

POST-KEYNEZYEN TEORİDE PARA ARZININ İÇSELLİĞİ*

Selahattin TOGAY**

GİRİŞ

Monetarist yaklaşımda ve Neoklasik sentezde (IS-LM analizi), para arzının, para otoritelerinin kontrolünde olduğu varsayılmakta, yani para arzı dışsal olarak ele alınmaktadır. Oysaki Post-Keynezyen yaklaşıma göre, para arzı, temel olarak firmaların, hane halklarının ve bankaların davranışlarının sonucunda, ekonomik hayatın gereksinmelerince belirlenir. Yani para arzı içseldir. Bu anlamda para arzının içselliği yaklaşımı, parasal sektörün reel sektörden ve dolayısıyla para arzının para talebinden bağımsız olarak ele alınamayacağı ana fikrine dayanmaktadır.

Post-Keynezyen iktisatçılara göre, ekonominin reel sektörünün yarattığı fon gereksinimleri, tarihin her döneminde, mevcut finansal yapı ve kurumlar üzerinde baskı oluşturmıştır. Bu baskılar sonucunda paranın niteliği ve kapsamı sürekli olarak değişmiştir. İşte bu nedenle Post-Keynezyen iktisatçılar "para arzı dışsaldır" argümanına karşı analizlerini geliştirirken, finansal kurumların evrim sürecinde ortaya çıkan, farklı para türleri üzerinde durmakta ve para arzı mekanizmasının incelenmesinde, mal para (commodity money), yasal para (fiat money) ve kredi parası (credit money) arasındaki nitelik farklarının önemini ortaya koymaktadır.

Bu çerçevede, bu çalışmanın birinci bölümünde, paranın evrim süreci ve bu evrim sürecinin para arzını nasıl içsel hale getirdiği anlatılmakta, ikinci bölümünde ise, para arzının içselliği konusunda, Post-Keynezyen literatürdeki iki farklı yaklaşım ele alınmaktadır.

1. Paranın Evrim Süreci ve Para Arzının İçselliği

Tarih boyunca paranın ve parasal kurumların gelişimi, birbirini gerektiren, birbirini doğuran süreçler olarak ortaya çıkmıştır. Paranın evrim süreci, birbiriyle iç içe olmakla birlikte, kabaca dört aşamada ele alınabilir:

* Bu çalışmanın hazırlanmasındaki eleştiri ve katkılarından dolayı Prof. Dr. Tezer ÖCAL'a teşekkür ederim

** Araştırma Görevlisi, Gazi Üni., İİBF, İktisat Bölümü

1. Aşama: Bu aşamanın örneğini mal para kullanılan ekonomiler oluşturmaktadır. Altın; taşınabilirlik, bölünebilirlik özellikleri nedeniyle yüzyıllar boyunca çok geniş bir kullanım alanına sahip olmuştur. Ancak, üretimi, ekonomik faaliyetlerdeki genişleme ve daralmalara uygun olarak artırılıp azaltılamadığı için, mal para sistemi esnek bir para sistemi olamamıştır. Bu tür para sistemine karşı direnç, ilk olarak altın paraların maden içeriğinin düşürülmesi şeklinde uygulamalara yol açmıştır. Ancak, paraların maden içeriğinin düşürülmesi, hem ülkelerarası ticarete sorunlar yaratmış, hem de kötü paranın iyi parayı kovması sonucu, ülke içi ticareti takasa döndürerek, faaliyet hacmini daraltmıştır. Bu uzun tarihsel kesit, merkezi otoritenin, başta devletin finansmanı gereksinimlerini karşılamak amacıyla banka kurmasıyla sonuçlanmıştır denilebilir. İngiltere örneğinden hareket edersek, savaş harcamalarının finansman amacıyla kurulan İngiltere Bankası, istenildiğinde altın ve gümüşe çevrilebilen banknotlar ihraç etmeye başlamıştır. Gerek değerli madenlerin para olarak kullanıldığı, gerekse değerli madenlere tam konvertibl olan banknotların kullanıldığı sistemlerde, para arzı, başta değerli maden üretimi olmak üzere, ekonominin endüstriyel ve finansal sektöründeki gelişmelerden bağımsız olarak belirlenir. Yani bankacılık sisteminin çok geri olduğu bu birinci aşamada para arzı dışsaldır (Niggle, 1990: 446).

2. Aşama: Bu aşama, kamu bankasının yanısıra özel bankaların da gelişmeye başladığı aşamadır. İngiltere Bankası banknotları, sadece Londra'da geçerli olduğu ve küçük para birimleri halinde düzenlenmediği için, Londra dışındaki coğrafyalarda, ekonominin bölgesel fon talepleri, özel bankaların (taşra bankaları) doğumunu teşvik etmiştir. Özel bankalar da, İngiltere Bankası gibi mevduat kabul etmekle birlikte, temel olarak, ticari senetlerin iskontosu karşılığında tam altın karşılığı olan banknotlar ihraç etmektedirler. Ancak, a) özel bankaların kasalarında bulundurulması gereken rezervlerle ilgili yasal düzenlemelerin olmaması ve b) banknotların dolaşım hızı nedeniyle, belli bir altın rezervinin daha fazla banknot yaratma olanağı verdiğinin gözlenmesi sonucunda bankalar, ihraç ettikleri banknotların tam karşılığı kadar altın bulundurmamaya başlamıştır. Bu şekilde, ticari hayatın fon gereksinimlerinin ortaya çıkardığı özel bankalar, uzun yıllar Londra dışı bölgelerin finansman gereksinimlerini karşılamıştır. Bu nedenle, bu aşama kredi parasının doğum aşamasıdır. Ancak bu aşamada, mevduatlar tasarruf niteliğinde olup, üzerine çek çekebilen mevduatlardan oluşmamakta, yani mevduatlar ödeme aracı olarak kullanılmamaktadır. Bu yüzden, bankalarca verilen krediler, bankalar açısından bir rezerv kaybı anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle, bankalar, bugünkü anlamda, kaydi para yaratarak para arzını etkileyememektedir. Bu nedenle, bu aşama para arzının kısmen içsel hale geldiği aşamadır. Rezervleriyle ilgili yasal düzenlemeler olmasına rağmen, ülkenin artan savaş harcamalarının finansmanı sorunu nedeniyle devlet,

İngiltere Bankası banknotlarının kullanımını yaygınlaştırmak amacıyla, bu banknotları vergi ödemelerinde kabul etmenin yanı sıra, zaman içinde daha küçük birimli banknot ihracına da izin vermiştir. Taşra banknotlarıyla birlikte İngiltere Bankası banknot hacmi giderek artmıştır. Bu hem enflasyon oranını yükseltmiş hem de enflasyonun nedenleri konusunda, Klasik İktisat geleneği içinde, farklı görüşlere sahip iki okulun doğmasına neden olmuştur. Bankacılık Okulu (Banking School) ve Nakit Okulu (Currency School). Nakit Okuluna göre, enflasyon oranındaki artışın nedeni, banknot miktarındaki, yani para arzındaki artışlardır. Bu nedenle enflasyonu düşürmek için ihraç edilen banknot miktarı sınırlanmalıdır. Bankacılık okulu bu görüşü kabul etmemekte ve İngiltere Bankası banknotları (government paper money) ile taşra bankası banknotlarının (yani kredi parasının), aynı mentalite çerçevesinde ele alınamayacağını savunmaktaydı. Çünkü İngiltere Bankası banknot hacmi dışsal olarak belirlenirken, taşra bankaları banknot hacmi talep tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla banknot ihracına sınırlama getirilmesi, faiz oranlarında büyük dalgalanmalar yaratarak kredi piyasasını istikrarsız hale getirir.¹ İngiltere'de bu iki okul arasındaki tartışmalar sonucu, Nakit Okulunun görüşleri kabul edilmişti. Bu çerçevede, bir yandan İngiltere Bankası banknot ihraçları, bankanın sahip olduğu devlet tahvilleriyle sınırlandırılmış ve taşra bankası banknot ihraçlarına sınırlama getirilmiş, diğer yandan İngiltere Bankası faaliyetlerini Londra dışına doğru genişletmişti. Neticede bu aşamanın sonlarına doğru, bankacılık sistemi giderek bütünleşmekte, devlet bankası merkez bankası haline gelmeye başlamaktadır. Bu aynı zamanda, mal paranın, herhangi bir mala konvertibl olmayan, sadece yasal güvencelere dayanan, yasal paraya dönüşme sürecini temsil etmektedir.

3. Aşama: Bu aşama, bankaların, halkın güvenini kazanarak, şube bankacılığı şeklinde yaygınlaştığı ve bir para otoritesinin ortaya çıktığı aşamadır. Bu aşamada banka mevduatları geniş ölçüde ödeme aracı olarak kullanılmaktadır. Mevduatların ödeme aracı olarak kullanılması, onları işlem balansları haline getirmekte ve verilen krediler sistemden rezerv kaybı anlamına gelmemektedir. Bir önceki aşamada mevduatlar tasarruf niteliğinde olup bankalar için dışsal iken, bu aşamada mevduatlar

¹ Para Teorisinde, genel olarak, klasik para teorisi başlığı altında miktar teorisi ele alınmaktadır. Oysaki Klasik Okul geleneği içindeki bu iki okulun görüşleri birbirinden çok farklıdır. Bankacılık Okulunun görüşleri Post-Keynezyen para teorisinin, Nakit Okulunun görüşleri ise klasik ve modern miktar teorisinin temellerini oluşturmaktadır. Bu nedenle, klasik para teorisi ele alınırken bu ayırım net biçimde vurgulanmalıdır. Bu konuda değişik bir öneri için; bkz. David Glasner, "On Some Classical Monetary Controversies", *History of Political Economy*, Vol: 21, N.2, 1989, 210-229.

bankaların kredi işlemlerinin sonucu olarak ortaya çıkmaya başlamaktadır. Bütün bunlarla birlikte, Merkez Bankası, iskonto politikası, açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık politikalarıyla, banka rezervlerini kısıtlayabilmekte yani, para arzını dışsal olarak kontrol edebilmektedir. Bu yönüyle, bu aşama, Monetarist yaklaşımın temelini oluşturan, para çarpanı analizine uygun bir aşamadır (Chick, 1986: 114).

4. Aşama: Bu aşamada finansal yenilikler yaygınlaşmakta ve Merkez Bankasının nihai ödünç veren rolünün belirginleşmesiyle, parasal genişleme kredi taleplerince belirlenir hale gelmekte ve daha da önemlisi borç yönetimi gibi finansal yenilikler sonucu, bankalar gereksinim duydukları fonları, yükümlülüklerini arttırarak bizatihi kendileri temin etmekte ve bu nedenle de kredi talebinin belirleyiciliği daha da önem kazanmaktadır. Finansal yeniliklerin yaygın olduğu bu aşamada ekonomide, likit varlık yelpazesi giderek genişlemekte, diğer bir deyişle ekonominin toplam likiditesi içinde paranın göreceli önemi giderek azalmaktadır. Günümüz finansal yapılarını tanımlayan bu gelişmeler, para arzını içsel hale getirmektedir (Niggle, 1990:448)

Birinci aşamadan sonraki aşamalar, kredi parasının doğum ve gelişim sürecidir. Bu nedenle Post-Keynezyen iktisatçılar, finansal sistemin gelişimini nitelemesi anlamında, mal para ile kredi parası arasındaki farklılıklara çok büyük önem vermektedir. Çünkü kredi parası herşeyden önce, banka ile kredi alan arasındaki ilişkilerin sonucu olarak doğar. Yani kredi parası arzını, talebinden bağımsız olarak düşünmek olanaksızdır. Bu anlamda kredi parasının arz fazlalığından söz edilemez. Çünkü kredi parası; bir borç, bir finansal yükümlülüktür. Talep edildiğinde doğmakta, borçların ödenmesi ile yok olmaktadır. Bu çerçevede, para arzındaki artış, para talebindeki artışın nedeni değil sonucudur. (Kaldor, 1981:7). Monetarizmin temel yanılması, para arzını mal ve hizmetlere yönelik talebin kaynağı olarak görmesidir. (Kaldor, 1989:179).

Buraya kadar anlatılanların küçük bir özeti olarak, Post-Keynezyen iktisatçıların kredi parasına önem vermelerinin nedeni şöyle açıklanabilir. Post-Keynezyen Para Teorisinde, paranın kullanımı üzerinde değil, ekonomik sistemin işleyiş sürecine giriş mekanizmaları üzerinde durulmaktadır (Wray, 1990:2). Para, Neoklasik yaklaşımının genel çerçevesinde ekonomik işleyişe mübadele süreciyle girerken, Post-Keynesyen yaklaşımda üretim süreciyle birlikte girmektedir (Lavoie, 1992:150).

Post-Keynezyen iktisatçılar para arzının içselliği konusunda hemfikir olmakla birlikte, paranın evrim sürecindeki dördüncü aşamanın işleyişi ile

ilgili olarak aynı görüşe sahip değildir. Bu nedenle bundan sonraki alt bölümde, para arzı içselliğiyle ilgili iki farklı görüş ele alınacaktır.

2. Post-Keynezyen Teoride Para Arzı İçselliğine İki Farklı Yaklaşım

Post-Keynezyen iktisatçılar, modern finansal piyasaların bugünkü gelişmişlik aşamasında, para arzının genişlemesinde, kredi talebinin belirleyici olduğu konusunda hemfikirdirler. Bu anlamda, bankacılık sektörünün aracılık faaliyetleri; ödünç verenlerden ödünç alanlara doğru değil, ödünç alanlardan ödünç verenlere doğrudur. Yani bankalar ilk önce kredi verir, sonra rezerv temin eder. Buradaki temel sorun şudur: Bankalar gereksinim duydukları rezervleri nereden ve nasıl temin etmektedirler? İşte bu noktada, Post-Keynezyen literatürde, uyumlaştırıcı (accomodative) içsellik yaklaşımı ve yapısal (structural) içsellik yaklaşımı olmak üzere, iki farklı görüş ortaya çıkmaktadır (Pollin, 1991: 367).

2.1. Uyumlaştırıcı İçsellik Yaklaşımı

Geleneksel para arzı teorisi, bankaların atıl rezervleri ve para çarpanı mekanizmasına dayanmaktadır. Geleneksel yaklaşıma göre para arzı mekanizması şöyle işlemektedir: Merkez Bankası, açık piyasa işlemleriyle sisteme para enjekte ettiğinde bankaların atıl rezervleri artar. Atıl rezervlerinin arttığını gören bankalar, verdikleri kredi miktarını artırır ve dolayısıyla banka mevduat hacmi artar. Çok sayıda bankanın bulunduğu bir sistemde, tek bir bankanın verebileceği kredilerin sınırını atıl rezervlerin düzeyi belirler. Moore (1989:11)'a göre, geleneksel yaklaşımda bankalar, bir portföy yöneticisi gibi ele alınmaktadır. Bir başka deyişle, Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerine uygun olarak, bankaların sahip oldukları varlıkları (bankaların verdiği krediler ve bankaların portföylerindeki devlet tahvilleri vb.) kendi insiyatifleri çerçevesinde artırabilip azaltabildikleri ve böylece Merkez Bankasının para arzını dışsal olarak kontrol edebildiği varsayılmaktadır.

Moore, geleneksel yaklaşıma karşı analizini geliştirirken, ilk olarak bankalara yaklaşımda farklı bir bakış açısı getiriyor. Moore'a göre bankalar, kredi satma işiyle uğraşan firmalar olup, toptan fon piyasalarında (Wholesale market) ve perakende fon piyasalarında (Retail market) faaliyette bulunmaktadır. Toptan fon piyasalarında bankaların gereksinim duyduğu rezervler şu kaynaklardan elde edilmektedir: bankalararası fon piyasası (Fed fund market), mevduat sertifikaları, repo anlaşmaları, Eurodollar piyasaları ve iskonto penceresi. Perakende fon piyasalarında ise, bankaların gereksinim duyduğu rezervler temel olarak mevduatlar aracılığıyla sağlanır. Hizmet üretim sürecinde bankaların girdileri, (yani

yükümlülükleri) perakende ve toptan mevduatlar, bankaların çıktıkları ise, perakende ve toptan kredilerdir.

Bu çerçevede, Moore'a göre önemli olan nokta, bankaların girdi ve çıktı kompozisyonundaki değişimdir. Çünkü bankalar, geleneksel olarak, yarattıkları mevduatların yasal paraya konvertibilitesini sağlamak için, birincil (nakit rezervler) ve ikincil (menkul kıymetler) rezervler bulundurmaktaydı. Bankalar, mevduatlarda sızıntı ya da kredi taleplerindeki artış durumunda, rezerv gereksinmelerini, bu varlıklarını satarak karşılıyorlardı. Böylece bankalar, kredi ve rezerv portföylerinin büyüklüğünü gözönünde bulundurarak, bir portföy tercihi yapmak durumundaydı. Bankalar, geleneksel olarak, likiditeleri ile karlılıkları arasındaki dengeyi bu şekilde kuruyorlardı. Ancak İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde a) Merkez Bankasının nihai ödünç veren rolünün belirginleşmesine, b) Banka mevduatlarına yönelik devlet garantilerinin artmasına c) ve çok daha önemlisi borç yönetimi (liability management) uygulamalarına bağlı olarak, bankaların likiditesizliğe karşı portföylerinde bulundurdıkları nakit rezervlerin ve ikincil rezervlerin görece büyüklüğü giderek azaldı.

Özellikle borç yönetimi uygulamaları bankaların niteliğini önemli ölçüde değiştirdi. Çünkü bankalar, bu uygulamalarla birlikte rezerv gereksinmelerini varlıklarını satarak değil, toptan fon piyasalarında, mevduat sertifikaları ve repo vb. araçlarla yükümlülüklerini artırarak karşılamaya başladılar. Bu gelişmeler sonucu bankaların yükümlülükleri (yani fon kaynakları) ve varlıkları (yani fonların kullanım alanları) yapısal olarak değişiyordu.²

1960-1980 döneminde, ABD'de, ticari bankaların varlıkları içinde, nakit varlıkları payı %20'den %13'e, devlet tahvillerinin payı %24'den %11'e düşerken, bankaların verdikleri kredi payı %46'dan %55'e yükselmiştir. Yine aynı dönemde, banka yükümlülükleri içinde, vadesiz mevduatların payı, %68'den %28'e düşerken mevduat sertifikalarını içeren vadeli mevduatların payı %7'den %37'ye; yabancı bankalardan borçlanmalar, federal fon piyasasından borçlanmalar, Merkez Bankasından borçlanmalar ve repo işlemleri ile sağlanan fonların payı %2'den %15'e yükselmiştir (Moore, 1988a: 29-30).

Moore'a göre, bankaların varlıkları içinde kredilerin payının giderek artışının yarattığı temel sonuç: Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerinin

² Bu konuda, ülkemize ilişkin değerlendirmelerle ilgili olarak, bkz: Ahmet Beyarslan, "Enflasyon Analizi ve Para Sunumu", 3. İzmir İktisat Kongresine Sunulan Tebliğ.

asimetrik hale gelmesidir. Çünkü, banka kredileri çoğunlukla kısa vadeli, likiditesi düşük ve pazarlanamayan (nonmarketable) varlıklardır. İkinci olarak, ticari bankalar kredi hacmini kendi inisiyatifleriyle belirleyemez. Kredi hacmi kredi alanlarca yani talep tarafından belirlenir (demand-determined). Moore'a göre, banka kredilerinin talep tarafından belirlenir hale gelişinde, bankaların Merkez Bankası kontrolünden çıkma girişimleriyle birlikte, bankalarla müşterileri arasındaki ilişkilerin değişen niteliği çok önemli bir rol oynamıştır. Çünkü borç yönetimi uygulamaları, fonlar üzerinde rekabeti artırarak, faiz oranlarını yükseltmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi, bankaları yeni finansal araçlar kullanmaya yöneltmiş ve bankalar bilanço dışı uygulamalara (off-balance sheet operation) yönelmişlerdir. Bunların en önemlisi, bankaların firmalarla oluşturdukları, kredi hattı (line of credit) anlaşmalarıdır. Kredi hattı anlaşmalarına göre bankalar firmalara bir kredi limiti tanımakta ve firmalar bu kredi olanaklarını istedikleri zaman kullanabilmektedirler. 1988 yılı itibarıyla, ABD'de, ticari ve endüstriyel kuruluşlara verilen kredilerin %70'i bu tür kredi taahhütleri ile gerçekleşmektedir. Yine 1989 yılı itibarıyla, bu tür taahhütlere sağlanan kredilerin kullanılma oranı %50'dir. Moore'a göre bu durum bankaların tüm kredi taleplerini karşıladığını gösterir.

İşte bu nedenlerle, Moore'a göre, böyle bir aktif yapısı çerçevesinde, Merkez Bankası açık piyasa işlemleriyle sağladığı rezervleri (Nonborrowed reserves) azaltmaya çalışırsa, bu durum bankaları iskonto penceresinden borçlanmaya yöneltir. Merkez Bankasının iskonto politikası aracılığıyla sağladığı rezervler (borrowed reserves) artar.

Bu noktada, Moore'a göre; a) Merkez Bankasının iskonto politikasının niteliği, b) bankalararası piyasadaki faiz oranlarıyla (federal fon oranları) iskonto faiz oranları arasındaki ilişki, c) Açık piyasa işlemleri ile sağlanan rezervlerle, iskonto politikası aracılığıyla sağlanan rezervler arasındaki ikame ilişkisi çok önemlidir.

ABD'de, Merkez Bankasının (Fed) iskonto politikası şöyle işlemektedir: Fed geleneksel olarak iskonto oranını, yürürlükte olan kısa dönem faiz oranlarının altında belirlemektedir. Bununla birlikte Fed, bankaların iskonto borçlanmasını ucuz bir fon kaynağı olarak değil, son ödünç yeri olarak görmesini istemektedir. Çünkü Fed'e göre iskonto penceresinden borçlanmak bir hak değil, bir ayrıcalıktır. Bu nedenle Merkez Bankası, iskonto penceresinden borçlanma sıklığı ve borçlanmaların boyutlarına göre, bankalara, iskonto penceresi borçlanmalarının biçimsel koşullarını ağırlaştırarak, caydırıcı zımni maliyetler (frown coct) yüklemektedir (Moore, 1988b: 376). Bu anlamda piyasa faiz oranları, iskonto oranlarından önemli derecede yüksek olmadıkça, bu zımni maliyetler bankaların iskonto penceresinden borçlanmalarını caydırıcı etki

yapacaktır. Merkez Bankası, kısıtlayıcı açık piyasa politikaları uyguladığında, bankalar iskonto penceresine yönelemeyecektir. Bu çerçevede iki rezerv kaynağı birbirinin tam ikamesi değil ve bu nedenle de Merkez Bankası Banka rezervleri üzerinde miktar kısıtlamaları uygulayabilir gibi görünmektedir.

Ancak, Moore'a göre, Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yoluyla banka rezervlerini kısıtlandığında federal fon oranları yükselir. Bu durum bankaları iskonto borçlanmasına yöneltir. Federal fon oranları ile iskonto oranı arasındaki farkla iskonto penceresinden borçlanma miktarı arasında pozitif bir ilişki olduğu için, Merkez Bankası, iskonto penceresinden borçlanma maliyetlerini artırırsa, bankalar rezerv gereksinmelerini karşılamak için tekrar federal fon piyasasına ya da diğer toptan fon piyasası araçlarına yönelir, örneğin mevduat sertifikası ihraç eder. Toptan fon piyasalarından borçlanmaların artması, bu piyasalarda bankaların fon elde etme maliyetlerini yani ödemek zorunda oldukları faiz oranlarını artırır. Bu piyasalarda faiz oranlarının artması ilk etki olarak, bankalara yönelik kredi taleplerini artırır ve bankalardaki vadesiz mevduat hacmi giderek düşer. Çünkü halk, çok küçük ya da hiç faiz geliri elde etmediği vadesiz mevduatlar yerine, daha yüksek getirisi olan bu araçlara yönelirler. Bu durum, zorunlu rezervlerin (required reserves) hesaplandığı tabanın erimesine ve borç yönetimi ile sağlanan mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranları çok küçük ya da bazen sıfır olduğu için, para politikası aracı olarak zorunlu rezerv oranlarının giderek etkisiz hale gelmesine neden olur. Bankalar için geleneksel fon kaynağı olan vadesiz mevduatların giderek azalması, toptan fon piyasasında bankalararası rekabeti artırır ve faiz oranları daha da yükselir.

Bu noktada bankaların davranışları çok önemlidir. Çünkü bankalar, rezerv elde etme maliyetini düşürmek için, arbitraj yaparak, farklı kaynaklardan (bankalararası fon piyasası, mevduat sertifikaları, uluslararası piyasalardan elde edilen fonlar, iskonto borçlanmalarıyla elde edilen fonlar) elde ettikleri rezervlerin marjinal maliyetlerini eşitleyecek biçimde davranırlar. Bu nedenle genel olarak kısa dönem piyasa faiz oranları, (ki Moore'a göre Federal fon oranları kısa dönem piyasa faiz oranlarının en iyi göstergesidir) hem giderek birbirine yaklaşır, hem de artma eğilimine girer. Bu tür bir gelişme Merkez Bankasını nihai ödünç verme rolünü oynamaya zorlar. Çünkü Moore'a göre, federal fon oranları ile iskonto oranları arasındaki farkla iskonto penceresi borçlanma miktarı arasında pozitif ilişkinin olması ilk bakışta, Merkez Bankasının iskonto penceresinden borçlanma maliyetlerini artırarak iskonto penceresinden borçlanmayı önleyebileceği, yani kısıtlayıcı açık piyasa politikasını rahatlıkla uygulayabileceğinin kanıtı gibi görünse de durum gerçekte böyle değildir. Çünkü rezervlerin küçük bankalarla büyük bankalar arasındaki dağılımına

ve bankaların atıl rezervlerinin mevsimsel olarak değişimine bağlı olarak, federal fon oranları dalgalanma gösterir. Bu nedenle pozitif ilişkiye rağmen, Merkez Bankası, federal fon oranları ile iskonto oranları arasındaki hangi düzeydeki bir farkın, hangi düzeyde bir iskonto penceresi borçlanmasıyla sonuçlanacağını bilemez. Sonuçta, Merkez Bankası, a) uyguladığı kısıtlayıcı açık piyasa işlemleri ve iskonto politikasının ve b) finansal piyasalarda artan rekabetin sonucu olarak yükselen faiz oranlarını düşürmek için, genişletici açık piyasa alımları yapmak zorunda kalır.

Bu nedenle, Merkez Bankasının açık piyasa işlemleri asimetriktir. Diğer bir deyişle, Moore (1991:408)'a göre iskonto penceresinden sağlanan fonlar, açık piyasa işlemleriyle sağlanan fonların tam ikamesidir. Merkez Bankası açık piyasa işlemleriyle rezervleri artırabilir, ancak azaltamaz. Moore'a göre Merkez Bankasının açık piyasa işlemleri ve iskonto politikası sonucu oluşan faiz oranları, tüm finansal piyasaları etkisi altına almaktadır. Bu nedenle kısa dönem faiz oranları, Merkez Bankasının dışsal olarak belirlediği bir politika aracıdır. Bu durum, yukarıda özetlenen süreçlerle, sonuçta Merkez Bankasını nihai ödünç veren rolünü oynamaya zorlamaktadır. Merkez Bankası, faiz oranını belirledikten sonra, bankaların tüm rezerv taleplerini karşılar yani uyumlaştırıcı davranır.

Buraya kadar anlattıklarımız çerçevesinde, Merkez Bankasının uyumlaştırıcı davranışı, finansal piyasalarda bankaların Merkez Bankasıyla ilişkilerinin ve finansal piyasalardaki gelişmelerin bir sonucu olarak görünmektedir. Ancak, bunun arka planında ekonominin reel kesimi bulunmaktadır. Bu açıdan Moore'a göre firma davranışları çerçevesinde, bankalara yönelik kredi taleplerini belirleyen faktörler ve kredi talebinin faiz esnekliğinin ne olduğu, çok büyük bir öneme sahiptir.

Çünkü, Moore'a göre, ekonominin endüstriyel sektöründe oligopolistik yapı hakimdir. Firmalar mark-up fiyatlaması yapmaktadırlar. Diğer bir deyişle firmalar, normal üretim maliyetlerinin üzerine bir marj eklemekte ve fiyatları belirlemektedir. Mark-up'ın büyüklüğü, firmaların pazar payına, hammadde fiyatlarındaki değişmelere ve daha da önemlisi firmaların planladığı yatırım harcamalarının büyüklüğüne göre değişmektedir. Yani mark-up fiyatlama politikası ile firmalar yatırım için gereksinim duydukları fonları içsel olarak yaratmaktadır. Ancak Moore'a göre, firmalar değişik nedenlerle bütün fon gereksinimlerini içsel olarak yaratamazlar. Bu noktada firmaların bankalarla olan ilişkileri çok büyük bir öneme sahiptir.

Moore (1985: 65-78)'un İngiltere'ye ilişkin 1965-1981 dönemini kapsayan çalışmasının sonuçlarına göre, banka kredilerinin önemli bir bölümü ticari ve endüstriyel kuruluşlara verilen kredilerden oluşmakta ve

bu kredilerin yaklaşık %60'ı kredi taahhütleri çerçevesinde verilmektedir. Firmaların ticari bankalara yönelik kredi talepleri, temel olarak firmaların çalışma sermayesi gereksinmelerince belirlenmektedir. Firmaların çalışma sermayesi gereksinimleri ise, işgücü maliyetleri, hammadde maliyetleri, stok maliyetleri ve vergi maliyetlerince belirlenmektedir. Üretim, zaman alan bir faaliyet olduğu için, yani üretimin başlamasıyla satış gelirlerinin elde edilmesi arasında bir zaman gecikmesi olduğu için, bu maliyet unsurlarındaki artış ya da bu maliyet unsurları artmasa bile üretim hacmindeki artış, firmaların çalışma sermayesi gereksinmesini artırır.³ Moore'a göre, çalışma sermayesini artıran faktörlerin en önemlisi ücret maliyetlerinin artışıdır. Ücretler arz ve talep koşullarınca değil, işçilerle işverenler arasındaki açık ve üstü örtülü sözleşmeler aracılığıyla belirlenir. Ancak bu sözleşmeler aracılığı ile belirlenen reel ücretler değil nominal ücretlerdir. Firmaların uyguladığı mark-up'ın değişmediği varsayılırsa, mal fiyatları işgücü maliyetleri ile birlikte artacaktır. Mal ve hizmet piyasasında oluşan fiyatlar, reel ücretleri ve dolayısıyla işçilerin, gelir dağılımından daha fazla pay alma mücadelesinin derecesini belirler ki, reel ücretler düşerken, firmaların uyguladığı mark-up artarsa, bu mücadele daha da şiddetlenir.⁴

³ Neoklasik genel denge analizinin temelini oluşturan mantıksal zamanda, ileriye ve geriye doğru hareket olanaklı olduğu için, mal ve faktör piyasalarındaki arz ve talep fazlaları anında giderilmekte ve ancak denge fiyatlarından mübadele yapılabilmektedir. Faktör piyasalarının mal piyasalarından daha önce dengeye gelmesi söz konusu olmadığı için, üretimin zaman almaması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, denge durumuna ulaşıldıktan sonra, üretim faktörleri anında tüketim mallarına dönüştürülebilmelidir. Bkz.Yılmaz Akyüz, *Sermaye, Büyüme, Bölüşüm*, AÜSBF Yayın No: 400, 1977, s135). Yani genel denge analizinde, şimdiki ve gelecekteki kararlar sanki tek bir zaman noktasında alınmakta ve bütün ödemeler eş anlı olarak yapılmaktadır. Doğal olarak böyle bir dünyada belirsizlik ve likidite sorunu yoktur. Oysaki gerçek dünyada, üretim zaman alır ve üretim sürecinin etkin bir biçimde organize edilebilmesi için, geleceğe ilişkin parasal sözleşmeler yapılması zorunludur. Ancak, temel ve ara girdilere yönelik ödemeler, nihai malın satış gelirlerinin elde edilmesinden önce yapıldığı için, bu sözleşmeler, firmalar açısından finansman sorunu yaratır. Yani, parasal ekonomilerde belirsizlik ve finansman sorunları içiçedir (bkz: Paul Davidson, "Post Keynesian Economics: Solving The Crises in Economic Theory "Money and Employment içinde, Mcmillan, 1990, S.291). Bu çerçeveden hareketle, Post Keynesyen iktisatçılar gerçek dünyayı daha iyi açıkladığı gerekçesiyle tarihsel zaman kavramını benimsemektedirler. Çünkü tarihsel zaman kavramının özünü; geçmişin veri ve değiştirilemez, geleceğin belirsiz ve bilinemezliği oluşturur.

⁴ Post Keynezyen yaklaşımda genel olarak, mark-up fiyatlama yaklaşımı benimsenmektedir. Bu yaklaşım çerçevesinde, fiyatlama süreci, gelirin karlar ve ücretler arasındaki dağılımıyla ilişkilendirilmektedir. Oysa ki geleneksel iktisat

Yani nominal ücretler kurumsal faktörlerce dışsal olarak belirlenirken, reel ücretler mal piyasasında içsel olarak belirlenir. Nominal ücretlerin ortalama işgücü verimliliğinden daha hızlı artması, enflasyonun temel nedenidir. Nominal ücretler, fiyatlar ve dolayısıyla firmaların çalışma sermaye gereksinimleri artarken, Merkez Bankası banka rezervleri yoluyla para stokunu artırmazsa, reel üretimin sürekli artışını sağlayacak bir toplam talep hacminin oluşması olanaksızdır. Moore'a göre bu olanaksızlığı perçinleyen temel olgu, bankalara yönelik kredi talebinin faiz esnekliğinin düşük oluşudur.

Bu nedenle Merkez Bankası her zaman uyumlaştırıcı davranmak zorundadır. Toptan fon piyasasında, rekabetçi yapı ve faiz oranları üzerinde Merkez Bankasının belirleyici gücü nedeniyle, toptan fon piyasalarında bankalar fiyat alıcı-miktar belirleyicidir. Oligopolistik yapının hakim olduğu perakende fon piyasasında ise, bankalar, fiyat belirleyici ve miktar alıcıdır. Çünkü borç yönetimi uygulamaları ile, alternatif fon elde etme kaynaklarının artması, müşterileriyle olan ilişkileri çerçevesinde, bankaların miktar alıcı olarak davranma yeteneğini artırmıştır. Bankalar toptan fon piyasasında Merkez Bankasının etkisiyle oluşan temel faiz oranına, piyasa güçlerine göre, bir mark-up ekleyerek kredi faiz oranını belirlerler ve oluşturdukları teminat standartlarına göre, tüm kredi taleplerini karşılarlar.

Böylece, Moore'a göre, para arzı fonksiyonu, kısa dönemde Merkez Bankasınca dışsal olarak belirlenen faiz oranında, yatay eksene paralel, yani sonsuz esnektir. Bu anlamda, Merkez Bankası açık piyasa işlemleri aracılığıyla bankalarca talep edilen ölçüde rezerv arzederse, iskonto penceresinden borçlanma miktarı artmayacaktır. Bunun sonucunda banka kredi hacmi artarken, faiz oranlarının artması söz konusu olmaz. Para talebindeki artışlar, faiz oranı artışına neden olmadan, para arzındaki artışla karşılanır. Yani, faiz oranı dışsal, para arzı içseldir. Faiz oranları dışsal olarak belirlenmektedir, ancak Moore (1988a: 274)'a göre Merkez Bankasının faiz oranını dışsal olarak belirlemesi, Merkez Bankasının faiz oranını belirledikten sonra hiç değiştirmemesi anlamına gelmez. Diğer bir deyişle, "Merkez Bankası her zaman uyumlaştırıcı davranır şeklindeki yargı" Merkez Bankasının pasif olduğu anlamına gelmez. Çünkü, Merkez

teorisinde, firmaların fiyatlama davranışları, yatırım ve finansman davranışlarıyla birlikte ele alınmamaktadır. Çünkü firmaların fiyat alıcı olduğu tam rekabet koşulları varsayılmaktadır. Oysaki, post keynezyen yaklaşımda, firmaların, fiyatlama, finansman ve yatırım davranışları birlikte ele alınmaktadır. Bu davranışlar arasındaki ilişki, post Keynesyen makro teorisinin mikro temellerinin ana özelliğidir (bkz: Gökhan Çapoğlu, *Prices, Profits and Financial Structures: A Post Keynesian Approach to Competition*, Edward Elgar, 1991, s: 2-14)

Bankası kısa dönem faiz oranlarını belirlerken, ekonomik faaliyetlerin faiz oranına duyarlılığının yanı sıra; ekonominin dışa açıklık derecesini, sermaye hareketlerinin mobilite derecesini, yurtiçi ve yurtdışı arasındaki faiz oranı ve döviz kuru farklılıklarını dikkate almak zorundadır. Çünkü açık ekonomilerde daha belirgin olmak üzere, sabit kur rejimi, para politikasının bağımsızlığını azaltarak, etkinliğini düşürür. Esnek kur sistemi ise, Merkez Bankasının yurtiçi faiz oranlarını belirlemedeki gücünü artırır.⁵

2.1.1. Uyumlaştırıcı Yaklaşımın Politika Önergeleri

Moore (1979:137)'a göre, a) Kurumsal gelişmelerin sonucu olarak doğan firma davranışları ve işgücü piyasasının niteliği, b) finansal piyasaların evrim sürecinin türevi olarak değişen bankacılık ve Merkez Bankacılığı anlayışı, para arzı ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi tersine çevirmiş ve ekonomik hayatın gereksinimleri para arzını belirler hale gelmiştir. Bu nedenle geleneksel mali ve parasal talep yönetimi politikaları, ekonomide ücret-fiyat sarmalı yaratır, reel üretimi azaltarak istihdam düzeyini düşürür. Para politikasının amacı, talep yönetimi değil, toplam harcamaların, yüksek bir yatırım düzeyinde stabilize edilmesini sağlamak olmalıdır. Politika yapıcılarının amacı, fiyat istikrarından daha çok ücret istikrarını sağlamak olmalıdır. Bu nedenle gelirler politikası uygulanmalıdır.

2.2. Yapısalci İçsellik Yaklaşımı

Yapısalci içsellik yaklaşımında, temel olarak, finansal yeniliklerin nedenleri ve yarattığı sonuçlar üzerinde durulmaktadır. Minsky, finansal yenilikleri iki faktörle ilişkilendirmektedir. Bankaların ve firmaların kar maksimizasyonu davranışları ve sıkı para politikası (Wray, 1992: 162). Ancak yapısalci yaklaşıma göre, borç yönetimi gibi uygulamaların ortaya çıkışının temel nedeni, Merkez Bankasının banka rezervlerine uyguladığı miktar kısıtlamalarıdır. Yapısalci yaklaşıma göre Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri aracılığıyla banka rezervlerini azaltabilir. Çünkü

⁵ Bilindiği gibi, Monetaristlere göre, sabit kur rejiminde para arzı Merkez Bankasının kontrolünden çıkmakta, içsel hale gelmektedir. Bu nedenle, Monetaristler esnek kur rejimini önermektedirler. Ancak, Moore'nun esnek kur önerisi, Merkez Bankasının para stoku değil, faiz oranını kontrol edebildiği ana fikrine dayanmaktadır. Para arzının kredi taleplerince, yani talep tarafından belirlendiği kabul edildiği sürece, döviz kuru rejiminin para ve kredi hacminin belirlenmesinde mutlak bir etkisi yoktur (bkz: Arestis and Eichner, "The Post Keynesian and Institutionalist Theory of Money and Credit", *Journal of Economic Issues*, vol: 22, No: 4, 1015-1016). Yine bu konuda, Fransız yazarların geliştirdiği "telafi tezi" ile ilgili olarak (bkz: Marc Lavoie, *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, 1992, S.190-191).

uyumlaştırıcı yaklaşımının tersine, yapısalci yaklaşımda, iskonto penceresinden elde edilen rezervler açık piyasa işlemleriyle elde edilen rezervlerin tam ikamesi değildir. Eğer, bu iki rezerv kaynağı birbirinin tam ikamesi olsaydı, açık piyasa işlemleri aracılığıyla banka rezervleri kısıtlandığında, bankalar derhal iskonto penceresine yönelir ve borç yönetimi uygulamaları ortaya çıkmazdı. Borç yönetimi gibi finansal yenilikler bankalara yönelik miktar kısıtlamaları olduğunun en iyi göstergesidir (Pollin, 1991: 376).

Bu çerçevede yapısalci içsellik savunucuları görüşlerini şöyle formüle etmektedirler: Ekonominin genişleme dönemlerinde, kredi hacminin yarattığı, parasal genişlemenin Merkez Bankasının para arzı hedefleriyle uyuşmaması durumunda, Merkez Bankası açık piyasa işlemleriyle banka rezervleri üzerinde kısıtlama uygular. Bu hem faiz oranlarının yükselmesine neden olur, hem de bankaları rezerv yetersizliğiyle yüzyüze getirir. Rezerv yetersizliğiyle yüzyüze gelen bankalar, ek rezerv gereksinimlerini eskiden olduğu gibi varlıklarını satarak karşılayamaz. Çünkü, bankaların varlıkları büyük ölçüde kredilerden oluşmaktadır. Bu nedenle, bankalar, hem rezerv yetersizliği sorununu gidermek, hem de kredilerini artırarak yüksek faizlerden yararlanmak amacıyla, borç yönetimi uygulamalarına başvururlar. Yani varlıklarındaki artışları yükümlülüklerini artırarak finanse ederler. Bu durum bireysel olarak bankaların belli bir rezerv miktarıyla daha fazla kredi verebilmesini sağlar. Çünkü federal fon piyasası, repo, mevduat sertifikaları gibi yeni fon kaynakları, fonların bankalar arasında mobilizasyonunu sağlayarak, bireysel düzeyde bankaların, belli bir rezerv miktarı ile daha fazla kredi vermesini sağlamıştır. Bir başka deyişle faiz oranlarındaki artış, finansal yeniliklerle birlikte paranın dolanım hızını artırır ki paranın dolanım hızının artması ekonomide para stoku ile toplam harcamalar arasındaki bağı koparır.

Finansal yenilikler, giderek bankaların yükümlülüklerinin kompozisyonunu değiştirmiş ve bu, piyasalardaki artan rekabet nedeniyle faiz oranlarını yükseltmiştir. Faiz oranlarındaki yükselme sonucu halk, hiç faiz getirisi sağlamayan ya da çok az faiz getirisi sağlayan vadesiz mevduatlardan, yüksek faizli bu araçlara doğru yönelmiştir. Bu durum, firmalar açısından çok belirgindir. Çünkü firmalar, kendilerine kredi açıldığında sahip oldukları vadesiz mevduat hesabı yerine, çok kısa süreler için bile olsa ellerinde bulundurmamak zorunda oldukları paraları örneğin repo işlemlerinde değerlendirmeye başlamışlardır. Halkın portföy tercihindeki bu değişme, bu yeni araçlar için ayrılması gereken yasal karşılıklar düşük olduğu için bankalar tarafından teşvik edilmiş, bir yandan da perakende piyasalarda bankaların geleneksel fon kaynağı olan mevduatları azalttığı için, toptan fon piyasasında bankalar arası rekabeti artma eğilimine sokmuştur. Bu süreçte bankalar bilançolarının durumunu yakından takip

ederler. Çünkü, bankalar, kredi verirken, kendi bilançoları ve kredi verdikleri kişilerin bilançolarına ilişkin olarak, bankacılık sisteminin bütününde oluşmuş olan standartları gözetirler. Bu standartlar, bankaların kendi kaldıraç rasyoları (leverage ratio) yani borçlarının öz sermayelerine oranı ve kredi alanların maddi teminatları, pazar payları, ve kaldıraç rasyolarıdır. Ancak, finansal yeniliklerin ve dolayısıyla bankalar arası rekabetin yaygınlaşması, bankaların ve bankadan kredi alanların kaldıraç rasyosuna ilişkin kuralları giderek daha esnek hale getirmiştir. Kuralların gevşemesiyle birlikte, bireysel düzeyde bankalar, toplam varlıkları içinde kredilerin payını artırarak, öz sermaye-kredi oranını düşürerek ve neticede kaldıraç rasyolarını yükselterek karlılıklarını artırırılar. Bunların sonucu olarak, banka bilançolarının likiditesini giderek düşer. Bankaların rezervlerini ekonomik kullanmaya yönelik bu davranışları, bir süre, bankalara uyguladıkları faiz oranını artırmadan kredileri genişletme olanağı tanır. Yani, para arzı eğrisi, ancak belli bir zaman diliminde, Moore'nun savunduğu gibi, yatay eksene paralel olabilir (Wray, 1990: 92). Ancak bu noktada, Wray, tek bir banka ile bankacılık sisteminin tümü arasındaki farklılığı vurgulamaktadır. Çünkü, borç yönetimi uygulamalarıyla ortaya çıkan alternatif fon kaynakları, tek bir banka açısından rezerv kaynağı iken bankacılık sisteminin tümü açısından net rezerv kaynağı değildir. Bankacılık sisteminin tümü açısından net rezerv kaynakları: banka dışı kesimden (non-bank public) gelecek olan nakitler, yabancı mevduatlar ve bir başka ülkenin Merkez Bankasından sağlanacak olan fonlardır. Bu nedenle, halkın likidite tercihi ve net dış rezerv kaynakları değişmiyorken, bankalar rezerv sıkıntısına düşeceklerdir. Bu rezerv sıkıntısı, bankalar arası rekabet nedeniyle, bankaların yükümlülüklerine ödediği faiz oranının, varlıklarından elde ettiği faiz oranından daha hızlı büyümesine neden olmakta, bu ise, bireysel düzeyde bankaları, daha hızlı büyümeye yani, kaldıraç rasyolarını yükselterek, bilançolarını genişletmeye zorlamaktadır. Wray (1993: 552)'a göre kredilerin sadece fiyat yönünden kısıtlı olduğu böyle bir ortamda, faiz oranlarının büyüme oranıyla para arzının büyüme oranı arasında pozitif bir ilişki vardır. Wray bu konuda şu saptamayı yapmaktadır. "İçsel para literatüründe, genel olarak, para arzının büyüme oranı, nominal ücretlerin büyüme oranı ile ilişkilendirilmekte, ancak faizlerin artış oranı ile para arzının büyüme oranı ilişkilendirilmemektedir." Para arzı artarken, faiz oranlarının artması finansal sistemi giderek kırılgan hale getirir. Finansal sistemin kırılganlığının artmaya başladığı bu gibi dönemlerde Merkez Bankası, iskonto penceresinden borçlanma olanakları sağlayarak, nihai ödünç veren rolünü oynamak zorundadır. Eğer Merkez Bankası, böyle bir aşamada iskonto penceresinden borçlanmaya olanak tanımaz, yani sıkı para politikası uygularsa, bankalar kredi vermede giderek isteksiz davranacak ve miktar kısıtlamaları (kredi ile ilgili teminat koşulları) uygulayacaktır. Bankaların, fiyat kısıtlamalarının yanı sıra, miktar kısıtlamaları da uygulamasının temel nedenleri şunlardır: a) bankaların

parasal taahhütleri geleceğe ilişkindir. Gelecek belirsiz olduğu için bankalar, hangi faiz oranının risk düzeylerini karşılayacağını bilemezler, b) genel olarak Post Keynezyenlerce kabul edildiği gibi banka kredilerinin talep esnekliği düşüktür. Bu nedenle sadece fiyat kısıtlamalarına dayalı bir kredi sistemi istikrarsızlık yaratır. Çünkü, genişleme dönemlerinde, kredi alanların bilançolarında, likit varlıkların likit olmayan varlıklara oranı giderek düşer ve ödeme taahhütleri, bekledikleri gelir akımları ile yakından ilişkili hale gelir. Bu nedenle, artan kredi faiz oranları, bankaların iyi müşterilerinin giderek daha riskli projeleri üstlenmesine ve borçlarını ödeyemez duruma düşmesine (adverse selection) neden olabilir (Wray, 1993: 545).

Bankaların kredilere miktar kısıtlaması uygulaması, bankaların likidite tercihinin artmasının bir sonucudur. Farklı ekonomik birimlerin bilançoları arasındaki bağımlılık nedeniyle, bankaların bu davranışı, diğer ekonomik birimlerin genel olarak likiditeye yönelmesine neden olur. Daha önce de ifade ettiğimiz gibi, bu koşullarda, eğer Merkez Bankası, iskonto penceresi aracılığıyla bankalara rezerv temin etmezse, bankalar halkın likidite taleplerini karşılayamaz. Bu, ekonomide genel olarak, borçların reddedilme süreci yaratır ve finansal sistem işlemez hale gelir. Sonuçta Merkez Bankası, finansal krizin derinleşmesini önlemek için nihai ödünç veren rolünü oynamak zorunda kalır. Yani Moore'nun savunduğu gibi, Merkez Bankası her zaman uyumlaştırıcı davranmaz, ancak finansal kriz ortaya çıktığında uyumlaştırıcı davranmak yani bankaların taleplerine göre rezerv temin etmek zorunda kalır (Wray, 1992: 170). Çünkü sistem, ekonomik birimlerin likidite taleplerini karşılayamaz hale gelir. İşte bu noktada Wray, Moore'nun likidite tercihi ile para talebini birbirine karıştırdığını çünkü likidite tercihi ile para talebinin aynı anlama gelmediğini vurgulamaktadır.

Wray'a göre para, satın alma gücünü gelecekte bugüne transfer eden bir borçtur. Yükümlülükleri kabul edildiği sürece herkes para yaratabilir. Bu anlamda para talebi, ekonomik birimlerin harcamalarını finanse etmek için, yükümlülük ihraç etme istekliliğidir. Para talebi, temel olarak, harcama akımlarıyla ilişkilidir. Likidite tercihi ise, ekonomik birimlerin bilançolarındaki likit olmayan varlıkları, likit varlıklarla değiştirme isteğini yansıtır (Wray, 1990: 18). Diğer bir deyişle, para talebi bilançoların büyümesiyle ilgiliyken, likidite tercihi bilançoların mevcut büyüklüğüyle, yani stoklarla ilgilidir. Para talebi (yani harcama akımları) ile likidite tercihi (yani stoklar) arasındaki etkileşim, para talebindeki artışın kredilerle karşılanması durumunda ortaya çıkar. Ekonomik birimlerin para talebindeki artışlar banka kredileriyle finanse edildiği sürece, bu, hem kredi alanların hem de bankaların bilançolarının büyüklüğünü ve kompozisyonunu etkiler. Finansal yeniliklerdeki yaygınlaşma sürecinde ekonomide likit varlık

yelpazesi genişlediği için para kapsamında ele alınabilecek varlık türleri çeşitlenir ve değişir. Yani para benzerlerinin hacmindeki artışla birlikte, ekonominin toplam likiditesi içinde paranın payı görece olarak azalır. En likit varlık türü para olduğu için, finansal kriz dönemlerinde ekonomik birimler ellerindeki para benzerlerini, para ile değiştirmek isterler. Bankalar, genişleme dönemlerinde, bir süre, faiz oranlarını artırmadan para talebini karşılayabilirler. Ancak, finansal kriz ortaya çıkmaya başladığında, söz konusu olan "likidite talebindeki artış" olduğu için, hem miktar kısıtlamaları uygulamaları hem de faiz oranlarını artırırlar. Çünkü likidite tercihindeki artış:

a) Halkın tercihlerinin, likiditesi en yüksek banka yükümlülüklerine doğru kaymasıyla ilişkilidir. En likit banka yükümlülüğü vadesiz mevduatlardır. Vadesiz mevduatlara ayrılması gereken zorunlu karşılıklar, diğer banka yükümlülükleri için ayrılması gerekenden daha fazla olduğu için, bu durum, bankaların parasal taban taleplerinin, yani likidite tercihlerinin artması anlamına gelir.

b) Neticede, planlanan harcamalardaki azalışlarla ve kar oranlarındaki düşme ile ilişkilidir. Çünkü likidite tercihi ile kar beklentileri arasında ters yönlü bir ilişki vardır (Wray, 1992: 303).

Bu nedenle, Merkez Bankasının, fiyat kısıtlamalarına ek olarak miktar kısıtlaması uygulamaları sonucunda ortaya çıkan finansal yapı, bankaların ve diğer ekonomik birimlerin karlılıklarını artırırken, likidite düzeylerini düşürür. Sonuçta sistem likidite taleplerini karşılayamaz hale gelir ki, bu, ilk başta bankaların da fiyat kısıtlamalarının yanı sıra miktar kısıtlamaları uygulamasına neden olur. Kriz dönemlerinin deneyimleri, bankalar için, fiyat ve miktar kısıtlamalarını, her zaman geçerli, rasyonel davranış haline getirir. Bu nedenle yapısalcılara göre, faiz oranları; Merkez Bankası, bankalar ve banka dışı kesimin karşılıklı etkileşimleri sonucu oluşur. Yani, faiz oranı içseldir. Bu açıdan, faiz oranı-para stoku düzleminde para arzı fonksiyonu pozitif eğilimli bir eğridir. Eğer, faiz oranı, Moore'nun savunduğu gibi, Merkez Bankasınca dışsal olarak belirlenseydi, Merkez Bankası tam istihdama ulaşmayı sağlayacak bir faiz politikası uygular ve işsizlik sorunu olmazdı. Bu nedenle, Moore'nun yaklaşımı, dinamik güçlerin işsizlik ve finansal istikrarsızlığa nasıl yol açtığı gösteren bir yaklaşım değildir. Yine Moore, bankaların, Merkez Bankasınca belirlenen faiz oranına bir mark-up eklediğini, mark-up'un büyüklüğünün ise başta bankaların piyasa gücü olmak üzere, bazı faktörlerce belirlendiğini söylemektedir. Wray bununla ilgili şu soruyu soruyor. "Acaba bankaların kaldıraç rasyolarının büyüklüğü ve dolayısıyla likidite tercihi, mark-up'ın büyüklüğünü etkilemez mi?" (Wray, 1989: 1188).

2.2.1. Yapısalcı Yaklaşımın Politika Önergeleri

Yapısalcılara göre, Merkez Bankası bankalara danışmanlık yapmalı ve banka bilançolarını sürekli olarak izlemelidir. Bu açıdan Minsky'e göre, Merkez Bankası politika aracı olarak, açık piyasa işlemlerinden daha çok, iskonto politikası ve "yüksek sermaye zorunluluğu kriterini" kullanmalıdır. Yüksek sermaye zorunluluğu kriteri ile, bankaların Merkez Bankasından rezerv talepleri, risk düzeyi düşük varlık bulundurma ve varlıkların sermayeye oranının düşüklüğü koşuluna bağlanabilecektir. Benzer şekilde, Merkez Bankası iskonto penceresine, bankaların ellerindeki sağlam şirket senetlerini kabul ederek, güvenli finansmanı teşvik edebilir. Yani, Merkez Bankası bankaların yükümlülüklerini kısıtlamaya çalışmak yerine, dikkatini banka varlıkları üzerinde yoğunlaştırmalıdır. Yapısalcılara göre, bunun çerçevesini düşük faiz politikası ve konjonktürü önleyici kamu harcama politikası oluşturur. Çünkü yüksek faiz politikası, bankaların fon kaynaklarıyla ilgili faiz oranlarının, kredi faiz oranlarından daha hızlı artmasına ve bankaların giderek riskli hale gelmesine neden olmaktadır. Düşük faiz politikası ise, bankaların karlarını artırmak için riskli projelere yönelerek, bilançolarını büyütme isteklerini azaltır. Ancak, düşük faiz politikası, likidite tercihinin yüksek olduğu dönemlerde deflasyonist, düşük olduğu dönemlerde enflasyonist etki yaratır. Bu olumsuzlukları önlemek için, likidite tercihinin yüksek olduğu dönemlerde, genişletici maliye politikası, düşük olduğu dönemlerde ise daraltıcı maliye politikası uygulanmalıdır.

Değerlendirme

İki yaklaşım arasındaki farklılaşma, kısa dönem ile uzun dönem arasındaki ayırımların net olarak yapılmamasından kaynaklanıyor denilebilir. Çünkü finansal piyasalardaki yeniliklerin hepsinin eş anlı olarak ortaya çıktığını varsaymak yanlıştır. Yani bankaların firmalarla olan ilişkileri ekonomideki kısa dönem trendleri, bu ise, Merkez Bankasının politikaları ile birlikte, uzun dönem trendleri yani finansal yenilikleri belirlemektedir. Bu anlamda, her kısa dönemin bir uzun dönem yarattığı, her uzun dönemin ise bir kısa döneme dönüştüğünü varsaymak yanlış olmayacaktır. Bu açıdan iki yaklaşım arasındaki farklılık, kısa dönem ile uzun dönem arasındaki bu içiçe geçmişlik dikkate alındığında, kısa dönem davranışlarının mı, yoksa uzun dönem davranışlarının mı, her zaman egemen olduğu noktasında toplanmaktadır.

KAYNAKÇA

- CHICK, V. (1986), "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest", *Economies et Societes*, Vol: 20, No. 8-9, 111-126.
- KALDOR, N. (1981). "A Keynesian Perspective on Money", *Lloyds Bank Review*, January, 1-19.
- KALDOR, N. (1989). *How Monetarism Failed, Further Essayys on Economic Theory and Policy içinde*, 178-197, New York.
- LAVOIE, M. (1992). *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar.
- MOORE, B, J. (1979). "Monetary Factors", *A Guide to Post Keynesian Economics içinde*, 120-138, Ed. A. S. Eichner, USA
- MOORE, B, J. (1985). "Corporate Bank Borrowing in the UK, 1965-1981", *Economica*, Vol.52, 65-78.
- MOORE, B, J. (1988a). *Horizontalist and Verticalist*, Cambridge University.
- MOORE, B, J. (1988b). "The Endogeneous Money Supply", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 10, No. 3, 372-385.
- MOORE, B, J. (1989). "A Simple Model of Bank Intermediation", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 12, No.1, 10-27.
- MOORE, B, J. (1991). "Money Supply Endogeneity: Reserve Price Setting or Reserve Quantitiy Setting?", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 13, No.3. 404-413
- NIGGLE, C.J. (1990). "The Evolution of Money, Financial Institution and Monetary Economics", *Journal of Economic Issue* Vol: XXIV, No.2, 443-450
- POLLIN, R. (1991). "Two Theories of Money Supply Endogeneity", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 13, No. 3, 367-395
- WRAY, L, R. (1989) "Horizontalists and Verticalists-Book Review", *Journal of Economic Issues*, Vol: XXIII, No. 4, 1185-1189.
- WRAY, L, R. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies*, Edward Elgar.
- WRAY, L, R. (1992). "Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 14, No.3, 297-310.

WRAY, L. R. (1992). "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money", **Financial Conditions and Economic Performance içinde**. 161-180. ed. S. Farrazi vd., M.E. Sharpe Inc.

WRAY, L. R. (1993). "Money, Interest Rates, and Monetarist Policy", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol: 15, No.4.