu finansman türü giderek spekülâtif ve ponzi finansman türlerine doğru evrilir.

Minsky yatırımların belirleyicileri ve yatırımın finanse edilme biçimi ile ilgili olarak ortaya koyduğu bu teorik çerçeveden hareketle bir finansal istikrarsızlık hipotezi ortaya koymuştur. Bu teori ile modern ekonominin niçin paniklerle başlayan ve bir dizi ciddi depresyona yol açan borç deflasyonlarına meyilli olduğunu göstermeye çalışmıştır. Minsky finansal istikrarsızlık hipotezi ile kapitalist piyasa mekanizmasının fiyat istikrarını ve tam istihdam dengesini sağlamayacağını ve ekonomide ortaya çıkan iş çevrimlerinin ekonomideki finansal ilişkilerden kaynaklandığını göstermeye çalışmaktadır (Minsky, 2008 (1986): 194). Minsky kapitalizmin istikrarsızlığa yönelik eğilimini paranın rolündeki değişimlerle ve iş hayatının finanse edilme biçimi ile ilişkilendirmiştir. Minsky ana akım iktisatçıların para arzının merkez bankasının kontrolünde bir araç olduğu görüşünü benimsememektedir. Minsky'e göre para bankacılık sistemi içerisinde içsel olarak yaratılmaktadır. Bu çerçevede para ve finans yakından ilişkilidir. Minsky'nin analizinde finans modern kapitalist bir ekonominin gerçek dengesinin belirlenmesinde oldukça önemli bir yere sahiptir. Minsky iktisadi sistemi çevrimsel bir şekilde ele almıştır. Bu çerçevede, yine ana akım iktisatçıların analizlerinin aksine uzun dönemde istikrarlı bir dengenin olmadığını kabul etmiştir.



Minsky kapitalist ekonomilerde ortaya çıkan konjonktürel dalgalanmaları istikrar dönemi, genişleme dönemi ve finansal kriz olmak üzere üç aşamaya ayırmıştır. Minsky'nin dinginlik dönemleri (periods of tranquility) olarak da tanımladığı istikrar dönemi ile ekonomide yatırım balonlarının, enflasyonun, finansal ve parasal krizlerin ve borç deflasyonlarının olmadığı bir durumu tanımlamaktadır. Minsky'e göre bu dönemin en önemli özelliklerinden biri ekonomide karar birimlerinin bir önceki istikrarsızlık döneminde karşı karşıya kaldıkları finansman güçlüklerin yol açtığı olumsuzlukların etkilerinde olmaları ve buna bağlı olarak güvenli finansman yapısını tercih etmeleridir. Herhangi bir istikrar döneminin ortaya çıkmasına neden olan temel faktör hükümetin bir önceki dönemdeki finansal istikrarsızlığı gidermek için uygulamaya soktuğu reformlar ve bu kriz döneminin insanların algılarında ve beklentilerinde yarattığı değişimlerdir. Bir finansal kriz dönemi sonrasında girişimcilerin kar beklentileri düşük olduğu için ekonomide aşırı bir canlılık hali ve buna bağlı olarak iktisadi faaliyetlerin aşırı bir şekilde genişlemesine bağlı olarak ortaya çıkan aşırı borçluluk durumu bulunmayacaktır. Bu durumda, ekonomideki karar birimleri büyük ölçüde sahip olduğu içsel kaynaklara dayanarak yatırımları gerçekleştirir. Bir önceki finansal krizin neden olduğu olumsuzluklar karar birimlerinin temkinli bir şekilde davranmalarını sağlayacak; dolayısıyla, bu dönemde firmaların finansman yapısı oldukça güvenli olacaktır. Ancak zamanla karar birimleri bu olumsuzlukların etkisinden kurtulacak ve piyasadaki sinyaller ışığında borçlanma yoluyla faaliyetlerini genişletme eğiliminde olacaklardır. Keynes'in eksik istihdam durumu olarak tanımladığı bu dönemde giderek eksik istihdam durumu ortadan kalkacak ve ekonomi tam istihdama doğru hareket edecektir. Ekonomi bir kez tam istihdama ulaştığında ise karar birimleri arasındaki etkileşim tam istihdamın ötesine geçilmesine neden olacak bir spekülatif genişleme sürecini başlatacaktır. Minsky'e göre herhangi bir istikrar döneminden bir spekülatif genişleme dönemine geçilmesine neden olan en önemli unsur finansal yeniliklerdir. İstikrar dönemi boyunca kar elde etme amacıyla olan finansal kurumlar sürekli olarak para şeklinde ya da paraya ikame yeni finansal araçlar yaratırlar. Bu şekilde bu dönemde hızlı bir finansal yenilik artışı görülür. Bu dönemde, finansal yeniliklerin artmasına bağlı olarak ortaya çıkan her türlü yeni para ve piyasada mevcut olan finansal araçların genişlemesi firmaların piyasadaki borç olarak faaliyetlerini genişletme olanaklarını artırır. Diğer bir deyişle, ekonomide finansman olanaklarının artması firmaların sermaye ve finansal varlıklara yönelik taleplerini artıracaktır (Minsky, 2008 (1986): 199).

Bu çerçevede Minsky finansal yenilikleri ekonomideki istikrarsızlığın en önemli nedenlerinden biri olarak görmüştür. Ekonomide finansal yenilikler gerçekleştirildiği sürece tam istihdamın ve fiyat istikrarının sürdürülmesi mümkün değildir Minsky'e göre modern bir kapitalist ekonomide istikrar dönemi geçicidir; istikrar dönemi yerini er geç bir istikrarsızlık dönemine bırakacaktır (Minsky, 2008 (1986): ix).

Minsky genişleme dönemini "coşku" (*euphoria*) olarak nitelendirmektedir. Genişleme döneminin en temel özelliği piyasadaki artan kar beklentilerine bağlı olarak varlık fiyatlarındaki yükseliştir. Minsky'e göre genişleme dönemi de istikrar dönemi gibi geçicidir. Minsky istikrar döneminde ortaya çıkan koşulların piyasayı bir genişleme eğilimine sokacağını ve buna bağlı olarak ortaya çıkan genişleme döneminin de er geç krizle sonuçlanacağını belirtmektedir. Minsky'nin analizinde genişleme döneminde ekonomideki iyimser beklentilerin bir sonucu olarak kar beklentilerinin yüksek olması firmaların yatırım taleplerini artırmaktadır. Bu dönemde, firmaların gelecek karlılık düzeyi ile ilgili beklentilerinin yüksek olması gelecekte beklenen nakit akışının başlangıç yatırımları finanse etmek için gerekli nakit ödeme taahhütlerini aşmasından kaynaklanır. Firma ekonomide artan iyimser beklentilere bağlı olarak yatırım talebini gerçekleştirecek kaynaklara sahip olmasa bile ekonomide dışsal finansman olanaklarının var olması firmaların yatırım taleplerini gerçekleştirmelerine izin verir. Bu şekilde bu dönemin en önemli özelliği firmaların borçluluk düzeyinin artması oluşturur. Genişleme döneminin bitmesine neden olan şey firmaların yatırımların artmalarına neden olan kar beklentilerinin gerçekleşmemesidir. Gelecekte firmalar karların ve buna bağlı olarak nakit akışlarının bekledikleri kadar yüksek olmaması ve yüksek kar beklentilerine dayalı olarak yapılan yatırımların neden olduğu yüksek borçluluk yapısının bir sonucu olarak bir nakit sıkıntısı ile karşı karşıya kalırlar. Firmalar nakit problemlerini varlıklarını satarak ya da yeni borçlar alarak karşılama yoluna giderler. Bu noktada yatırımların finanse edilme biçimi ekonominin bir kriz

sürecine girip girmemesini belirleyecektir. Eğer ekonomide hedge finansman biçimleri ağırlıklı olarak tercih ediliyorsa ekonomi hem uzun dönemde hem de kısa dönemde nakit problemiyle karşılaşmayacak ve buna bağlı olarak da bir borç krizi ortaya çıkmayacaktır. Eğer ekonomide ağırlıklı olarak spekülâtif finansman biçimi tercih ediliyorsa firmalar kısa dönemli bir nakit problemiyle karşı karşıya olacak ve kısa dönemli finansman problemlerini gidermek için yeniden borçlanma yoluna gidecektir. Ponzi finansman durumunda ise ekonomi hem kısa dönemde hem de uzun dönemde ciddi bir ödeme sıkıntısı ile karşı karşıya kalacak ve bunun sonucu olarak ekonomide ciddi bir borç sıkıntısı oluşacaktır. İstikrar döneminin aksine genişleme döneminde giderek ekonomide hedge finansman biçimlerinden spekülâtif ve ponzi finansman biçimleri tercih edilir. Bu dönemde ekonomide gelecek karlılık düzeyi ile ilgili beklentilerin olumlu olması borç alanların ve verenlerin güvenlik marjlarını daraltmalarına neden olur. Bu gelişmelerin sonucu olarak ekonomide giderek güvenli olmayan finansman biçimleri tercih edilir ve borçluluk düzeyi artar. Bu durum ekonominin bir genişleme dönemine girmesine yol açar (Minsky, 1982: 65).

Minsky’nin analizinde ekonominin bir genişleme dönemine girmesinin temel belirleyici özelliği varlık fiyatlarındaki yükseliştir. Ancak varlık fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak ortaya çıkan bu genişleme ekonomide yatırımların ve buna bağlı olarak borçluluk düzeyinin artmasına neden olarak ekonomiyi bir kriz sürecine sokacaktır (Minsky, 2008 (1975): vii). Firmalar büyük ölçüde spekülâtif ve ponzi finansmana dayandığı zaman finansal sistem kırılğan olacak ve bu durum ekonomiyi finansal krizler ve borç deflasyonuna karşı korunmasız bırakacaktır (Raines ve Leathers, 2008: 149).

Ekonominin bir kriz dönemine girmesine neden olan temel faktör ekonomideki firmaların gerçekleşen karlarının beklenildiği kadar yüksek olmaması nedeniyle firmaların nakit ödeme sıkıntısı içinde bulunmalarıdır. Böyle bir durumda, nakit ödeme sıkıntısı içinde olan firma borçlarını ödeyebilmek için ya yeni borç almak ya da sermaye varlıklarını satmak zorunda kalacaktır. Firmaların sermaye varlıklarını satmaları durumunun ekonomide yaygın olarak görülmeye başlanması sermaye varlıklarının arzını artırarak fiyatını düşürecektir. Bu durumda, firmanın piyasadan borç olarak nakit sıkıntısını aşma olanağı da bulunmamaktadır. Çünkü sermaye varlıklarının fiyatının düşmesi firmanın varlıklarının teminat değerinin ve borç alabilme yeteneğinin de azalmasına neden olacaktır. Ayrıca piyasada kredi talebindeki artış faiz oranlarını artırarak borçlanmanın maliyetini de artıracaktır. Bu durum, spekülâtif ve ponzi finansman yapısını benimseyen ve dolayısıyla sağlıksız bir yapıya sahip olan firmaların iflas etmesine neden olacaktır. Dolayısıyla ekonomi iflasların ve dolayısıyla işten çıkarmaların yaşandığı bir kriz dönemine girecektir. Ancak Minsky’e göre ekonomik kriz kapitalizmin çöküşüne neden olmayacak, tam tersine kapitalizmin güçlenmesini sağlayacaktır. Ekonomik kriz sonrasında faizler düşecek ve firmaların daha önce kısa vadeli borçlarından oluşan finansal yapıları uzun vadeli borçlar ve hisse senetlerinden oluşan bir yapıya dönüşecektir. Bunun yanı sıra, kriz döneminde ortaya çıkan bütçe açıkları nedeniyle bankaların ve diğer kurumların portföylerinde devlet tahvillerinin ağırlığı artacak ve bu şekilde finansal sistem daha güçlü bir yapıya ulaşacaktır. Ayrıca ekonomik birimler bu krizden önemli dersler çıkaracak ve geçmişte yaşadıkları olumsuz tecrübeler nedeniyle daha temkinli hareket edeceklerdir. Dolayısıyla, kriz ekonominin daha güçlü bir yapıya sahip olmasına yol açarak bir istikrar dönemini beraberinde getirecektir (Ergül, 2005: 41).

Minsky kapitalizmin doğası gereği istikrarsız olduğunu kabul etmekle birlikte bir takım müdahalelerle kapitalizmin daha istikrarlı bir yapıya sahip olabileceğini vurgulamıştır. *Stabilizing An Unstable Economy* (1986) başlıklı kitabında büyük devlet, istihdam stratejisi, son ödeme merci olarak merkez bankası müdahalelerinin kapitalizmin istikrarsızlığa yönelik doğal eğiliminin sınırlandırılmasında oldukça etkili olduğunu tartışmıştır. Bu bağlamda, hükümet açıklarının artması ticari karların artmasını ve sürdürülmesini sağlayarak ekonominin depresyondan çıkılmasını sağlamıştır. Böyle bir büyüme politikasının benimsenmesi durumunda özel sektörün portföyleri ağırlıklı olarak güvenli hazine bonolarından oluşacak ve bu durum özel sektörün kırılğan bilançolar yaratmaksızın genişlemesine izin verecektir. Ayrıca, genişleme döneminde devletin vergi gelirleri artacağından hükümet bütçesi fazla verirken, özel sektör bütçesi kötüleşecektir. Dolayısıyla, bu

noktada bütçe açığı şeklindeki hükümet politikası çevrimin karşı yönünde işlemlerini sağlayarak karların istikrara kavuşturulmasını sağlayacaktır (Papadimitrou ve Wray, 2008: xxv-xxvi).

Minsky'nin en fazla önem verdiği çarelerden biri de hükümetin aktif bir şekilde istihdam yaratıcı bir role sahip olmasıdır. Bu politikanın sonucunda çalışmak isteyen ancak özel sektörde iş bulamayan herkes iş bulabilecektir. Bu program aynı zamanda ücretleri de baskı altına alacak ve bu şekilde ücret artışlarından kaynaklanan enflasyonist baskı ortadan kaldırılabilecektir. Aynı zamanda bu politikanın uygulanması ile ekonomik hayata hiçbir katkı yapmadan gelir sağlamaya yönelik transfer harcamaları ve işsizlik sigortası gibi harcamalarda bir azalma ortaya çıkacak ve bunların neden olduğu enflasyonist baskı da ortadan kalkacaktır. Ayrıca, bu politika ile kamu istihdamında yer alan işçiler ekonominin büyümesine doğrudan katkı sağlayacaklardır. Tüm bunlara ek olarak kamu istihdamında uygulanan ücret düzeyi ile toplumdaki gelir eşitsizlikleri de azaltılabilecektir (Tymoigne, 2008: 19).

Son ödeme merci olarak bir merkez bankası müdahalesi merkez bankasının kriz ortamında bankaların kredi sağlama yeteneğini desteklemek için likidite sağlaması esasına dayanmaktadır. Bu şekilde kriz anında merkez bankası ekonomideki likidite sıkıntısını ortadan kaldırarak varlık değerlerinin ani bir şekilde çökmesini engelleyebilir<sup>4</sup>.

Minsky ana akım iktisadın kapitalist ekonomilerde gözlemlenen istikrarsızlıkların giderilmesinde laissez faire politikasını dikte eden yaklaşımına karşı çıkmıştır. Minsky'e göre tam tersine görünmez elin işlemesine engel olmak gerekir. Minsky bu öneri ile finansal piyasalarda spekülasyon eğilimini dizginleyen kurumların oluşturulmasını kastetmektedir. Bunun yanı sıra, Keynes savaş sonrası dönemde uygulanan yatırımları teşvik etme politikasını eşitsizliği, finansal istikrarsızlığı ve enflasyonu artıracakları gerekçesiyle eleştirmiştir. Minsky'e göre yatırım öncelikli bir büyüme politikası finansal sistemi sağlam bir yapıdan giderek finansal kırılganlığa sürükleyecektir. Minsky bu politika yerine doğrudan istihdam yaratılmasını ve yüksek tüketim stratejisini önermiştir. Çünkü yatırım teşvikleri, refah uygulamaları ve kurtarma operasyonları finansal kırılganlığı ve eşitsizliği artırmakta ve ekonomiye stagflasyonist bir eğilim vermektedir (Papadimitrou ve Wray, 2008: xix).

#### 4. 2008 Krizi ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Minsky'nin bir önceki bölümde özetlenen finansal istikrarsızlık hipotezi Ağustos 2007'de sub-prime piyasasının çöküşü ile başlayan 2008 krizini anlamak için temel dayanak noktası olarak kullanılmıştır. Bu çerçevede, Minsky'nin çalışmalarına yönelik ilgi bu krizden sonra oldukça önemli bir oranda artmıştır. Pek çok iktisatçı tarafından Ağustos 2007'de yaşanan çöküş "Minsky Moment" olarak nitelendirilmiş; finansal piyasalarda yaşanan çöküşün Minsky'nin kuramını doğruladığı ileri sürülmüştür (Palley, 2010: 28).

Bu bağlamda, Wray (2009), Palma (2009), Wade (2009), Crotty (2009) ve Blackenburg ve Palma (2009) gibi iktisatçılar yaşanan krizi tipik bir finansal kriz olarak değerlendirmişler ve Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ile ortaya koyduğu teorik çerçeveye dayanarak krizin açıklanabileceğini ileri sürmüşlerdir. 2008 krizi patlak verdikten sonra krize açıklama getirmeye çalışan pek çok iktisatçı Minsky'nin işaret ettiği gibi finansallaşmaya dayalı spekülasyon büyüme döneminin sürdürülemez olduğunu vurgulamıştır. Bu bağlamda, Wray (2009), 2008 krizini aşırı finansallaşmanın yol açtığı sistemik bir kriz olarak nitelendirmiştir. Finansal piyasaların kontrolsüzce gelişmesine neden olan bu durum önce finansal piyasaların daha sonra da bütün ekonomik faaliyetlerin çökmesine neden olmuştur (Wray, 2009: 810).

Palma (2009) da benzer bir yaklaşımla, 2008 krizini likidite bolluğu, finansal ve verimli sermaye arasındaki uyumsuzluk, finansal piyasalara ilişkin uygun düzenlemelerin olmayışı, asimetrik bilgi,

<sup>4</sup> Bu noktada, Mehrling (2000) para piyasasını sistemin kalbi olarak nitelendirmekte ve finansal krizi de kalp krizine benzetmektedir. Bu anlamda, merkez bankasının kriz anında ekonomideki likidite sıkıntısını ortadan kaldırmak için yaptığı müdahaleleri sistemin yaşaması için gerekli bir acil önlem olarak görmektedir.

sınırlı rasyonalite gibi finansal piyasaların düzgün bir şekilde işlemlerini engelleyen bir dizi mekanizmayla açıklamıştır (Palma, 2009: 830-832). Benzer bir şekilde, Wade (2009) de krizin nedenini uygulanan neoliberal politikalara ve finansal piyasaların geçirdiği deregülasyon sürecine bağlamıştır (Wade, 2009: 549). Yine, Crotty (2009) 2008 krizinin nedenlerini Yeni Finansal Yapılanma (New Financial Architecture-NFA) denilen cari finansal rejimin uygulamalarında ve kurumlarında aramaktadır. Crotty'ye göre, 1980'lerden beri uygulana gelen bu sistem bireylerin piyasada aşırı riskli işlemler yapmalarına neden olarak muazzam ölçüde finansal genişlemeye ve bunun sonucu olarak krizlere neden olmuştur (Crotty, 2009: 564-566)

2008 krizine aşırı finansallaşmanın neden olduğunu vurgulayan bu yazarlar aynı zamanda finansal piyasaların kontrolsüz bir şekilde gelişmesini engelleyen bir takım düzenlemelerin gerekli olduğuna dikkat çekmişlerdir. Bu çerçevede, Wade (2009) finansal piyasalara yönelik bir takım düzenlemelerle finansal aracılık faaliyetlerinin daha istikrarlı hale getirilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Bu çerçevede, özellikle yatırım bankacılığı ile tüketim ve tasarruf bankacılığının birbirinden ayrılmasını önermiştir. Bunun yanı sıra, son derece riskli faaliyetlerde bulunan yatırım bankacılığı faaliyetlerinin kısıtlanması, alıcı ve satıcılar arasında bilgi asimetrisine neden olan yeni finansal ürünlerin denetlenmesi ve bütün faaliyetlerin bilançolarda kayıt altına alınma zorunluluğunun getirilmesi de finansal piyasaların daha istikrarlı bir yapıya sahip olması için yaptığı öneriler arasındadır (Wade, 2009: 549).

Kriz sonrası dönemde kapitalizmin yeniden organizasyonunun gerekli olduğuna dikkat çeken başka bir çalışma da Blackenburg ve Palma (2009)'ya aittir. Bu çalışmada, öncelikle finansın asıl işlevi olan verimli sermaye ve birikimine ve iktisadi gelişmeye hizmet etmesi gerektiğine dikkat çekilmektedir. Yazarlar bunun yanı sıra istikrarlı ve etkin bir uluslar arası ödemeler sisteminin benimsenmesinin de son derece önemli olduğuna dikkat çekmişlerdir (Blackenburg ve Palma, 2009: 536). Crotty (2009) finansal piyasaların ekonomi içindeki hakim konumunun ortadan kaldırılması gerektiğine dikkat çekmiştir. Bu noktada, reel ekonominin ihtiyaç duyduğu fonları sağlayabilecek ve ekonomi içinde spekülasyon faaliyetleri engelleyebilecek yeni bir düzenleyici rejime ihtiyaç duyulduğunu vurgulamıştır (Crotty, 2009: 577).

Bu iktisatçılar Minsky'nin ortaya koyduğu teorik çerçeveye dayanarak 2008 krizini finansal piyasalarda görülen çöküş ile ilişkilendirmişler ve bu krizin temelini oluşturan birikim sürecindeki tıkanıklıklara dikkat çekmemişlerdir. Minsky'nin ortaya koyduğu teorik çerçeve finansal piyasalardaki istikrarsızlık eğilimini açıklamada oldukça yararlıdır. Minsky'nin kapitalizmdeki istikrarsızlıkların nedenini dışsal faktörlerle değil kapitalizmin kendi içsel dinamikleriyle açıklaması, kurumsal yapıdaki değişimleri göz önünde bulundurarak evrimsel bir bakış açısına sahip olması ve bu bakış açısının sonucu olarak finansal sistemin zaman içerisinde giderek daha kırılabilir bir yapıya doğru evrileceğini vurgulaması Minsky'nin analizinin güçlü yönleridir. Ayrıca, Dünya ekonomisinde yirminci yüzyılın sonu ve yirmi birinci yüzyılın başında yaşanan üç önemli döngüsel gelişme (1981-1990, 1991-2001 ve 2002-2009) Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde ortaya koyduğu teorik çerçeveyi doğrular niteliktedir. Bu üç çevrimde de Minsky'nin işaret ettiği gibi finansal yenilikler, finansal serbestleşme politikalarının ve yatırımcıların risk konusunda değişen eğilimlerinin büyük bir rolü bulunmaktadır. Ancak bu bakış açısı kapitalist ekonomilerde yaşanan krizleri sadece finansal piyasalara dayanarak açıklamakta ve krizin altında yatan reel dinamikleri ise göz ardı etmektedir. Bu nedenle, Palley (2010) Minsky'nin teorisinin kapitalizmin istikrarsızlık eğilimine ilişkin kısmi ve eksik bir bilgi sağladığını vurgulamaktadır (Palley, 2010: 37-43).

Charles (2015) Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin ilk olarak temsili bir firmanın mikro ekonomik analizine dayandırıldığını ve tek bir firma için geçerli olan durumun ekonomideki tüm firmalar için de geçerli olduğu varsayımının üzerine finansal istikrarsızlık hipotezini inşa ettiği için terkip hatasına (the fallacy of composition) düştüğünü belirtir (Charles, 2015: 434).

Sweezy ve Magdoff (1982) Minsky'nin *Can It Happen Again?* (1982) başlıklı çalışmasında ileri sürdüğü argümanların güçlü olduğunu vurgulamakla birlikte bir takım sınırlılıklara sahip olduğunu tartışmıştır. Sweezy ve Magdoff'un vurguladığı sınırlılıkların başında Minsky'nin analizini üzerine kurduğu ABD ekonomisini uluslararası mali piyasalardan tecrit ederek ele alması gelmektedir. Sweezy ve Magdoff'a göre bu durum Minsky'nin bu kitaptaki içinde yaşadığı dönemde 1929 Dünya

Ekonomik Bunalımı'na benzer bir büyüklükte bir krizin ortaya çıkma ihtimalinin -Amerikan Merkez Bankası'nın son çare olarak borç alınabilecek bir merci olması ve devletin bütçe açıkları yaratarak ekonomideki durgunluk eğilimini bertaraf etmesi nedeniyle- güç olduğu yolundaki argümanını zayıflatmaktadır. Sweezy ve Magdoff, Minsky'nin sadece ulusal ekonomi (ABD ekonomisi) perspektifinden meseleye baktığına dikkat çekmekte; küresel ekonomi perspektifinden bakıldığında bir ülkede ortaya çıkacak bir mali krizin zincirleme bağlantılar nedeniyle tüm küresel ekonomiye yayılacağını vurgulamaktadır. Ayrıca, küresel ölçekte bir nihai borç veren bir mercinin bulunmayışı ya da merkez bankalarının eş güdümlü davranarak krizi bertaraf etme olanağının düşük olduğuna da dikkat çeken yazarlar Minsky'nin işaret ettiğinin aksine 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı gibi derin bir kriz yaşanma ihtimalinin halen yüksek olduğuna vurgu yapmışlardır (akt. Foster ve McChesney, 2010: 23-24).

Sweezy ve Magdoff (1982)'a paralel bir şekilde Wolfson (2002) da Minsky'nin finansal kriz teorisinin ulusal ekonomi bağlamında geliştirdiğine dikkat çekmiştir. Wolfson (2002)'a göre, Minsky'nin teorisinin günümüzdeki finansal krizleri anlamak için küresel bir ekonomi perspektifinde yeniden geliştirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, bir ülkenin başka bir ülkeden borç alması ya da başka bir ülkede yatırım yapması durumunun göz önünde bulundurulması gerekir. Wolfson (2002) Asya finansal krizi örneğinden yola çıkarak Minsky'nin teorisinin ve bu teoriye dayanarak ortaya koyduğu çözüm önerilerinin küresel ekonomi perspektifinde düşünüldüğünde bir takım sınırlılıklarının olduğuna dikkat çekmiştir. Her şeyden önce sermayenin uluslararası dolaşımının serbest olması finansal kırılganlığın hızla diğer ülkelere yayılmasına neden olacaktır. Bunun yanı sıra faiz oranlarında ve döviz kurlarında yaşanan gelişmeler borçluluk düzeyini etkileyerek finansal kırılganlığın şiddetini artıracaktır. Bu çerçevede, Wolfson (2002) küresel ekonomi perspektifinden bakıldığında ulusal finansal piyasalara yabancı fonların yatırım olanaklarının sınırlanmasının finansal kırılganlığın yaşanma ihtimalini zayıflatacağını vurgulamıştır.

Foster ve McChesney (2010)'a göre Minsky'nin teorisinin zayıf yönü ekonominin ağırlık merkezinin üretimden finans alanına kaymasının nedenlerini ortaya koyamaması ve kapitalizmdeki yapısal durgunluk problemi ile ilgilenmemesidir. Bu yazarlara göre Minsky 1987 borsa çöküşünden sonra "kapitalizmin yine değiştiğini ve yeni bir evre olarak mali krizlere daha yatkın olan para yöneticilerinin kapitalizmine" doğru bir evrim geçirdiğini iddia etmiş; ancak kapitalizmin uzun vadeli bir eğilim olarak finansallaşmaya doğru evrimini açıklayan bir teori ortaya koyamamıştır (Foster ve McChesney, 2010: 28).

White (2015) Minsky'nin hedge, spekülative ve ponzi finansman olarak tanımladığı finansman biçimlerinin açıklayıcı bir teori olmaktan uzak olduğunu ve sınıflandırıcı ve herkes tarafından bilinen bir gerçek (truism) olduğunu ileri sürmektedir. Eğer bankalar hedge finansmandan daha yüksek riskli finansman biçimleri olan spekülative ve ponzi finansman biçimlerine kayarlarsa bankacılık sisteminde kırılganlık artar. Bankacılık sisteminin sağlam bir finansal sistemden giderek finansal olarak kırılgan bir sisteme dönüşmesinin nedeni gelecek hakkındaki beklentiler ile ilgili belirsizliktir. White (2015)'e göre finansal istikrarsızlık hipotezi belirsizlikten hareket etmez. Ayrıca, White'a göre gerçek dünyada görülen istikrarsızlıklar bankacılık sisteminin kendisini giderek daha kırılgan hale getirmesinin bir sonucu olarak değil; merkez bankalarının ve hükümet kurumlarının sistemin işleyişini bozan müdahalelerinin sonucu olarak ortaya çıkar. White'a göre Minsky'nin analizinden çıkan sonuç hükümet iktisadi genişleme dönemlerinde bankaların finansal stratejilerini kontrol altında tutmalı, daralma dönemlerinde de nihai borç verme merci olarak işlev görmelidir. White (2015) hükümetlerin yatırımcıların iyimserlik ve kötümserlik dalgalarını dengeleyecek şekilde davranmadıklarını tam tersine özellikle iktisadi genişleme dönemlerinde kaldıraç düzeylerini artırarak borçlanmayı teşvik ettiklerine dikkat çekmektedir. Ayrıca kötü dönemlerde merkez bankasının nihai borç verme işlevi görmesi genel olarak ahlaki tehlikelere yol açarak yarardan çok zarar getireceğini vurgulamıştır. Bu çerçevede, White (2015) uygulamada resmi düzenleyicilerin ve nihai borç verme merci işlevlerinin bankaların ya da özel finans kurumlarının düzenlenmediği ya da korunmadığı duruma göre daha akıllıca ve ihtiyatlı bir politika olmadığına işaret etmektedir (White, 2015: 109-111).

Bunun yanı sıra, Flanders (2015) Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin literatürde "Minsky zamanı" olarak yorumlanmasını eleştirmektedir. Bu durum finansal istikrarsızlığın

tamamen kısa vadeli ve döngüsel bir olgu olarak ele alınmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, Flanders (2015) “Minsky Moment” tanımlamasının yanlış bir tanımlama olduğuna dikkat çekmiş; yaşanan süreç için doğru nitelemenin “Minsky çağı” olduğunu belirtmiştir. Flanders (2015)’e göre, Minsky finansal piyasalarda görülen ani kriz ve paniklerden çok finansal piyasalarda iktisadi karar birimlerinin –özellikle de bankaların- davranışlarına odaklanmıştır. Minsky’e göre, iktisadi karar birimleri giderek artan bir şekilde spekülatif faaliyetlere yöneliyor ve bu da kaçınılmaz bir şekilde bir krizle sonuçlanıyordu. Bu çerçevede, Minsky bankalar ve müşterileri arasındaki ilişkiye odaklanıyor ve 20.yy boyunca bankaların ve diğer finansal kurumların değişen rolünü göz önünde bulunduruyordu (Flanders, 2015: 84-85).

2008 krizi ABD’de konut piyasasında patlak vermekle birlikte bu krizi basit olarak bir finansal kriz ya da konut piyasasında yaşanan bir kriz olarak değerlendirebilmek mümkün değildir. Kriz finansal piyasalarda patlak vermiş olmakla birlikte kriz 1970’lerde başlayan durgunluk eğilimi ile yakından ilişkilidir. Daha önce ifade edildiği gibi, Dünya ekonomisinde 1970’lerden itibaren görülen kronik durgunluk eğilimi neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma stratejileri ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu stratejiler 1993-2007 arası dönemde İngiltere ve ABD ekonomisinin toparlanmasını kısmen sağlamış olmakla birlikte aşırı birikim sorununu kalıcı bir şekilde ortadan kaldırmakta başarılı olmamıştır. Bu çerçevede, Brenner (2011), küreselleşme döneminin son yıllarında ABD kapitalizminin kendi yapısal aşırı birikim sorununa çare bulduğu ve durgunluğa yol açan eğilimlerin ortadan kalktığı yolundaki düşüncesinin bir efsaneden ibaret olduğuna işaret etmektedir (Brenner, 2011: 211). Finansallaşmanın yükselişe geçtiği 1992-2007 arasındaki dönemde dünya çapında üretici güçlerin gelişimine yönelik baskın bir eğilim ile karakterize edilen genişlemeci bir dönemin olduğu söylenemez. Tam tersine, Brenner (2011)’e göre bu dönemde yaşanan ekonomik gelişmeler küresel düzenin hakim emperyalist ülkelerdeki aşırı birikim eğiliminin üstesinden gelmekte başarısız olduğunu ve küreselleşmenin yoksulluk, eşitsizlik ve istikrarsızlığı geçmişte bırakacağı yolundaki iddianın doğru olmadığını göstermiştir (Brenner, 2011: 216).

Neoliberalizm ve küreselleşme 1980’lerde ABD’nin başını çektiği gelişmiş kapitalist ülkelerde kısa dönemli bir iyileşme sağlamış olmakla birlikte kapitalizmin durgunluk eğilimini kalıcı bir şekilde ortadan kaldırmada başarılı olamamıştır. Üstelik bunun da ötesinde bu politikaların kendisi bizzat krizin nedeni olarak görülmüştür. Neoliberalizmin piyasaların mükemmel olduğu ve bankacıların işleyen piyasalara hizmet edeceği yolundaki argümanının aksine, gerçekte kötü işleyen bankacılık sistemi riski dağıtmamış tam tersine yoğunlaştırmıştır (Engelen vd. 2011: 9). Bu çerçevede, 2008 krizini inceleyen kuramcılardan Dumenil ve Levy (2011) 2008 krizini doğrudan “neoliberalizmin krizi” olarak nitelendirmiştir. Amerikan ekonomisinde büyüme ve birikim oranlarının tarihsel olarak yavaşladığını vurgulayan Dumenil ve Levy, ABD’de bir yandan dış ticaret açığının diğer yandan da hane halkı borçlanmasının hızlı bir şekilde arttığına dikkat çekmektedir. Bu gelişmeler ABD ekonomisinin son derece kırılabilir bir yapıya sahip olmasına neden olmuştur. Aşırı ölçüde finansallaşma kırılabilir ve istikrarsız bir finansal yapının ortaya çıkmasına neden olurken, küreselleşmenin dizginsiz bir şekilde ilerlemesi ekonominin kontrol altında tutulmasını güçleştirmiştir. 1990 sonrası yaşanan finansallaşma süreci giderek artan ölçüde kırılabilir bir finansal yapının oluşmasına zemin hazırlamıştır. Eylül 2008’de krizin patlak vermesi ile birlikte Dünya ekonomisi uzun ve derin bir durgunluk dönemi içine girmiştir. 2008’de yaşanan kriz neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma stratejilerinin sürdürülemez bir niteliğe sahip olduğunu göstermiştir. Bu çerçevede, Dumenil ve Levy bu krizin neoliberalizmin krizi olarak nitelendirilebileceğini belirtmiştir (Dumenil ve Levy, 2011: 1). Neoliberal büyüme modeli ücretlerde durgunluğa ve gelir eşitsizliğinde artışa neden olmuş; finansallaşma durgunluğun aşılması için gerekli talep artışını bir süre sağlamıştır.

Durgunluğa çare üretmek üzere geliştirilen neoliberalizm emek gücünü bastırarak ücretleri ve satın alma gücünü azaltarak durgunluğu pekiştirmiştir. Finansallaşma ve küreselleşme neoliberalizmin bu çelişkisini aşmaya geçici olarak yardımcı olmuştur. Özellikle finansallaşma hane halkı, firma ve devletin piyasadaki borçlanmasını kolaylaştırarak neoliberalizmin talep kısıcılığı bu yönünün dengelenmesine imkan vermiştir. Bu çerçevede, finansallaşma reel ücretlerin sürekli olarak düştüğü bir ortamda tüketimin artmasını mümkün kılmıştır. Neoliberal politikaların düşük tuttuğu

reel ücretlerin talep üzerinde yarattığı negatif etki borçlanmayla giderilmiştir. Foster (2008)'ın verdiği rakamlar tüketici borçlarının 1975'ten 2005'e çarpıcı bir şekilde arttığını gözler önüne sermektedir. Ödenmemiş tüketici borçlarının harcanabilir gelire oranı 1975'te % 62 iken bu oran 2005'de %127'ye yükselmiştir. Foster (2008)'a göre, buna imkan veren borcun ödenmesini önceki yıllara göre kolaylaştıran faiz oranlarıdır (Foster, 2008: 10). Bu durum beraberinde borç yükünün muazzam bir şekilde artmasına neden olmuştur. Finansal genişleme tüketicilere durağan ücretler ve artan gelir eşitsizliğine rağmen borçlanarak tüketimi sürdürme imkanı verirken, benzer bir şekilde firmalara da borçlanarak içinde buldukları mali sıkışıklığı gidermesine yardımcı olmuştur. Bu süreçte finansal piyasaları sınırlayan düzenlemelerin gevşetilmesi ve finansal yenilikler büyük önem taşır. Çünkü finansal yenilik ve serbestleşme yeni ürünlerin düzenli bir biçimde ortaya çıkmasını sağlayarak daha fazla borçlanma olanaklarını genişletir. Artan borçların ödenmesi ve harcamaların sürdürülebilmesi için yeni borçlanma olanaklarına ihtiyaç bulunmaktadır. Bu durum ekonominin borca bağımlı hale gelmesine yol açar.

Benzer bir şekilde Curtis (2015) de krizin kökeninde 1970'lerde başlayan özelleştirme ve serbest piyasa ideolojisi bulunduğu dikkat çekmektedir. Curtis'e göre, özellikle 2000'li yıllarda finansallaşmanın artması ekonomide hormonlu bir büyüme periyoduna neden olmuştur. Bu çerçevede, küresel GSYİH 2000 yılında 36 trilyon ABD doları iken finans sektöründen elde edilen karlar sayesinde 2006 yılında 70 trilyon dolar gibi muazzam bir büyüklüğe yükselmiştir. Finansal sektörün bu ölçüde büyümesini sınırlayan düzenlemelerin yokluğu finansal piyasalarda patlaması kaçınılmaz balonların ortaya çıkmasına neden olmuştur (Curtis, 2015: 7-8). Bu noktada, Curtis (2015) ekonominin finansallaştırılmasını "*olgunlaşmış kapitalizme içkin durağanlık eğilimini yara bandıyla tedavi etmeye*" benzetmektedir (Curtis, 2015: 88).

Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nde tanımladığı mekanizmalar kapitalist ekonomilerin giderek finansal olarak sağlam bir yapıdan finansal kırılganlığın yüksek olduğu bir finansal yapıya geçileceğini ve bunun sonucu olarak finansal çöküşün ve borç deflasyonlarının kaçınılmaz olduğunu göstermesi bakımından önemlidir. Ancak kapitalizmin krizleri reel sermaye birikim sürecinden kaynaklanır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi finansal piyasalarda gözlemlenen istikrarsızlıkları açıklamakta ancak bunların ardındaki faktörleri göz ardı etmektedir. Oysa finansallaşma kapitalizmin krizinin bir nedeni olmaktan çok kapitalizmin reel birikim sürecinde yaşanan krizine verdiği bir tepkidir. Finansal piyasalarda yaşanan kriz krizin gerçek nedeni değildir. Minsky'nin işaret ettiği finansal yenilik, finansal serbestleşme ve finansal piyasalarda spekülasyon eğilimini dizginleyen düzenlemelerin gevşetilmesi neoliberal modelin daha uzun süre sürdürülebilmesini sağlamıştır. Bu bağlamda, finansal yenilik ve serbestleşme süreci finansal sektörün iktisadi gücünü ve varlığını artırarak reel sektörde kar elde olanakları giderek daralan kapitalistler için yeni kar alanları yaratmıştır. Finansal yenilik, finansal piyasaları düzenleyen kuralların gevşetilmesi, bireylerin ve yatırımcıların artan risk iştahı finansal sistemin borç tavanını yükseltmiş ve kredi bulma imkanlarını genişletmiştir (Palley, 2010: 37).

Ayrıca, finansallaşma hane halkına ucuz kredi olanağı sağlayarak neoliberalizmin ücretler üzerinde yarattığı tahribatı geçici olarak iyileştirerek tüketimi teşvik etmiş; bu da kapitalizmdeki durgunluk eğilimini bir süre baskılamıştır. Bunun yanı sıra, üretkenliği düşük ve kar oranları azalan ve giderek mali yapısı bozulan firmaların piyasadan ucuz bir şekilde borçlanmasına olanak vererek bir süre daha bu firmaların ayakta kalmasına imkan vermiştir. Ancak bunlar kapitalizmin içinde bulunduğu durgunluk eğiliminin kalıcı bir şekilde ortadan kaldırılmasını sağlamamış; sadece yaşanması muhtemel bir büyük krizi geciktirmiştir. Üstelik finansallaşma ekonomide borç yükünü artırarak durgunluğu pekiştirmiş; ekonomide hükümetleri durgunluğu gidermek amacıyla parasal genişleme programları uygulamak zorunda bırakarak finansal piyasalarda yeni bir balon ortaya çıkma ihtimalini artırmıştır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan yeni spekülasyon ortamı ekonomiyi yeni finansal krizlere açık hale getirmiştir. Bu sürekli tekrarlayan finansal çöküşlerin ortaya çıkmasına neden olarak kapitalizmin krizini derinleştirmiştir.

Görüldüğü gibi, literatürde 2008 krizinin nedenlerini tartışan iktisatçılar sıklıkla krizi neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma süreçleri ile ilişkilendirmişlerdir. Krizden çıkış için yaptıkları önerilerde büyük ölçüde bu süreçlerin zayıflatılması ile ilgili olmuştur. Ancak, 2008 krizi

patlak verdikten sonra hükümetlerin batmakta olan finansal kurumları kurtarmaya yönelik yaptıkları radikal müdahaleler krizden çıkış için ülkelerin benimsedikleri temel strateji büyük ölçüde neoliberalizmi yeniden canlandırmak üzerine kurulu olmuştur. Crouch (2014)’un “neoliberalizmin garip ölümsüzlüğü” olarak tanımladığı bu süreçte finansal krizin patlak vermesinde büyük bir role sahip olan finansal kurumların zararları rekor kamu harcamalarıyla tazmin edilmiş; bu harcamaların faturaları ise kemer sıkma politikaları ile halka ödetilmiştir (Crouch, 2014: 10). Douzinas (2015) kriz sürecinde uygulanan politikaları kısaca “zenginler için sosyalizm, yoksullar içinse kapitalizm” olarak özetlenebilecek yeni bir tür politik iktisat türü olarak nitelendirmektedir (Douzinas, 2015: 47). Bu çerçevede, Fine ve Saad-Filho (2012)’nin işaret ettiği gibi, finansal sistemin çökmenin eşiğine gelmesi finansın öncülük ettiği ılımlı bir Keynesçiliğe, aşamalı ve tepkisel devlet kontrolüne, hatta finans ile sanayide kamu mülkiyetine bir tür geri dönüş gibi çözüm arayışlarını gündeme getirirse de, uygulamaya konulan önlemler özü itibarıyla neoliberal nitelikte olmuştur (Fine ve Saad-Filho, 2012: 188).

Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezine dayanarak 2008 Krizini açıklayan iktisatçıların finansal piyasaların düzenlenmesine yönelik politika reçetelerinin dikkate alınmaması ve kriz sonrası dönemde neo-liberal politikalarından vazgeçilmemesi krizin basit bir finansal kriz olmadığını göstermiştir. Eğer Palley (2010)’un işaret ettiği gibi, kriz basit bir finansal kriz olsaydı finansal piyasalarda spekülasyon ve aşırı risk üstlenme eğilimini ortadan kaldıran finansal düzenlemelerin hayata geçirilmesiyle krizin etkileri hafifletilebilirdi. Ancak finansal piyasaların düzenlenmesi 1970’lerden itibaren uygulanan neoliberal büyüme politikalarının temeli olan ucuz kredi bulma olanağını ortadan kaldırarak büyümenin daha da yavaşlamasına neden olabilirdi (Palley, 2010: 29-32). Her ne kadar 2008 Krizi finansal piyasalarda patlak vermiş olmakla birlikte kriz reel birikim sürecindeki tıkanıklıklardan kaynaklanmaktadır. Minsky yaşanan krizi finansal piyasalardaki istikrarsızlığa indirgemiş ve finansal piyasaların düzenlenmesi, devletin iktisadi hayatın içinde daha fazla yer alması ve merkez bankasının nihai borç verme aracı olarak işlev görmesi ile finansal piyasalardan kaynaklanan derin depresyonların yaşanma ihtimalinin azaltılabileceğini vurgulamıştır. Kısacası Minsky’ye göre sorun büyük ölçüde finansal piyasaların denetimsiz olmasından kaynaklanmaktadır. Oysa sorun ne neoliberalizmdir; ne de finansallaşmadır. Kriz kapitalizmin krizidir. Gelişmiş ülkelerde görülen birikim sorunu yüksek derecedeki tekelleşme ve endüstriyel doygunluktan kaynaklanan kökleşmiş bir durgunluk eğiliminin sonucudur (Foster ve McChesney, 2010: 31).

## 5. Sonuç

Kapitalizmde 1970 sonrası yaşanan ekonomik dönüşüm neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma ile karakterize edilmektedir. 1980’li yıllardan itibaren ise finans piyasalarında önemli bir dönüşüm süreci yaşandığı görülmektedir. Bu dönüşüm liberal ekonomi modelini benimsemiş ülkelerde finansal piyasaların öneminin ve ağırlığının artması ile sonuçlanmıştır. Bu çerçevede finansal piyasalara ilişkin mevcut olan her müdahale ve düzenleme finansal piyasaların etkinliğini ve işleyişini bozacağı gerekçesiyle eleştirilmiş ve finansal piyasalar hızlı bir deregülasyon sürecine tabi tutulmuştur. Finansallaşma bu anlamda 1980’lerin sonundan itibaren neoliberal küreselleşme sürecinin bir tamamlayıcısı olmuştur. 2008’de yaşanan büyük bunalım 1970’lerden itibaren kapitalist ekonomilerin geçirdiği bu dönüşümün sonucudur. Bu nedenle, 2008 krizi ile neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. 2008 krizi büyük ölçüde ekonominin aşırı ölçüde finansallaşmasından kaynaklanmaktadır. Ekonominin finansallaştırılmasının ardında ise ekonomide 1970’lerden itibaren kar oranlarında görülen azalma eğilimi bulunmaktadır. Neoliberalizm ve küreselleşme ekonomideki karlılık problemlerini geçici olarak çözmekle birlikte kar oranlarının düşme eğilimini kalıcı bir şekilde ortadan kaldıramamıştır. Reel piyasalarda ortadan kaldırılamayan bu durgunluk eğilimi finansallaşma ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede, 1990’lardan itibaren iktisadi etkinliğin ağırlık merkezi üretimden finansa doğru kaymıştır. Bu durum, aşırı finansallaşmadan kaynaklanan istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına neden olmuştur.



Minsky'nin görüşleri 1980'lerin sonundan itibaren uygulanan politikaların olası sonuçlarına ilişkin bir uyarı olarak düşünülebilir. Yaşanan gelişmeler Minsky'nin düzenlenmeyen kuralsız bir kapitalizmin sürekli olarak istikrarsızlık üreten bir eğilime sahip olduğunu doğrular niteliktedir. Minsky kapitalist ekonomilerdeki dalgalanmaları yatırımdaki dalgalanmalarla; yatırımlardaki dalgalanmaları da yatırımın finanse edilme biçimi ile ilişkilendirmiştir. Minsky'e göre, ekonominin genişleme döneminde ekonomiye dair beklentilerin iyimser olması borç alanların ve verenlerin güvenlik marjını daraltmalarına neden olacaktır. Bu gelişmelerin sonucu olarak ekonomide giderek güvenli olmayan finansman biçimleri tercih edilecek ve bunun sonucu olarak borçluluk düzeyinde hızlı bir artış gerçekleşecektir. Firmaların büyük ölçüde güvenli olmayan finansman biçimlerine (spekülatif ve ponzi finansman) dayanması finansal sistemi kırılgan hale getirerek ekonomiyi finansal krizlere meyilli hale getirmektedir. Minsky borca dayalı spekülatif genişleme döneminin sonsuza kadar sürdürülmesinin mümkün olmadığını ve ekonomide finansal kırılganlığın artmasından kaynaklanan istikrarsızlıkların ortaya çıkacağını vurgulamıştır. Minsky finansal piyasaların işleyişini düzenleyen kurallar bulunduğu sürece kapitalizmin bu doğal eğiliminin dizginlenebileceğini iddia etmiştir.

Minsky'nin eserlerine yönelik ilgi 2008 krizi sonrasında yoğun bir şekilde artmıştır. 2008 Krizi sonrasında artan bu ilginin nedeni Minsky'nin ortaya koyduğu yaklaşımın günümüzün finansal krizlerinin anlaşılmasında yararlı olabilecek pek çok hususu detaylı bir şekilde incelemesidir. Minsky'nin ortaya koyduğu bu teori pek çok açıdan ana akım iktisada göre daha üstün bir bakış açısını yansıtmakla ve 2008 Krizi'nde açık bir şekilde görülen finansal süreçlerin anlaşılmasında yardımcı olmakla birlikte krizi sadece bir finansal kriz olarak ele almakta ve bu krizin ardındaki reel dinamikleri göz ardı etmektedir. Oysa günümüzde finansal piyasalardan kaynaklanan istikrarsızlıkların kökeninde reel birikimin içinde bulunduğu kriz bulunmaktadır. Minsky'nin krizi sadece finansa odaklanarak açıklaması ve ardında yatan reel dinamikleri göz önünde bulundurmaması Minsky'nin teorik çerçevesinin günümüz kapitalizminin krizlerini açıklama konusunda yetersiz kalmasına neden olmaktadır.

## KAYNAKLAR

ARRİGHİ, G. (2010). **Adam Smith Pekin'de: 21. Yüzyılın Soykütüğü**, (Çev.: İ. Yıldız), Yordam Kitap, İstanbul.

BARAN, P.A. ve SWEEZY, P. (2007). **Tekelci Sermaye**, (Çev.: G. Akalın), Kalkedon Yayıncılık, İstanbul.

BAŞ DİNAR, G. (2011). **Kapitalizmin İstikrarsızlığı: Veblen, Keynes, Minsky**, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi, Ankara.

BAŞ DİNAR, G. (2018). "Küreselleşmenin Krizinden Krizin Küreselleşmesine", **Bugünkü Küreselleşmeyi Anlamak** (Eds. S. Durusoy ve I.Ş. Çakmak), s. 1-32.

BLACKENBURG, S. ve J. G. PALMA. (2009). "Introduction: The Global Financial Crisis", **Cambridge Journal of Economics**, 33 (4), pp. 531-538.

BRENNER, R. (2011). "Küreselleşme ve Yeni Uzun Dalga Efsanesi", iç. Richard Brenner ve Michael Prübristing (Der.), **Marksist Krizi Teorisi ve Kredi Krizi**, (Çev. S. Çakmak Şahin ve A. Şen Taşbaşı), Yordam Kitap, İstanbul, ss. 171-217.

BRENNER, R. (2015). **Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon**, (Çev.: B. Akalın), İletişim Yayınları, İstanbul.

CHARLES, S. (2015). “Is Minsky’s Financial Instability Hypothesis Valid?”, **Cambridge Journal of Economics**, 40, 427-436.

CURTİS, N. (2015). **İdiotizm: Kapitalizm ve Hayatın Özelleştirilmesi**, (çev. M. Ratip), İletişim Yayınları, İstanbul.

CROTTY, J.R. (2009). “Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assesment of the New Financial Architecture”, **Cambridge Journal of Economics**, 33 (4), ss. 563-580.

CROUCH, C. (2014). **Neoliberalizmin Garip Ölümsüzlüğü**, (Çev. U. Gezen), Açılım Kitap, İstanbul.

DOUZİNAS, C. (2015). **Krizde Felsefe ve Direniş**, (Çev.: T. B. Işık), Metis Yayınları, İstanbul.

DUMENİL, G. Ve D. LEVY. (2011). **The Crisis of Neoliberalism**, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

ENGELLEN, E. at al. (2011). **After the Great Complacence: Financial Crisis and The Politics of Reform**, Oxford University Press, Oxford-New York.

ERGÜL, Y. T. (2005). **Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamada Minsky’nin Fiansal İstikrarsızlık Hipotezi**, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.

FİNE, B. ve A. SAAD-FİLHO. (2012). **Marx’ın Kapital’i**, (Çev.: N. Satlıgan), Yordam Kitap, İstanbul.

FLANDERS, M. J. (2015). “It’s Not a Minsky Moment, It’s a Minsky Era, Or: Inevitable Instability”, **Econo Journal Watch**, 12 (1), 84-105.

FOSTER, J.B. (2008). **Kapitalizmin Malileşmesi ve Kriz**, (Çev.: Ç. Çıdamlı), Kalkedon Yayıncılık, İstanbul.

HARVEY, D. (2014). **Post Modernliğin Durumu**, (Çev.: S. Savran), Metis Yayınları, İstanbul.

KARADAĞ, B. (2004). **Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.

KAUFMAN, H. (2013). **Önsöz**, s.xv-Keynes, J. M. 1971 (1930). *A Treatise On Money*, D.E. Moggridge (ed), Collected Writings of J. M. Keynes, UK: The Macmillan Press.

KEYNES, J. M. 1971 (1930). **A Treatise on Money**, D.E. Moggridge (ed.), Collected Writings of J.M. Keynes, UK: Macmillan Press.

KEYNES, J. M. 1973 (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**, London: Macmillan.

LAPAVİTSAS, C. (2010). “Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere”, iç. Costas LAPAVITSAS (Haz.), **Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi**, (Çev.: T. Öncel), Yordam Kitap, İstanbul, ss.25-74.

MEHRLİNG, P. (2000). “Minsky and Modern Finance: The Case of Long Term Capital Management”, **The Journal of Portfolio Management**, s.81-88.

- MİNSKY, H.P. 2008 (1975). **John Maynard Keynes**, USA: Mc Graw Hill.
- MİNSKY, H.P. (1982). **Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance**, New York: M.E. Sharpe.
- MİNSKY, H.P. 2008 (1986). **Stabilizing An Unstable Economy**, USA: Mc Graw Hill.
- MİNSKY, H.P. (1996). Uncertainty and The Institutional Structure of Capitalist Economies, **Journal of Economic Issues**, 30, 357-368.
- ÖZEL, H. ve ÖZGÜR, G. (2010). “Küreselleşme, Finansal Genişleme ve Bunalım”, **Amme İdaresi Dergisi**, 43 (1), 33-56.
- PALLEY, Thomas (2010). “The Limits of Minsky’s Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis”, **Monthly Review**, 61 (11), 1-10.
- PALMA, J.G. (2009). “The Revenge of The Market on the Rentiers: Why Neo-Liberal Reports of The End of History Turned Out to be Premature”, **Cambridge Journal of Economics**, 33 (4): pp. 829-869.
- PAPADİMİTROU, D. M. ve WRAY, L. R. (2008). “The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform”, **Review of Political Economy**, 10 (2), 199-225.
- PAPADİMİTROU, D. M. ve WRAY, L. R (2008). “Minsky’s Stabilizing An Unstable Economy: The Decades Later, H. Minsky”, **Stabilizing An Unstable Economy**, (s. xi-xxxv), USA: Mc Graw Hill.
- PRÖBRİSTİNG, M. (2011). “Emperyalizm ve Kapitalizmin Çöküşü” iç. Richard BRENNER ve Michael PRÖBRİSTİNG (Der.), **Marksist Kriz Teorisi ve Kredi Krizi**, (Çev.: S. Çakmak Şahin ve A. Şen Taşbaşı), Yordam Kitap, İstanbul, ss. 61-112.
- RAİNES, J. P. ve C. G. LEATHERS (2008). **Dept, Innovations, and Deflation: The Theories of Veblen, Fisher, Schumpeter and Minsky**, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- SAVRAN, S. (2013). **Üçüncü Büyük Depresyon**, Yordam Kitap, İstanbul.
- ŞAİKH, A. ve E.A. TONAK. (2012). **Milletlerin Zenginliğinin Ölçülmesi**, (Çev.: H. Arslan), Yordam Kitap, İstanbul.
- TÜREL, O. (2017). **Küresel Tarihçe: 1945-79**, Yordam Kitap, İstanbul
- TYMOİGNE, E. (2008). **Minsky and Economic Policy: “Keynesiasim” All Over Again?**, Working Paper, 547, The Levy Economic Institute of Bard College.
- WADE, R. (2009). “From Global Imbalances to Global Reorganizations”. **Cambridge Journal of Economics**, 33 (4), pp. 539-562.
- WHİTE, L. H. (2015). “Skepticism About Minsky’s Financial Instability Hypothesis: A Comment on Flanders”, **Econ Journal Watch**, 12 (1), 106-113.
- WOLFSON, M.H. (2002). “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context”, **Journal of Economic Issues**, 36 (2), 393-436.

WRAY, L.R. (2009). "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach", **Cambridge Journal of Economics**, 33 (4), pp. 807-828.