

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE (KAMU EKONOMİSİ) ANABİLİM DALI

SERMAYE BİRİKİMİ, FİNANSAL KIRILGANLIK VE MALİYE POLİTİKASI:

ABD ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Kadir Taha ERBİLİCİ

Ankara, 2024

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE (KAMU EKONOMİSİ) ANABİLİM DALI

SERMAYE BİRİKİMİ, FİNANSAL KIRILGANLIK VE MALİYE POLİTİKASI:

ABD ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Kadir Taha ERBİLİCİ

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Serdal BAHÇE

Ankara, 2024

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE (KAMU EKONOMİSİ) ANABİLİM DALI

SERMAYE BİRİKİMİ, FİNANSAL KIRILGANLIK VE MALİYE POLİTİKASI:
ABD ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Serdal BAHÇE

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

İmzası

1- Prof. Dr. Serdal BAHÇE

2- Doç Dr. Ferda DÖNMEZ ATBAŞI

3- Doç. Dr. Deniz ABUKAN

Tez Savunması Tarihi

28.06.2024

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Prof. Dr. Serdal BAHÇE danışmanlığında hazırladığım “Sermaye Birikimi, Finansal Kırılganlık ve Maliye Politikası: ABD Örneği (Ankara.2024) ” adlı yüksek lisans tezimdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Tarih: 04.07.2024

Kadir Taha ERBİLİCİ

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
TABLolar LİSTESİ	iii
ŞEKİLLER LİSTESİ	iv
GRAFİKLER LİSTESİ	v
KISALTMALAR	vi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	5
ALTERNATİF BİR KONJONKTÜR TEORİSİ OLARAK FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ	5
1.1 Konjonktür Kuramlarının Tarihsel Gelişimi.....	5
1.2 Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	11
1.2.1 Kapitalist Bir Ekonomide Fiyatlar ve Kârlar	13
1.2.1.1 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Yalın Durum	13
1.2.1.2 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Kamu Kesiminin Modele Dahil Edilmesi	16
1.2.1.3 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Dış Ticaretin Modele Dahil Edilmesi .	18
1.2.1.4 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Kârlardan Tüketim ve Ücretlerden Tasarrufun Modele Eklemlenmesi.....	20
1.2.2 Tüketim Mallarında Arz Fiyatının Belirlenmesi	21
1.2.2.2 Sermaye Yoğunluğu ve Çoklu Piyasalar	26
1.3 Yatırım ve Finansman.....	27
1.3.1 İkili Fiyat Sistemi ve Finans.....	28
1.3.2 Yatırımın Çözümlemesi	31
1.4 Finansal Yükümlülükler ve İstikrarsızlık	36
1.4.1 Esas Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı ve Finansal Yükümlülükler.....	37
1.4.2 Birimlerin Finansman Türüne Göre Sınıflandırılması	38
1.5 Gelir Akımları Üzerine Bir Ekleme	44
İKİNCİ BÖLÜM	47
FİNANSAL İSTİKRARSIZLIKTA MALİYE POLİTİKASININ ROLÜ	47
2.1 Maliye Politikasında Toplam Talep Yönetiminin Ötesi	47
2.1.1 Bütçe Açıklarının Nakit Akım Etkisi	48
2.1.3 Bütçe Açıkları ve Enflasyon	53
2.1.4 Maliye Politikasının Portföy Etkisi	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	58
FİNANSAL KIRILGANLIĞIN ÖLÇÜMÜ	58
3.1 Finansal Kırılganlığın Ölçülmesi: Yapılandırılmış bir Literatür İncelemesi.....	58
3.1.1 Gösterge Temelli Analizler	59
3.1.2 Minskian Kesikli Sınıflandırmalar	61
3.1.3 Sürekli Değer Alan Endeksler	68
3.2 Finansal Kırılganlık Endeksinin Geliştirilmesi.....	74
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	77
ABD EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN AMPİRİK OLARAK TEST EDİLMESİ VE BÜTÇE AÇIKLARININ ETKİSİ ..	77
4.1 Tahmin Yöntemi	77
4.2 VAR Modeli (Vektör Otoregresif Model)	78
4.2.1 Durağanlık ve Birim Kök Testi	79
4.2.2 Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	81
4.2.3 VAR Modeli Tahmin Sonuçları	82
4.2.4 Karakteristik Köklerin Kararlılığı	83
4.2.5 Otokorelasyon	84
4.2.6 Etki-Tepki Fonksiyonları	84
4.2.7 Varyans Ayırıştırması	86
4.3 Granger Nedensellik Testi	87
SONUÇ	89
KAYNAKÇA	94
ÖZET	101
ABSTRACT	102

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1: Ekonominin Basitleştirilmiş Bilanço Yapısı.....	48
Tablo 2.1: Seçilmiş Ülkelerin Küresel İhracat İçindeki Payları (%).....	49
Tablo 2.2: Sektörlerin Basitleştirilmiş Bilançosu.....	54
Tablo 3. 1: Minskian Ölçümlerin Sınıflandırılması.....	58
Tablo 4.1: Modelde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Açıklamalar.....	77
Tablo 4.2: ADF Test Sonuçları	80
Tablo 4.3: Gecikme Uzunluğu Seçim Kriteri.....	81
Tablo 4.4: VAR Modeli Tahmin Sonuçları	82
Tablo 4.5: LM Testi Sonuçları	84
Tablo 4.6: INV Değişkeninin Varyans Ayırıştırması.....	86
Tablo 4.7: Δ INDEX Değişkeninin Varyans Ayırıştırması	87
Tablo 4.8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları	88

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Maliyet Bileşimlerine İmkan Veren Toplam Maliyetler.....	22
Şekil 1.2: Fiyatlama Gücüne Sahip Firma.....	23
Şekil 1.3: Fiyatı Veri Olarak Alan Firma	25
Şekil 1.4: Yatırımın Finansmanı.....	32
Şekil 1.5: Alternatif Gerçekleşmeler Işığında Yatırım ve Finansman.....	35

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: Reel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları / İç Fonlar (%)	29
Grafik 1.2: İşgücü Ödemeleri / Milli Gelir (%).....	45
Grafik 2.1: ABD Dış Ticaret Dengesi/GSYH (%)	50
Grafik 2.2: Sektörel Finansal Dengelerin GSYH İçindeki Payları (%).....	51
Grafik 2.3: İşletme Net Kârları/GSYH (%).....	53
Grafik 2.4: Kamu Borçlanma Senetlerinin Toplam Varlıklar İçindeki Payı – Ticari Bankalar (%).....	56
Grafik 3.1: Finansal Kırılganlık Endeksi.....	76
Grafik 4.1: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri	83
Grafik 4.2: Etki – Tepki Fonksiyon Bulguları.....	85

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ADF: Genişletilmiş Dickey-Fuller

AIC: Akaike Bilgi Kriteri

BEA: Ekonomik Analiz Bürosu

FPE: Son Öngörü Hatası

Fred: Federal Rezerv Ekonomik Verileri

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi

HQ: Hannan – Quinn

IMF: Uluslararası Para Fonu

LM: Lagrange Çarpanı

LOGL: Log Olasılığı

LR: Olabilirlik Oranı

MMT: Modern Para Teorisi

NBER: Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu

OLS: En Küçük Kareler

SC: Schwarz Kriteri

VAR: Vektör Otoregresif

GİRİŞ

İktisadi düşünce tarihi boyunca önemli merak unsurlarından biri olan iş çevrimleri, iktisatçıların üzerinde konsensüs sağlayamadığı konular arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Ekonomik aktivitedeki dalgalanmaların sonuçları her ne kadar belirgin olsa da, neden olan faktörler konusundaki hipotezler çeşitlilik göstermektedir. Bu noktadan hareketle, iş çevrimleri yazını içsel ve dışsal olmak üzere iki farklı sınıflandırmaya tabi tutulmuştur. İçsel konjonktür kuramlarında sistemik bir inceleme söz konusu olup çıktıdaki dalgalanmalar, sermaye birikim sürecinin olağan sonucu olarak ele alınmıştır. Öteki taraftan, dışsal konjonktür teorilerinde istikrarsızlığın nedeni öngörülemeyen dışsal faktörlere bağlanmıştır. Özellikle 1960'lı yılların nispeten istikrar ortamında kendine çokça taraftar bulan dışsal iç çevrimleri teorileri, ortodoks iktisadi düşüncenin temel bileşenlerinden birine dönüşmüştür.

2008 krizi sonrası, krizin çıkış noktası ile finansal istikrarsızlık hipotezi arasındaki benzerlikler ortaya çıkmış ve buna sıklıkla vurgu yapılmıştır. Bu dönemde unutulmaya yüz tutmuş olan Hyman Minsky tekrar hatırlanmış ve kitapları yeniden basılmaya başlanıp başka dillere çevrilmiş olup Post-Keynesyen bir iktisatçı olarak ana akım iktisatçıların bile saygısını kazanmıştır (Ergül, 2019). Hatta 2008 finansal krizi "Minsky Anı" olarak adlandırılmaya başlanmış ve krize giden süreç Minsky ile özdeşleştirilmiştir.

İçsel konjonktür teorilerine oldukça önemli ölçüde katkı sunan Hyman Minsky, heterodoks bir perspektifle finansal istikrarsızlık hipotezini geliştirmiş olup, yatırım-borçluluk-nakit akımları arasındaki dinamik ilişkiden yola çıkarak ekonomideki istikrarsızlığı kapitalizmin kaçınılmaz örüntüsü olarak tasvir etmiştir. Minsky'ye göre, istikrar döneminde artan risk iştahı yatırım patlamasına yol açmaktadır. Yatırımların finansmanı için öncelikli olarak iç fonlara başvurulmakta olup devamında ödeme

yükümlülüklerini beraberinde getiren dış kaynaklar devreye sokulmaktadır. Ödeme yükümlülüklerinin yatırımdan sağlanan getirileri aşması ile bozulan nakit akışları, yaratacağı birikimli etkiler ile yatırım harcamalarının kısılmasına ve ekonomide küçülmeye giden süreci tetiklemektedir. Reel sektörün yatırım kararları dışında bankacılık da finansal inovasyonlar yoluyla kredi verme kapasitesini yükseltmekte ve ekonomideki toplam yükümlülükleri artırarak istikrarsızlığı beslemektedir (Minsky, 2013 [1986]). Finansal sektör ile reel sektör arasında keskin bir ayrım yapmayan Minsky, bu iki sektörün karşılıklı etkileşimi üzerinden finansal istikrarsızlık hipotezini şekillendirmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde; konjonktür teorilerinin geçirdiği evrime ve ilgili literatürün tarihçesine yer verilmiştir. Buna yönelik ilk düşünceler, ekonomideki istikrarsızlıkların tarımsal üretimdeki dalgalanmalardan kaynaklı olduğuna yöneliktir. Clement Juglar (1862) ilk kapsamlı konjonktür teorisini geliştirmiş ve kredi mekanizmasını merkezine alan “Juglar Dalgaları” teorisini geliştirmiştir. Say Yasasının hakim paradigma olduğu 19. Yüzyılda ise kapitalizmin içsel birikim sorunlarından yola çıkarak kriz teorileri geliştiren Sismondi ve Marx, sermaye birikimi odaklı iş çevrimlerini kuramsallaştırmış olup heterodoks iş çevrimi teorilerine önyak olmuşlardır (Yılmaz vd., 2005). Fakat bu teoriler, hiçbir zaman kökten piyasacı iktisatçıların teorileri kadar ilgi görmemiştir. Avusturya İktisat Okulu ile başlayan ve devamında bundan etkilenecek geliştirilen Monetarist, Reel İş Çevrimi ve Yeni Klasik İktisat kaynaklı iş çevrimi kuramları, istikrarsızlıklarda dışsal şokları işaret etmişlerdir. Bu süreçte ara durak noktası Keynes olmuş ve iş çevrimlerinin yatırımların doğasından kaynaklandığını belirterek heterodoks perspektifi konjonktür kuramlarına tekrar getirmiştir. Bu tez çalışmasının odağında yer alan Hyman Minsky, akademik kariyerinde Keynes’den etkilenmiştir. Keynes’in iş çevrimlerine yönelik hipotezini finans ile genişleterek Keynes’in de ötesine

geçmeyi amaçlamış ve finansal istikrarsızlık hipotezini kurgulamıştır. Birinci bölümün devamında ise finansal istikrarsızlık hipotezinin ana hatlarına yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, maliye politikası ile finansal istikrar kavramları arasındaki bağlantı işlenmiş ve ilgili literatürün yapılandırılması amaçlanmıştır. Bütçe açıklarının özel sektör kârlarını stabilize etmesi ile olası bir kâr düşüş sarmalına taban koyması, yarattığı enflasyonist etki ile olası borç deflasyonlarını engellemesi, kamu tahvilleri ihracı ile ekonomideki risksiz finansal varlıkların payını artırması gibi etkilere değinilmiştir. Bu etkiler, maliye politikasının bütüncül ekonomi politikasındaki temel işlevi olarak görülen toplam talep yönetiminin ötesindeki finansal istikrarlandırıcı fonksiyonuna ışık tutmaktadır.

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, sunduğu teorik çerçevenin yanı sıra ekonomistlere ampirik olanaklar da sunmuştur. Konu üzerinde çalışan iktisatçılar, finansal kırılganlığı ölçüp zaman serisine dökmek istemişler ve bu noktada Minsky'nin çalışmalarında yer verdiği gösterge ve rasyoları kullanmışlardır. Tez çalışmasının üçüncü bölümünde, Minskian finansal kırılganlık endeksleri kendi aralarında öncelikle üç başlık altında sınıflandırılmıştır. Sonrasında, bu endeksleri ortaya çıkaran denklemler incelenmiştir. Üçüncü bölümün sonunda ise Minsky'den yola çıkarak finansal kırılganlık endeksi geliştirilmiştir.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde, finansal istikrarsızlık hipotezi, bütçe açığı değişkeni de dahil edilerek VAR modeli ile test edilmiştir. Finansal istikrarsızlıktaki kök nedenin sermaye birikim sürecine bağlanması, yatırımların finansal kırılganlık endeksini tetiklediği önermesine yol açmakta olup bu önerme ekonometrik modelin birinci hipotezini oluşturmuştur. Firmaların güvenlik marjlarının daralması ile finansal stres altında olması ise yatırım harcamalarını negatif yönde etkilemektedir. Böylece, finansal kırılganlık endeksindeki artışın yatırımları baskıladığı önermesi ikinci hipotezi

ortaya çıkarmıştır. Son olarak, Minsky'nin "buyk devlet etkisi" yaklaşımı hipotez haline getirilmiş ve bütçe açıklarının finansal kırılganlık endeksine etkisi mercek altına alınmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ALTERNATİF BİR KONJONKTÜR TEORİSİ OLARAK FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

1.1 Konjunktür Kuramlarının Tarihsel Gelişimi

19. Yüzyılın ortalarına kadar iktisadi aktivitedeki dalgalanmaların tarımsal faktörlere bağlı olduğu kanısı hakimdir (Davis, Hanes ve Rhode, 2009). Endüstriyel ilerlemenin günümüze kıyasla sınırlı kalması ve tarım sektörünün ekonomide hala önemli bir paya sahip olması bu görüşlerin yaygın olmasını makul bir zemine oturtmaktadır. Ünlü marjinalist iktisatçılardan William Stanley Jevons (1884), iş çevrimlerini gözlemlemiş ve bu dalgaların ortalama süresi ile güneş ışınları aktivitesindeki döngüsel sürenin neredeyse aynı olduğundan yola çıkarak bir nedensellik bağı kurmuştur. ” *Güneş Lekesi Teorisi*” olarak da adlandırılan bu teori, tarıma dayalı iktisadi dalgalanma teorilerinin ilkidir. İlerleyen yıllarda, sanayileşme sürecinin etkisini artırmasına rağmen tarıma dayalı konjunktür teorileri ortaya çıkmaya devam etmiştir. Örneğin Henry Ludwell Moore (1914), tıpkı Jevons gibi ekonominin bütünündeki dalgalanmaların tarımsal ürün hasadından kaynaklandığını öne sürmüştür. Fakat, Jevons’dan farklı olarak tarımsal hasattaki dalgalanmaların yağışlardan kaynaklandığını iddia etmiştir. Moore, yağışların periyodik dalgalanmalara tabi olduğunu gözlemlemiş ve tarımsal ürün hasadının buna bağlı olduğunu ileri sürmüştür. Sonuç olarak, Moore’a göre yağışlardaki periyodik döngüsellik ekonominin tümüne nüfuz ederek konjunktürel dalgalanmaları meydana getirmektedir.

Erken tarım teorileri, konjunktürel dalgalanmaları açıklamada basit kalmış olup bilim dünyasına kapsayıcı analizler sunamamıştır. Ampirik olarak gözlemlenebilen iktisadi döngüsellik olgusunu teorik çerçeveye oturtma konusunda ilk sistematik çalışma Clement Juglar (1862) tarafından literatüre kazandırılmıştır. Juglar, iş çevrimlerinin deterministik

belirlemeler sonucu ortaya çıktığını iddia ederek rassal gerekçeleri reddetmiştir. “*Juglar Dalgaları*” olarak da adlandırılan bu teoriye göre kredi mekanizması temel alınarak iktisadi canlılık dönemlerinde spekülasyon gücüyle borçluluk artacak ve kriz tetiklenecektir. Aşırı iyimserliği takiben baş gösteren kriz aşamasında yatırımların ciddi ölçüde azalması ve işsizliğin artması kaçınılmaz olacaktır. Bu dönemde firmalar finansal varlıklarını elden çıkaracak ve konjonktürün üçüncü aşaması olan tasfiyeye geçilecektir. Tasfiye döneminin en temel özelliği olan likiditeye dönüş ile fiyatlar genel seviyesinde düşüş gözlemlenecektir. Fakat yaşanan deflasyon birikimli bir kriz sürecine yol açmayacak, tam tersine düşük fiyatlar ve faiz oranları krizin tekrar canlanmaya dönmesinin önünü açacaktır. Juglar’ın krizleri sistem için kaçınılmaz ve uzun dönem kalkınma sürecinde elzem görmesi evrimsel bir perspektifi içinde barındırmaktadır. Evrimsel iktisadın öncü isimlerinden Schumpeter de bu yaklaşımdan etkilenmiş ve Juglar’ı tarihin en büyük ekonomistlerinden birisi olarak nitelendirmiştir (Legrand ve Hagemann, 2007).

19. Yüzyıla kadar hegemon iktisat paradigmasında genel denge yaklaşımı hakimdi ve sistemin kriz üretmesi olanaksız olarak değerlendirilmekteydi. “*Laissez-faire*” övgülerinin yer aldığı bu dönemde kriz ve istikrarsızlıkların sorumlusu olarak savaş gibi dışsal şoklar gösterilmekteydi (Škare ve Stjepanović, 2015). Say Yasası varsayımı altında arz ve talep arasında uyumsuzluk olamayacağı kanısına karşın ilk kriz teorisi Sismondi (1819) tarafından ele alınmış ve eksik tüketime dayanan kriz kuramı ortaya çıkmıştır. Sismondi’ye göre üretim kapasitesini artıran yatırım mallarının talebi tüketim malları talebinden türemektedir. Diğer bir deyişle toplam üretim hacmi toplulaştırılmış tüketimin bir fonksiyonudur. Kapitalizmde yaratılan marjinal arz aynı oranda satın alma gücünü yaratmamaktadır. Tersine, işçilerin ücretleri baskılanmakta ve arz talepten daha hızlı artmaktadır. Sonuç olarak, eksik tüketim olgusu krize yol açmaktadır (Shaikh, 1978).

Sismondi'ye göre piyasa güçleri dengeleyici ve kendi kendini düzenleyen bir unsur olarak işlemek yerine gelir dağılımını işçi sınıfı aleyhine bozan bir sistemdir ve eksik tüketim olgusu bu sistemin olağan bir unsurudur. Bu kuramıyla Sismondi hakim iktisat ekolüne meydan okumuş ve krizi kavramsallaştırma noktasında önemli bir kırılma noktası olmuştur. Kendisi her ne kadar sistematik bir iş çevrimi teorisi ortaya atmasa da krizlerin periyodik döngülere konu olduğu analizi, iş çevrimi kuramlarının bir öncüsü olarak sayılmasına olanak tanımaktadır.

Dönemin ana akım iktisat anlatısına ilk meydan okumayı yapan Sismondi, fikirleriyle Karl Marx'ı da belirli ölçüde etkilemiş ve heterodoks yaklaşımların önünü açmıştır (Yılmaz vd., 2005). Kapitalizmin istikrarsız bir yapı olduğu savı Marx tarafından güçlü bir şekilde devam ettirilmiş ve krizlerin, özel mülkiyete dayalı üretim ekonomisinde periyodik olarak kendini tekrar edeceğinden bahsedilmiştir. Sismondi ve Marx, hakim paradigmaya aykırı yaklaşımlarıyla, endojen biçimde meydana gelen iş çevrimi teorilerine önemli katkılarda bulunmuşlar ve ilgili literatürün yapı taşlarından olmuşlardır.

Piyasa serbestiyetine bağlılıklarını bildiren liberal iktisatçılar, 20. yüzyıla kadar istikrarsızlığın göstergesi olan iş çevrimlerini ya göz ardı etmişler ya da basit nedensellikler kurarak ele almışlardır. Bu konuda, liberal kanattan gelen ilk bütüncül iş çevrimi teorisi Avusturya İktisat Okulu'na aittir. Avusturya İktisat Okulu'nun konjonktür teorisine göre istikrarsızlığın sebebi piyasa başarısızlığı değil, merkez bankası tarafından piyasaya yapılan müdahaledir. Buna göre, yapay şekilde indirilen faiz oranlarının doğal faiz oranlarının altına inmesi kredi kullanımını teşvik edecek ve yatırımlar artacaktır. Yatırımlarda ivmelenme ekonomik canlanmayı da beraberinde getirecektir. Fakat yapay faiz indirimi piyasanın etkin kaynak dağılımını bozmuş olacaktır. Düşük faiz oranlarının cezbedici hale getirdiği krediler ile üretilen sermaye mallarının tüketim mallarına oranı

artacaktır. Böylece fiyatlama piyasasının olağan akışına aykırı şekilde oluşacak ve daralma kaçınılmaz olacaktır (Tempelman, 2010: 4). Avusturya İktisat Okulu'na göre merkez bankasının dışsal müdahalesi ile piyasaya müdahale etmek iş çevrimlerini meydana getiren asli unsurdur. Piyasayı düzenleyen mekanizma olan fiyatların yanlış oluşması istikrarsızlığı kaçınılmaz hale getirmektedir.

Kapitalizmin birden fazla döngü türünü bir arada barındırdığı tezi Schumpeter (1939) tarafından teorik çerçeveye oturtulmuştur. En kısa olan döngü türü Kitchin döngüsü olup bunları uzunluk sırasına göre Juglar ve Kondratieff dalgaları izlemektedir. Bu üç dalga türünden kapitalizme yön veren ve sürekliliğini sağlayan ise Kondratieff dalgalarıdır. Kondratieff dalgalarını ortaya çıkaran yegane unsur da inovasyondur. Yeni bir malın ya da üretim tekniğinin tüm ekonomiye yayılması olarak ele alınan inovasyon, girişimcisi için rekabet avantajı yaratmaktadır. Edinilen rekabet avantajı ile eski tip ürünler / üretim teknikleri endüstriyel hakimiyetlerini kaybederler ve yeni bir endüstriyel organizasyon ekonomiye hakim olur (Langroodi, 2001). “Yaratıcı yıkım” olarak da adlandırılan konjonktürün dip aşamalarından dönüş ile sermaye birikim süreci devamlılığını sağlar ve burada girişimciler itici güç olmaktadır.

Konjonktürel dalgalanmalara olan akademik ilgi, konjonktürün kendisi ile zıt yönlü bir korelasyon sergilemektedir. Ekonominin yüksek büyüme sergilediği dönemlerde istikrarsızlık fazla bahse konu olmazken, şiddetli kriz ve resesyon dönemlerinde iş çevrimi literatürü canlılık kazanmaktadır (Zarnowitz, 1984). Kapitalizmin yaşadığı en şiddetli kriz olan 1929 Büyük Buhranı ile döngüsel dalgalanmalar iktisat biliminin önemli gündem maddelerinden biri olmuştur. Kriz sonrası yeni bir arayışa girilmiş ve John Maynard Keynes'in (2010 [1936]) *Genel Teori* isimli ünlü eseri ile iktisatta paradigma kayması gerçekleşmiştir. Aynı durum iş çevrimleri literatürü için de söz konusu olmuştur. Keynes'e göre ticaret çevrimleri sermaye birikim sürecinin doğal bir çıktısı olarak ortaya

çıkılmaktadır. Yatırımların en önemli belirleyicisi sermayenin marjinal etkinliğidir. Sermayenin marjinal etkinliği de kâr beklentisi gibi çok temel bir psikolojik faktörü içinde barındırmaktadır. Makro yapıdaki beklentiler ve piyasa psikolojisi sürekli değişkenlik gösterdiğinden ötürü iktisadi aktivitedeki döngüsel hareketleri dışsal faktörlere bağlamaya gerek yoktur. Yatırımların GSYH'nin en volatil bileşeni olmasından dolayı yatırım harcamaları, doğası gereği istikrarsızdır (Keynes, 2010 [1936]). Yatırımların bu özelliği ekonominin genelinde döngüsellğe yol açmakta ve iş çevrimlerini oluşturmaktadır.

1929 Büyük Buhranı sonrası büyük ölçekli kamu müdahaleleri gündeme gelmiş ve kontrolsüz - düzenlenmemiş piyasa ekonomisi terkedilmiştir. 2. Dünya Savaşı'nı izleyen süreçte kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen döneme girilmiştir. Bu periyot istikrarsızlıkların da önemli ölçüde azaldığı 30 yılı kapsamaktadır. Altın çağın sonu kabul edilen 1973 stagflasyonuna kadar hakim iktisat politikaları Keynesyen bir çizgide olduğundan ötürü Keynes'in konjonktürel dalga analizi kabul edilmiştir. Keynes (2010,[1936]: 267-282), *Genel Teori*'nin 22. Bölümünde ortaya koyduğu hipotez ile konjonktür teorilerinin modern analizlerine kapı açmış ve kendisinden sonra gelen iktisatçılar Samuelson (1939) ve Hicks (1950), bunun üzerine eklemeler yaparak Keynesyen çoğaltan-hızlandıran modelleri ile literatüre katkıda bulunmuşlardır. Fakat Keynesyen dönemin tıkanma emareleri göstermesiyle Keynes'in iktisatından oldukça zıt tutum takınan yeni liberal okullar, aslında neoklasik iktisadın uzantısı olan bir anlayış ile hakim ekol haline gelmişlerdir (Bahçe, 2021). Bu karşı saldırı ile altın çağın genel kabulleri sorgulamaya açılmıştır. Bu sorgulamalar Keynesyen konjonktür teorisine de yansımış ve Monetarist, Reel İş Çevrimi ve Yeni Klasik İktisat konjonktür kuramları ilgili literatürü domine etmiştir.

Ekonomideki olguları parasal faktörlere bağlayan Monetarist ekol, 1960'lı yıllarda kendisini göstermeye başlayan yüksek enflasyon ortamını kontrolsüz para arzı artışına bağlamıştır. Enflasyon çıkışıyla söylem gücünü artıran Monetarizm, konjunktürel dalgalanmaları da parasal nedenselere bağlamıştır. Monetarizme göre merkez bankasının para arzını artırmasıyla kısa vadede reel değişkenler bundan olumlu etkilenecektir. Konjunktürün genişleme aşaması, parasal genişleme ile doğal çıktı düzeyinin üstünde çıktıya ulaşmanın sonucudur. Öteki taraftan, paranın uzun dönemde nötr olmasından ötürü bu reel etkiler uzun vadeye taşınmayacak ve para arzı artışı enflasyonu tetikleyecektir. Merkez bankası ise önlem olarak parasal sıkılaşmaya gidecektir. Fakat bu durum, adaptif beklentilerin söz konusu olduğu modelde daralmayı da beraberinde getirecektir (Vianna, 2023: 137). Kısaca Monetarizm, konjunktürün tüm aşamalarını istikrarsız para politikası ile bağdaştırmaktadır.

Keynes'in iktisadında beklentiler önemli bir rol oynamakta, fakat geleceğe dair beklentiler statik olmayıp piyasanın psikolojik güdüleri ile oluşmaktaydı. 1970'ler ile kendisini gösteren karşı-devrimin unsurlarından olan Yeni Klasik İktisat Teorisi, Keynesyen beklentiler konseptine de eleştiri sunarak iktisadi birimlerin geleceği öngörebilecek rasyonaliteye sahip olduğunu iddia etmişlerdir. Buna göre konjunktürel dalgalanmalar, cari çıktı seviyesinden geçici sapmalar olarak değerlendirilmektedir ve sistemin içsel işleyişinden kaynaklanmaz. Para politikası ya da maliye politikası kanadından gelen beklenmeyen ve şok etkisi yaratacak bir politika, ekonominin denge durumundan sapmasına yol açacaktır (Knoop, 2009: 77-78). Böylece, Yeni Klasik iktisatçılar rasyonel birimlerin olduğu piyasa ekonomisinin olağan işleyişinde istikrarsızlık olmayacağını iddia etmişler ve politika etkinsizliğini ileri sürerek politikasızlık önerisini şiar edinmişlerdir.

Neoliberal dönem ile birlikte arz yönlü iktisatın hegemonik konumlanması, toplam talebi tamamen yok sayan Reel Konjonktür Teorisi'ni ana akım iktisadın unsurlarından biri haline getirmiştir. Toplam talebi yok sayarak hasılanın temel belirleyicisinin derneşik arz olduğuna vurgu yapan Reel Konjonktür Teorisi'ne göre iş çevrimlerinin oluşumunda parasal dinamikler rol almamakta ve iktisadi dalgalanmalar teknoloji şoklarından kaynaklanmaktadır (King, Ploser, Rebelo, 1988).

Kapitalizmin altın çağı sonrası karşı-devrim ile yeni liberal iktisat Keynesyen ekole karşı söylem üstünlüğünü ele geçirmiş ve bu durum konjonktür teorilerinin gelişiminde önemli bir kırılma noktası olmuştur. Keynes'e göre iş çevrimleri sistem içi dinamiklerin etkileşimi sonucu oluşmaktayken yeni liberal iktisat okulları istikrarsızlığın sorumlusu olarak dışsal şokları göstermişlerdir.

Konjonktürel dalgalanmalara ilginin azaldığı dönemlerde çalışmalarını yürüten Hyman Minsky, Keynes'den önemli ölçüde etkilenen iktisatçılardan biridir. Minsky, tıpkı Keynes gibi istikrarsızlığın sebebini yatırım harcamalarına bağlamış fakat yatırımların finansmanını da analizine ekleyerek Keynesyen iktisada yeni bir pencere açmıştır. Ayrıca finansal sistemin işleyişinin sermaye birikim sürecine bağlı çalıştığını analizinin merkezine koyarak ana akım iktisadın otonom finans yaklaşımına karşı çıkmıştır.

1.2 Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Yerleşik iktisadın tanımladığı şekilde para, değişimi kolaylaştıran ve değer saklanmasını sağlayan bir araç olarak kuramsallaştırılmaktadır. Bu kapsamda yapılan analizler de kapitalizmin takas ekonomisine indirgenmesini kaçınılmaz kılmaktadır. Paranın nötr olduğuna dair benimseyiş, finans – borç ilişkilerinin uzun dönemde reel bir etkisi olamayacağı kanısını da beraberinde getirmektedir. Fakat kapitalizmin modern bir

muhasebat sistemi olması, paranın tıpkı emek ve sermaye gibi temel üretim girdilerinden biri olmasını gerekli kılmaktadır (Tokucu 2012). Bu argüman daha ileri götürülürse, yeterli parasal fon olmadan sermaye ve emeğin üretime dahil edilemeyeceği sonucu çıkmaktadır. Üretim için gerekli olan sermaye varlıklarının edinilmesi, bu varlıkların finanse edilmesiyle mümkündür. Diğer bir deyişle para, reel ekonominin işleyişi için öncül kabul edilmektedir. Bu nedenle Post-Keynesyen okul, paranın yanlı olduğu vurgusunu sıklıkla yapmaktadır. Post-Keynesyen iktisadın temsilcilerinden biri olan ve reel ekonominin finans göz ardı edilerek incelenemeyeceğini öne süren Hyman P. Minsky'nin geliştirdiği "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi", bu noktadan yola çıkarak kurgulanmıştır.

Ana akım iktisadın temel çıkış noktası olan kıt kaynakların dağılımını eleştiren Hyman Minsky (1992: 2), kendi çalışmalarında sermaye birikim sürecini analizinin merkezine yerleştirmiştir. Yatırımları tetikleyen temel unsurun beklentiler olduğu varsayımı altında, canlılık ve iyimserlik dönemlerinin firmaların yatırım iştahını artırdığı, Keynesyen ekolün temel hipotezlerinden birini oluşturmaktadır. Keynes'in izinden giden Minsky, iyimser beklentilerle tetiklenmiş yatırımların iç fonlar ile karşılanamayacağını ve firmaların dış fonlara başvurmak zorunda kalacağını belirtmektedir. Dış fonlar, yapısı gereği, beraberinde geleceğe dair ödeme yükümlülükleri içermektedir. Varlıkların elde edilmesi için alınan pozisyon, sermaye varlıklarının elde ettiği nakit akımları ve yatırımın finansmanı için edinilen borcun ödenmesi arasındaki ilişkiler bütünü, sistemin içsel yapısındaki istikrarsızlığın asli unsuru olarak irdelenmektedir (Minsky, 2013 [1986]). Ekonominin tarihsel perspektif içerisinde ele alındığında gözlemlenen en temel özelliklerden biri olan iş çevrimleri de, Minsky'e göre karmaşık finansal ilişkilerin sonucudur (Minsky, 1977).

1.2.1 Kapitalist Bir Ekonomide Fiyatlar ve Kârlar

Neoklasik iktisat teorisine göre fiyatlar, kaynakların dağılımını sağlayan bir parametreden ileri gidememektedir. Fiyatların bağıl bir değişken olması, teoride onu önemsiz bir konuma itmektedir. Fakat fiyat mekanizması, üretimin tayınlanması ve kaynakların dağıtılmasından öte, kapitalist sistemin işlerliği ve sürdürülebilirliği için hayati önem arz etmektedir (Minsky, 2013 [1986]). Sürekli yatırım yapılan bir ekonomide fiyatlar da sermaye birikim sürecine hizmet eder ve bu doğrultuda üretim maliyetlerinin üzerinde bir artık yaratılarak kârlılığın belirlenmesini sağlar. Böylece sermaye varlıklarının finansmanından doğan borç yükümlülükleri yerine getirilmiş olur.

Yatırım gelecekteki paranın şimdiki para ile takasıdır. Mantıksal olarak, metanın satışından elde edilen gelir, metayı üretmek doğrultusunda yatırılan sermaye miktarından büyük olmalıdır ki birikim süreci devam edebilsin. Marx'ın ifade ettiği P-M-P' (Para-Meta-Para) zincirindeki P', anlaşılacağı üzere P'den daha büyük bir değer almalıdır (Bahçe, 2019). P' ile P arasındaki P' lehine farkın sebebi ise fiyatlandırmada saklıdır. Firmaların mark up fiyatlama yaptığı olgusuna dayanarak, mark up oranı iktisadi artığı ortaya çıkaran yegane unsurdur. Bu nedenle fiyatlar ve kârlar arasında sıkı bir ilişki söz konusudur.

1.2.1.1 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Yalın Durum

İktisadi düzlemde yatırımlar sistemin çekirdeğini oluşturmaktadır. Yatırımların devamlılığı için artık mekanizmasının sürekli çalışır halde olması gerekmektedir. Bu durum, teknik bir işgücü sömürsünü beraberinde getirmekte ve gerekli kılmaktadır. Temsili olarak düşünüldüğünde, yalnızca tek bir tüketim malının üretildiği bir ekonomide işçiler ürettiklerinin tamamını alamamalıdır ki artık oluşabilsin (Minsky, 2013 [1986]).

Başka bir ifadeyle, tüketim malının fiyatı üretimde çalışan birim işçi maliyetinden fazla olmalıdır ($P_c > \frac{w_c}{N_c}$). Minsky bu gerekliliği "fiyatlar kârları taşımalıdır" sözüyle vurgulamaktadır.

Fakat gerçek hayatta ekonomiler yalnızca tüketim malı üretmemektedir. Çalışmanın devamında kârlar ve fiyatlar üzerine iktisadi denklemlere yer verilecektir. Bu denklemler, Minsky'de (2013 [1986]) olduğu gibi aşama halinde sunulacak ve her bir adımda denkleğe yeni bileşenler eklenecektir.

İlk aşama denklik en fazla varsayıma yer verilendir. Burada kamu ve dış dünya bulunmamaktadır. Ayrıca, toplam işgücü stoğu tüketim malı ve yatırım malı olmak üzere iki sektörde çalışmakta ve bunların hepsinin üretim sürecinde yer alan üretken emek olduğu indirgemesine gidilmektedir. Son olarak, bu işçiler tüm gelirlerini tüketim mallarına harcamakta ve hiç tasarruf yapmazlarken kapitalist sınıf tam tersi biçimde kâr gelirlerinden hiç harcama yapmamaktadır.

İşçiler hiç tasarruf yapmadığı için tüketim mallarına olan talep toplam ücret ödemelerinden oluşmaktadır. Burada P_c tüketim mallarının fiyatını, Q_c tüketim malları miktarını, W_c tüketim malı sektöründe çalışan işçilerin ücret oranını, N_c tüketim malı sektöründeki istihdam sayısını, W_I yatırım malları sektöründeki ücret oranını ve son olarak N_I da yatırım malı sektörünün istihdam sayısını temsil etmektedir.

$$P_c Q_c = W_c N_c + W_I N_I \quad (1.1)$$

Yukarıdaki denklikten, tüketim malları sektörünün brüt kârını türetmek de mümkündür. İşletme faaliyetlerinden elde edilen toplam gelirleri ifade eden $P_c Q_c$ 'den işçi maliyetleri çıkarıldığında ($W_c N_c$) vergi öncesi brüt kâra (π_c) ulaşılmış olunacaktır.

$$\pi_c = (P_c Q_c - W_c N_c) = W_I N_I \quad (1.2)$$

(1.2) nolu denklikten çıkarılacak sonuç, tüketim sektöründe sömürü oranları ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki olduğudur. Bunun yanı sıra, yatırım sektöründe ücretlerin yüksek olması tüketim mallarına olan talebi artıracak için kârlılığı da olumlu yönde etkileyecektir. (1.2) nolu denklik aynı zamanda fiyatların kârı nasıl taşıdığını da göstermekte fakat yatırıma yer vermemektedir.

Yatırımı ele aldığımızda ise, yatırım mallarına olan talebin yatırım çıktısının miktarını belirlediği açıktır.

$$I = P_I Q_I \quad (1.3)$$

Yatırım mallarına olan talebi belirleyen unsur ise toplam kârlardır.

$$I = (\pi_c + \pi_I) = \pi \quad (1.3)$$

Böylece yatırımların kârlara eşit olduğu sonucuna ulaşmış oluruz. Bu sonuç aslında, temel iktisat teorisindeki yatırımların tasarruflara eşit olduğu denkliği ile aynı olmakla birlikte ana akım iktisat teorisinin aksine belirlenim yatırımlardan kârlara doğru işlemektedir (Minsky, 1978).

Basit kâr denklemi, tüketim malları fiyatının alt bileşenlerine yer vererek fiyat oluşumunu da göstermektedir. (1.1) numaralı denklikte tüketim malları fiyatını solda yalnız bırakarak (1.4) nolu denklige ulaşılmaktadır:

$$P_C = \frac{W_C N_C}{Q_C} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} \right) \quad (1.4)$$

Ortalama işgücü verimliliğinin, üretim çıktısının toplam işgücü stoğuna bölünmesiyle ulaşıldığı göz önünde bulundurulursa ($Q_C/N_C = A_C$) tüketim malları sektöründeki işgücü verimliliğinin de yer aldığı (1.5) nolu denklik ortaya çıkacaktır:

$$P_C = \frac{W_C}{A_C} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} \right) \quad (1.5)$$

Artık yaratılmasını sağlayan fiyatların tüketim malı sektöründeki emek verimliliği ile negatif korelasyon sergilediği, fakat tüketim malı sektörü ücretleri ve yatırım malı sektörünün tüketim malı sektörüne göreli ücret payı ile pozitif korelasyona sahip olduğu ortaya çıkmaktadır.

1.2.1.2 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Kamu Kesiminin Modele Dahil Edilmesi

Yukarıda yer verilen basit modelde sadece özel sektör yer almaktadır. Modelin devamında Minsky (2013 [1986]: 150), kamu sektörüne de yer vermiş ve devletin harcama yapıp vergi toplaması ile denklikler bir ileri seviyeye taşınmıştır. Aynı zamanda kamu istihdam da sağlamakta ve transfer harcaması yapmaktadır. Böylece tüketim mallarına yönelik toplam talep şu şekilde olacaktır:

$$P_C Q_C = W_C N_C + W_I N_I + \overline{W_G N_G} + T_f - T_W (W_C N_C + W_I N_I + \overline{W_G N_G}) \quad (1.6)$$

Burada W_G kamu çalışanlarının ücret oranlarını, N_G kamudaki istihdam sayısını, T_f transfer ödemelerini ve T_W de ücretler üzerinden alınan gelir vergisi oranını vermektedir. Basit modelin aksine toplam talep, işçilerin brüt değil net gelirlerinden oluşmaktadır. Görüldüğü üzere kamunun istihdam sağlayıp transfer harcamasında bulunması enflasyonist iken gelir vergisi oranlarında yapılacak bir artış tam tersi etkiye neden olacaktır.

Kamu açığının aşağıdaki biçimde ifade edilebileceği düşünülürse;

$$Df = \overline{W_G N_G} + \pi_G + T_f - T_W (W_C N_C + W_I N_I + \overline{W_G N_G}) - T_\pi(\pi) \quad (1.7)$$

(1.6) nolu denklik (1.8) nolu denkleğe dönüşecektir. Burada kamunun kâr geliri elde ettiği (π_G) ve özel sektörün elde ettiği kârlardan ($T_\pi(\pi)$) vergi topladığı olgusuna da yer verilmiştir.

$$P_C Q_C = W_C N_C + W_I N_I + Df - \pi_G + T_\pi(\pi) \quad (1.8)$$

Böylece tüketim malları sektörü kârının belirleyicilerinden birisi kamu sektörü olacaktır:

$$\pi_C = W_I N_I + Df - \pi_G + T_\pi(\pi) \quad (1.9)$$

Yatırım malları sektörü kârı ise toplam yatırım harcamalarından işgücü maliyetlerinin çıkarılması ile bulunmaktadır:

$$\pi_I = I - W_I N_I \quad (1.10)$$

Bu durumda, üç sektörden oluşan bir ekonomideki brüt kârlar şu şekilde olacaktır:

$$\pi = \pi_C + \pi_I + \pi_G = I + Df + T_\pi(\pi) \quad (1.11)$$

Brüt kârları, kamunun tahsil ettiği vergi sonrası oluşan net kâra çevirirsek:

$$\pi^* = \pi - T_\pi(\pi) \quad (1.12)$$

Böylece net karın belirleyicilerine, yukarıda yer verilen basit modeldeki yatırım harcamalarına ek olarak kamu kesimi açığı da eklenmektedir.

$$\pi^* = I + Df \quad (1.13)$$

Kârın belirleyicileri ortaya çıktıktan sonra, cari çıktı fiyatlarının belirleyicilerini elde etmek için (1.8) nolu denklik (1.14) nolu denkleğe dönüştürülür.

$$P_C = \frac{W_C}{A_C} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} + \frac{Df - \pi_G}{W_C N_C} + \frac{T_\pi \pi}{W_C N_C} \right) \quad (1.14)$$

Minsky (2013 [1986]) tarafından kurulan modelde görüldüğü üzere bütçe açıkları fiyatlar üzerinde enflasyonist bir etkiye sahiptir. Kamu harcamalarının bu yapısı 1929 Buhranı'nda çarpıcı biçimde kendisini gösteren deflasyon spirallerinin tekrarına engel olmaktadır. Fiyatların belirli bir ivmeyle sürekli yükselmesi, zamana bağlı olarak borç stoklarının reel değerlerini düşürmektedir. Minsky'nin tabiriyle enflasyon finansal

istikrarın sağlanması için ödenmesi gereken bir bedeldir. Bu yaklaşıma paralel olarak, fiyatların önemi Irving Fisher (1933) tarafından da değinilmiş ve deflasyon borçluluk ile ilişkilendirmiştir.

Kamu harcamalarının enflasyonist etkisi aynı zamanda kârlara yönelik pozitif itiş de sağlamaktadır. Denklik (1.13) de bu olguyu ifade etmektedir. 1929 Büyük Buhranı sonrası ekonomilerin değışen kurumsal yapısı kamu harcamaların GSYH içindeki paylarını artırmıştır. O tarihlerden günümüze bakıldığında birçok ekonomide kamu açıkları sürekli bir hal almıştır. Büyük Devlet etkisi, kârların radikal biçimde çakılmasını engellemiş olup 1929 Krizi gibi birikimli deflasyonist süreçlerin önüne set çekmiştir (Gatti vd., 1994).

1.2.1.3 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Dış Ticaretin Modele Dahil Edilmesi

Bu zamana kadar ele alınan model kapalı bir ekonomiyi tasvir etmektedir. Dış ticaretin de modele eklenmesiyle açık ekonomide fiyatların ve kârların nasıl oluştuğu çözümlenecektir.

İktisat teorisine hakim olan genel kanı, serbest dış ticaretin uluslararası işbölümü ile verimliliği artıracığı ve tüm ülkeler için kazan-kazan durumu oluşturacağıdır. Fakat ortodoks iktisat teorisi, yapısal faktörlerden ötürü kronikleşen dış ticaret açıklarının kârlar üzerindeki etkisini ihmal etmektedir. Örneğin Keynes (2010 [1936]: 283-314), Merkantilistlerden alıntı yaparak dış ticaret açığının para miktarını azaltarak ekonomik aktiviteye zarar verdiğine vurgu yapmıştır. Keynes'e göre Merkantilistler, iktisat yazınında karikatürleştirilmesine rağmen paranın tıpkı emek ve sermaye gibi bir üretim faktörü olduğunun farkındaydılar. Paranın yanlı olması, para stoğu kıtlığı durumunda

ekonomide durağanlığa yol açacağı için fiyatlar ve kârlar üzerinde olumsuz sonuçlara yol açacaktır.

Dış ticaret dahil edildiğinde tüketim malları toplam talebi şu şekilde formüle edilecektir:

$$P_C Q_C = W_C N_C + W_I N_I + \overline{W_G N_G} + W_X N_X + Tr - T_W (W_C N_C + W_I N_I + \overline{W_G N_G} + W_X N_X) - P_M Q_M \quad (1.15)$$

Burada $W_X N_X$ ihracat malları sektöründe çalışan işçilerin toplam ücretlerini, $P_M Q_M$ ise ithalat mallarına olan derneşik talebi ifade etmektedir.

Dış ticaret açığı (BTDF), bilindiği üzere ithalatın ihracattan farkıdır:

$$BTDF = P_M Q_M - P_X Q_X \quad (1.16)$$

İhracattan elde edilen toplam ciro, ihracat sektörünün kârı ve sektörde çalışan işçilere ücret olarak bölüştüğü için aşağıdaki gibi bir gösterim yapmak mümkündür:

$$P_X Q_X = W_X N_X + \pi_X \quad (1.17)$$

Böylece dış ticaret açığının son hali şu şekilde olacaktır:

$$BTDF = P_M Q_M - W_X N_X - \pi_X \quad (1.18)$$

Yukarıdaki denkliklerden gerekli türetmeler yapıldığında vergi sonrası net kârın bileşenleri yatırım, kamu açığı ve dış ticaret açığından oluşacaktır:

$$\pi^* = I + Df - BTDF \quad (1.19)$$

Tüketim malları fiyat düzeyi genel seviyesi de, açık ekonomi şartlarında şöyle olacaktır:

$$P_C = \frac{W_C}{N_C} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} + \frac{Df}{W_C N_C} - \frac{BTDF}{W_C N_C} + \frac{T_\pi \pi - \pi_G - \pi_X}{W_C N_C} \right) \quad (1.20)$$

Buradan anlaşılacağı üzere, dış ticaret açığı verilen ülkelerde fiyatlar ve kârların baskılanması kaçınılmaz olacaktır. Fakat kârların borçları ve varlık fiyatlarını geçerli kılması gibi yatırım motivasyonu noktasında kritik bir öneme haiz olması, sermaye

birikimi ve dış ticaret serbestisi olgusunun çatışmasına yol açmaktadır (Minsky, 2013 [1986]). Özellikle ABD gibi ithalatın gelir esnekliği katsayısının yüksek olduğu ülkelerde kârları belirli bir seviyede tutmak için kamunun ihtiyati bir biçimde bütçe açığı vermesi zorunluluktur.

1.2.1.4 Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Kârlardan Tüketim ve Ücretlerden

Tasarrufun Modele Eklemlenmesi

Bu zamana kadar yer verilen denklemlerde ortaya çıkan, yaratılan gelirin sınıflar arasında bölüştürüldüğünde tüketim ve tasarruf arasında keskin bir ayrım çıktığı açıktır. İşçi sınıfının elde ettiği ücret gelirinden sadece tüketim yapması, sermaye sahiplerinin ise yalnızca tasarrufta bulunması gerçeklikten uzak bir varsayımdır. Minsky (2013 [1986]: 154-155) buradan yola çıkarak ücretlerden tasarruf yapılması ve kârların tüketim mallarında da harcanmasını modele eklemiştir. Bu şekilde yurt içi talebin bileşenleri şu hale gelmiştir:

$$P_C Q_C = W_C N_C + W_I N_I + W_G N_G - T_W(W) + c\pi^* - sW^* \quad (1.21)$$

Burada gerekli cebirsel düzenlemeler yapılırsa, tüketimden yapılan tasarrufların kârları azalttığı, kâr gelirlerinden yapılan nihai tüketimin ise kârlar üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucu çıkacaktır:

$$\pi^* = I + Df + c\pi^* - sW^* \quad (1.22)$$

“Kapitalistler kazandıklarını harcamazlar, tam tersine harcadıklarını kazanırlar” önermesinin gösterimi, (1.22) nolu denklik tarafından yapılmaktadır. Kapitalistlerin kendileri için yaptıkları tüketim harcamaları sermayenin yeniden üretimi döngüsüne dahil olmakta ve böylece tüketim sonucu metanın ediniminden sağladıkları faydanın yanı sıra toplam kârlılığa da yukarı yönlü etki etmektedirler.

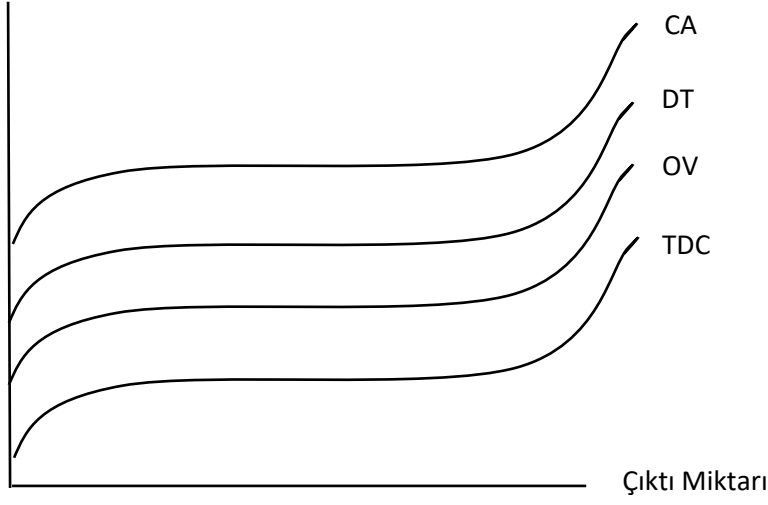
Finansal kapitalizmin hegemonyası ile kârların şirket ortaklarına dağıtımı, birikim sürecinin iç kaynaklardan çok yükümlülük taahhüdü oluşturan dış kaynaklara dayanmasına yol açmıştır (Laski ve Walther, 2013: 20). Bu durum kârlılık noktasında ihtilafli bir duruma yol açmaktadır. Bir taraftan dağıtılan kârların tüketime gitmesi kârlılığı desteklerken, şirketlerin edinilen kârlarla özsermaye biriktirmeyip dış finansmana sırtlarını yaslaması genel yapıdaki finansal kırılganlığı artırmaktadır.

1.2.2.1 Tüketim Mallarında Arz Fiyatının Belirlenmesi

Tüketim mallarının arz fiyatı, mark up fiyatlama sonucu ortaya çıkmaktadır. En yalın haliyle mark up fiyatlama, teknolojik olarak belirlenmiş ortalama üretim maliyetlerinin belirli bir kâr marjı ile çarpılması sonucu ulaşılan nihai fiyattır (Shapiro ve Sawyer, 2003).

Piyasa ekonomisi işleyişi içinde, firmalar açısından iki tür fiyatlama söz konusudur. Bu ayrımı ortaya çıkaran temel unsur ise maliyet yönetimi değildir. Asıl belirleyici faktör, piyasa gücünü yansıtan mark up oranıdır. Birinci tür fiyatlama, içinde bulunulan sektördeki yüksek pazar payı sayesinde firmanın mark up oranını belirleyebilme gücünün olmasıdır. Fiyat belirleyici şirketlerde önce arz fiyat belirlenmekte, üretim ve envanter yönetimi ise talep tarafından şekillenmektedir. Fiyatın otonom belirlendiği bu yapıda, hedef fiyatın açık ve örtük maliyetleri karşılaması asıl amaçtır. Burada açık maliyetler üretim sürecinde karşılaşılan hammadde, işgücü gibi girdi maliyetleri iken örtük maliyetler şirketin kredibilitesini artıracak ve bilançosunu güçlü gösterecek finansal giderlerin karşılanması üzerine kuruludur (Minsky, 2013 [1986]). Yeterli talep geldiği ölçüde hem açık maliyetler karşılanacak, hem de güçlü bilançonun verdiği kredibilite ile sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların ilgisi çekilecektir. Dahası, kredibilitenin sağlanması ile borçlanma olanakları artacaktır.

Şekil 1.1: Maliyet Bileşimlerine
İmkan Veren Toplam Maliyetler



Kaynak: (Minsky, 2013 [1986]: 162)

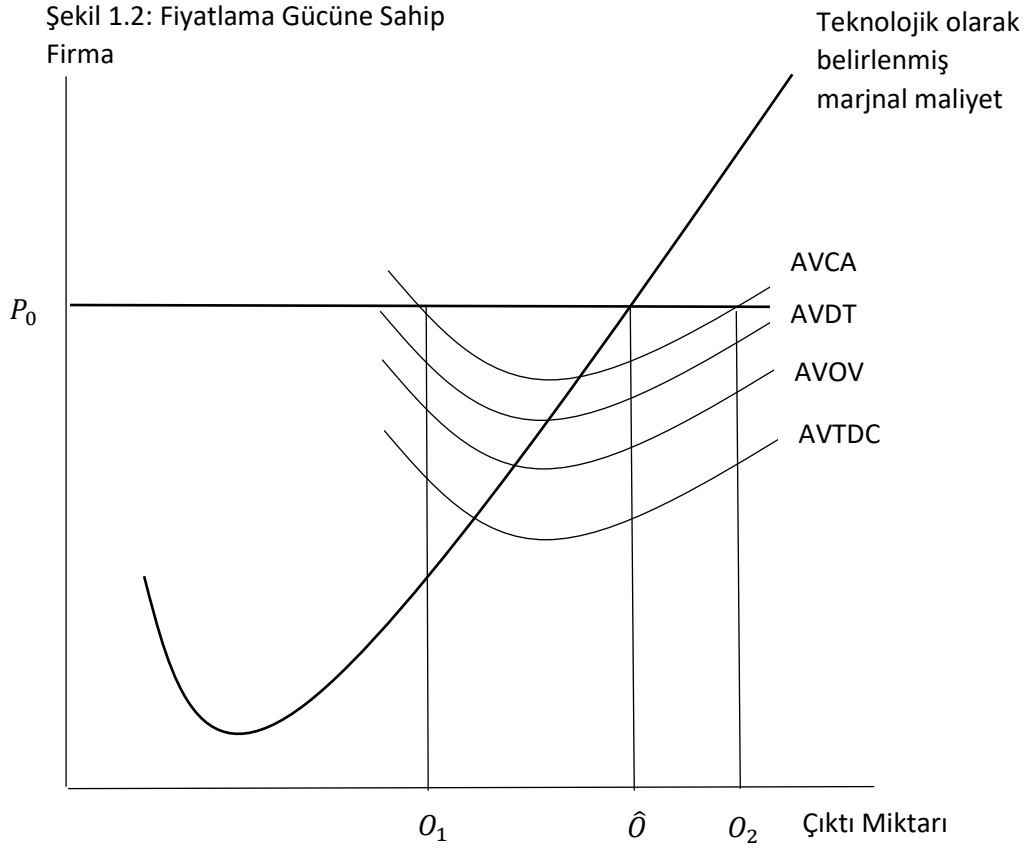
TDC = Teknolojik olarak belirlenmiş maliyetler

OV = Teknolojik olarak belirlenmiş maliyetler + genel yönetim giderleri

DT = OV + borçların geçerli kılınması için gereken kaynaklar

CA = DT + sermaye varlıklarına ödenen fiyatların geçerli kılınması için gereken kaynaklar

Üretim maliyetlerinin ödenmesi, borçların geçerli kılınması ve yapılan yatırımların kendini amorti etmesi için gelirlerin CA hattının üzerinde olması gerekmektedir. Fakat şekil 1.1 fiyat alıcı ve fiyat belirleyici ayrımı yapmamaktadır. Şekil 1.2’de fiyat belirleyici firmaların fiyatlama davranışı görülebilir.



Kaynak: (Minsky, 2013 [1986]: 163)

AVTDC = Teknolojik olarak verilen ortalama maliyetler

AVOV = AVTDC + Çıktı başına ortalama sabit maliyetler

AVDT = AVOV + Ortalama finansman gideri

AVCA = AVDT + Sermaye varlık fiyatlarını geçerli kılacak ortalama fiyat

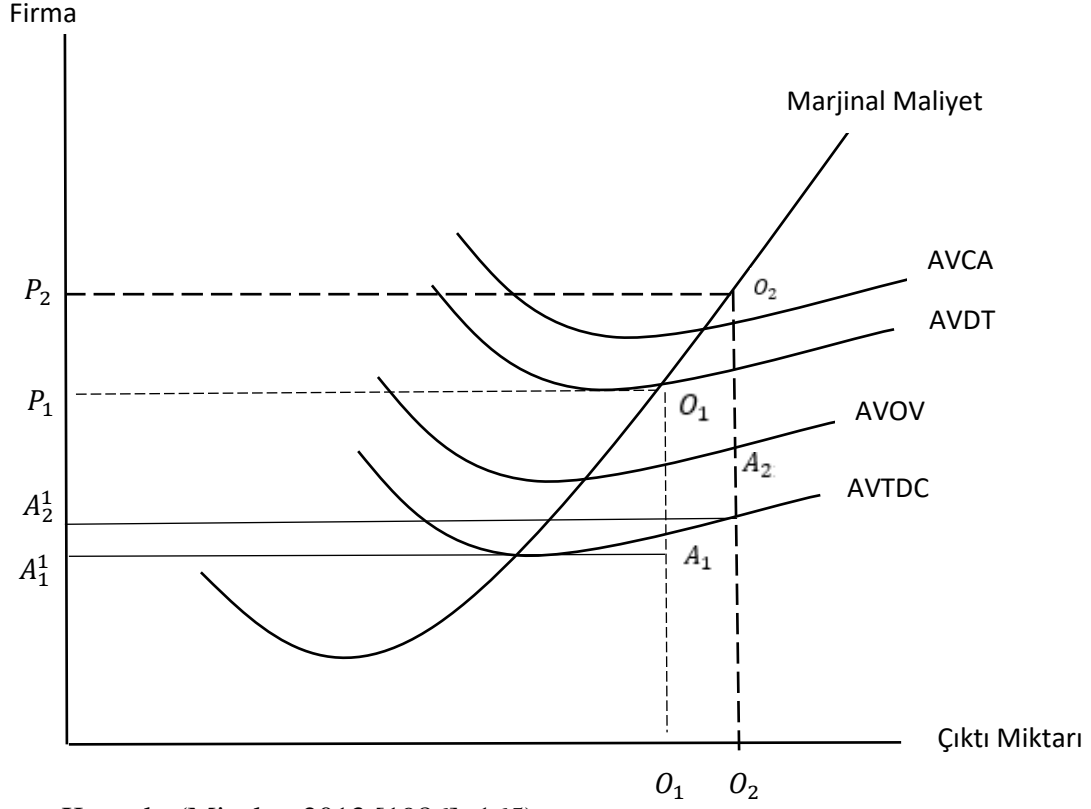
Daha önce de belirtildiği gibi fiyat belirleyici firmalarda fiyat otonomken üretim talebe göre değişmektedir. Fiyatın P_0 olarak belirlendiği durumda, talebe göre üretim AVCA eğrisi boyunca olacaktır. Üretimin Q_1 'den büyük olduğu durumlarda tüm açık ve örtük maliyetler karşılanacak ve finansal anlamda güvenlik marjı sağlanacaktır. Örneğin şekil 1.2'de \hat{Q} kadar satış yapılması, bankanın bu firmaya kredi sağlaması noktasında istekli olacağını işaret etmektedir. Fakat talep daraldıkça ve üretim \hat{Q} 'dan daha aşağı seviyelere çekildikçe kapasite kullanım oranları düşmüş olacak ve yeni yatırım yapma iştahı azalacaktır. Diğer yandan, üretimle doğrudan bağlantısı olmayan ve katılmış olan genel

yönetim giderleri mevcudiyetini sürdürecektir. Böylece teknolojik olarak belirlenmiş ortalama maliyetler artmasa bile AVCA eğrisi yukarı kayacaktır ve yatırımın kendini amorti edememesi söz konusu olacaktır (Minsky, 2013 [1986]: 163-164).

Talep yetersizliğinin yanında, fiyat belirleyici firmaların olağan işleyişini bozacak bir diğer durum da finansal piyasa koşullarında yaşanacak sıkılaşmadır. Borçlanma maliyetlerinde yaşanacak bir artış AVDT eğrisini, dolayısıyla AVCA eğrisini yukarı kaydıracaktır (Minsky, 2013 [1986]: 163-164). Bu durumda, esas faaliyetlerden elde edilen gelirler finansal taahhütleri karşılamada yeterli olmayacak ve varlık satışı ya da borç çevirme gündeme gelecektir.

Fiyatlama açısından bir diğer davranış, piyasada belirlenen fiyatı veri olarak alan firmalarda görülmektedir. Fiyat belirleme gücüne sahip olmayan ve rekabet koşullarının sıkı olduğu bu şirketlerde önce üretimin adedine karar verilir, çıktının satışı ise piyasada belirlenen fiyat üzerinden yapılır. Fiyatın veri alındığı piyasalarda firmalar kendi birim kâr marjları üzerinde söz sahibi değildirler. Fiyatlama gücüne sahip firmanın fiyatı sabit tutmasının aksine, önceden belirlenen fiyatı kabul etmek zorunda olan bu iktisadi birimler, gelen talebe göre arz fiyatlarını marjinal maliyet eğrisi boyunca değiştirmektedirler (Minsky, 2013 [1986]: 165-166).

Şekil 1.3: Fiyatı Veri Olarak Alan



Kaynak: (Minsky, 2013 [1986]: 165)

Şekil 1.3'de görüldüğü üzere, piyasada arz fiyatı P_2 olursa ve maliyetlerin yalnızca teknolojik olarak belirlenmiş olanlardan oluştuğu varsayılırsa, toplam kâr $P_2O_2A_2A_2^1$ olacaktır. Fakat, talepte meydana gelecek az miktarda bir küçülme ile fiyatın P_1 'e gelmesi durumunda kâr miktarı $P_1O_1A_1A_1^1$ 'e düşecektir. Görüldüğü üzere talepteki ılımlı değişimler bile fiyatı veri olarak alan firmanın sermaye varlık fiyatlarını geçerli kılamamasına neden olacaktır. Tarihsel olarak bakıldığında iktisadi aktivitenin istikrarsız olduğu düşünülürse, fiyat alıcı firmalar için sermaye varlığı edinimi oldukça riskli gözükmektedir. Bu nedenle, bankaların yüklü miktarda yatırım kredisi için piyasa gücünü şart koşmaları şaşırtıcı değildir.

1.2.2.2 Sermaye Yoğunluğu ve Çoklu Piyasalar

Bir üretim sürecinin sermaye yoğun – emek yoğun ayrımı, firmanın finansallarının incelenmesiyle ortaya çıkabilmektedir. Finansman giderlerinin toplam giderler içinde yüksek bir paya sahip olması ve bunun yanı sıra emek maliyetlerinin düşük olması üretimin sermaye yoğun tekniklerle yapıldığının göstergesidir. Sermaye yoğun şirketlerde arz fiyatının, teknolojik olarak belirlenen ortalama maliyetlerden çok daha yüksek olması gerekmektedir. Çünkü bu yapı içerisinde finansal yükümlülükler önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle mark up oranının yüksek tutularak çıktılarının arz fiyatının yüksek karlılığı destekleyecek seviyede olması gerekmektedir. Ulaşılan kârın önemli bir kısmı ise finansman giderlerini karşılamaktadır (Minsky, 2013 [1986]: 170-172). Fakat, rekabetin yoğun olduğu koşullarda çıktı arz fiyatı istenilen seviyeye ulaşamayacak ve şirketin borçlarını geri ödeyebilme kapasitesi azalacaktır. Daha uç bir durumda ise temerrüde düşmek söz konusudur.

Bankacılar, borç ödeme kapasitesinin düşük olduğunu görürlerse kredi vermekten kaçınacaklardır. Bu nedenle verilen ticari ve yatırım kredilerinde, borç talep edenin bulunduğu sektörde eksik rekabet olmasını bir şart olarak sunmaktadırlar (Minsky, 2013 [1986]: 170-172). Sermaye yoğun üretim ile oligopol / tekelci piyasa yapısı ayrılmaz bir bütündür.

Sermaye yoğun işletme yapısının daha büyük mark up oranlarını gerektirdiğinden hareketle, ekonomilerde kâr marjlarının düşmesi ciddi finansal krizlerin tetiklenmesi anlamına gelebilir. Otomasyonun sürekli artış gösteren bir trend olduğu göz önünde bulundurulursa, finansmanın sürekliliği için oligopol / tekelci piyasaların varlığı olumsuz bir durum değildir. Bankaların kredi verirken aradıkları şartlardan birisi olan yüksek piyasa payı, tam rekabeti olumsuz etkileyen bir durum olsa da takipteki krediler oranını azaltmaktadır.

Sermaye yoğun üretim, içerisinde yüksek finansman giderleri, genel yönetim giderleri ve sermaye varlıkları fiyatının geçerli kılınması gibi örtük maliyetleri barındırdığı için bu üretim yapısında çıktı fiyatları yüksek olma eğilimindedir. Sermaye yoğun üretimin emek yoğun üretime göreli fiyatının daha yüksek olması ikame etkisini devreye sokabilmekte ve emek yoğun üretim çıktılarına talep artabilmektedir. Sermaye yoğun üretim yapısının sübvansiyon gibi mekanizmalarla korunup desteklenmesi, finansal sistemin istikrarı için öne çıkarılmış uygulamalardır (Minsky, 2013 [1986]: 172).

1.3 Yatırım ve Finansman

Kâr oranlarının istikrarı kapitalist bir ekonomide hayati önem taşımaktadır. İşletmeler yatırım, üretim ve istihdam gibi aksiyonları kâr elde etmek için yaparlar. Kâr beklentilerinin düşük olduğu dönemlerde iktisadi faaliyet kaçınılmaz olarak durağan düzeye yakınsamaktadır. Minsky'nin (1989) vurguladığı üzere kârların asli belirleyicisi ise yatırım harcamalarıdır.

Yatırımın belirleyicilerini yalnızca faiz oranı ile bağdaştıran ana akım iktisadın burada indirgemeci bir tavır sergilediği açıktır. Post-Keynesyen İktisada göre faizin yatırımlar üzerindeki etkisi dolaylıdır ve yatırımın belirleyicileri daha karmaşık bir konu olarak çözümlenmektedir. Finansal istikrarsızlık olgusunun daha iyi anlaşılabilmesi için bu konuya açıklık getirmek şarttır. Yatırım bir karar alma süreci ile başlamaktadır. Sermaye varlığının gelecekte yaratacağı gelir akımı, kendi maliyetinden tatmin edici seviyede yüksekse yatırım yapma isteği oluşacaktır. Bu bakımdan yatırım şimdiki paranın gelecekteki para ile takasıdır (Minsky, 1989).

Finansman olgusundan bağımsız inceleyemeyeceğimiz yatırım, kapitalizmin gidişatına yön veren asli unsurdur (Minsky, 2016: 15).

1.3.1 İkili Fiyat Sistemi ve Finans

Minsky (1980), iki fiyat kümesi tanımlamış ve bunları yatırımın talep fiyatı ile yatırımın arz fiyatı olarak sınıflandırmıştır. Yatırımın talep fiyatı bir gölge fiyattır ve beklentiler etrafında şekillenir. Geleceğe dönük kârlılık beklentilerinin yüksek olduğu dönemlerde spekülâtif güdülerle sermaye varlıklarına olan talep de artmaktadır. Sermaye varlıklarının değeri, ekonomideki diğer tüm varlıklar gibi belirlenmektedir. Keynes'e (2010, [1936]) göre bu subjektif değerlendirme üç temel bileşenden oluşmaktadır. Yatırımın talep fiyatı (P_k), yatırımın beklenen getirisi (q), taşıma maliyeti (c), ve varlığın likiditesi (l) tarafından belirlenmektedir:

$$P_k = q - c + l \quad (1.23)$$

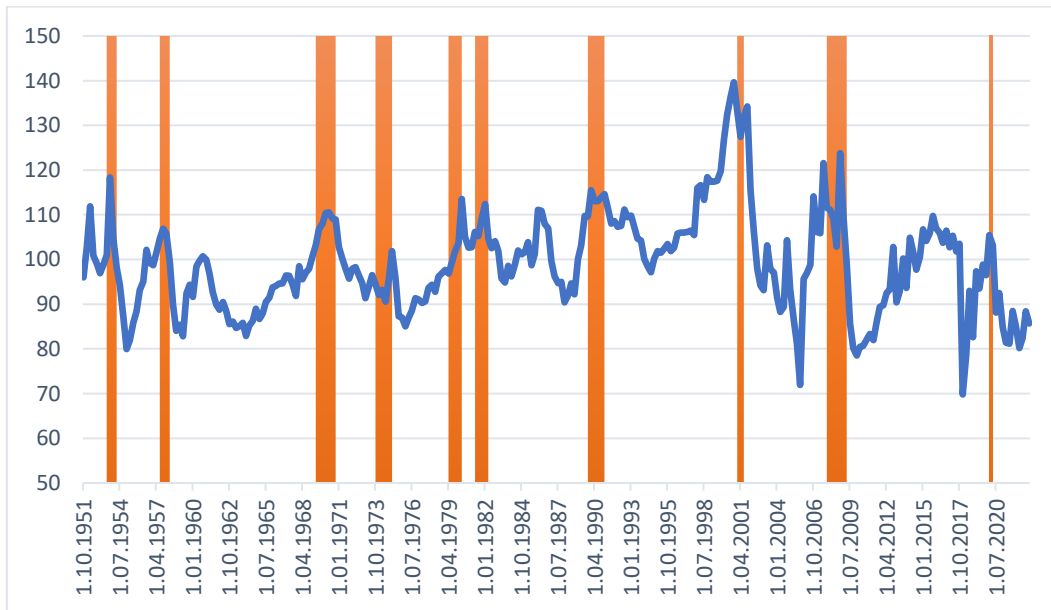
Bu denklikte yer alan c Keynes tarafından taşıma maliyeti olarak adlandırılrsa da Minsky (1985), bunu genişletmiş ve c 'ye ayrıca finansman maliyetini de atfetmiştir.

İktisadi düzlemin sağlam olduğu ve coşkulu gelecek beklentilerinin olduğu dönemlerde firmalar sermaye varlıklarının yaratacağı gelir akımları konusunda iyimser yaklaşacaklar ve yüksek miktarda yatırım malı siparişinde bulunacaklardır. Bu subjektif değerlendirme piyasa psikolojisi ile ortaya çıkmakta ve q özelinde abartılı projeksiyonlar bile yapılabilmektedir.

Sermaye varlıklarının taşıma ve finansman maliyetleri (c) doğası gereği yüksek olmasına rağmen spekülâtif beklentiler bunun önüne geçebilmektedir. Sermaye varlıkları duran varlık kategorisinde sınıflandırılmakta ve likiditesi (l) düşük kalmaktadır fakat beklenti faktörü burada da devreye girmekte ve düşük likidite görmezden gelinebilmektedir. Bu nedenlerden ötürü beklentilerin yatırımlardaki rolü göz ardı edilemeyecek kadar büyüktür.

Yatırım yapmak aslında bir portföy tercihidir ve Keynes'in likidite tercihi teorisi ile açıklanmaya elverişlidir (Minsky, 2016). Firmalar konjonktürün genişleme evrelerinde gelir akımları (q) ağırlıklı bir portföy tercih edecekler ve duran varlıkların artış hızı, dönen varlıkların artışını sürklase edecektir. Bu dönemlerde bankalar da kâr odaklı hareket edecekler ve borç verme iştahları, kredi büyüme hızındaki artışları destekleyerek yatırımın talep fiyatını daha da yukarılara çekecektir. Ayrıca, kârlılık doğrultusunda finansal inovasyona giden bankalar yeni finansal enstrümanlar ile piyasadaki fon miktarını artıracaklardır. Böylece sermaye varlıklarının talep fiyatı pozitif seyrini güçlendirecektir (Minsky, 2016: 66). Yatırımın talep fiyatındaki artış borçluluğa taviz vermektir ve bu hem borç alan hem de borç veren için geçerlidir. Bu durumda sabit sermaye yatırımları yapmak ilgi çekici hale gelirken iç fonlar yeterli gelmeyecek ve firmalar kaçınılmaz olarak kredi kullanacaklardır. Portföylerin daha az likit varlıklarla şekillendiği genişleme fazında finansal kırılganlık baş gösterecektir.

Grafik 1.1: Reel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları / İç Fonlar (%)



Kaynak: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org/>

Grafik 1.1’de resesyon periyotları turuncu alanlarla gösterilmektedir. Buradan da gözlemlenebileceği üzere neredeyse her resesyon öncesi reel sektörün sabit sermaye yatırımlarının iç fonlarına oranı düzenli bir artış göstermektedir. Beklentilerle ortaya çıkan yatırımın talep fiyatındaki artış grafik 1.1’i ortaya çıkarmaktayken madalyonun diğer yüzü yüksek kaldıraç oranları ve bunun sonucunda oluşan sistematik kırılganlıklardır.

Yüksek borçluluk, faiz artışları, beklenen gelir akımlarının gerçekleşmemesi gibi piyasadan gelen olumsuz sinyaller likiditeye dönüşü kaçınılmaz hale getirecektir. Konjonktürün tepe noktasından sonra tasfiye dönemine geçilecektir. Duran varlıklara olan talep yavaşlarken önceden alınan pozisyonlar satılarak bilançolarda dönen varlıkların ağırlığı artacaktır. Fakat varlık fiyatlarındaki düşüşün bir sınırı vardır. Merkez bankalarının modern kurumsal yapısı, ikincil piyasalardan doğrudan alım yaparak bazı varlıklara taban fiyat koyabilmektedir (Minsky,2016). Böylece varlıkların değerindeki aşağı yönlü özimizelemeli süreç belirli bir noktada durmaktadır.

İkili fiyat diğer bir bileşeni olan ve cari çıktı fiyatlarının alt kümesinde sınıflandırılan yatırımın arz fiyatı tıpkı diğer çıktılar gibi mark up fiyatlama ile ortaya çıkmaktadır (Minsky, 2016). Sermaye varlıklarının arz fiyatı şu şekilde formüle edilmektedir:

$$P_o = \frac{(1 + M)W}{A_c} \quad (1.24)$$

Burada yer alan mark up oranı şirketlerin fonlanma maliyeti ve güvenlik marjlarından oluşmaktadır. Yatırımın arz fiyatını, ilave sermaye varlığı edinmenin maliyeti olarak adlandırmak da mümkündür (Reissl, 2020: 110).

Yüksek kaldıraç kullanılması ve yüksek faiz giderlerinin mevcudiyeti, iktisadi birimlerin bilançosunu erozyona uğratan ve güvenlik marjlarını daraltan yegane faktörlerdir. Buna ek olarak, yerleşik iktisadın tanımladığının aksine bankacılık sisteminin edilgen yapıda

olmaması yatırımın arz fiyatını etkilemektedir. Artan risklere karşı kredi veren mercilerin kendileri için bir güvenlik marjı talep etmesi, yatırımın arz fiyatını kaçınılmaz olarak yükseltmektedir (Kregel, 1997).

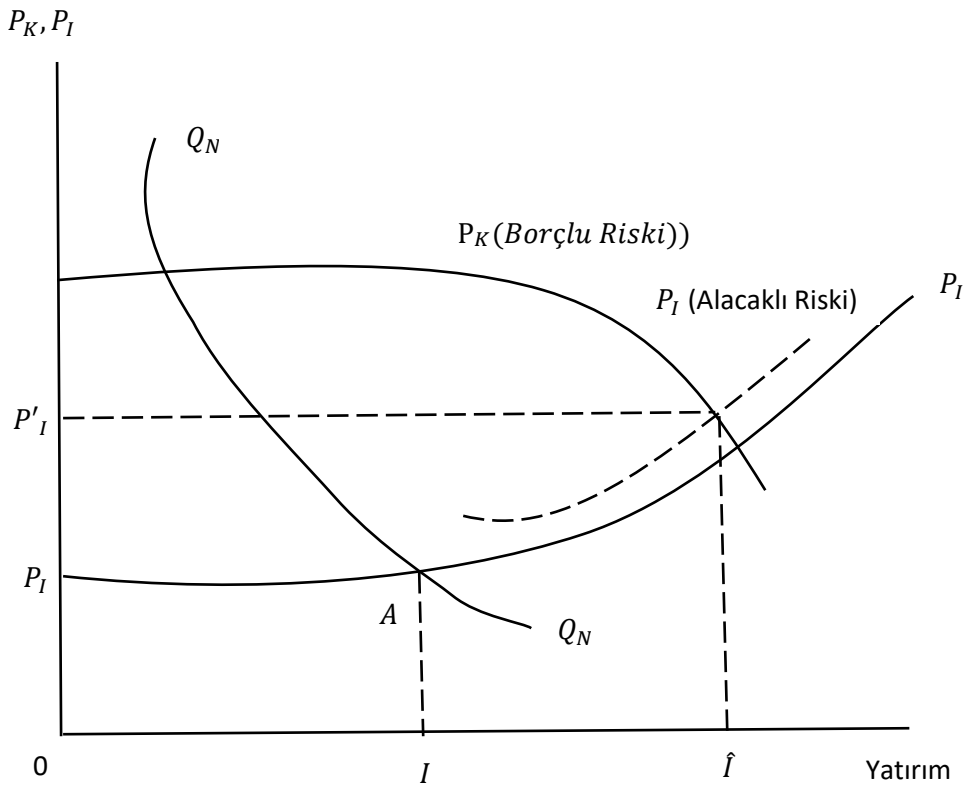
İş çevrimleri, sermaye varlıklarının talep ve arz fiyatı olmak üzere bu iki fiyat sisteminin dalgalanmalarının bir sonucudur (Minsky, 2013 [1986]: 146). Yatırımın talep fiyatı arz fiyatını geçtiğinde yatırımlar uyarılacaktır. Fakat birikim sürecinin ilerleyen aşamalarında arz fiyatı talep fiyatını aşacak ve yatırım harcamalarında anlamlı ölçüde daralmalar yaşanacaktır. Çalışmamızın sonraki bölümlerinde, bahsedilen istikrarsızlığın sermaye birikim sürecinin doğası gereği ortaya çıktığı daha net bir biçimde ortaya koyulacaktır.

1.3.2 Yatırımın Çözümlemesi

Sermaye varlıklarının talep fiyatının arz fiyatını aşması, yeni yatırım yapılması noktasında temel karar faktörü olsa da yatırımın fiiliyata dökülmesi için yeterli değildir. Yatırımın efektif talebe dönüşmesi için finansman gerekmektedir. Üç finansman kaynağından söz etmek mümkündür. Bunlar şirketin sahipliğinde olan likit varlıklar, iç fonlar ve dış fonlardır. Bu üçü arasından dağıtılmamış kârlar yani iç fonlar yatırım için başvuru olan ilk kaynaktır. Öteki taraftan yatırım projelerinin maliyeti göz önünde bulundurulduğunda iç fonlar yeterli kalmamakta ve dış fonlara başvurulmaktadır. Dış fonlar hisse senedi ihracı ve borçlanma olarak ikiye sınıflandırılrsa dahi borç kullanımı asli dış fon unsurudur. Borçlanmak ise doğası gereği geleceğe dönük ödeme taahhüdüdür. Son olarak likit varlıkların kullanılması yatırımlara kaynak oluşturmak için bir alternatiftir. Fakat, dönen varlıklar şirketin geleceğe dönük sigortası olarak görüldüğü için bu alternatif son sırada yer almaktadır (Minsky, 2013 [1986]).

Yukarıda da bahsedildiği üzere sabit sermaye yatırımları için başvuru alan ilk finansman kaynağı şirketin dağıtılmamış kârları olmakla birlikte dış kaynağın mevcudiyeti asli belirleyici unsurdur. Geleceğe dönük ödeme taahhüdü yaratan dış kaynak kullanımı, sermaye varlıklarında pozisyon alan birimlerin geleceğe dönük beklentileri sonucu kendine talep bulur. Sermaye varlıklarının yeterli nakit akışı yaratacağına yönelik projeksiyonların mevcudiyetinde reel sektör, finans sektörünün kapısını çalacaktır. Finans sektörünün kârlılığı kredi hacmine bağlıdır. Sermaye varlıklarının getirisi noktasında bankacılar da optimist beklentilere sahip ise reel sektörün kredi talebi memnuniyetle karşılanacaktır. Bu noktada, ekonomik yapının iki ucunu kazan-kazan yaklaşımıyla el sıkıştıran düzlem Keynes'in sıklıkla üzerinde durduğu beklenti faktörüdür.

Şekil 1.4: Yatırımın Finansmanı



Kaynak: (Minsky, 2013 [1986]: 196)

Yatırımın karar aşamasında öncelikle beklenen nakit akımları tahmin edilir. Rant benzerleri olarak da adlandırılan beklenen nakit akımları, şekil 1.4'de Q_N ile gösterilmiştir. Rant benzerlerinin yatırımın arz fiyatı (P_I) ile kesiştiği yer olan A noktası, yatırımın iç fonlar ile finanse edildiği kısımdır. Yani 0 – I arası içsel finansmanı göstermektedir. I'dan fazla yatırım yapılması dış finansmanı gerekli kılmaktadır (Minsky, 2013 [1986]: 195-197). Yukarıda da bahsedildiği üzere, mevcut likit varlıkların boşaltılması da alternatif bir finansman olarak karşımıza çıksa da kredi kullanımı ve hisse ihraç etmek şirketler tarafından öncelikli finansman yoludur ve varlık satışı ise son alternatiftir.

Borçlanma sonucu geleceğe dönük ödeme yükümlülükleri belirecektir. Finansman giderlerinin mevcudiyeti ile çeşitli finansal rasyolar bundan olumsuz etkilenecek ve hem bilanço hem de gelir tablosundaki güvenlik marjları daralacaktır. Bu durumu yatırımın talep fiyatındaki düşüş takip edecektir. Sermaye varlıklarındaki talep fiyatı her ne kadar beklenen getiri olarak açıklansa da, finansman koşulları ile ele alındığında borçlunun riskini de kapsamaktadır. Borçlunun artan riski yatırım mallarına yönelik değerlemesinde iştahsız bir tutum sergilemesine yol açacaktır. Böylece yatırım malının talep fiyatı eğrisi, birikim sürecine yüksek kredi kullanımının eşlik ettiği aşamada kırılım yaşayacak ve negatif eğime dönecektir (Minsky, 1980).

Finansman olgusu ihmal edildiğinde bile yatırım arz fiyatının pozitif eğime dönmesi söz konusudur. Yatırım malları siparişe temin edilmektedir. Sipariş ise iş dünyası içerisinde bir çeşit teklif fiyatıdır. Siparişlerin artışı yatırım malları sektörünü fiyatlama konusunda elini güçlendirecek ve cesaretlendirecektir. Böylece kendi malları için daha yüksek fiyatlar talep edecekler ve yatırım mallarının arz fiyatı kaçınılmaz olarak artacaktır. Fakat, finansın her alanda kendini gösterdiği kapitalist ekonomilerde finansman şartlarını yok saymak anlamsızdır. Yatırım malı üreticileri, karşı tarafın yeterli ödeme gücü olduğuna

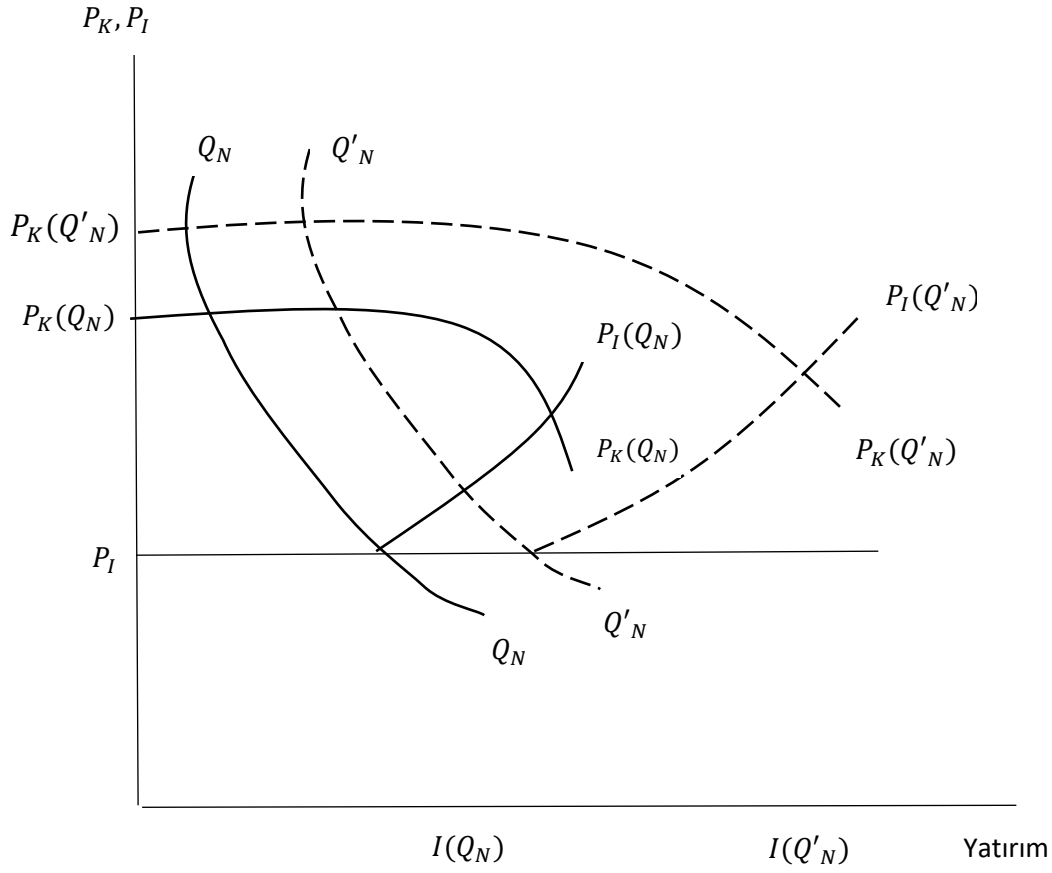
dair garantileri bulunmadıkça kendilerine iletilen talebi karşılamayacaktır. Burada finansman sağlayan kuruluşlar devreye girecek ve ancak bu yolla söz konusu talep efektif talebe dönüşecektir (Minsky, 2013 [1986]: 192). Sonuç olarak, sermaye stoğuna yapılacak eklemenin ilave maliyeti dış finansman koşullarına bağlıdır.

Finansal alan dahil edildiğinde borç verenin riskini yansıtan yatırım mallarının arz fiyatı, güvenlik marjlarının daralması ile artış eğilimine geçecektir. Piyasaları düzenli takip eden finansörler, riskin etkilerini dengelemek için faiz oranlarını artırabilir ya da vadeyi kısaltabilirler. Kredinin geri ödenme konusunda temerrüt ihtimali görmeleri durumunda ise kredi tayinlaması söz konusu olacak ve böylece borçlanmanın önüne set çekilecektir.

Şekil 1.4'de P_K (borçlu riski) ve P_I (alacaklı riski)'nin birbirini kestiği nokta (P'_I) yatırımın fiyatıdır ve bu noktadaki miktar kadar (\hat{I}) yatırım yapılacaktır. Bu yatırım miktarının 0 – I aralığı şirketin içsel fonlarıyla finansel edilirken $\hat{I} - I$ kısmı borç kullanımına konu olacaktır.

Yatırım şimdiki paranın gelecekteki para ile takasıdır (Minsky, 1992). Geleceğe dönük nakit akımlarındaki optimistik beklenti yatırım için en önemli motivasyondur. Fakat yapılan ciro projeksiyonları ile gerçekleşen arasında fark olmasının önemli sonuçları olacaktır.

Şekil 1.5: Alternatif Gerçekleşmeler
Işığında Yatırım ve Finansman



Kaynak: (Minsky, 2013 [1986]: 198)

Şekil 1.5’de gösterildiği gibi cari dönem kârları (Q'_N), beklenen kârlılığın (Q_N) ötesinde olursa, yatırım için edinilen borcun bir kısmı sermaye varlıklarının finansmanı özelinde atıl kalmış olacaktır. Bu durumun firmanın bilançosuna olumlu yansımaları olacaktır. Kredi kullandırmada müşterilerinin bilanço ve gelir tablosunu veri alan bankacılık sektörü de düşen risklere kayıtsız kalmayacak ve finansman koşullarını iyileştirecektir. Sonuç olarak, alacaklı riskinin azalması ile P_I da buna eşlik edecektir. Bunun yanı sıra cari kârlılığın beklenenden yüksek oluşu, yatırım mallarına yönelik gelecek değerlemelere de etki edecek ve P_K eğrisi yukarı kayacaktır (Minsky, 2013 [1986]: 197-200). Grafikten de çıkarım yapılabileceği üzere P_K ve P_I arasındaki farkın açılması yatırım harcamaları düzeyini artıracaktır.

P_K ve P_I arasındaki farkın, dolayısıyla yatırım seviyesinin bir diğer belirleyicisi finansal piyasalardaki şartlardır. Paranın nötr olmadığı olgusundan yola çıkarak, kredinin işletmeler için yatırımın bir girdisi olduğu açıktır. Sermaye birikiminin kredi kullanımını tetiklemesi ile artacak faiz oranları, sermaye varlıklarında pozisyon alan ekonomik birimleri finansman giderleri yönünden zorlayacaktır. Fakat yatırım projesinin uzun vadeli olması, henüz tamamlanmamış projelerin tamamlanması için dış finansmanı zorunlu kılmaktadır. Sonuç olarak inelastik bir finansman talebi ortaya çıkacaktır. Diğer taraftan, merkez bankasının kredi koşullarında sıkılaşmaya gitmesi veya bankaların risk değerlemesinden ötürü kredi tayinlemesini benimsemesi finansman arzını belirgin ölçüde kısacaktır. Bu durumda, reel sektörün alternatif finansman arayışları, daha yüksek maliyetli fon elde etmelerini beraberinde getirecektir. Sonuç olarak, geleceğe dönük yüksek ödeme taahhütleri alacaklı riskini artıracığından ötürü yatırımın arz fiyatı da artıracaktır.

1.4 Finansal Yükümlülükler ve İstikrarsızlık

Gelişmiş piyasa ekonomilerinde teknolojik olarak belirlenmiş maliyetlerden ziyade finansal giderlerin sistematik etkisi daha belirgindir. Bunun nedeni, finansal yükümlülüklerin sermaye birikim sürecinin dinamikleri tarafından şekillenmesidir. Beklentilerle hareket eden ve kâr arayışında olan işletmeler, kâr fırsatı gördüklerinde sermaye varlıklarındaki pozisyonlarını artırma eğiliminde olurlar. Modern muhasebat sistemi olan kapitalizmde sermaye varlıklarının da bir şekilde finanse edilmesi gerekmektedir. Firmalar, her ne kadar özsermaye ile finansmanı önceliklendirseler de yatırım malları oldukça pahalıdır ve bu pahalılık zamana göre sürekli bir artış trendinde olmuştur. Bu nedenle dış finansman olağan iş süreçlerinin bir parçası haline gelmiştir. Bununla birlikte, yatırım projelerinin uzun süreli olması fakat bankaların kısa vadeli kredi

verme eğilimi sergilemeleri bir vade uyumsuzluğına yol açmaktadır. Vade uyumsuzluğı söz konusu olduğunda, henüz tamamlanmamış yatırım projesi gelir akımı üretmeyeceğinden ötürü mevcut borcu başka bir borç ile ödemek olası çözümlerden biridir. Fakat ilgili borç devri, istikrarsızlığı ivmelendiren bir unsur olacaktır (Minsky, 2013 [1986]: 201-204).

Ekonominin yapısını yönelik analizler yapılırken, geleceğe dönük mali yük oluşturan dış fonların maliyeti ve vade yapısı, sistemik etkilere yol açan finansal istikrarsızlığı çözümlemede temel kilit taşları olarak rol oynamaktadır.

1.4.1 Esas Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı ve Finansal Yükümlülükler

Bir firma, esas faaliyetlerine konu ettiği bir sermaye malını edineceği zaman öncelikle gelecekteki getiri beklentisini kapitalize ederek cari döneme indirger. Eğer çıkan değer yatırım malının maliyetinden büyükse yatırım yapma kararı verilir. Buraya kadar olan kısım basit görünse de geleceğe dair potansiyel sorunlar da mevcuttur. Bunlardan ilki belirsizliğin yarattığı ve net nakit akımlarını negatife indirgeyen uyumsuzluğtur. Borç kullanan firmalar için finansal taahhütler sözleşmeyle belirlenmekte olup her dönem yapılacak ödeme miktarı önceden bilinmektedir. Öteki taraftan, faaliyetlerden sağlanan gelir akımları talebe bağlı olup konjonktüre göre hareket etmektedir. Bu nedenle faaliyet kârı, borçların aksine belirsizdir (Minsky, 2013 [1986]: 208-210). Daha önce de bahsedildiği üzere edinilen borç miktarı geleceğe dönük getiri değerlemesinin bir fonksiyonudur. Fakat konjonktürel şartlardan ötürü, gelir akımları yapılan projeksiyonların altında kalırsa finansman giderleri sorun teşkil eden bir gelir tablosu kalemine dönüşecektir.

Yatırım – borç ilişkisine yönelik bir diğer risk yatırımların başlangıç ve bitiş tarihi arasındaki süreden kaynaklanmaktadır. Yatırım projeleri tamamlanana kadar gelir akımı üretmezken alınan borç, istisnai durumlar dışında vadesi hemen işlemeye başlar. Şirketin finansalları her ne kadar olumsuz performans gösterse de projenin tamamlanması zaruridir. Bu nedenle dış finansman inelastik hale gelecek ve yüksek finansman giderlerine katlanılacaktır (Minsky, 2013 [1986]: 208-210).

Yukarıda değinilen her iki sorunda da şartlar varlık satışı ve kısa vadeli borçlanmayı zorunlu kılmaktadır.

1.4.2 Birimlerin Finansman Türüne Göre Sınıflandırılması

Minsky'e göre hedge, spekülatif ve ponzi olmak üzere üç adet finansman birimi söz konusudur (Minsky, 1992). Güvenli finansman olarak da adlandırılan hedge finansmanda beklenen gelir akımları borçların üzerindedir.

$$CC_i < \bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2 \quad (1.25)$$

Burada CC_i dış finansmandan kaynaklanan ödeme yükümlülükleridir. \bar{Q}_i kâr beklentisini, $\sigma_{Q_i}^2$ kâr beklentisinin varyansını ve λ subjektif olasılık değerini temsil etmektedir. Hedge finansmanı benimseyen birimler, finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklardan çok az etkilenmekte olup yalnızca mal ve faktör piyasalarındaki gelişmelere duyarlıdırlar (Minsky, 2013 [1986]: 345-347).

Denklik (1.25), nakit akımlarındaki güvenlik marjı (τ) dahil edilerek yeniden düzenlendiğinde şuna ulaşırız:

$$CC_i = \tau (\bar{Q}_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2) \quad (1.26)$$

Görüldüğü üzere daha küçük τ , nakit akımlarındaki güvenlik marjının yüksek olduğunu ifade etmektedir.

Sermaye varlıklarının getirisi ve borçların değeri, aynı kapitalizasyon oranı (K) ile cari döneme indirgenirse (1.27) numaralı denkleme ulaşırız:

$$P_{K,i} = K(\bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2) \quad (1.27)$$

Hedge finansman özelinde $CC_i < \bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2$ geçerli olduğu için sermaye varlıklarının piyasa değeri ($P_{K,i}$), mali yükümlülüklerin ($K(CC)$) üzerinde olacaktır:

$$P_{K,i} > K(CC) \quad (1.28)$$

Finansman türlerini tasnif ederken önemli parametrelerden biri olan sermaye değerlerindeki güvenlik marjı (μ), denklem (1.28)'e dahil edilirse (1.29) numaralı denklem ortaya çıkacaktır:

$$P_{K,i} = \mu K(CC) \quad (1.29)$$

μ değerinin daha büyük olması daha güvenli bir bilanço anlamına gelmektedir.

Varlık ve pasiflerini en optimal biçimde yönetme amacı güden bir birim, sermaye varlıklarının yaratacağı nakit akımlarının, finansman giderlerinin altında kalabileceği senaryoyu hep göz önünde bulunduracaktır. Bu nedenle hisse senedi gibi likit finansal varlıkların aktifte bulundurulması ihtiyatlılığa hizmet edecek ve belirsizliklere karşı koruma sağlayan anlamlı bir strateji olacaktır (Minsky, 2013 [1986]: 346-347).

Hedge birimlerin bilançosunu şu şekilde karakterize etmek mümkündür:

$$P_K K + \eta K(CC) = K(CC) + Eq \quad (1.30)$$

Burada Eq özsermayeyi ve η acil durum likit varlığını temsil etmektedir.

Özetle, güvenli birimi tanımlayan özdeşliklerde üç farklı parametre sunulmuş olup hedge finansman için şu üç koşul sağlanmalıdır:

- Nakit akımlarındaki güvenlik marjı (τ) < 1
- Sermaye değerlerindeki güvenlik marjı (μ) > 1
- $0 < \text{Acil durum likit varlığı } (\eta) \begin{matrix} \geq \\ < \end{matrix} 1$

Hedge birimler özelinde kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki payı düşüktür ve varlıkların finansmanı genelde özsermaye ile yapılmaktadır. Aynı zamanda finansal sağlamlığın rasyolar üzerinde güçlü etkileri vardır. Örneğin, belirsizliklere yönelik sigorta görevi gören likit varlıklar zamana göre artış eğiliminde olacaktır ($d\eta/dt > 0$). Bilançonun pasif tarafında ise, yaratılan iktisadi artığın özsermayeyi beslediği görülecektir ($dEq/dt > 0$) (Minsky, 2013 [1986]: 347).

Ekonomide hedge birimlerin payının yüksek olması finansal sağlamlığa işaret etmektedir. Fakat düşük borç oranları söz konusu olduğu için güvenli finansmanın olumsuz bir yanı olarak ekonomide nispeten durağan bir görüntü sergilenecek ve büyüme oranları potansiyelin altında kalacaktır.

Coşkulu beklentilerin devreye girdiği genel piyasa psikolojisi, konjonktürün genişleme aşamasını tetiklediğinde hedge birimler sermaye varlıklarındaki pozisyonlarını artırmak adına spekülative birimlere dönüşme eğilimine gireceklerdir. Spekülative finansman türünde net nakit girişinin kısa dönemde negatif olacağı kabullenışı söz konusudur. İşletme aktiflerinin yarattığı gelir akımları borçların faiz ödemelerini karşılamaya yeterken anaparası için aynı durum söz konusu değildir. Bu nedenle spekülative firmalar, yeni krediler kullanarak borç çevirme yoluna gitmektedirler.

Borç ödeme yükümlülükleri anapara ve faiz olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır. Gelirin yalnızca faiz yükümlülüğünü karşıladığı spekülâtif birimlerde $CC_i > \bar{Q}_i$ gösterimi doğru olacaktır. Fakat geleceğe dönük olumlu beklentiler var ise, gelecekteki gelirlerin cari döneme indirgenmiş hali borç stoğunun kapitalize değerini aşacaktır:

$$P_{K,i} > K(CC_i) \quad (1.31)$$

Hedge finansmanı tanımlayan önemli parametrelerden biri nakit akımlarındaki güvenlik marjı parametresinin (τ) hep güvenli sınırdaki kalacağı yani 1 altında değer alması iken spekülâtif finansmanda bu zamana göre değişkenlik göstermektedir:

$$CC_i = \tau(\bar{Q}_i + \lambda\sigma_{Q_i}^2); i < t \text{ için } \tau > 1 \quad (1.32)$$

Kısa dönemde nakit akımlarının borç yükümlülüklerini karşılayamayacağı ön kabulü ile firmaların nakit akımları güvenlik marjı (τ) 1'den büyük değer alacaktır. Fakat uzun vadede getiri beklentisiyle yatırım kararının arkasında duran spekülâtif birimler, (τ)'nin azalarak finansal performanslarında iyileşme beklemektedirler:

$$CC_i = \tau(\bar{Q}_i - \lambda\sigma_{Q_i}^2); i \geq t \text{ için } \tau \leq 1 \quad (1.33)$$

Mal ve faktör piyasalarının yanı sıra finansal piyasa koşullarından da etkilenen spekülâtif birimlerde faiz oranı büyük önem arz etmektedir. Finansman koşullarının sıkılaştırılması ve faiz oranlarında görülecek yükselişler kapitalizasyon oranını etkileyerek getiri serisinin bugüne indirgenmiş halini borçların altına düşürecektir (Minsky, 2013 [1986]: 348-349). Kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlerden düşük olduğu pozitif eğimli getiri eğrisi dönemlerinde sermaye değerlerindeki güvenlik marjı (μ) pozitif değer almaktadır:

$$P_K > K(CC); P_K = \mu K(CC), \mu > 1 \quad (1.34)$$

Fakat, sermaye birikim sürecinin doğası gereği artan kredi talebi faizleri de beraberinde sürüklemektedir. Bunun sonucunda $P_K < K(CC)$ ve $\mu < 1$ olacaktır.

Kârların temettü olarak dağıtılmasının da spekülâtif birimin finansal kırılğanlığı üzerinde etkisi vardır. Q_Y ve CC_Y 'yi sırasıyla gerçekleşen gelir akımları ve borç ödemeleri olarak ele alırsak normal durumlarda $Q_Y > CC_Y$ olacaktır. Fakat işletme faaliyetlerinden elde edilen kârın iç fon olarak tutulmadığı ve temettü biçiminde dağıtıldığı senaryoda $CC_Y > Q_Y$ olması ihtimal dahilindedir (Minsky, 2013 [1986]: 350).

Sonuç olarak, spekülâtif birimin bilançosunu şu denklik ile karakterize edebiliriz:

$$P_K + \eta \sum_{i=1}^n (CC_i) = K(CC) + Eq \quad (1.35)$$

Hedge birimde olduğu gibi spekülâtif birimde de üç adet parametre elde etmekle birlikte bunların işaretlerinde farklılıklar söz konusudur:

- Nakit akımlarındaki güvenlik marjı (τ): Kısa dönemde $\tau > 1$, uzun dönemde $\tau < 1$
- Sermaye değerlerindeki güvenlik marjı (μ): Düz getiri eğrisinde $\mu > 1$, ters getiri eğrisinde $\mu < 1$
- Acil durum likit varlığı (η) < 1

Finansman tipi açısından en riskli olan ponzi birimler kısaca, gelir akımlarının ne anapara ne de faiz yükümlülüklerini karşılamaya yetmediği şirketlerdir:

$$CC_Y > Q_Y \quad (1.36)$$

Ponzi birimlerde aktiflerin ortalama vadesi pasiflerin ortalama vadesinden büyüktür. Bu uyuşmazlıktan ötürü şirketin net değeri ve likiditesi sürekli bir yıpranmaya maruz kalmaktadır. Özsermaye aşınması ponzi birimlerin temel özelliklerinden biridir:

$$\frac{dEq}{dt} < 0 \quad (1.37)$$

Finansman türlerinin düşük riskten yüksek riske yönelimi asli olarak gelirin ödeme yükümlülüklerine oranı rasyosu ile ölçülmektedir. Likidite tercihlerinde duran varlık lehine pozisyon alınması riski artıran ilk faktördür. Burada değinilmesi gereken nokta şudur ki, kâr fırsatlarının görüldüğü konjonktür finansal istikrarsızlığın ilk koşuludur ve kırılganlık bununla başlamaktadır. Makro düzlemde yüksek kârlılık projeksiyonlarının olduğu yapıda, pastadan paylarını almak isteyen şirketler yatırımlarını genişletmek adına likit dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki oranını azaltarak güvenlik marjlarına negatif etki edeceklerdir. Bankalar da finansman sağlayarak yatırım genişlemesine eşlik edeceklerdir.

Yatırımların finansmanında, ileri aşamalarda dış kaynak kullanımı geleceğe dönük ödeme taahhütlerini artırarak risk tohumlarını ekmektedir. Özellikle uzun vadeli aktif pozisyonların kısa vadeli kredilerle finanse edilmesi, esas faaliyet gelirlerinin artmadığı senaryolarda net nakit ihtiyacı doğmakta ve dış finansman gereksinimi yoğunlaşarak finansal kırılganlık tetiklenmektedir (Minsky, 2013 [1986]: 214-217). Dış finansman talebi kaçınılmaz olarak faizleri artırarak yatırımların getiri serisini cari döneme indirgeyen kapitalizasyon oranını düşürerek yeni yatırımların cazibesini azaltmaktadır. Borç tarafında ise yüksek faizler yüksek finansman giderleri ve borç veren riski anlamına gelmektedir. Bunun sonucunda yatırımın talep fiyatı arz fiyatının altında kalarak yeni yatırımlar yapılmayacaktır. Bu koşullar altında hisse senetleri başta olmak üzere varlık fiyatları düşecektir. Mevcut durumda yeni yatırım yapılmamasına rağmen finansal yükümlülüklerin karşılanması için finansman ihtiyacı devam etmektedir. Fakat varlık fiyatlarındaki belirgin düşüş hem likidite hem de teminatların değeri üzerinde baskı unsuru oluşturarak finansal kuruluşların riskini bir üst seviyeye çıkaracaktır. Borç veren riskinin mevcudiyeti altında kredi tayinlaması söz konusu olduğunda şirketlerin varlık satışı yolunu izlemesi olağan bir patika olmakla birlikte bu likiditeye dönüş dönemi varlık

fiyatlarında bir çöküşe yol açabilmektedir. Likit varlıkların fiyatının düştüğü ve bunu satışların izlemesiyle sürecin devamının bir sarmala dönüşmesi güvenlik marjlarını derinden sarsmakta ve özsermayeleri eriterek bütüncül perspektifte finansal krizlere öncü olabilmektedir (Minsky, 2016: 120-160). Borç/özsermaye oranının sürekli değişebildiği modern ekonomilerde hedge, spekülasyon ve ponzi birimlerin ağırlığı da borçluluk yoluyla değişmekte ve tüm ekonominin işleyişi bundan etkilenmektedir. Finansman tipi, sermaye birikim sürecinin ve bundan türeyen yükümlülük yapısının bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.5 Gelir Akımları Üzerine Bir Ekleme

Minsky'nin çözümlenmeleri daha çok finansal yükümlülükler üzerine kurgulanmış olup faaliyet kârlarının neden azalabileceği üzerine kapsamlı analizlerde bulunmamıştır. Daha önce de değinildiği gibi, finansal istikrarsızlık en başta yükümlülüklerin gelirlere yakınsaması, sonrasında da gelir miktarını aşmasıdır. Fakat finansal istikrarsızlık üzerine yapılabilecek anlamlı bir ekleme, kârların konjonktürün belirli bir eşik noktasından sonra neden düştüğü üzerine bir sorgulama ile başlayabilir. Bu konuda Richard M. Goodwin'den yararlanmak anlamlı olacaktır. Goodwin'e (1967) göre yatırımlar ve ücret payı birlikte hareket eden iki değişkendir. İstihdam yatırımın bir fonksiyonu olduğundan ötürü ekonomi büyüdükçe emek talebi de artacak ve yedek işgücü ordusu miktarsal bir daralmaya gidecektir. Böylece işçi sınıfının pazarlık payı artarak ücretlerin yükseltilmesi yönündeki talepler karşılık bulacaktır. Fakat ücret artış hızının emek verimliliğini geçmesi kâr paylarının daralmasına neden olarak birikim sürecinde bozucu etkiye bulunacaktır.

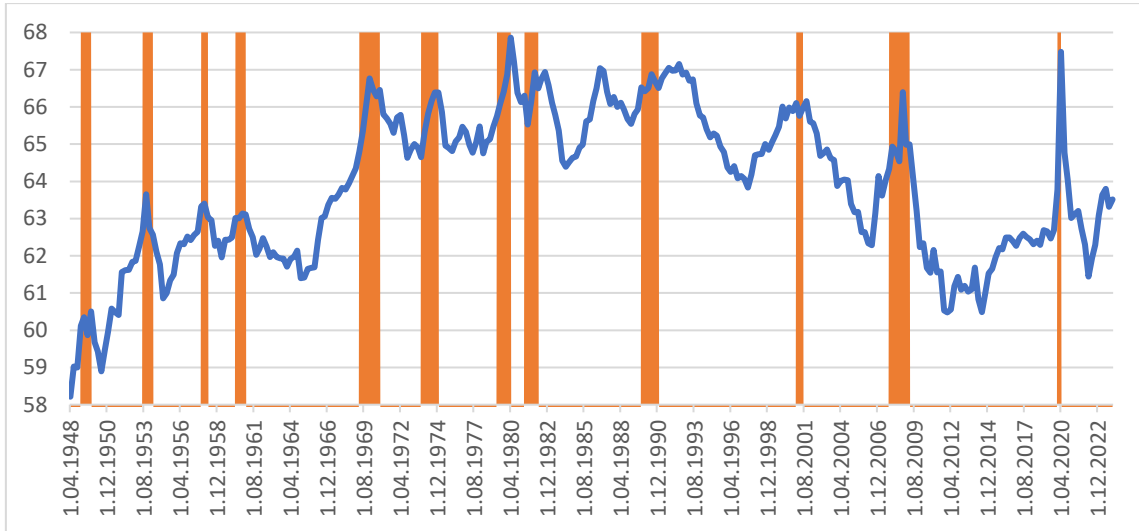
Finansal ilişkilerin hakim olduğu gelişmiş ekonomilerde sermaye birikim sürecinin geleceğe dönük ödeme taahhüdü yaratan dış finansmana ihtiyacı olduğu açıktır. Sermaye

stoğunu artırmanın yolu borç stoğunu artırmaktan geçmektedir. Buna ek olarak sermaye varlıklarının pahalı olması ve yatırım projelerinin uzun zaman almasından ötürü likit varlıkların boşaltılması, şirketleri daha kırılgan hale getirebilmektedir. Sermayenin genişlediği dönemlerde kâr paylarının azalması tezi, finansal istikrarsızlık olgusuna bütünsellik katmaktadır. Kârlılık tarafından bakıldığında ücret artışlarının (W) emek verimliliğinin (LP) üstünde seyrettiği, finansal taraftan ise yatırımların (I) iç fonlardan (N) hızlı büyüdüğü dönemler iş çevriminde daralma dönemine girildiğini ifade etmektedir:

$$\frac{dW}{dt} > \frac{dLP}{dt} \quad (1.38)$$

$$\frac{dI}{dt} > \frac{dN}{dt} \quad (1.39)$$

Grafik 1.2: İşgücü Ödemeleri / Milli Gelir (%)



Kaynak: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org/>

Grafik 1.2 ABD için emeğin milli gelirden aldığı payı göstermektedir. Turuncu alanların resesyon dönemlerini ifade ettiği grafikte görüldüğü üzere birçok resesyon öncesi emeğin

milli gelirden aldığı payda artış gözlemlenmektedir. Bu da Goodwin'in belirttiği kâr sıkışmasına işaret etmektedir. Birikim aşamasının genişleme dönemi, işçilerin pazarlık paylarını güçlendirmesi ile endüstriyel kârlılığı baskılamakta ve beraberinde daralma dönemi gelmektedir. Goodwin'in bahsettiği döngüsel yapı kapitalizmin içsel diyalektiğinden kaynaklanmakta olup dışsal şoklarla bir ilişkisi bulunmamaktadır. Goodwin'in teorik çerçevesinin Minsky ile buluşturulması Steve Keen (1995) tarafından da formüle edilmiş olup Goodwin – Minsky modeli olarak literatüre kazandırılmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIKTA MALİYE POLİTİKASININ ROLÜ

2.1 Maliye Politikasında Toplam Talep Yönetiminin Ötesi

Maliye politikasına yönelik genel yaklaşım, yurt içi tüketim - yatırım harcamalarının ve net ihracatın ekonomik büyüme için yetersiz kalması halinde kamu harcamalarının devreye girerek eksik talebi telafi edeceği ve yaratacağı çarpan etkisiyle büyümeyi canlı tutacağıdır. Kamuya atfedilen bu rolün nedeni, harcamasında ihtiyati karar verilebilen yegane GSYH bileşeninin kamu harcamaları olmasıdır. Yatırım ve tüketim harcamaları çeşitli faktörler tarafından içsel olarak belirlendiği için ekonominin kendi ürettiği istikrarsız yapı, başta yatırım harcamaları olmak üzere bu harcama kalemlerini döngüsel bir örüntüye yöneltmektedir. Eksik talep söz konusu olduğunda ise dışarıdan bir enjeksiyon gerekli olmaktadır ki bu noktada kamu harcamaları devreye girerek gelir yaratmaktadır. Fakat, maliye politikasının mal ve hizmet piyasalarında bir talep bileşeni olmasının yanı sıra finansal sistemi istikrarlandırıcı etkileri de bulunmaktadır.

Minsky (2013, [1986]: 21) kamu açıklarının üç etkisine yer vermiş olup bunlardan ilki geleneksel gelir ve istihdam etkisidir. Gelir ve istihdam etkisinde maliye politikası aracılığı ile etkin talep yönetimi söz konusudur ve çıktı açığı kapatılarak ekonominin denge noktasına ulaşması amaçlanır. Mal ve hizmet piyasalarına yönelik bu etki IS-LM eğrilerindeki IS eğrisinin sağa kaydırılmasına denk gelmektedir. Fakat bütçe açıklarının, yerleşik iktisat literatüründe görmezden gelinen ve mal-hizmet piyasasının ötesinde etkileri de mevcuttur. Hyman Minsky'e göre bu iki etki bütçe etkisi (nakit akımları etkisi) ve portföy etkisi olarak ele alınmıştır.

2.1.1 Bütçe Açıklarının Nakit Akım Etkisi

Tıpkı bir birimin harcamasının diğer birimin geliri olması gibi finansal akımlarda da bir birimin aktifi diğer birimin yükümlülüğüdür. Bu önerme bir teoriye dayanmamakta olup muhasebesel denklige tekabül etmektedir. Örneğin bir bankanın verdiği kredi kendi aktifinde yer alırken, krediyi alan şirketin yükümlülük kaleminde de aynı oranda artış gerçekleşmiş olacaktır (Gatti, Gallegati ve Minsky: 1994).

Tablo 2.1: Ekonominin Basitleştirilmiş Bilanço Yapısı

Hanehalkı	Firmalar	Bankalar	Kamu Kurumları ve Merkez Bankası	Toplam
Mevduat (+)		Mevduat (-)		0
Banka Özsermayesi (+)		Banka Özsermayesi (-)		0
Firma Özsermayesi (+)	Firma Özsermayesi (-)			0
$(1-\alpha)$ *Kamu Tahvilleri (+)		α *Kamu Tahvilleri (+)	Kamu Tahvilleri (-)	0
	Kredi (-)	Kredi (+)		0
		Rezervler (+)	Rezervler (-)	0

Kaynak: Gatti, Gallegati ve Minsky (1994)

Tabloda 2.1’de ekonominin bilanço yapısı dört sektöre indirgenmiş olup basitleştirilmiş haliyle sunulmuştur. Burada yer verilen + işareti aktifleri, – işareti ise pasifleri temsil etmektedir. Basitleştirilmiş tabloya göre banka ve firma hisseleri tamamen hanehalkının elindedir. Kamu tahvilleri hanehalkı ve bankaların portföylerinde yer almaktadır. Bankalar kredilerini yalnızca firmalara verirken mevduatlar hanehalkı tarafından bankaya yatırılmaktadır. Yukarıdaki tablonun fazlasıyla basit olması bilanço kalemleri toplamının sıfır olduğu gösterimini yapmak içindir. Daha karmaşık bir bilanço matrisi yapılmış olsa toplam kısmı yine değişmeyecek ve sıfır olarak kalacaktı.

Bahsedilen muhasebesel denklik ve birimler arası nakit akımı göz önünde bulundurulursa, finansal istikrarsızlıkta maliye politikasına önemli roller düşmektedir. Kamunun verdiği bütçe açıkları ile hem özel sektör hem de hanehalkı sektörleri fazla verebilmektedir. Bu oldukça önemlidir çünkü finansal krizler temelde likidite ve borç

ödeme gücünde belirgin azalma ile tetiklenmektedir. Bütçe açıkları ile özel sektörün fazla yaratması ödeme gücündeki azalmaya yönelik bir politikadır. Bu konuya dikkat çeken isim Wynne Godley (1999) olmuş olup ekonomiyi özel sektör, kamu sektörü ve dış alem olmak üzere üçe ayırmış ve bunların dengeleri toplamının sıfır olması gerektiğine vurgu yapmıştır:

$$(S - I) + (T - G) + (M - X) = 0 \quad (2.1)$$

Ekonomik büyümede özel sektör harcamaları kritik bir önem arz etse de yatırım harcamalarının istikrarlı bir şekilde sürdürülmesi mümkün değildir. Özel sektör gelir akımlarının harcamalarından fazla olması, ekonominin işleyişinden ötürü olağandır ve bu durumda kamunun açık vermesi ya da dış ticaret fazlası kompanse edici rol oynamalıdır:

$$(S - I) = (G - T) + (X - M) \quad (2.2)$$

Fakat dış ticaret dengesi, kamu harcamaları gibi ihtiyati bir kararla ani değişiklikler yaratılabilecek bir değişken değildir. Tez çalışmamızın örnekleme olan ABD'yi ele alırsak ithalatın gelir esnekliği yüksektir. Keynesyen politikaların uygulandığı dönemde ihracatta rekabetçiliğini başta Batı Almanya ve Japonya'ya kaybeden ABD, Fordizm tipi birikim modelinden vazgeçmiştir (Daldal, 2016).

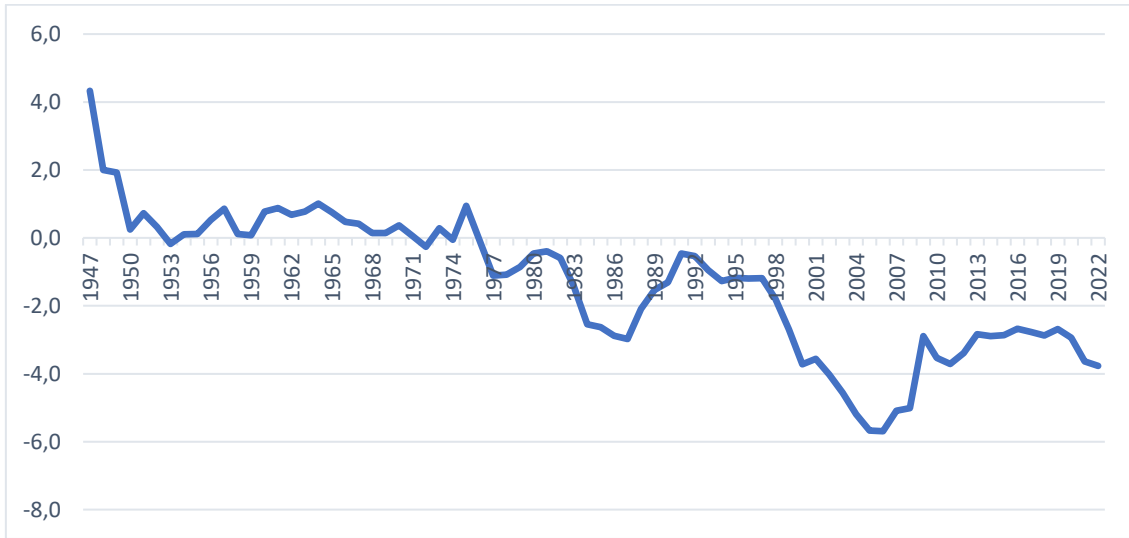
Tablo 2.1: Seçilmiş Ülkelerin Küresel İhracat İçindeki Payları (%)

	ABD	Japonya	Batı Almanya
1950	27,3	3,4	7,3
1960	21,7	6,9	19,4
1970	18,5	11,7	19,8
1975	17,7	13,6	20,3
1980	17,1	14,7	19,8
1985	16,8	19,7	18,6

Kaynak: Daldal (2016: 89)

Tabloda görüldüğü üzere ABD, kapitalizmin altın çağı olarak nitelenen dönemde ihracatçı bir ülke iken zaman içerisinde rekabetçiliğini kaybetmiş ve 1985 yılına gelindiğinde küresel ihracat pastasından aldığı pay Japonya ve Batı Almanya'nın gerisine düşmüştür. Otomobil gibi çeşitli emtialardaki pazar paylarını kaybeden ABD, alternatif üretim sistemi kurgulamak yerine rantiyer getiriye önceleyen bir yapı inşa etmiştir. Finansal sermaye kapitalizminde cari açıklar bir problem olarak görülmemiş olup sermaye akımları ile finanse edilmiş ve ilerleyen dönemlerde dış ticaret açığı kronikleşmiştir. Grafik 2.1'de yıllık dış ticaret dengesinin GSYH'ye oranına baktığımızda son pozitif değer 1975 yılında olduğu görülmektedir. 1947-1975 yılları arasında yalnızca 3 kere dış ticaret açığı veren ABD, 1975 sonrasında ise hep dış ticaret açığı vermiştir. Dış ticarete fazla veren durumdan açık verene doğru dönüşüm grafikte açıkça görülmektedir.

Grafik 2.1: ABD Dış Ticaret Dengesi/GSYH (%)

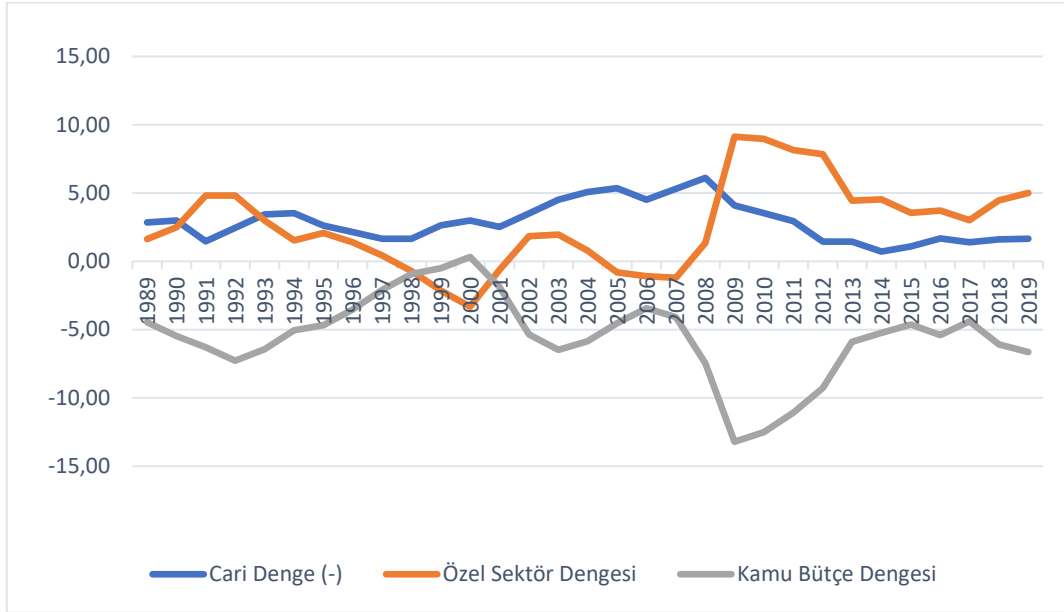


Kaynak: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org/>

ABD'nin neoliberalizm sonrası geçirdiği dönüşüm ile ithalatçı bir ülke olması dış ticaret açıklarını olağan kılmaktadır. Denklem (2.2)'deki gösterimden yola çıkarak, dış ticaret

açığının süreklilik sergilemesi, ülke içi özel sektörün fazla vererek finansal istikrarsızlığa yol açmaması adına bütçe açıklarını mecburi kılmaktadır.

Grafik 2.2: Sektörel Finansal Dengelerin GSYH İçindeki Payları (%)



Kaynak: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org/>

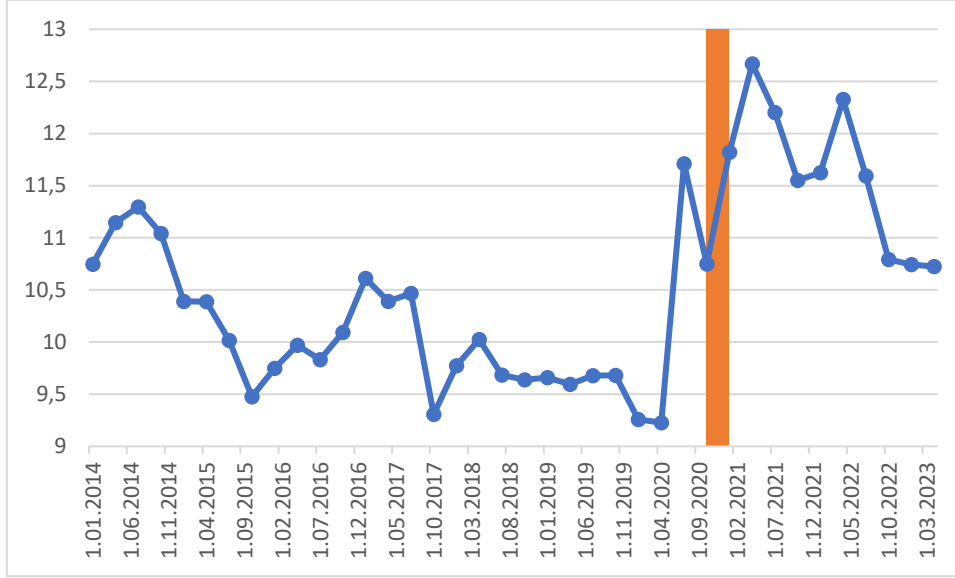
Karmaşık finansal yapıya sahip gelişmiş ekonomilerde hem büyüme hem de finansal istikrarsızlık özel sektör tarafından tetiklenmektedir. Harcamaların gelirleri aşması ile karakterize edilen özel sektör dengesi, finansal istikrarsızlığın itici unsuru olmaktadır. Grafik 2.2’de özel sektör dengesi ve kamu bütçe dengesinin birbirlerine zıt hareket ettiği görülmektedir. 2001 ve 2008 resesyonları öncesi özel sektör dengesi eksi değer almaktadır. Fakat reaktif maliye politikası ile kamu bütçesi açık vererek özel sektörün finansal dengesi beslenmiş olup maliye politikasının finansal istikrar üzerinde belirgin etkileri ortaya çıkmıştır.

Kamunun açık vererek özel sektörün tasarruflarını yatırımlarının üzerine çıkarmasının arka planında çalışan mekanizma Kalecki (1954)’nin ortaya koyduğu ve Minsky’nin de finansal istikrarsızlık hipotezine adapte ettiği kâr denklemdir.

$$\pi^* = I + Df - BT Df + c\pi - sW \quad (2.3)$$

Kalecki'nin kâr denkleminde, yatırım harcamaları kârlılığın en önemli belirleyicisi iken yatırımın istikrarsız doğası ve bir politika değişkeni olmaması, kârların stabilizasyonu için diğer faktörlerin önem derecesini artırmaktadır. Kârlardan ne kadarının tüketileceği ($c\pi$) ve ücret gelirlerindeki tasarruf oranı (sW) da kolaylıkla etkilenebilecek unsurlar değildir. Bu noktadan sonrasında Kalecki'nin kâr denklemi, Godley'nin sektörel finansal dengeler yaklaşımı ile benzer çıkarımlara sahiptir. Özel sektör mali dengesinin (S-I) net kâr oranı (π^*) ile paralel seyreden değişkenler olmasının yanında, her iki yaklaşımda da dış ticaret ve kamu bütçe açığı bu iki değişken üzerinde aynı yönlü etkilere sahiptir. Kamu bütçe açığının Keynesyen tabirle bir enjeksiyon olması kârları yukarı yönlü itirmekte iken politika aracı olarak da dış ticaret dengesinden daha etkilidir. Çünkü dış ticaret dinamikleri yapısal faktörlerce belirlenmekte olup dış ticaret fazlasına yönelik uygulamalar zaman alacaktır. Öteki taraftan kamu harcamalarının artırılması noktasında hızlı aksiyon alınabilir ve hemen uygulamaya konulabilir. Bununla alakalı olarak yakın dönemde yaşanan Covid-19 pandemisinde baş gösteren durgunluk ve maliye politikası tarafından verilen hızlı reaksiyon örnek gösterilebilir. Tüm dünyada olduğu gibi ABD'de de pandemi dönemi iktisadi aktivitenin yavaşlaması ve hatta kapasite kullanım oranının %64,57 ile tarihin en düşük değerini görmesi ile ABD tarihinin en büyük kamu açıkları verilmiştir. Koronavirüs Yardım ve Ekonomik Güvenlik Yasası (CARES) ile yaklaşık 2 trilyon ABD Doları yardım paketi açıklanmış olup ilgili yardımların %30'u doğrudan hanehalkına parasal fon sağlanması üzerine olmuştur (Çılığın, 2022). Sağlanan parasal yardımlar tüketim harcamalarına dönüşmüş ve işletme envanterleri boşaltılmıştır (de Soyres vd., 2022). Artan tüketim harcamaları işletme kârlılığında yukarı yönlü kırılmaya neden olmuş ve işletme net kârlarının GSYH'ye oranı tarihin en yüksek değerlerinden birine ulaşmıştır:

Grafik 2.3: İşletme Net Kârları/GSYH (%)



Kaynak: U.S. Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/>

Öteki taraftan 2020 yılı bütçe dengesi 3.1 trilyon dolar açık vermiştir. Grafik 2.3’de turuncu alan resesyon dönemini ifade etmekte iken bütçe yardım paketleri ile kârlar stabilize edilmiş ve birikimli düşüşün önüne geçilmiştir.

2.1.3 Bütçe Açıkları ve Enflasyon

Minsky’e göre (2013, [1986]) 1929 Büyük Buhranı sonrası büyük devlete yönelen kurumsal yapılaşma kapitalizm için kritik bir eşik noktası olmuştur. Kamunun toplam GSYH içindeki payının yüksek olması, kârları destekleyerek bir borç deflasyonu spiriline girilmesini önlemektedir. 1929 Büyük Buhranı’nda yaşanan borç deflasyonu kamusal müdahale bağlamında dersler çıkarılmasını sağlamıştır. O günden günümüze ABD ekonomisinde bir borç deflasyonu da yaşanmamıştır. Bunun en temel sebeplerinden biri, yeni kurumsal yapı ile maliye politikasının gün yüzüne çıkmasıdır. Ekonomide daralma belirtileri baş gösterdiğinde kamu enflasyonist etkisi ile borçlunun borç stoğunun reel değerini düşürmektedir. Minsky’nin fiyat ilişkileri analizinde yer verilen ve tezin birinci

bölümünde de kullanılan aşağıdaki denklik tüketim malları fiyatının belirleyicilerine yer vermektedir:

$$P_C = \frac{W_C}{N_C} \left(1 + \frac{W_I N_I}{W_C N_C} + \frac{Df}{W_C N_C} - \frac{BT Df}{W_C N_C} + \frac{T_\pi \pi - \pi_G - \pi_X}{W_C N_C} \right) \quad (2.4)$$

Kamu bütçe açığının enflasyonist olması tüketim malları üretenler lehine bir kaynak aktarımı olarak işlev göstermektedir (Minsky, 2013 [1986]). Finansal istikrarsızlık hipotezinde fiyatların kaynak aktarımında da rol oynadığının vurgulanması, Fisher'in (1933) borç deflasyonu tezi ile bağdaştırılmasına olanak tanımaktadır. Bu bağlamda, bütçe açıklarının deflasyonu engelleyen yapısı üreticiye kaynak aktarmakta iken yükümlülüklerin reel değeri aşınmaktadır. Böylece büyük devlet, finansal güçlüklerin önlenmesinde önemli bir rol üstlenmektedir. Tekrar belirtmekte fayda vardır ki, enflasyon finansal istikrarın sağlanması için ödenmesi gereken bir bedeldir ve kamu da enflasyon yaratabilme gücüne sahiptir.

2.1.4 Maliye Politikasının Portföy Etkisi

Makro bir bütünsellikle ele alındığında ekonomilerde muhasebe özdeşlikleri söz konusudur. Diğer bir deyişle her varlık başka bir birimin yükümlülüğü iken her borç ilişkisi de borçlu ve alacaklı olmak üzere çift taraflıdır (Tymoigne ve Wray, 2013). Buradan hareketle, kamu kamu kesimi ve özel sektörden kapalı bir ekonomi aşağıdaki şekilde tasvir edilebilir:

Tablo 2.2: Sektörlerin Basitleştirilmiş Bilançosu

A_{DP}	L_{DP}	A_G	L_G
FA_{DP}	FL_{DP}	FA_G	FL_G
RA_{DP}	NW_{DP}	RA_G	NW_G

Kaynak: Tymoigne ve Wray (2013: 16)

Bir ülke ekonomisinin toplam aktif yükümlülükler ve özsermaye toplamına eşittir. Tablo 2.3’de DP (özel sektör) ve G (kamu) sektörlerine yer verilmiştir. Varlık tarafında (A) finansal varlıklar (FA) ve reel varlıklar (RA) yer alırken yükümlülük tarafında (L) finansal yükümlülükler (FL) ve özsermaye (NW) bulunmaktadır.

Tablo 2.3’deki basitleştirilmiş bilanço dikkate alınarak yapılacak çıkarımlara göre bir sektörün net finansal birikiminin pozitif olması ($\Delta(FA - FL) > 0$) diğer sektörü net borçlu yapmaktadır ($\Delta(FL - FA) > 0$). Burada bütçe açıklarını önemli kılan nokta sermaye birikim sürecinde itici gücün özel sektör olmasıdır. Daha önce de değinildiği üzere finansal istikrarsızlık olgusu da sermaye birikim sürecinin bir fonksiyonudur. Bu nedenle özel sektörün $FA > FL$ pozisyonunda olması önem arz etmektedir.

$$(G - T) = \Delta(FA_{DP} - FL_{DP}) \quad (2.5)$$

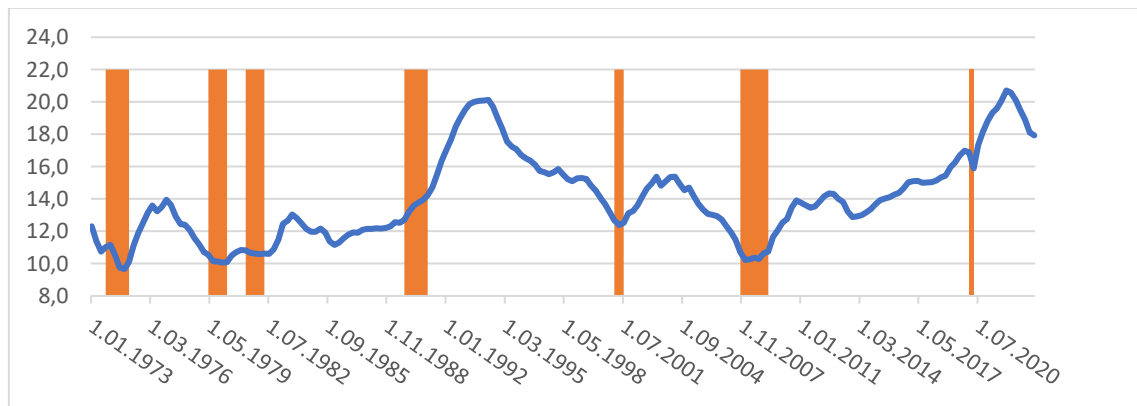
Karmaşık finansal sistemlere sahip gelişmiş ekonomilerde, kamu bütçe açıkları ile yeni finansal varlıklar yaratılırken bütçe fazlaları mevcut finansal varlık stoğunun azalmasına neden olmaktadır (Minsky, 2013 [1986]: 214-217). Kamu açıkları ile özel sektöre yaratılan finansal varlıklar bilançoları güçlendirmektedir. Modern muhasebat sistemi olan kapitalizmde sağlam bilanço önemlidir çünkü yatırımların finanse edilmesi güvenlik marjlarına bağlıdır. Finansal istikrarın sağlanması toplam çıktıdaki volatiliteyi azaltan bir unsurdur.

Özel sektörün açık vermesi arzu edilen bir durum değildir ve dahası rezerv paraya sahip bir ülkenin bütçe açığı vermesi bir sorun teşkil etmemektedir. Kamu kesiminin temerrüt riski yoktur. Buna ek olarak kamunun, kendi yasal kısıtlamaları dışında harcama kısıtı da söz konusu değildir (Wray, 2012). Bu nedenle kamunun açık vererek likit varlıklar oluşturması ve özel sektörün fazla vermesi makro istikrar açısından arzu edilen bir durumdur. Hatta kamu açıkları istikrar için opsiyonel olmanın ötesinde zaruridir. Kamu

açığının söz konusu olmadığı bir büyüme patikası, özel sektör borçlarının GSYH büyüme hızından daha fazla artması anlamına gelmektedir (Godley ve Lavoie, 2006: 95-98).

Kamunun ekonomi içindeki payının büyümesi bütçe açıklarını da beraberinde getirmektedir. Ortaya çıkan açıklar ise tahvil ve bono gibi borçlanma araçları ile finanse edilmektedir. Kamu borçlanma araçları, risksiz bir finansal varlık olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun yanı sıra kamu tahvilleri ikincil piyasasının oldukça derin olması kamu borç senetlerini en likit varlıklar sınıfına sokmaktadır. Yüksek likidite ve risksizliğin etkisiyle, bilançolarının varlık yapısında kamu tahvillerinin ağırlığını artıran birimler, risklerini azaltmaktadırlar. Burada not edilmesi gereken nokta şudur ki, ekonomide bir birimin yükümlülüğü diğer birimin aktifidir fakat kamu yükümlülüğü en risksiz aktifi yaratmaktadır. Örneğin bir şirketin borçlanması kendisi için yükümlülük yaratmakta iken bu kredi borç veren banka için aktiftir. Fakat kredinin geri ödenmeyip takibe düşmesi ihtimal dahilindedir. Öteki taraftan, kamunun kendi para cinsinden yaptığı borçlanmalardan doğan yükümlülükler nedeniyle temerrüde düşmesi söz konusu değildir. Bu nedenle, risk bakımından kıyaslama yapılmak istendiğinde kamu yükümlülüklerinden doğan finansal varlıklar, ekonomideki diğer varlıklardan daha üstündür.

Grafik 2.4: Kamu Borçlanma Senetlerinin Toplam Varlıklar İçindeki Payı – Ticari Bankalar (%)



Kaynak: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://www.federalreserve.gov/>

Grafik 2.4’de ticari bankalardaki kamu borçlanma senetlerinin toplam varlıkları içindeki payı gösterilmektedir. Serinin zaman içindeki seyrine bakıldığında döngüsel bir hareket sergilediği açıktır. Turuncu alanlarla gösterilen resesyon dönemlerinden sonra bankaların kamu borçlanma senetleri topladıkları görülmektedir. Kamu tahvillerinin finansal sağlamlık sağladığından hareketle bankaların daralma dönemlerinde böyle bir refleks göstermesi olağandır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KIRILGANLIĞIN ÖLÇÜMÜ

3.1 Finansal Kırılmanın Ölçülmesi: Yapılandırılmış bir Literatür İncelemesi

Literatürde yer alan finansal kırılma ölçümlerinin yöntemleri çeşitlilik göstermekle birlikte bu endekslerin geliştirilme gerekçeleri de birbirinden ayrılmaktadır. İlgili çalışmaları üç alt başlık altında incelemek mümkündür. Bunlardan ilki, Minsky'nin hedge – spekülasyon – ponzi finansman sınıflandırmasına bağlı kalan çalışmalardır (Schroeder, 2009; Tymoigne, 2010; Mulligan, 2013; Nishi, 2016; Davis ve Hernandez, 2017; Águila ve Graña, 2022). İkinci başlık altında yer alan çalışmalarda ise kesikli sınıflandırma yerine sürekli değer alan kapsamlı endeksler geliştirilmiştir (Argitis ve Nikolaidi, 2011; Tymoigne, 2011; Tymoigne, 2014; Paula ve Alves, 2000). Son başlıkta ise çeşitli finansal rasyolar kullanılarak yapılan gösterge temelli analizler yer almaktadır (Seccareccia, 1988; Niggle, 1989). Bu göstergeler her ne kadar formel bir endeks içine oturtulmasa da değişken seçimleri finansal istikrarsızlık hipotezi baz alınarak yapılmıştır.

Tablo 3. 1: Minskian Ölçümlerin Sınıflandırılması

	Yazar(lar)
Minskian Kesikli Sınıflandırmalar	Schroeder (2009) - Tymoigne (2010) - Mulligan (2013) - Nishi (2016) - Davis ve Hernandez (2017) Águila ve Graña (2022)
Sürekli Değer Alan Endeksler	Argitis ve Nikolaidi (2011) - Tymoigne (2011) - Tymoigne (2014) - Paula ve Alves (2000)
Gösterge Temelli Analizler	Mario Seccareccia(1988) - Christopher J. Niggle (1989)

Kaynak: Yazarın kendi tasnifi

3.1.1 Gösterge Temelli Analizler

Mario Seccareccia (1988) çalışmasında 1975-1982 yılları arasında Kanada ekonomisinde uygulanan ve 1985 yılındaki kredi sıkışmasına neden olan monetarist politikaların, finansal sağlamlığı ne yönde etkilediği üzerinde durmuştur. Nakit akışlarının yatırımların finansmanı ve dolayısıyla sistemin istikrarı için önemini vurgulayan Seccareccia şirketlerin net nakit akışını, gelirlerden maaşlar ve finansal ödemelerin çıkarılması olarak tanımlamaktadır.

$$\pi_t = Y_t - wL_t - Z_t \quad (3.1)$$

Burada π_t şirketin nakit akışını, Y_t faaliyetlerden elde edilen gelirleri, wL_t ücret ödemelerini ve Z_t ana para, faiz ve temettü gibi ödeme yükümlülüklerini temsil etmektedir. Finansal yükümlülüklerin belli bir eşiği geçmesi, kâr sıkışmasının ana sebeplerindendir. Buradan hareketle, Seccareccia iki değişkeni işaret etmektedir. Bunlar emek üretkenliğindeki yüzdelerdeki değişim ve reel faiz oranıdır. Emeğin üretkenliğinin artması gelirleri artırmakta ve kâr oranları üzerinde olumlu bir etki bırakmakla birlikte faiz oranları ise finansal yükümlülükleri artırarak kârları negatif yönde etkilemektedir. Çalışmada kullanılan reel faiz oranı ve emek üretkenliğindeki yüzdelerdeki artışın birbirlerinden sapması incelendiğinde bu değerlerin 1981 ve 1985 yıllarında zirve yaptığı görülmektedir. Bu değerler aynı zamanda verinin başlangıcı olan 1946 yılından itibaren en yüksek değerlerdir. Seccareccia bu finansal stresin, 1975 yılından itibaren uygulamaya konulan ve izlerini parasalcı okuldaki daraltıcı politikalara bağlamaktadır. İlgili politikalar Kanada'da nakit akışını azaltmış olup finansal yükümlülükleri artırmıştır. Bu durumda, firma bilançolarında kendisini gösterip tüm ekonomiye yayılan istikrarsızlık kaçınılmaz olmuş ve süreç resesyona son bulmuştur. Finansal kırılganlık likidite üzerinden incelendiğinde ise ortaya çıkan görüntü daha net bir hal almaktadır. Daraltıcı para politikası yüzünden dar tanımlı para arzı olan M1'in azalma eğilimine girdiği

görülmektedir. Sistemdeki likiditenin göstergesi olan M1, reel sektörün likidite sorununu perçinlemiş olup iktisadi birimlerin borç yükümlülüklerini ödeme kabiliyetini sınırlandırmıştır. Öteki taraftan, likit olmayan ve çeşitli borç yükümlülükleri taşıyan geniş tanımlı para arzındaki artış dikkat çekmektedir. İki farklı para arzındaki bu ayrışma, sistemdeki likiditenin ve dolayısıyla ödeme gücünün azaldığını göstermekte ve 1985 yılındaki resesyona tohumlarını eken finansal istikrarsızlığa dair güçlü işaretler sunmaktadır. Kısacası Seccareccia, Kanada’da yaşanan finansal kırılganlığı likidite göstergeleri üzerinden incelemiş olup ampirik bir düzleme oturtmuştur. Çalışmanın bir diğer önemi ise, gelir akımlarının neden düşeceğine dair bir açıklama sunması ve bu konuda likidite kıtlığını işaret etmesidir. Bilindiği üzere Minsky bu konuda kapsamlı bir analize gitmemiş ve yalnızca birikim sürecinde yükümlülüklerin artacağı noktasına değinmiştir.

Niggle (1989), bazı finansal göstergelerin genişleme dönemlerinde artış gösterdiği vurgusuyla çalışmasında akış değişkenlere yer vermiştir. Minsky ile uyumlu olarak iş çevrimlerinin finansman koşullarından kaynaklandığı öne sürülmekte ve ampirik çalışmada kullanılan rasyolar, konjonktürel yapı ile birlikte incelenmektedir. Firmaların dış fonlarının iç fonlarından fazla olmasını sermaye açığı olarak nitelendiren Niggle, genişleme dönemlerinde açık finansmanın söz konusu olduğunu gözler önüne sermektedir. Bu noktada yatırımların beklentiler ile tetiklendiğini söylemek mümkündür. Ek olarak bu açık, daralma dönemlerinin ilk aşamalarında da artmaya devam etmektedir fakat bu olgu, yatırım finansmanı yerine borç çevirmeden kaynaklanmaktadır. Ayrıca her ne kadar iç kaynak artışı meydana gelse de, dış kaynak artışı daha baskın gelmektedir. Niggle, ek olarak Minsky’nin hipotezlerine yer vermekte ve bunların geçerliliğini sınamaktadır.

$$\frac{dI}{dt} > \frac{dN}{dt} \quad (3.2)$$

$$\frac{dX}{dt} > 0 \quad (3.3)$$

$$\frac{dLFA}{dt} < 0 \quad (3.4)$$

Burada I yatırım harcamalarını, N firma iç kaynaklarını, X dış fonları, LFA likit varlıkları ve t genişleme dönemleri özelinde zamanı temsil etmektedir. İş çevrimlerinin bir evresi olan genişleme aşaması ise NBER tarafından sağlanan veri ile elde edilmiştir. Sonuçlar göstermektedir ki, büyüme aşamasında yatırım harcamaları firma iç kaynaklarından hızlı artmaktadır. Böylece (3.2) numaralı denklem lehine bulgu elde edilmiştir. Bu durum kaçınılmaz olarak borçlanmayı ve sermaye hesabında açıkları gerekli kılmaktadır. Teorik olmasının ötesinde bir muhasebe denkliği olarak da ele alınabilecek (3.3) ile numaralandırılmış hipotez, çalışmanın ampirik kısmınca doğrulanmaktadır. Son olarak genişleme dönemlerinde artan yatırım iştahının bilançolardaki likit varlıkları azaltacağı tezi (Minsky, 1970; 10), Niggle tarafından doğrulanamamıştır. Kısa dönemli varlıklar özelinde sonuçlar Minsky ile zıt yönde olmakla birlikte genişleme dönemlerinde likit varlık ediniminin sürdüğü görülmektedir. Böylece firmaların uzun dönemli yatırım mallarının yanı sıra, kısa dönemli likit varlıkları da portföylerine ekledikleri anlaşılmaktadır.

3.1.2 Minskian Kesikli Sınıflandırmalar

Minsky gelir akımları, faiz ve anapara ödemesi arasındaki ilişkiler üzerinden üç finansman tipi tanımlamaktadır (Minsky, 2013 [1986]; 345-353). Bunlardan ilki olan hedge finansman türünde operasyonel kârlar, ana para ve faizin tamamını karşılama gücüne sahiptir. Fakat ''*animal spirits*'' kaynaklı yatırım yapma iştahı kırılganlığın bir

üst noktası olan spekülâtif finansmanı da beraberinde getirmektedir. Bu finansman türünde kârlar faiz ödemelerini karşılamakla birlikte ana para ödemesini ifa edememektedir. Finansal istikrarsızlığın son aşaması olan ponzi finansmanda ise kârlar ile faiz ödemesi dahi yapılamamaktadır. Bu durumda, borç çevrimi ve varlık satışı olağan hale gelmektedir. Minsky'nin bu sınıflandırmasına sadık kalan ilgili çalışmalar, finansman yapılarının kategorileştirilmesinde özgünleştikleri yerler de olmuştur.

Schroeder (2009), Yeni Zelanda ekonomisinin finansal kırılganlığını tespit etmeyi amaçlamış olup 1990-2017 aralığında, yıllara göre sınıflandırmaya gitmiştir. Çalışmada yıllık ve makro veriler kullanılmakla birlikte akış değişkenleri tercih edilmiştir. Sınıflandırmanın temel kriteri şu yönde yapılmıştır:

$$-Hedge: kâr > (borç servisi + yatırım) \quad (3.5)$$

$$-Spekülâtif: kâr > borç servisi ve kâr < (yatırım + borç servisi) \quad (3.6)$$

$$-Ponzi: kâr < borç servisi \quad (3.7)$$

Yukarıdaki sınıflandırmanın bileşenleri firma bazlı olduğundan ötürü borç servisi reel faiz oranıyla değiştirilmiştir. Uyum sağlanması adına diğer değişkenlerde de oran kullanma yoluna giden Schroeder, eklenti kâr oranı ve eklenti birikim oranını dahil etmiştir. Yukarıdaki sınıflandırmadan yola çıkarak, 1993-2003 yılları güvenli finansmana dayanmaktadır. 2004 yılı ise bir geçiş evresi olarak spekülâtif yapıya sahip olmakta ve 2004'den verinin bitişi olan 2007'ye kadar ponzi bir makroiktisadi yapı hüküm sürmektedir. Yeni Zelanda'nın iktisadi yapısında finansal kırılganlık zaman içinde artış eğilimi göstermekte ve "Minsky anı" yerine "Minsky dönemi" özelliklerini taşımaktadır.

Minskian kesikli sınıflandırma yapılan çalışmaların firma ve ekonomi düzeyine yoğunlaştığı görülmektedir. Tymoigne (2010)'nin çalışması ise bir istisna olarak

hanehalkının finansman tipini analiz etmektedir. Çalışma, 2008 Büyük Resesyonu'nu tetikleyen konut sahipliği ile ponzi finansman arasında bir ilişki kurmaktadır. Yapılan sınıflandırma, "ponzi" ve "ponzi değil" olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Konut sahipliği finansmanın ponzi olma kriteri şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$g_p > 0, g_D > 0, g_{cc} > 0, g_{\frac{m}{d}} < 0 \quad (3.8)$$

Gösterimlerin tamamı büyüme oranı bazında verilmekte ve sırası ile ev fiyatlarını, ipotek borçlarını, ipoteklerin finansal yükümlülüklerini ve parasal varlıkların ipotek borçlarına oranını temsil etmektedir. Geliştirilen endeksin mantığı, hanehalkının borç yükümlülüklerini karşılayacak nakit akışına sahip olup olmadığını tespit edebilmektir. Fakat Tymoigne, nakit akış rasyolarının kırılabilirliği ölçmede tek başına yetersiz kalacağını belirtmektedir. Bu nedenle likidite yeterliliği ve büyüyen yeniden finansman ihtiyacı da hesaba katılmış olup yukarıdaki endeks ortaya çıkmıştır. 1987Q1 – 2009Q1 arasını kapsayan çeyreklik verilerin kullanılmış olduğu ampirik sonuçlar göstermektedir ki, 2002'den resesyona kadar uzanan süreçte hanehalkı aralıksız olarak ponzi finansman içerisinde yer almaktadır. Genel kanının aksine, 2008 Krizi'nin bir dışsal şok sonucu ortaya çıkmadığı ve finansal kırılabilirliğin çarpıcı boyutu çalışmanın önemli katkıları arasındadır.

Mulligan (2013), 2002-2009 yılları arasını kapsayan çeyreklik firma verisi kullanmış olup sektör bazında kırılabilirlik sınıflandırmasına gitmiştir. Bu doğrultuda şirketlerin piyasa değeri ile ağırlıklandırma yapan Mulligan, kategorizasyon kriterinde tek bileşen olarak faiz karşılama oranını kullanmıştır. Finansman rejimi şu kriter ile belirlenmiştir:

$$-Hedge: faiz karşılama oranı \geq 4 \quad (3.9)$$

$$-Spekülatif: 0 < faiz karşılama oranı < 4 \quad (3.10)$$

$$-Ponzi: faiz karşılama oranı < 0 \quad (3.11)$$

Yukarıdaki kriterler aracılığıyla ABD'nin 2002-2009 arası sektörel kırılganlığına bakıldığında sonuçlar 2008 finansal krizine giden yoldaki süreci aydınlatmaktadır. Krizi yalnızca türev piyasasına indirgeyen yaklaşımın aksine konut sektörünün aşırı kırılgan olduğu görülmektedir. Bazı dönemlerde, sektörün %90'ı spekülâtif finansman rejimi içindedir. Buna rağmen diğer sektörlerde hedge finansman türünün ağırlığı kayda değerdir. Bu durumun muhtemel nedeni olarak sınıflandırmada yalnızca faiz karşılama oranının kullanılmış olması gösterilebilir.

Nishi (2016), bir firmanın finansman türünü ponzi yapan faktörleri ekonometrik olarak tespit etmeyi amaçlamış olup bunun için güvenlik marjlarına dayalı bir endeks geliştirmiştir. Minsky'nin orijinal çalışmalarında yer alan güvenlik marjlarına dayalı sınıflandırma yapılması, Nishi'nin çalışmasını farklı kılan unsurlardan birisi olmuştur. Makalede, firma bazında veriler kullanılmış olup hem akış hem de stok değişkenler bir arada kullanılmıştır. Sermaye varlıklarındaki güvenlik marjı ve likit varlık marjı olmak üzere iki marj tanımlanmış olup bu marjların bileşenleri aşağıda verilmiştir:

$$-\mu: \frac{\text{Operasyonel kârlar} + \text{kârların varyansı}}{\text{Faiz ödemesi} + \text{temettü ödemesi}} \quad (3.12)$$

$$-\eta: \frac{\text{Yükümlülükler} + \text{Net Varlıklar} - \text{Sermaye Varlıkları}}{\text{Yükümlülükler}} \quad (3.13)$$

μ sermaye varlıklarındaki güvenlik marjını, η ise likit varlık marjını temsil etmektedir.

Bu ölçütler aracılığıyla finansman yapısı türetilmektedir.

$$-\text{Hedge: } \mu > 1 \text{ ve } \eta > 1 \quad (3.14)$$

$$-\text{Spekülâtif: } \mu \geq 1 \text{ ve } 0 < \eta \leq 1 \quad (3.15)$$

$$-\text{Ponzi: } \mu < 1 \quad (3.16)$$

Nishi'nin ulaştığı sonuçlar, sermaye büyüklüğü ile finansman yapısı arasındaki geçişler hakkında da bilgiler içermektedir. Buna göre, görece büyük firmaların hedge – spekülatif – ponzi finansman arasında geçişleri daha zor olmaktadır. Öteki taraftan, küçük sermayeye sahip şirketler ise bu konuda daha mobildir. Diğer bir deyişle sermayenin büyük olması finansman yapısına istikrar kazandırmaktadır. Şirketin finansman türünü ponzi yapan faktörleri de inceleyen Nishi, lojistik regresyon ile ampirik bir analiz yürütmüştür. Ortaya çıkan bulgular göstermektedir ki, faiz oranında yaşanan artış ve borç oranı ponzi finansman ihtimalini artırmaktadır. İç fonların yüksek seviyelerde olması ise bu olasılığı düşürmektedir. Ekonometrik analizin sonuçları "finansal istikrarsızlık hipotezi" ile uyumludur.

Minskian yöntemle kesikli sınıflandırma yapan bir diğer çalışma olan Davis ve Hernandez (2017)'in makalesinde, ekonomideki konjonktürel dalgalanmaların firma finansman yapısını olumsuz yönde etkileyip etkilemediğini sınamıştır. Bu doğrultuda, 1970 – 2014 arası firma verisi kullanılmış ve reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerden oluşan bir panel oluşturulmuştur. Çalışma, finansman kategorilerini şu şekilde tanımlamaktadır:

$$- \text{Hedge: } (Faaliyet\ kârları - faiz\ ödemeleri - anapara\ ödemeleri) > 0 \quad (3.17)$$

$$- \text{Spekülatif: } (Faaliyet\ kârları - faiz\ ödemeleri) > 0 \text{ ve}$$

$$(Faaliyet\ kârları - faiz\ ödemeleri - anapara\ ödemeleri) < 0 \quad (3.18)$$

$$- \text{Ponzi: } (Faaliyet\ kârları - faiz\ ödemeleri) < 0 \quad (3.19)$$

Tek seferlik gelirleri elimine eden yazarlar, firma kârını bu şekilde ortaya koymuş olup anapara ödemesini geçmiş dönem borç stokunun bir fonksiyonu varsayımı ile türetmişlerdir. Kırılganlığın tarihsel gelişimi incelendiğinde yapısal problemlerin çarpıcı boyutu gözler önüne serilmektedir. 1970 yılında ponzi finansman yapısına sahip

firmaların toplama oranı %10.8 iken bu oran 2014 yılında %31.6'yı görmüştür. Yıllar içerisindeki bu yükseliş trendinin büyük bir kısmı neoliberal politikaların tavan yaptığı 1980'ler ve 1990'lardan kaynaklanmaktadır. Fakat, şirketlerin varlık büyüklüğüne göre ağırlıklandırma yapıldığında bu kırılmanın küçük sermayelerden ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde ise konjonktürel dalgaların firmaların ponzi finansman olasılığını artırmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu ampirik analiz, her ne kadar Minsky'nin bir hipotezini sınama iddiasıyla yapılsa da tutarlı değildir. Şu nokta not edilmelidir ki, Minsky'nin temel argümanı firma finansman yapısının konjonktürel dalgalardan etkilendiği değildir. Tam tersine, konjonktürel hareketlerin, finansal ilişkilerin bir sonucu olduğudur (Minsky, 1977). Davis, Souza ve Hernandez'de ise nedensellik ilişkisi tersine çevrilmiştir.

Kategorik sınıflandırmanın yapıldığı özgün çalışmalardan birisi olan *''Not all zombies are created equal. A Marxist-Minskyan taxonomy of firms: United States, 1950-2019''* isimli makalede Águila ve Graña (2022), klasik Minskian sınıflandırmayı Marksist alt kategoriler ile genişletmiştir. Temel sınıflandırmayı hedge – spekülasyon ve ponzi şeklinde üçe ayıran Águila ve Graña, şirketlerin finansman yükümlülükleri öncesi kârlılık ve verimlilik durumlarını da ele almış ve ortaya yedi alt kategori çıkmıştır. Finansman giderleri haricinde de kârlılık problemi yaşayan firmalar küçük sermaye olarak değerlendirilmiş olup makro ölçekte genel kâr oranını yansıtanlar ise normal sermaye olarak adlandırılmıştır. Hedge birimler normal ve düzenli küçük sermaye olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Spekülasyon birimleri ise üç alt kategoriyi içermekte olup bunlar spekülasyon küçük sermaye, süper küçük sermaye ve kaldıraçlı küçük sermaye olarak tanımlanmıştır. Son olarak ponzi birim, finansal olarak stresli sermaye ve zombi sermaye bileşenlerinden oluşmaktadır. 1950-2019 yılları arasını kapsayan firma verisinin kullanıldığı

çalışmada, kategorizasyondaki temel değişkenler kâr oranı, efektif faiz oranı ve kaldıraç oranıdır. Yapılan sınıflandırmanın metodolojisi şu şekildedir:

$$-Normal Sermaye (hedge) = (r - i_e) \geq 0 \text{ ve } r \geq \text{medyan } r \quad (3.20)$$

$$-Küçük Sermaye (hedge) = (r - i_e) \geq 0 \text{ ve } r < \text{medyan } r \quad (3.21)$$

$$-Küçük Sermaye (spekülatif) = (r - i_e) < 0,$$

$$e \geq 0, (r - i_e) \geq \text{medyan } (r - i_e)$$

ve

$$\frac{B}{S} < \text{medyan } \frac{B}{S} \quad (3.22)$$

$$-Süper Küçük Sermaye (spekülatif) = (r - i_e) < 0, \quad e \geq 0,$$

$$(r - i_e) < \text{medyan } (r - i_e) \text{ ve}$$

$$\frac{B}{S} < \text{medyan } \frac{B}{S} \quad (3.23)$$

$$-Kaldıraçlı Küçük Sermaye (spekülatif) = (r - i_e) < 0, e \geq 0 \text{ ve}$$

$$\frac{B}{S} > \text{medyan } \frac{B}{S} \quad (3.24)$$

$$-Finansal Stresli Sermaye (ponzi) = e < 0, r \geq 0 \quad (3.25)$$

$$-Zombi Sermaye (ponzi) = e < 0, r < 0 \quad (3.26)$$

Burada r kâr oranını, i_e efektif faiz oranını, e finansal ödemeler sonrası kalan kâr oranını ve $\frac{B}{S}$ kaldıraç temsil etmektedir. Finansman rejimleri sermaye türü ile bir arada ele alındığında ve ilgili kriterler firmalara uyarlandığında sonuçlar kırılğanlığın tarihsel gelişimini gözler önüne sermektedir. Bu noktada en belirgin trendi sergileyen ise zombi sermayedir. 1950'li yıllarda zombi firmaların toplam içindeki payı %5'in altındayken

2000’li yıllara gelindiğinde bu oranın %30’u yer yer geçtiği görülmektedir. Ayrıca 1980’li yıllar, ilgili artışın en şiddetlendiği dönem olmuştur ki bu sonuçlar Davis, Souza ve Hernandez (2017) ile uyumludur. Burada değinilmesi gereken nokta şudur ki, zombi sermayedeki artış firmaların kârlılık ve verimlilik problemlerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla ABD ekonomisindeki sorunun finansal istikrarsızlıklar yerine düşük kârlılık olduğu öne sürülebilir. Diğer taraftan, güvenli finansmanın alt kategorisi olan normal sermayedeki muazzam periyodik düşüş, finansman kaynaklı sorunların da geçerli olduğunu kanıtlar niteliktedir.

3.1.3 Sürekli Değer Alan Endeksler

Yukarıda değinilen kesikli sınıflandırmalar Minsky’nin modellemesine sadık kalsa da sürekli değer alan endeksler olgusal açıdan daha fazla esneklik tanımaktadır. Kırılganlığın gelişimini görmek, sürekli değer alan endeksler ile mümkündür. Bu saikle geliştirilen finansal kırılganlık endekslerinden biri olan Argitis ve Nikolaidi (2011)’in çalışması, tarihsel bir perspektif barındırmakta ve Yunanistan’ın borç krizi öncesi finansal konumunu ölçmeyi amaçlamaktadır. 2010 yılında IMF, Avrupa Merkez Bankası ve Avrupa Komisyonu tarafından dayatılan kemer sıkma politikalarının olası etkileri de bu bağlamda ele alınmaktadır. Yazarların geliştirdiği endeks likidite ve ödeme gücü olmak üzere iki farklı bileşenden oluşmaktadır. Likidite endeksi aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

$$L_i = \frac{Int_i}{Yd_i} \quad (3.27)$$

i= hanehalkı, finansal olmayan kuruluşlar, finansal sektör

Burada Int faiz harcamalarını ve Yd faiz ödemeleri öncesi harcanabilir / kurum gelirini temsil etmektedir. İlgili endeks ekonomideki üç sektörü kapsamaktadır. Kamu sektörünün ayrışan dinamiklerinden dolayı devlet için farklı bir endeks geliştirilmiştir:

$$L_G = 1 - \frac{Tr}{Amort + Int + Te} \quad (3.28)$$

Kamu likidite endeksinde yer alan Tr toplam kamu gelirini, Amort kamu borç amortismanını, Te ise birincil kamu harcamalarını belirtmektedir. Böylece, dört sektörü kapsayan endeksin ilk bileşeni olan likidite göstergesi oluşturulmuştur. Devamında tek bir ödeme gücü endeksi geliştirilmiş olup bu endeks dört sektörü de kapsamaktadır:

-Varlıklar yükümlülüklerden fazlaysa:

$$S_i = \frac{Yükümlülükler_i}{Varlıklar_i} \quad (3.29)$$

-Yükümlülükler varlıklardan fazlaysa:

$$S_i = 1 - \frac{Varlıklar_i}{Yükümlülükler_i} \quad (3.30)$$

İki endeks eşit derecede ağırlıklandırılarak finansal kırılganlık endeksi inşa edilmiştir:

$$F_i = 0.5L_i + 0.5S_i \quad (3.31)$$

i= hanehalkı, finansal olmayan kuruluşlar, finansal sektör, kamu

Yukarıdaki endeks sektörel bazda kırılganlığı yansıtmaktadır. Tüm ekonominin kırılganlığı ölçmek adına sektörlerin GSYH içindeki payları ile ağırlıklandırma yapılmış olup makro kırılganlık endeksi oluşturulmuştur:

$$F_E = W_H F_H + W_{NF} F_{NF} + W_F F_F + W_G F_G \quad (3.32)$$

Yazarların ölçümleri sonrası görülmektedir ki Yunanistan'ın kırılğanlığı en çok kamu kesimi ve finansal olmayan kuruluşlardan kaynaklanmaktadır. Özellikle, 2001 yılında Avrupa Birliği Ekonomik ve Parasal Birliğe giriş sonrası Yunanistan egemen ülke konumunu kaybetmiştir. Bağımsız maliye ve para politikası yürütülmesi önünde bir engel teşkil eden birlik, kamu kesimi kırılğanlığında bariz bir etki bırakmıştır. Makro kırılğanlık endeksinde de düzenli yükseliş trendi söz konusudur. Yunanistan'ın borç krizine giden yolda finansal istikrarsızlığın oynadığı rol bariz bir olgudur. Bağımsız para ve maliye politikasından yoksun olan ülke, bu süreç boyunca kâr akımlarını kamusal müdahale ile destekleyememiştir. Bunun yanı sıra varlık fiyatlarındaki düşümlere bağımsız para politikası ile taban konulamamıştır. Argitis ve Nikolaidi (2011), 2010 yılında uluslararası kuruluşlarca dayatılan daraltıcı politikaların istikrarsızlık sürecini şiddetlendireceği konusunda hemfikirdir ki yaşanan deneyimler de bunu doğrulamıştır.

Tymoigne (2011), hanehalkı, finansal kuruluşlar ve finansal olmayan tarım dışı kuruluşlar olmak üzere üç sektörün kırılğanlık yapısı için iki ayrı endeks geliştirmiştir. Yazarı farklı endeksler geliştirmeye iten temel sebep, bu sektörlerin ayrışan dinamikleridir. Endeks oluşturulurken atanan katsayılar objektif bir kritere dayanmamaktadır. İstikrarlı dönemlerde kırılğanlığın tohumları ekilir argümanından hareketle, geliştirilen endeksler kırılğanlığın temellerinin atıldığı dönemleri yakalamayı amaçlamaktadır. Bu nedenle yeniden finansman – borç yapılandırma baskısı yaratan unsurlar ve likiditeye daha çok önem atfedilmiştir. Hanehalkı için geliştirilen endeks şu şekildedir:

$$I_D = 0.1D_L + 0.1D_{NW} + 0.25D_{DSR} + 0.25D_{MLR} + 0.15D_{COR} + 0.15D_{RCD} \quad (3.33)$$

Burada D_L toplam yükümlülükleri, D_{NW} net değeri, D_{DSR} borç servisi oranını, D_{MLR} parasal varlık / yükümlülük oranını, D_{COR} ipotek yapılandırma kredilerinde nakit çıkışının payını ve D_{RCD} devreden tüketici borç oranını ifade etmektedir. Endeksin bileşenleriyle alakalı şunu belirtmekte fayda var ki, Minsky'e göre net değer bir sağlamlık göstergesidir

ve yalnızca ponzi finansman bu bilanço kaleminde aşınmaya yol açar (Minsky, 2013 [1986]: 353). Aynı şekilde parasal varlık / yükümlülük oranı da likidite sağlamlığının bir bileşeni olmakta ve birimlere güvenlik marjı sağlamaktadır. Fakat yazar bu değişkenleri kırılgnalık göstergesi olarak endekse dahil etmiştir.

Reel sektör ve finansal sektör endeksinde ayrıma gidilmemiş ve ortak bir endeks geliştirilmiştir:

$$I = 0.125D_L + 0.125D_{NW} + 0.3D_{ISR} + 0.3D_{MLR} + 0.15D_{ST} \quad (3.34)$$

Hanehalkı endeksinden farklı olarak kullanılan D_{ISR} ve D_{ST} değişkenleri sırasıyla faiz ödemeleri / gelir oranını ve kısa vadeli borçları temsil etmektedir. Yazarın geliştirdiği hanehalkı kırılgnalık endeksine yönelik eleştirimiz burada da geçerliliğini korumaktadır. Endesklerin ampirik tarafı göstermektedir ki resesyon öncesi dönemlerde endeksin aldığı değer ciddi bir yükseliş göstermekte, küçölmeyle birlikte kırılgnalık azalmaktadır. Sermaye birikiminin genişleme ve daralma dönemlerindeki yapısı göz önüne alındığında birikimin finansal kırılgnalığa yol açtığı yorumunu yapmak mümkündür ki bu sonuç Minsky'nin teorisi ile paraleldir.

Finansal kırılgnalık endeksi ile alakalı literatüre çokça çalışma sunan Tymoigne, konut sahipliği için geliştirdiği kategorik endeksin yanı sıra (Tymoigne, 2010) sürekli değer alan bir ölçümü de çalışmasında şekillendirmiştir (Tymoigne, 2014). Endeks ABD, Birleşik Krallık ve Fransa olmak üzere üç ülke için geliştirilmiş olup veri kısıtı nedeniyle her endeksin bileşenleri farklılık göstermektedir. En zengin veriye sahip olan ABD için konut sahipliğinde kırılgnalık endeksi şu değişkenlerden oluşmaktadır.

$$I_{HF} = w_1I_L + w_2I_P + w_3I_{COR} + w_4I_{HELOC} + w_5I_{MMR} + w_6I_{MOR} \quad (3.35)$$

Burada I_L konut ipoteklerinin GSYH'ye oranını, I_P konut fiyat endeksini, I_{COR} ipotek yapılandırma kredilerinde nakit çıkışının payını, I_{HELOC} tüm ipotekler içindeki konut

kredisi oranını, I_{MMR} ipotek borcunun parasal varlıklara oranını ve I_{MOR} ipotek yükümlülük oranını belirtmektedir. Endeks, kırılmanlığı yansıtan birbirinden farklı bileşenlerden oluşmaktadır. Bu nedenle yazar, değişkenlerin belirlenmesinde likidite ve borç yapılandırma gereksinimi gibi faktörleri önceliklemiştir. Örneğin, borçlanmanın sürdürülebilir olmasını sağlayan getiriye dayalı kredi yerine problematik bir yapıya sahip olan varlığa dayalı krediye yer verilmiştir. 2008 finansal krizinin inşa sürecinde verilen kredilerde borçlunun gelir seviyesinin önemsenmemesi gerçeği (Sassen, 2010), kırılmanlığın bu bileşen aracılığıyla yansımaları ihtimalini artırmaktadır. Konut piyasasından doğacak olası borç deflasyonu için ideal bir gösterge olma özelliği taşıyan endeksteği değişkenlerin katsayıları temel bileşen analizi aracılığıyla atanmıştır. Endeks, veriler ile ampirik uygulamaya tabi tutulduğunda sonuçlar 2008 finansal krizinin dışsal bir şok sonucu ortaya çıktığı aleyhine bulgular sunmaktadır. Özellikle 2003 yılı sonrası konut sahipliğinde artan şiddetli kırılmanlık, krizin içsel bir süreç olduğunu ve temellerinin yıllar öncesinden atıldığını doğrulamaktadır. Endeksin bir diğer sonucu Büyük Resesyon sonrası kırılmanlığın azaldığı yönündedir. Bundaki temel sebep ise, krizin verdiği dersle uygulanan politikalarda ihtiyatlılığın artmasıdır.

Minsky, finansal istikrarsızlık hipotezini kapalı ekonomiler için modellemiştir. Dış ticaret açığının kâr oranlarını negatif yönde etkileyeceğini belirten Minsky, bu olguyu teorisinin merkezine yerleştirmemiştir. Bu nedenle finansal ilişkileri kapalı ekonomi ile sınırlandırmıştır. Öteki taraftan, neoliberalizmin gelişmekte olan ülkelere dayattığı ve kısa dönemli zenginliği yücelten yüksek faiz – düşük kur politikaları, ödemeler dengesini de finansal istikrarsızlık yaratan bir unsur haline getirmektedir. Paula ve Alves (2000)'in çalışması, Brezilya'da uygulanan "Plano Real" politikasının yarattığı finansal istikrarsızlığı, geliştirilen endeks ile ölçmeyi amaçlamaktadır. Bilindiği üzere, Brezilya 1997 – 1999 yılları arasında ciddi bir kriz yaşamış olup bu kriz "Plano Real"

doğrultusunda uygulanan sıcak para (yabancı portföy yatırımı) uygulamalarına bağlanmaktadır.

Portföy yatırımı çekmek saikiyle uygulanan politikalar bir zenginlik serabı yaratmakla birlikte doğası gereği yapısal sorunları gün yüzüne çıkarma potansiyeline sahiptir. Minsky'nin analizinde yer alan borç yükümlülükleri ve gelir akımları arasındaki uyumsuzluktan doğan finansal istikrarsızlık, ülkeler arası sermaye – ticaret ilişkileri temelinde geliştirilmeye uygundur. Yüksek faizin cazipliği ile ülkeye giriş yapan kısa dönemli sermaye ileri dönemlerde ödeme yükümlülüğünü de beraberinde getirmektedir. Fakat, sıcak para akışlarının etkisiyle değerlendirilen yerel para birimi sonucu fiziksel sermaye birikimi yerine tüketim mallarında ithalatı daha cazip kılmaktadır. Böylece, ithalata bağımlı hale gelen ülke ödeme yükümlülüklerini karşılayacak akımı yaratamamakta ve kırılganlık ödemeler dengesinde kendisini göstermektedir. Paula ve Alves'in dışsal finansal kırılganlık endeksi geliştirme motivasyonu da, Brezilya'nın yaşadığı tarihsel deneyime dayanmaktadır. İlgili endeks şu şekildedir:

$$EFI_t = \frac{M_t + D_t + A_t + STC_{t-1} + NIP_{t-1}}{X_t + R_t + RE_{t-1} + FDI_t + L_t} \quad (3.36)$$

Endeksin pay kısmı oluşturulurken mevcut ödeme yükümlülüklerinin yanı sıra potansiyel yükümlülüğüne yol açacak değişkenler de bulunmaktadır. M (ithalat), D (faiz ve diğer hizmetlere yapılan giderler) ve A (kredi amortismanları) mevcut yükümlülükleri ifade etmektedir. STC (kısa vadeli sermaye stoku) ve NIP (portföydeki net yatırım stoğu) ise potansiyel yükümlülükleri temsil etmektedir. Endeksin payda kısmı, yükümlülükleri ödeme yeterliliğini ifade eden kalemleri içermektedir. Bunlar sırasıyla ihracat, faiz ve diğer diğer hizmetlerden elde edilen gelirler, rezervler ve kısa-uzun vadeli kredilerdir. Böylece yazarlar, hem borç hem de operasyonel faaliyetleri ihtiva eden kapsamlı bir endeks geliştirmişlerdir. Dışsal kırılganlık endeksinin zamana göre gelişimine

bakıldığında ise "Plano Real" sonrası artan potansiyel yükümlülükler endeksin değerinde anlamlı bir artışa yol açmıştır. Potansiyel yükümlülüklerin mevcut yükümlülüklerle yansımalarıyla birlikte endeks değeri tırmanışına devam etmiş ve kur krizinin arka planı içsel süreçlerle hazırlanmıştır.

3.2 Finansal Kırılganlık Endeksinin Geliştirilmesi

Bu bölümde, Minsky'den ilham alarak geliştirilen finansal kırılganlık ölçümlerinin bir sınıflandırması önerilmiştir. Minsky (2013 [1986]) finansman rejimlerinde kategorizasyon yoluna gitmiş olup birimleri hedge – spekülatif – ponzi olarak ayırmıştır. Bu modellemeye sadık kalıp kesikli sınıflandırma yapılan çalışmalar (Schroeder, 2009; Tymoigne, 2010; Mulligan, 2013; Nishi, 2016; Davis, Souza ve Hernandez, 2017; Águila ve Graña, 2022) literatürün önemli bir kısmını kapsamaktadır. Fakat bu endekslerin geliştirilme metodlarında özgünleştirici bileşenler mevcuttur. Hatta, Minsky'nin formel modellemesinde kullandığı güvenlik marjlarına yalnızca Nishi (2016) tarafından yer verilmiştir. Bu nedenle teoriye en sadık kalan kesikli sınıflandırma endeksinin Nishi tarafından geliştirildiğini söylemek mümkündür.

Yapısı gereği kısıtlar gösteren kesikli sınıflandırmaların bu sorunu sürekli değer alan endeksler ile aşılmıştır. İlgili endekslerin bir önemli avantajı ise, içsel süreçlerin incelenmesini kolaylaştırmasıdır. Böylece, finansal ilişkilerden kaynaklanacak olası risklerin öngörüsü ve değerlendirmesi mümkün hale gelmektedir.

Son olarak, göstergelerden üzerinden kırılganlığın ele alındığı çalışmalar da mevcuttur (Seccareccia, 1988; Niggle, 1989). Bu çalışmalar, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini merkezine almakla birlikte odak noktaları farklılık göstermektedir. Örneğin Seccareccia (1988), likidite kıtlığını kırılganlığın temel sebebi olarak ele alırken Niggle

(1989), kaldıraç oranının genişleme döneminde artış eğilimi gösterdiğini ve kırılğanlığın konjonktürel bir olgu olduğuna değinmiştir.

Endeksler hem metodolojik hem de veri kaynağı olarak farklılık göstermektedir. Firma verisinin kullanıldığı çalışmalar olmakla birlikte makro verilere yer verilen çalışmalar da karşımıza çıkmaktadır. Tez çalışmamızda sürekli değer alan bir endeks geliştirilecek olup endeks iki alt bileşenden oluşacaktır. Bunlardan ilki, Minsky'nin formüle ettiği ve Nishi'nin (2016) kendi geliştirdiği endekste yer verdiği sermaye değerindeki güvenlik marjı olacak olup kırılğanlığı vermesi açısından pay ve paydanın yeri değiştirilecektir. Ek olarak, kârların varyansına yer verilmeyecektir. Tezimizde kullanılacak sermaye değerlerindeki güvenlik marjının formülasyonu şu şekildedir:

$$\mu = \frac{\text{Faiz Ödemeleri} + \text{Net Temettü Ödemeleri}}{\text{Vergi Sonrası Net Kârlar}} \quad (3.37)$$

Finansal kırılğanlık endeksinin ikinci bileşeni, kısa vadeli yükümlülüklerin likit varlıklara oranı olacaktır:

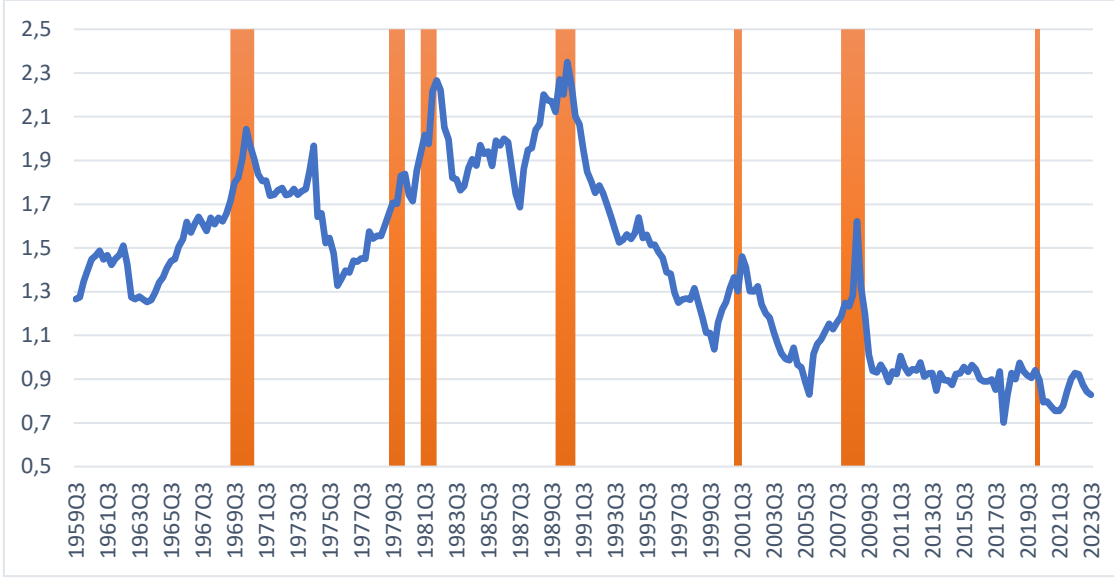
$$\theta = \frac{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Likit Varlıklar}} \quad (3.38)$$

İlgili rasyonun seçilme gerekçesi, bilançonun likit yapısına ışık tutarak kısa vadeli borç ödeyebilme kapasitesini göstermesidir. Bu açıdan bakıldığında, θ rasyosu Minsky'nin acil durum likit varlığı parametresi ile benzeşmektedir.

Hem μ hem de θ parametreleri, sermaye birikininin itici gücü olan finansal olmayan reel sektöre uygulanmıştır. Endeks oluştururken eşit ağırlıklandırma yapılmıştır:

$$\text{Finansal Kırılğanlık Endeksi} = (0.5 \times \mu) + (0.5 \times \theta) \quad (3.39)$$

Grafik 3.1: Finansal Kırılglanlık Endeksi



Kaynak: Board of Governors of the Federal Reserve System ve U.S. Bureau of Economic Analysis verileri kullanılarak yazarın kendi hesaplamasıdır

Finansal kırılglanlık endeksimizin nihai hali çeyreklik sıklıkla grafikte yer almakta olup 1959Q3-2023Q arası dönemi kapsamaktadır. Pandemi kaynaklı yaşanan resesyon harici tüm resesyon periyotlarından bir çeyrek önce endeks ortalama 1,62 değerini alırken endeksin genel ortalama değeri 1,42'dir. Ayrıca, resesyon dönemlerinde finansal kırılglanlık endeksi ortalaması 1,73'tür. Beklentildiği üzere konjonktürel bir seyir gösteren finansal kırılglanlık endeksi, yine beklentilere paralel olarak resesyon dönemlerinden önce yükseliş göstermekte ve resesyonlarda tepeye ulaşmaktadır. Kısacası, finansal kırılglanlık resesyon öncesi dönemlerde normal seviyelerinin üstüne çıkarak resesyonun habercisi olmakta iken resesyon ile kırılglanlık iyice perçinlenmektedir. Küçülmenin son bulduğu toparlanma dönemlerinde finansal kırılglanlık azalış eğilimine girmektedir. Tezimizde geliştirdiğimiz finansal kırılglanlık endeksi, resesyon öncesi artan değerleri ile finansal streslerin dışsal şoklar sonucu olmadığı lehine sonuçlar vermiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ABD EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN AMPİRİK OLARAK TEST EDİLMESİ VE BÜTÇE AÇIKLARININ ETKİSİ

4.1 Tahmin Yöntemi

Finansal istikrarsızlık hipotezine yönelik literatür incelendiğinde hipotezin ekonometrik sınamaya tabi tutulmasından ziyade simülasyon çalışmalarının olduğu görülmektedir. Bu tez çalışmasında ekonometrik bir model olan VAR yöntemi kullanılacak olup ilgili kuramdan çıkarım yapılan üç adet hipotez teste tabi tutulacaktır. VAR modelinin seçilmesinin temel sebebi, kurulacak modeldeki değişkenlerin birbirleriyle karşılıklı etkileşim içinde olduğu kabulüdür. VAR modelinde tüm değişkenlerin içsel olması, ortaya koyacağımız üç hipotezin tek bir modelle sınanmasına olanak tanıyacaktır.

Araştırmanın modelinde üç adet değişken kullanılacak olup bunlar finansal kırılma endeksi, bütçe dengesinin GSYH'ye oranı (%) ve gayri safi özel yurt içi yatırımın GSYH'ye oranıdır (%).

Tablo 4.1: Modelde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Değişken	Değişkenin Kısaltması	Verinin Kaynağı	Veri Aralığı
Finansal Kırılma Endeksi	INDEX	U.S. BEA ve FED Veri Tabanı Kullanılarak Yazarın Kendi Hesaplaması	1961Ç2-2023Ç3
Kamu Bütçe Dengesi/GSYH (%)	GBB	U.S. BEA	1961Ç2-2023Ç3
Gayri Safi Özel Yurt İçi Yatırım /GSYH (%)	INV	U.S. BEA	1961Ç2-2023Ç3

Tez çalışmamızın ekonometrik analiz bölümünde sınanacak hipotezler ise teoriyle uyumlu şekilde ortaya konulmuş olup hipotezlerden ilki yatırım harcamalarındaki artışın finansal kırılganlığı artıracaktır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde sermaye birikim süreci dinamiklerinin hem borçlanmayı zorunlu kılması hem de bilanço portföy tercihlerini likit varlıklardan likit olmayan duran varlıklara kaydıracağı önermesi, ilk hipotezimizin temel dayanağıdır:

- $INV \uparrow \rightarrow INDEX \uparrow$

İkinci hipotez, yatırım ve finansal kırılganlık etkileşiminin karşılıklı olduğuna dayanmakta olup ilk hipotezi tamamlayıcı bir perspektif sunmakta ve konjonktürel dalgalanmaların nasıl ortaya çıktığını açıklamaktadır. Birinci hipotezdeki yatırımların kırılganlığı artırması ve devamında ikinci hipotezimiz olan yükselen finansal kırılganlığın yatırım harcamalarını baskılaması, iş çevrimleri için ortaya heterodoks bir perspektif koymaktadır:

- $INDEX \uparrow \rightarrow INV \downarrow$

Son hipotezimizde, tezin üçüncü bölümünde tartışılan bütçe açıklarının finansal kırılganlığı azalttığı argümanı test edilecektir:

- $GBB \downarrow \rightarrow INDEX \downarrow$

4.2 VAR Modeli (Vektör Otoregresif Model)

Dinamik ilişkileri ortaya koyması amacıyla sıklıkla kullanılan VAR modelleri Sims (1980) tarafından geliştirilmiş olup birçok ekonometrik modelin aksine değişkenler arasında içsel – dışsal ayrımı yapılmamaktadır. Bu modellerde her bir değişkenin bağımlı

değişken olduğu birden fazla doğrusal regresyon üretilmektedir. X ve Y olmak üzere iki değişkenden oluşan klasik bir VAR modeli aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_t = \beta_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i}Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i}X_{t-i} + u_{1t} \quad (4.1)$$

$$X_t = \beta_2 + \sum_{i=1}^p b_{3i}Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{4i}X_{t-i} + u_{2t} \quad (4.2)$$

Burada β_1 ve β_2 sabit terimi, u_{it} hata terimini ve p gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

Aynı modeli matris formuyla şu biçimde ifade edebiliriz:

$$\begin{bmatrix} Y_t \\ X_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \end{bmatrix} + \sum_{i=1}^p \begin{bmatrix} b_{1i} & b_{2i} \\ b_{3i} & b_{4i} \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} Y_{t-i} \\ X_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \end{bmatrix} \quad (4.3)$$

p gecikme sayısında VAR (p) olarak ifade edilen VAR modelleri çok boyutlu bir sistem olup her değişken kendi gecikmeli değeri ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır (Tarı, Koç ve Abasız, 2019).

4.2.1 Durağanlık ve Birim Kök Testi

Bir seride durağanlık kavramı, serinin zaman içinde hem ortalamasının hem de varyansının sabit olmasını ve kovaryansın iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olmasıdır (Tarı, Koç ve Abasız, 2019):

$$E(Y_t) = \mu \quad (4.4)$$

$$Var(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (4.5)$$

$$\gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)] \quad (4.6)$$

Zaman serileri ile ekonometrik analiz yapılırken, değişkenlerin durağanlığı büyük önem teşkil etmektedir. Değişkenlerin durağan olmaması yani birim kök içermesi durumunda, bağımsız değişkene verilecek bir şokun bağımlı değişken üzerindeki etkisi kalıcılık arz edecek ve seri denge değerine yakınsamayacaktır. Diğer bir deyişle, geçmiş zamandaki bilgi değişken tarafından taşınmaya devam edecektir. Buna ek olarak, durağan olmayan serilerle yapılan ekonometrik analizler sahte regresyon sorununa neden olabilmektedir (Gujarati, 2016: 320).

Çalışmada kullanılacak değişkenlerin durağanlık durumu Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi ile sınıanmıştır.

Tablo 4.2: ADF Test Sonuçları

Değişken	p değeri (Düzy)	p değeri (Birinci Fark)	Sonuç
INDEX	0.6982	0.0000***	1. Farkta Durağan - I(1)
GBB	0.0009***	0.0000***	Düzyde Durağan - I(0)
INV	0.0092***	0.0000***	Düzyde Durağan – I(0)

Not: *** işareti, saptanan değerlerin %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.2’de gösterilen Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi sonuçlarına göre değişkenlerden yalnızca finansal kırılma endeksi (INDEX) 1. dereceden birim köke sahipken (I(1)), kamu bütçe dengesinin GSYH’ye oranı (GBB) ve gayri safi özel yurt içi yatırımların GSYH’ye oranı (INV) düzeyde durağandır (I(0)). Bu nedenle INDEX değişkeni, birinci farkı alınarak VAR analizine dahil edilecektir.

4.2.2 Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

VAR modelleri gecikme uzunluğuna oldukęa hassas bir model ęeşididir. Farklı gecikme uzunlukları ile kurulacak bir modelde çıktılar arasında anlamlı farklılıklar oluşabilmektedir. Bunun yanı sıra gecikme uzunluğunun kısa seçilmesi düşük açıklayıcılık, otokorelasyon gibi sorunları ortaya ıkarabilirken idealin üzerinde gecikme uzunlukları ise modelin serbestlik derecesini düşürecektir. Bu nedenle gecikme uzunluğunda subjektif bir seçim yapmak yerine bilgi kriterleri çerçevesinde optimal uzunluk tespit edilmelidir (Brooks, 2019: 330).

Optimal gecikme uzunluğunun tespitinde LogL (Log Likelihood), LR (Likelihood Ratio), FPE (Final Prediction Error), AIC (Akaike Information Criterion), SC (Schwarz Criterion) ve HQ (Hannan – Quinn) bilgi ölçütlerinden faydalanılmaktadır.

Tablo 4.3: Gecikme Uzunluğu Seim Kriteri

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-742.0231	NA	0.085732	6.057098	6.099846	6.074311
1	-366.8706	738.1048	0.004368	3.080249	3.251241*	3.149099
2	-344.8412	42.80512	0.003929	2.974319	3.273554	3.094807
3	-327.7967	32.70330	0.003681	2.908916	3.336396	3.081042*
4	-312.4800	29.01461	0.003497*	2.857561*	3.413284	3.081325
5	-307.6575	9.017598	0.003619	2.891525	3.575492	3.166926
6	-301.8205	10.77238	0.003715	2.917240	3.729451	3.244279
7	-288.4353	24.37629*	0.003586	2.881588	3.822043	3.260265
8	-280.8057	13.70851	0.003629	2.892729	3.961428	3.323044

Tabloda * işareti olanlar her bilgi kriterinin ürettiği ideal gecikme uzunluğunu bildirmektedir. Bilgi kriterleri kendi aralarında kıyaslandığında en düşük değerler FPE ve AIC tarafından üretilmiş olup bunlar 4 gecikme uzunluğunu işaret etmektedir. Bundan ötürü, çalışmada tahmin edilecek VAR modelinde 4 gecikme uzunluğu kullanılacaktır.

4.2.3 VAR Modeli Tahmin Sonuçları

Tablo 4.4: VAR Modeli Tahmin Sonuçları

Vector Autoregression Estimates
Sample (adjusted): 1961Q2 2023Q3
Included observations: 250 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	GBB	INV	Δ INDEX
GBB(-1)	0.606203 (0.06696) [9.05282]	0.003693 (0.02140) [0.17258]	0.002303 (0.00302) [0.76177]
GBB(-2)	0.122617 (0.07339) [1.67080]	-0.010036 (0.02345) [-0.42798]	-0.000505 (0.00331) [-0.15243]
GBB(-3)	0.409622 (0.07314) [5.60048]	0.011053 (0.02337) [0.47295]	0.003786 (0.00330) [1.14640]
GBB(-4)	-0.288306 (0.06611) [-4.36117]	-0.002454 (0.02112) [-0.11619]	-0.004169 (0.00298) [-1.39681]
INV(-1)	0.773751 (0.21715) [3.56320]	0.999773 (0.06939) [14.4090]	0.032105 (0.00980) [3.27440]
INV(-2)	-0.635004 (0.29271) [-2.16939]	-0.027240 (0.09353) [-0.29125]	-0.011449 (0.01322) [-0.86625]
INV(-3)	0.070465 (0.29238) [0.24100]	0.063303 (0.09342) [0.67759]	-0.005786 (0.01320) [-0.43825]
INV(-4)	-0.113344 (0.20613) [-0.54987]	-0.086283 (0.06586) [-1.31004]	-0.004598 (0.00931) [-0.49401]
Δ INDEX(-1)	-2.096184 (1.42776) [-1.46816]	-0.628045 (0.45621) [-1.37667]	-0.085023 (0.06447) [-1.31886]
Δ INDEX(-2)	-0.342235 (1.43392) [-0.23867]	-1.682263 (0.45817) [-3.67166]	0.058208 (0.06475) [0.89903]
Δ INDEX(-3)	-0.910276 (1.46348) [-0.62199]	-1.669629 (0.46762) [-3.57049]	0.009912 (0.06608) [0.15000]
Δ INDEX(-4)	0.615178 (1.48830) [0.41334]	-0.177133 (0.47555) [-0.37248]	0.056772 (0.06720) [0.84481]

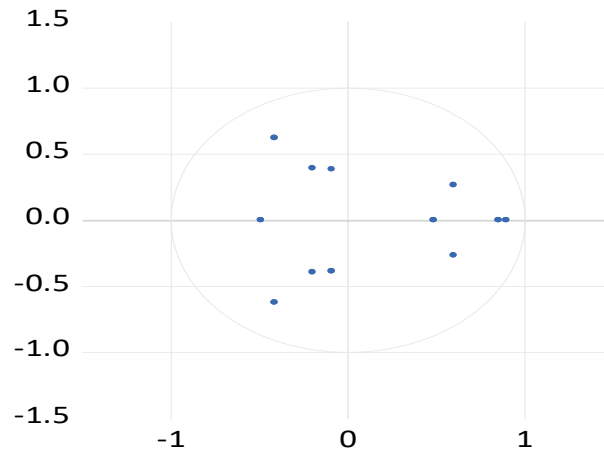
C	-2.520903 (1.59261) [-1.58287]	0.901666 (0.50888) [1.77186]	-0.176027 (0.07191) [-2.44786]
R-squared	0.750300	0.890428	0.135625
Adj. R-squared	0.737657	0.884880	0.091859
Sum sq. resids	601.5284	61.41408	1.226370
S.E. equation	1.593140	0.509049	0.071934
F-statistic	59.34482	160.4973	3.098873
Log likelihood	-464.4862	-179.2569	309.9407
Akaike AIC	3.819890	1.538055	-2.375525
Schwarz SC	4.003006	1.721171	-2.192409
Mean dependent	-5.315287	17.59160	-0.002630
S.D. dependent	3.110419	1.500324	0.075485
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.002941	
Determinant resid covariance		0.002505	
Log likelihood		-315.5327	
Akaike information criterion		2.836261	
Schwarz criterion		3.385609	
Number of coefficients		39	

4.2.4 Karakteristik Köklerin Kararlılığı

VAR modelindeki karakteristik köklerin kararlılığı, analizin devamında kullanılacak olan etki-tepki fonksiyonunun güvenilirliği için önemli bir koşuldur.

Grafik 4.1: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Birim kök çemberine göre, modelin kökleri birim çemberin içinde kalmakta ve böylece istikrar koşulu sağlanmaktadır.

4.2.5 Otokorelasyon

Doğrusal regresyonun bir varsayımı gereği hata teriminin gecikmeli değerleri arasında deterministik bir ilişki bulunmamalıdır. Fakat bazı hallerde, özellikle zaman serilerinde, bu varsayım sağlanamamakta ve otokorelasyon problemi oluşmaktadır. Hata terimleri arasında bir ilişkinin mevcudiyeti durumunda OLS tahmincisi etkin olma özelliğini kaybetmektedir (Gujarati, 2016: 167).

Tablo 4.5: LM Testi Sonuçları

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Sample: 1960Q1 2023Q3
Included observations: 250

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	8.209822	9	0.5131	0.913165	(9, 564.8)	0.5132
2	13.47987	9	0.1421	1.506333	(9, 564.8)	0.1421
3	13.92570	9	0.1250	1.556767	(9, 564.8)	0.1250
4	11.26333	9	0.2581	1.256182	(9, 564.8)	0.2581
5	13.98831	9	0.1227	1.563852	(9, 564.8)	0.1228

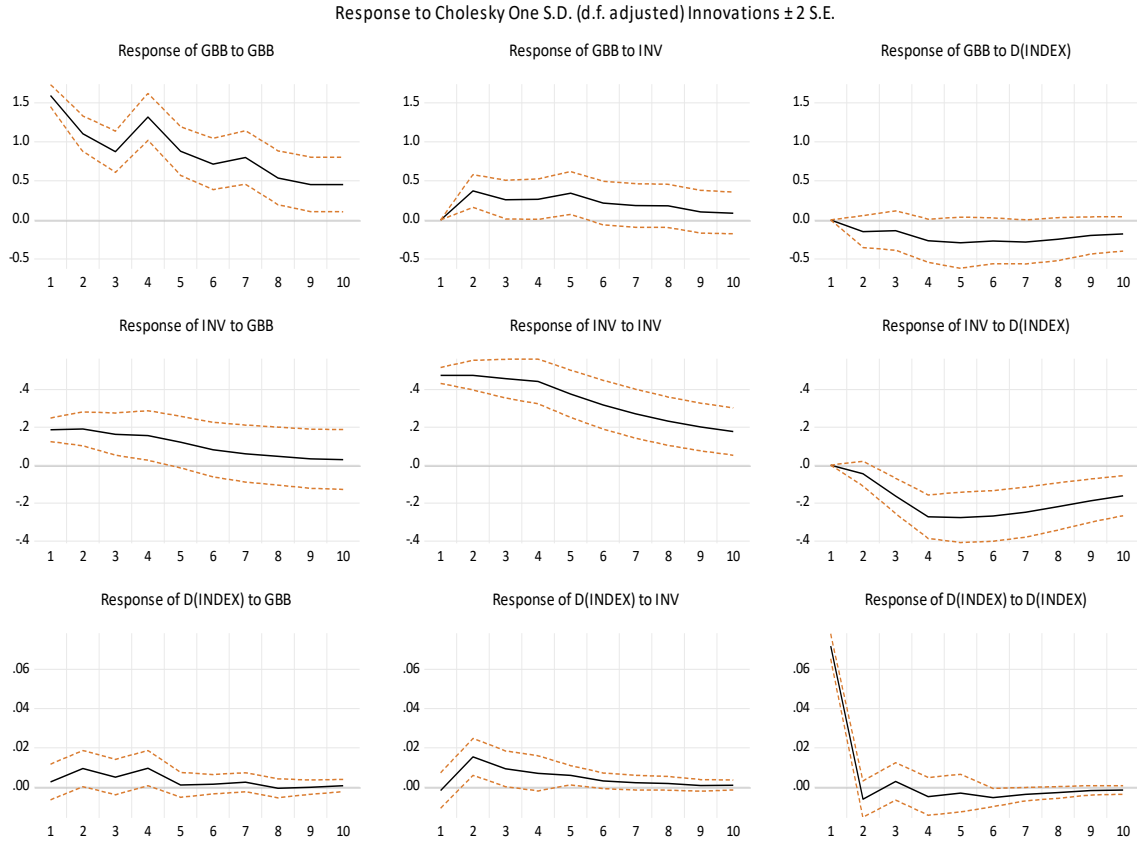
Otokorelasyonu sınamak için kullanılan LM testi sonuçlarına göre, olasılık değerleri 0.10'un üzerinde olduğu için H_0 hipotezi reddedilememiş ve otokorelasyon sorununun olmadığı doğrulanmıştır.

4.2.6 Etki-Tepki Fonksiyonları

En genel tanımıyla etki-tepki fonksiyonları, hata terimine verilen şoka karşı içsel değişkenlerin verdiği tepkidir (Tarı, Koç ve Abasız, 2019: 481). Etki tepki fonksiyonları ile hem etkinin yönü, hem de büyüklüğü elde edilmektedir. Bunun yanı sıra, şok sonrası

ilgili etkinin ne zaman sönümlendiği de elde edilen bilgiler arasındadır. Tez çalışmamızda sunulan hipotezlerin sınanmasında etki tepki fonksiyonları işlevsel bir rol üstlenmektedir.

Grafik 4.2: Etki – Tepki Fonksiyon Bulguları



Yatırım harcamaları/GSYH (%)’de meydana gelen 1 standart hatalık değişim finansal kırılganlığı ilk dönemde çok düşük miktarda azaltmakla birlikte sonraki dönemlerde artırıcı yönde etkilemekte olup toplam etki net bir biçimde pozitif yöndedir. Bu bulgu, tez çalışmamızın birinci hipotezi olan yatırım harcamalarından finansal kırılganlığa yönelik geçişkenliği güçlü biçimde desteklemektedir.

Birinci farkı alınmış olan finansal kırılganlık değişkeninde gerçekleşen bir birimlik değişimin yatırım harcamaları üzerindeki etkisi oldukça net bir görünüm sergilemektedir.

Finansal kırılmalığa verilen pozitif yönlü şok yatırımları belirgin şekilde azaltmaktadır. Bunun da ötesinde, 10. döneme gelindiğinde bile yatırımlar henüz denge değerine ulaşmamaktadır.

Bütçe açıkları / GSYH (%) değişkenindeki 1 standart sapmalı şok karşısında finansal kırılmalılık yukarı yönlü tepki vermekte olup 5. dönemle birlikte denge değerine yakınsama söz konusudur. Böylece, tez çalışmamızın ikinci bölümünde ele aldığımız bütçe açıklarının nakit akımları ve portföy etkisini içeren üçüncü hipotezimiz lehine bir etki - tepki fonksiyon sonucu elde edilmiştir.

4.2.7 Varyans Ayrıştırması

VAR analizi süreçlerinden biri olan varyans ayrıştırmasının temel amacı, model değişkenlerinin birinde oluşan bir değişimin yüzdesel olarak hangi değişkenlerden kaynaklandığını göstermektir (Enders, 2008: 310-311). Bu bakımdan varyans ayrıştırması, değişkenlerin temel belirleyicilerini ortaya çıkarmada iyi bir araçtır.

Tablo 4.6: INV Değişkeninin Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	GBB	INV	Δ INDEX
1	0.509049	13.43569	86.56431	0.000000
2	0.723087	13.62335	85.98702	0.389636
3	0.885624	12.49240	83.87104	3.636558
4	1.038291	11.36186	79.12901	9.509133
5	1.144625	10.47827	75.88204	13.63969
6	1.220684	9.655754	73.52530	16.81895
7	1.276266	9.056387	71.77430	19.16931
8	1.316282	8.642688	70.58243	20.77488
9	1.345195	8.337828	69.82515	21.83702
10	1.366760	8.123052	69.31943	22.55752

INV değişkeninin 10 dönemi kapsayan varyans ayrıştırması incelendiğinde finansal kırılma endeksinin 1. dönemdeki etkisi 0 olmakla birlikte ilerleyen dönemlerde aralıksız bir artış trendi göstermekte ve %22.55'e kadar çıkmaktadır. Bu sonuca göre, finansal kırılmanın yatırımları açıklama gücü, zaman geçtikçe artmaktadır.

Tablo 4.7: Δ INDEX Değişkeninin Varyans Ayrıştırması

Period	S.E.	GBB	INV	DINDEX
1	0.071934	0.126335	0.061079	99.81259
2	0.074410	1.728386	4.316352	93.95526
3	0.075212	2.147232	5.740345	92.11242
4	0.076298	3.674856	6.413970	89.91117
5	0.076598	3.664816	6.960020	89.37516
6	0.076863	3.673266	7.079142	89.24759
7	0.077019	3.758712	7.130654	89.11063
8	0.077097	3.758755	7.171785	89.06946
9	0.077121	3.756402	7.178349	89.06525
10	0.077145	3.762453	7.189609	89.04794

İlk dönemde finansal kırılma endeksi, neredeyse tamamen kendisi tarafından açıklanırken, ilerleyen dönemlerde kendisi üzerindeki açıklama gücünün azaldığı gözlemlenmektedir. 10. döneme gelindiğinde Δ INDEX değişkeninin %3.76'sı GBB tarafından açıklanırken INV'nin açıklama gücü %7.18 olarak karşımıza çıkmaktadır.

4.3 Granger Nedensellik Testi

Engle-Granger (1987) tarafından ortaya atılan Granger nedensellik testi, durağan serilere uygulanma koşulu aranmakta olup bir değişkenin gecikmeli değerlerinin başka bir değişkeni açıklamada kullanmak için uygun olup olmadığını keşfetme amacı

taşımaktadır. Ekonometrik modelimizde yer verilen değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için Granger nedensellik analizine başvurulmuş ve gecikme değeri olarak 4 seçilmiş olup sonuçlar tablo 4.8’de sunulmuştur.

Tablo 4.8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
INV does not Granger Cause GBB	250	3.68951	0.0062
GBB does not Granger Cause INV		0.09954	0.9825
Δ INDEX does not Granger Cause GBB	250	1.14050	0.3381
GBB does not Granger Cause Δ INDEX		3.62483	0.0069
Δ INDEX does not Granger Cause INV	250	6.73571	0.0000
INV does not Granger Cause Δ INDEX		7.72922	0.0000

Test sonuçlarına göre birinci hipotezimiz olan yatırımlardan finansal kırılganlık endeksine doğru nedensellik doğrulanmakta olup INV Δ INDEX’in Granger nedenidir. Aynı durum ikinci hipotezimiz için de geçerli olup Granger nedensellik testi sonuçlarına göre yatırımlardan finansal kırılganlık endeksine doğru nedensellik söz konusudur. Diğer bir deyişle, INV ve Δ INDEX arasındaki belirlenimin yönü karşılıklıdır. Son olarak, bütçe açıklarından finansal kırılganlığa yönelik etki de tablo 4.8 tarafından doğrulanmış olup üçüncü hipotez lehine sonuç elde edilmiştir.

SONUÇ

Kapitalist ekonomi tarihi boyunca konjonktürel dalgalanmalar yaşanmıştır. İş çevrimleri olarak da adlandırılan konjonktürel dalgalanmalar üzerine iktisatçılar birçok teori geliştirmiştir. Bu teoriler para arzından teknoloji şoklarına kadar çeşitli açıklamalar sunmuştur. Fakat konjonktürel dalgalanmalar iki temel başlık altında ele alınmaktadır. Bunlardan ilki, ekonominin olağan işleyişinin resesyonlar yarattığı görüşünden yola çıkan endojen / içsel konjonktür teorileridir. Endojen konjonktür teorilerinin ortak özelliği yatırımı merkezine alan bir perspektif ortaya koymaları olmuştur. Buna göre, sermaye birikim süreci ekonominin büyümesini sağlamakla birlikte gelecek için krizin tohumlarının da ekmektedir. Marx ve Sismondi ile temelleri atılan içsel konjonktür teorileri Keynes ve Minsky gibi önemli iktisatçılar tarafından devam ettirilmiştir.

Marx, Fisher, Keynes, Kalecki gibi birçok iktisatçıdan etkilenen ve çalışmalarında da bu isimlerin izlerini görebildiğimiz Minsky'e (2013 [1986]) göre, geleceğe yönelik yüksek kâr projeksiyonlarının yapıldığı coşkulu ekonomi ortamı finansal istikrarsızlığın ilk aşamasını oluşturmaktadır. Sürecin devamında firmalar, yatırımların finansmanı için yüksek kaldıraç kullanmayı göze alarak geleceğe dönük ödeme taahhütleri oluşturmaktadır. Kısacası Minsky de diğer heterodoks iktisatçılar gibi içsel bir konjonktür teorisi geliştirirken yatırım harcamalarını teorisinin merkezine almıştır. Yatırımların doğasını çözümlerken yatırımın talep fiyatı ve arz fiyatı kavramlarını kullanan Minsky, talep fiyatı arz fiyatına eşitleninceye kadar yatırım yapma iştahının devam edeceğini ifade etmiştir. Bu iki subjektif değişkenin kesişim noktasına kadar yatırımlar gerçekleşirken finansmanında ise öncelikli olarak dağıtılmamış kârlar kullanılmakta ve sonrasında borçlanma ve likit varlık satışı ile yatırım efektif talebe dönüştürülmektedir.

Finansın hakim olduğu bir ekonomik düzlemin geçerli olduğunu belirten Minsky'e (2016) göre yatırımın talep fiyatı borçlu riskini ifade etmekte iken yatırımın arz fiyatı ise

aynı zamanda alacaklı riskidir. Bu riskler, ekonomik düzlemdeki aktörlerin algıladığı riske göre subjektif bir değerlendirme ile belirlenmektedir. Riskin reel sektör tarafından görmezden gelinmesi ile yatırım için kredi talebinin artması, diğer taraftan finans sektörünün buna eşlik etmesi durumunda kredi talebinin karşılanması yatırım patlamasına yol açarken iç fonlar harici finansman kaynaklarının kullanımından dolayı borç stoğu artmakta ve likit varlıklar azalmaktadır. Bu durum, spekülasyon ve ponzi finansman yapısındaki şirketlerin oranını artırarak finansal istikrarsızlığın fitilini ateşlemektedir. Nakit akımlarında belirgin bozulmalar görülen firmalar yatırım harcamalarını ve yeni iş alımları kesebilmekte, hatta işten çıkarmalar da söz konusu olabilmektedir. Bankalar ise artan risklerinden ötürü kredi tayinlemesi yoluna giderek firmaların nakit ihtiyaçlarına kayıtsız kalmaktadır. Böylece konjonktürün daralma aşamasına girilmiş olunacaktır.

Finansal istikrarsızlık olgusunu kapsamlı biçimde çözümleyen Minsky, bu olgunun kapitalizmin temel karakteristiği olduğunu savunmuş ve asla kalıcı olarak denge noktasına ulaşılamayacağını belirtmiştir. Buna rağmen finansal istikrarsızlığın şiddetli etkilerinin azaltılabileceğine değinmiştir. Ana akım iktisadın ‘‘ince ayar’’ politikalarının ötesine geçmeyi hedeflemiş ve bunun için reform önerilerinde bulunmuştur. Bu öneriler büyük devlet, istihdam stratejisi, finansal reform ve sanayi politikasını içermektedir. Tez çalışmamız büyük devlet etkisini mercek altına almış ve maliye politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkiye odaklanmıştır. Minsky, ‘‘büyük devlet’’ yaklaşımına ilk olarak ampirik bir gözlem ile başlamıştır. 1929 Büyük Buhranı sonrası kurumsal düzenlemeler ile devletin ekonomi içindeki payının büyümesi ile istikrarsızlığın kriz öncesi döneme göre belirgin ölçüde azaldığını tespit etmiştir. Kamu harcamalarının çarpan etkisinin ötesine geçen finansal istikrar etkileri, Minsky tarafından analiz edilmiş ve bu tez çalışmasının da odak noktalarından birisi olmuştur.

Minsky'e göre, bütçe açıkları kârları yukarı yönlü iten bir etkiye sahip olmakla birlikte kamu borçlanması sonucu ihraç edilen tahvil ve bonoların risksiz varlıklar olması finansal istikrar lehine bir etkiye sahiptir. Tez çalışmamızda, Minsky'nin değindiği büyük devlet yaklaşımının modern para teorisi (MMT) ve Godley'nin sektörel finansal dengeler yaklaşımı ile paralel olduğuna değindik ve bunlar entegre edilerek tez çalışmamızın 2. bölümünün ana hatları çizildi. Sonuç olarak, dış ticaret açığının da süreklilik kazandığı bir ekonomide bütçe açıkları olmadan özel sektörün sektörel fazla veremeyeceği, net finansal birikimin pozitif olamayacağı çıkarımı yapılmıştır.

Finansal istikrar ekonominin gidişatı için belirleyici bir olgudur. Bu nedenle finansal kırılganlığın ölçülmesi ihtiyacı doğmuştur. İlgili literatür incelendiğinde, Minskian bir yaklaşımla finansal kırılganlığın ölçümü için çeşitli endekslerin geliştirildiği görülmektedir. Tez çalışmamızda bu ölçümler Minskian kesikli sınıflandırmalar, sürekli değer alan endeksler ve gösterge temelli analizler olmak üzere üç başlık altında sınıflandırılmıştır. Sonrasında, Minskian kesikli sınıflandırma kategorisine dahil olacak bir endeks geliştirilmiştir. Geliştirdiğimiz endeksin beklenildiği üzere konjonktürel bir seyir izlediği gözlemlenmiştir. Ek olarak, finansal kırılganlık ve resesyon arasındaki ilişkiye dair öncü bulgular da tespit edilmiştir. Endeksin genelleştirilmiş seyri, resesyon öncesi periyotta yükseliş trendine başlayıp resesyonlarda zirve yapması ve resesyon sonrası süreçlerde tekrar düşmesidir. Endeksin bu yapısı, ekonominin gidişatının izlenebilmesi için bir araç olarak kullanılabilmesine olanak tanımaktadır.

Minsky'nin tasvir ettiği finansal istikrarsızlık olgusu, derinlikli finansal piyasalara sahip gelişmiş ekonomilere özgü bir hipotez olarak geliştirilmiştir. Bu nedenle tezin örneklem ülkesi olarak ABD seçilmiş ve dolayısıyla ekonometrik analiz bölümü ABD'yi kapsamıştır. Ekonometrik analiz bölümünde, finansal istikrarsızlık hipotezinin dinamik ilişkileri barındırmasından dolayı VAR analizi kullanılmıştır. Veri sıklığı çeyreklik olup

veri aralığı 1961 2. çeyrek - 2023 3. çeyrektir. Analizde ilk olarak finansal kırılganlık endeksi ile yatırım harcamaları arasındaki karşılıklı etkileşim ele alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre yatırım harcamalarındaki artış finansal kırılganlığı belirgin biçimde yükseltmektedir. Finansal kırılganlık endeksinde görülen yükseliş ise yatırım harcamalarında net bir düşüşe yol açmaktadır. Bu iki değişken arasındaki karşılıklı etkileşim konjonktürel dalgalanmalara neden olmaktadır. Buna göre, beklentiler yatırımları tetikleyerek şirket bilançolarının likit yapısını azaltmakta ve borçluluğu teşvik etmektedir. Bilançolarda aktiflerin maddi duran varlıklar lehine gelişimi finansal kırılganlığı beslemektedir. Ortaya çıkan finansal kırılganlık koşulları ise yatırım harcamalarında kesintiye neden olmaktadır. VAR analizi ile elde edilen bu sonuç, sermaye birikim sürecinin finansal istikrarsızlık aracılığı ile iş çevrimlerine neden olduğu lehine anlamlı sonuçlar üretmiştir. Son olarak, bütçe açıklarının finansal kırılganlık endeksi üzerindeki etkisi incelenmiş ve çıkan sonuçlar Minsky'nin "büyük devlet" yaklaşımını destekler nitelikte çıkmıştır. Bütçe dengesinde meydana gelen pozitif bir şok finansal kırılganlık endeksini de artırmaktadır. Buradan çıkan sonuç, finansal kırılganlığın düşük seviyelerde tutulması için bütçe açıklarının zorunlu olduğudur.

Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, ilk olarak yatırımların fazla öncelendiği büyüme yaklaşımlarının sorunlu olduğunu söylemek mümkündür. Yatırım harcamaları her ne kadar üretken kapasiteyi ve toplam talebi artırarak büyümenin itici unsurlarından biri olsa da geleceğe dönük finansal kırılganlık tohumlarını da ekmektedir. Minsky'nin sermaye birikim süreci çekişli finansal istikrarsızlık hipotezine göre, yatırım kararlarının finanse edilerek efektif yatırıma dönüştüğü süreçlerde firma borçluluğu yaygınlaşan bir pratik halini almaktadır. Yatırımların finansmanı için kredi talebinin yükselmesiyle faizlerin artması, borçların özkaynaklara göre oranının yükselmesi, kredi tayinlanması ve zorunlu varlık satışlarına gidilmesi; aşırı birikim sürecinin olağan sonuçları olarak karşımıza

çıkılmaktadır. Bu süreçlerin meydana gelmesi ile firma gelirlerinin borç ödemelerini karşılama kapasitesi düşmekte ve hem spekülasyon hem de ponzi finansman yapısına bürünen firma sayısı artmaktadır. Çalışmadan elde edilen ikinci sonuç, Şirketlerin gelir tabloları ve bilançolarının bozulduğu finansal istikrarsızlık dönemlerinde yatırımların bundan zarar göreceğidir. Finansal olarak kırılgan hale gelen ekonomik birimlerin geleceğe dönük beklentileri bozulmakta ve yatırım iştahları belirgin bir düşüş sergilemektedir. Bunun da ötesinde, yatırım için gerekli parasal kaynaklardan yoksun kalmaktadırlar. Bu nedenle finansal kırılganlık yatırımların düşüşüne yol açmaktadır. Finansal kırılganlık ve yatırımlar arasındaki karşılıklı etkileşim göz önüne alındığında konjonktürel dalgalanmalar konusu açıklığa kavuşmaktadır. İlk olarak yatırımların finansal kırılganlığı beslemesi, yükselen kırılganlığın da yatırımların hızını keserek GSYH büyümesini baskılaması, iktisadi faaliyetin yükselen ve alçalan örüntüler sergileyerek konjonktürel olarak dalgalanmasına neden olmaktadır. Çalışmadan elde edilen üçüncü sonuç, aynı zamanda bir politika önerisi niteliği taşımaktadır. Bütçe açıkları ile net finansal varlık yaratılmakta ve özel sektörün kâr akımları desteklenmektedir. Bu etki çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde de ayrı bir hipotez olarak test edilmiş ve bütçe açıklarının finansal kırılganlık endeksi üzerinde azaltıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla tez çalışmamız, aktif maliye politikasının finansal istikrar için önemli bir araç olduğunu vurgulamaktadır.

KAYNAKÇA

Águila, N., & Graña, J. M. (2023). Not all zombies are created equal. A Marxist-Minskyan taxonomy of firms: United States, 1950-2019. *International Review of Applied Economics*, 37(1), 3-22.

Argitis, G., & Nikolaidi, M. (2016). Debt crisis, fiscal austerity and the financial fragility and instability in the Greek economy.

Bahçe, S. (2019). Capital-The Highest Stage of Methodological Revolution. *Fiscaoeconomia*, 3(2), 1-18.

BAHÇE, S. (2021). KAPİTALİZMİN KRİZİNDEN KAOTİK KAPİTALİZME 1980 VE 1990'LARIN HERKESÇE BİLİNEN KISA HİKAYESİ. *Toplum ve Hekim*, 36(1), 20-26.

Brooks, C. (2019). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press.

ÇILĞIN, T. (2022). REFAH DEVLETLERİNİN COVID-19 SÜRECİNDE UYGULADIKLARI SOSYO-EKONOMİK DESTEK POLİTİKALARI: ALMANYA, AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ, DANİMARKA VE İSVEÇ ÖRNEKLERİ. *Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(1), 2-39.

Daldal, Ş. (2016). Neoliberalizm, Finansallaşma ve Emek Piyasaları. *JOEEP: Journal of Emerging Economies and Policy*, 1(1), 85-104.

Davis, J. H., Hanes, C., & Rhode, P. W. (2009). Harvests and business cycles in nineteenth-century America. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1675-1727.

De Paula, L. F. R., & Alves Jr, A. J. (2000). External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(4), 589-617.

de Souza, J. P. A., & Hernandez, G. (2017). An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy (No. 015495). Universidad Javeriana-Bogotá.

de Soyres, François, Ana Maria Santacreu, and Henry Young (2022). "Fiscal policy and excess inflation during Covid-19: a cross-country view," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 15, 2022, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3083>.

Emami Langroodi, F. (2021). Schumpeter's Theory of Economic Development: a study of the creative destruction and entrepreneurship effects on the economic growth. *Journal of Insurance and Financial Management*, 4(3).

Enders, W. (2008). *Applied econometric time series*. John Wiley & Sons.

Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.

Ergül, Y. T. (2019). Krizlerin Hatırlatamadığı Bir İktisatçı: Michal Kalecki. *İktisat ve Toplum*, 103, 31-40.

Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 337-357.

Gatti, D. D., Gallegati, M., & Minsky, H. P. (1994). Financial institutions, economic policy, and the dynamic behavior of the economy (No. 126). Working Paper.

Gatti, D. D., Gallegati, M., & Minsky, H. P. (1994). Financial institutions, economic policy, and the dynamic behavior of the economy (No. 126). Working Paper.

Godley, W. (1999). Seven unsustainable processes. Special report.

- Godley, W., & Lavoie, M. (2006). *Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*. Springer.
- Goodwin, R. M. (1967). *A Growth Cycle: Socialism, Capitalism and Economic Growth*, 1967, ED. CH Feinstein. In *Essays in economic dynamics* (pp. 165-170). London: Palgrave Macmillan UK.
- Gujarati, D. (2016). *Örneklerle ekonometri*. N. Bolatoğlu. Çev.). Ankara: BB101 Yayınları.
- Hicks, J. R. (1950). *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle* (No. HB3711 H48).
- Jevons, W. S. (1884). *Investigations in currency and finance*. Macmillan and Company.
- Juglar, C. (1862). *Des crises commerciales et de leur retour periodique en France, en Angleterre et aux EU. Etats-Unis*. Paris: Guillaumin.
- Kalecki, M. (1954), *Theory of Economic Dynamics*, London: Unwin University Books
- Keen, S. (1995). *Finance and economic breakdown: modeling Minsky's "financial instability hypothesis"*. *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(4), 607-635.
- Keynes, J. M. (2010). *Genel teori. İstihdam, faiz ve paranın genel teorisi*. İstanbul: Kalkedon.
- King, R. G., Plosser, C. I., & Rebelo, S. T. (1988). *Production, growth and business cycles: I. The basic neoclassical model*. *Journal of monetary Economics*, 21(2-3), 195-232.
- Knoop, T. A. (2009). *Recessions and depressions: understanding business cycles: understanding business cycles*. ABC-CLIO.
- Kregel, J. A. (1997). *Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility*. *Journal of Economic Issues*, 31(2), 543-548.

- Łaski, K., & Walther, H. (2015). Kalecki's profits equation after 80 years. In Michał Kalecki in the 21st century (pp. 131-156). London: Palgrave Macmillan UK.
- Legrand, M. D. P., & Hagemann, H. (2007). Business cycles in Juglar and Schumpeter. *The history of economic thought*, 49(1), 1-18.
- Minsky Ph D, H. P. (1978). *The Financial Instability Hypothesis: A Restatement*.
- Minsky Ph D, H. P. (1985). *Sraffa and Keynes: Effective Demand in the Long Run*.
- Minsky Ph D, H. P. (1989). *Profits, Deficits and Instability: A Policy Discussion*.
- Minsky, H. (2016). *Can it happen again?: Essays on instability and finance*. Routledge.
- Minsky, H. P. (1970). *Financial instability revisited: The economics of disaster*.
- Minsky, H. P. (1977). The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory. *Challenge*, 20(1), 20-27.
- Minsky, H. P. (1977). The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory. *Challenge*, 20(1), 20-27.
- Minsky, H. P. (1980). Capitalist financial processes and the instability of capitalism. *Journal of Economic Issues*, 14(2), 505-523.
- Minsky, H. P. (2013). *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*. çev. Oğuz Esen İstanbul: Efil Yayınevi Yayınları.
- Minsky, H. P., & Esen, O. (2013). *İstikrarsız bir ekonominin istikrarı*. Efil Yayınevi.
- Minsky, H. P., (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper 74.
- Moore, H. L. (1914). *Economic cycles: Their law and cause*. New York: The Macmillan Company.

- Mulligan, R. F. (2013). A sectoral analysis of the financial instability hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(4), 450-459.
- Niggle, C. J. (2019). The Cyclical Behavior of Corporate Financial Ratios and Minsky's Financial Instability Hypothesis. In *Financial Dynamics and Business Cycles* (pp. 203-220). Routledge.
- Nishi, H. (2019). An empirical contribution to Minsky's financial fragility: evidence from non-financial sectors in Japan. *Cambridge Journal of Economics*, 43(3), 585-622.
- Onaran, Ö., Stockhammer, E., & Grafl, L. (2009). The finance-dominated growth regime, distribution, and aggregate demand in the US.
- Reissl, S. (2020). Minsky from the bottom up—formalising the two-price model of investment in a simple agent-based framework. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 177, 109-142.
- Samuelson, P. A. (1939). Interactions between the multiplier analysis and the principle of acceleration. *The Review of Economics and statistics*, 21(2), 75-78.
- Sassen, S. (2010). A savage sorting of winners and losers: Contemporary versions of primitive accumulation. *Globalizations*, 7(1-2), 23-50.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles: A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*.
- Schroeder, S. (2009). Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience. *International Journal of Social Economics*, 36(3), 287-307.
- Seccareccia, M. (1988). Systemic viability and credit crunches: an examination of recent Canadian cyclical fluctuations. *Journal of Economic Issues*, 22(1), 49-77.

- Shaikh, A. (1978). An introduction to the history of crisis theories. US capitalism in crisis, 219-241.
- Shapiro, N., & Sawyer, M. (2003). Post Keynesian price theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, 25(3), 355-365.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 1-48.
- Sismondi, J. C. L. (1819). *New Principles of Political Economy*. Richard Hyse, Translator and Annotator. Foreword by Robert Heilbroner. New Brunswick.
- Škare, M., & Stjepanović, S. (2016). Measuring business cycles: a review. *Contemporary Economics*, 10(1), 83-94.
- Tarı, R., Koç, S., & Abasız, T. (2019). *Ekonometri*, 14. Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Tempelman, J. H. (2010). Austrian business cycle theory and the global financial crisis: Confessions of a mainstream economist. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 13(1), 3-15.
- Tokucu, E. (2012). Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri. *ankara Üniversitesi sbf dergisi*, 67(02), 189-212.
- Tymoigne, É. (2010). Detecting Ponzi finance: An evolutionary approach to the measure of financial fragility.
- Tymoigne, É. (2010). Detecting Ponzi finance: An evolutionary approach to the measure of financial fragility.
- Tymoigne, É. (2011). Measuring macroprudential risk: Financial fragility indexes.

Tymoigne, E. (2014). Measuring macroprudential risk through financial fragility: a Minskian approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, 36(4), 719-744.

Tymoigne, E., & Wray, L. R. (2013). Modern money theory 101: A reply to critics. Levy Economics Institute, Working Papers Series, (778).

Vianna, M. T. (2022). Business cycle theories after Keynes: A brief review considering the notions of equilibrium and instability. *Structural Change and Economic Dynamics*.

Wray, L. R. (2012). Understanding Modern Money: How a sovereign currency works¹. In *New Approaches to Monetary Theory* (pp. 158-170). Routledge.

YILMAZ, Ö., KIZILTAN, A., & Vedat, K. A. Y. A. (2005). İKTİSADİ KRİZ KURAMLARI, FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE PARA KRİZLERİ. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (24), 77-97.

Zarnowitz, V. (1991). What is a business cycle? (No. w3863). National Bureau of Economic Research.

ÖZET

İktisat literatüründe konjonktürel dalgalanmalar her zaman ilgi çeken bir konu olmuş ve hakkında çok sayıda teori ortaya atılmıştır. Bunlar temelde dışsal ve içsel olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dışsal iş çevrimi teorilerinde istikrarsızlığın nedeni iktisadi sistem dışındaki faktörlerin olağan işleyişi bozmasıdır. İçsel konjonktür teorileri ise sermaye birikim süreci odaklı şekillenmişlerdir. Şu bir gerçektir ki, sermaye birikim süreci özel mülkiyete dayalı üretim ekonomisinin motoru olarak işlev göstermekte ve sistemin devamını sağlamaktadır. Fakat edinilen deneyimler, birikim sürecinin pürüzsüz işlemediğini ortaya koymuştur. Kâr güdüsüyle ve beklentiler dahilinde harekete geçen yatırımlar, dış finansmanı da bir zorunluluk olarak beraberinde getirmekte ve portföy tercihlerini değiştirmektedir. Yatırımlar nedeniyle farklılaşan finansal istikrar koşullarının ise reel ekonomi üzerinde anlamlı etkileri bulunmaktadır. Bu çalışmada Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, yatırımlar ile finansal kırılganlık arasındaki karşılıklı nedensellik bağlamında bir konjonktür kuramı olarak incelenmiştir. Ayrıca, geleneksel maliye politikası yaklaşımlarının da ötesine geçilmek amaçlanmış ve bütçe açıklarının finansal istikrarlandırıcı etkileri analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Yatırım, Maliye Politikası, VAR Analizi

ABSTRACT

Cyclical fluctuations have always been a subject of interest in the economics literature and many theories have been put forward about it. These are basically divided into two: exogenous and endogenous. In exogenous business cycle theories, the cause of instability is that factors outside the economic system disrupt the normal functioning. Endogenous business cycle theories, on the other hand, are shaped by focusing on the capital accumulation process. It is a fact that the capital accumulation process functions as the engine of the privately owned production economy and ensures the continuation of the system. However, experiences have revealed that the accumulation process does not run smoothly. Investments that are motivated by profit and expectations generate external financing as a necessity and change portfolio preferences. Financial stability conditions that differ due to investments have significant effects on the real economy. In this study, Minsky's financial instability hypothesis is examined as a business cycle theory in the context of mutual causality between investments and financial fragility. In addition, it was aimed to go beyond traditional fiscal policy approaches and the financial stabilizing impacts of budget deficits were analyzed.

Keywords: Financial Instability Hypothesis, Investment, Fiscal Policy, VAR Analysis