

**ÇALIŞMA, FAİZ VE PARA HAKKINDA
GENEL TEORİ, (Tercümenin devamı)**

**BÖLÜM XII
UZUN DEVRE TAHMİN HALİ**

I

Evvelki bölümde gördüğümüz üzere yatırım miktarları, faiz haddi ile câri yatırımın çeşitli miktarlarına karşılık olan sermaye marjinal verim nisbeti çizgisi arasındaki münasebete bağlı olduğu halde, sermayenin marjinal verim nisbeti, bir sermaye malının arz fiyatıyla onun umulan hasılası arasındaki münasebete bağlıdır. Bu bölümde, bir sermayenin umulan hasılasını tâyin eden faktörlerden bir kısmını daha derinlemesine inceleyeceğiz.

Umulan hasıllar hakkındaki tahminlerin dayandığı düşünceler, az veya çok kesin olarak bilindiğini farz edebileceğimiz mevcut bir kısım olaylarla, ancak az veya çok güvenle tahmin edilebilen geleceğe ait diğer bir kısım olaylara taallük eder. Birinciler arasında çeşitli tipte sermaye mallarıyla, genel olarak sermaye mallarının mevcut stokları ve verimli istihsalı, sermayenin nisbeten büyük iştirakine lüzum gösteren eşya için müstehliklerin mevcut taleplerinin şiddeti sayılabilir. İkinciler arasında, sermaye malları stoklarının cins ve miktarlarında ve müstehlikin zevklerinde, göz önüne alınan yatırımın hayatı müddetince efektif talepler şiddetinde zaman zaman meydana gelen değişiklikler ve aynı yatırımın hayatı devamınca nominal değeri üzerinden emek-ücretin biriminde hasıl olabilecek değişiklikler bulunur. Biz, bu ikincilere dair psikolojik tahmin halini, **uzun devre tahmin hali** şeklinde özetleyebiliriz; ancak bu, V'inci bölümde incelediğimiz kısa devre tahminden farklıdır; kısa devre tahmin, bir müstahsilin, bugün mevcut tesisleriyle istihsale başlamağı kararlaştırması halinde imâl edeceği bir maldan ne elde edeceğini tahmin etmesi esasına dayanır.

II

Tahminlerin yapılmasında çok şüpheli şeylere büyük ağırlık vermek manasız olur (1). Bu itibarla bilgimizin müphem ve noksan bulunduğu olaylardan ziyade, göz önüne alınan problem bakımından daha az kesin olsalar dahi, haklarında bir parça güven hissettiğimiz olaylara göre gerekli ölçüde hareket edilmesi uygun düşer. Bu sebebledir ki, günlük olaylar, adeta nisbetsiz olarak, bizim uzun devre tahminler yapılmasında yer alırlar; zira bizim alışılmış tabikatımız, günlük durumu göz önüne almak ve bunu, ancak bir değişiklik beklenmesinde az çok kesin sebeblere malik olduğumuz derecede değiştirmek suretiyle gelecek zamana intikal ettirmektedir.

Bu itibarla kararlarımızın dayandığı uzun devre tahmin hali, yapabileceğimiz yalnız en muhtemel ön tahmine bağlı değildir. Aynı zamanda bu ön tahmini dayandırdığımız **güvene**, yani bizim en iyi tahminimizin tamamen yanlış olabileceği ihtimalini hesaplamak derecesine, bağlıdır. Büyük değişiklikler olacağını bekler, fakat bu değişikliklerin alacağı son şekil hakkında çok şüpheli olursak, o zaman bizim güvenimiz zayıf kalır.

İş adamlarının isimlendirdiği şekilde, **güven hali** (The state of confidence) kendilerinin daima en sıkı ve en endişeli dikkat sarf ettikleri bir konudur. Fakat iktisatçılar bunu gerekli dikkatla tahlil etmemişler ve çok defa genel şekilde tartışmakla yetinmişlerdir. Özellikle onun ekonomik problemlerle olan ilgisinin, sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisine yaptığı önemli etki ile meydana geldiği belirtilmemiştir. Sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisi ile güven hali, yatırım miktarını ayrı ayrı etkileyen iki faktör değildir. Güven halinin önemi, yatırım talep-çizgisinin aynı olan marjinal verim nisbeti çizgisini tâyn eden başlıca faktörlerden biri olmasıdır.

Bununla beraber güven hakkında a priori söylenecek çok şey yoktur. Varacağımız neticeler, esas itibariyle, pazarların filen müşahedesine ve iş dünyasının psikolojisine dayanacaktır. Bunun içindir ki, aşağıda konu dışı söyleyeceğimiz şeyler, bu eserin büyük bir kısmında bulunan tecrit derecesinden farklı olacaktır.

(1) «Çok şüpheli» sözünden ben «çok ihtimal dışı» ile aynı şeyi kastetmiyorum. Treatise on Money kitabıma bak. Bölüm 6, «Delillerin ağırlığı».

Açıklamanın kolay olması için, güven hali üzerinde aşağıdaki tartışmada, faiz haddinde değişiklik olmadığını farzedeceğiz; ve bu bölümün aşağıdaki ayırımlarında, yatırımların değerlerindeki değişikliklerin sanki yalnız onların umulan hasıllar tahminlerindeki değişikliklerden meydana gelmiş ve bu umulan hasıllar üzerinden kapitalize olan faiz haddindeki değişikliklerle hiç bir şekilde bağlı değilmiş gibi yazacağız. Bununla beraber faiz haddinde meydana gelecek değişiklik etkisi, güven halinde meydana gelecek değişiklik etkisi üzerine kolaylıkla konulabilir.

III

En göze çarpan olay, umulan hasıla hakkındaki tahminlerimizin dayandığı bilgi temellerinin son derece çürük olmasıdır. Bir yatırımın gelecek bir kaç yıllık hasılasını yönetecek faktörler üzerindeki bilgilerimiz, genel olarak, pek sınırlı ve çok defa yetersizdir. Açıkça konuşmamız gerekirse kabul etmek zorundayız ki, bir demiryolunun, bir bakır madeni ocağının, bir tekstil fabrikasının, bir ilâç patentinin, bir transatlantik'in veya Londra Sitesinde bir binanın on sene ve hatta beş sene sonraki hasılasını tahmin etmek hususunda bilgi kaynaklarımız çok az ve bazan hiçtir. Gerçekten, böyle bir tahmini ciddi olarak yapmağa kalkışanlar, çok defa o kadar küçük bir azınlıktır ki, bunların davranışları piyasaya hâkim olmaz.

Teşebbüslere ekseriya bunları kuranların veya dostları ve ortaklarının sahip oldukları eski devirlerde yatırımlar, gerçekte muhtemel bir kâr kesin hesabına dayanmaksızın, bir yaşama yolu olarak teşebbüse girişen bir kaç gözüpek ve yapıcı karakterde yeter sayıda ferdin bulunmasına bağlı idi. Her ne kadar kesin neticeleri, büyük çapta, idarecilerinin, ortanın üstünde veya altında bir kabiliyet ve karakterde olmalarına bağlı idise de, bu işler kısmen bir piyango mahiyetinde idi. Bazıları başarısız ve bazıları da başarılı olacaktı. Fakat işin sonunda dahi hiç kimse, yapılan yatırım miktarına nisbetle ortalama neticenin cârî faizin üstünde, ona eşit veya onun altında olduğunu bilemezdi; bununla beraber tabii kaynakların işletilmesini ve monopollerini hariç tutarsak, yatırımların filî ortalama neticelerinin, gelişme ve refah devirlerinde dahi, bu yatırımları besleyen ümitleri boşa çıkarmış olsa gerektir. İş adamları kabiliyet ve şanstın karma bir oyun oynuyorlar; ancak oyuncuların elde ettikleri ortalama neticeler, oyuna girenlerce bilinmi-

yor. Eğer insan yaradılışı şansa karşı bir eğilim duymaz, bir fabrika, bir demiryolu inşa etmekte, bir maden ocağı veya bir çiftlik işletmekte (kârdan başka) bir tatminkârlık bulmasa idi, sırf bir soğuk hesapla büyük yatırımlar yapılmasına imkân olmazdı.

Bununla beraber, eski usul anlamında, özel teşebbüse yatırım yapılması için verilen kararlar, bir bütün olarak yalnız cemiyet için değil, fert için dahi, çok defa, değiştirilmez kararlardı. Teşebbüsün mülkiyet ve idaresi arasında, zamanımızda hâkim olan ayırım ve teşkilâtli yatırım piyasalarının gelişmiş olması ile, yatırımları bazan kolaylaştıran bazan da sistemin istikrarsızlığını büyük çapta artıran çok önemli yeni bir faktör meydana gelmiştir. Menkul kıymetler piyasasının mevcut olmaması halinde, taahhüdümüz altında bulunan bir yatırımın sık sık değerlendirilmesine kalkışmakta bir mana olamaz. Fakat menkul kıymetler borsası, bir çok yatırımları her gün değerlendirir ve bu değerlendirmeler (her ne kadar bütün halinde bir cemiyete olmasa dahi) fertlere, kendi taahhütlerini sık sık gözden geçirmek fırsatını verir. Bu âdeta bir çiftçinin, kahvealtısını yaptıktan sonra, barometresine bakarak, sabah saat 10 ile 11 arasında sermayesini tarım işletmesinden çekmeğe ve daha sonra, hafta içinde, sermayesini tekrar aynı işe yatırımağa karar vermesine benzer. Fakat eski sermayelerin ekseriya bir fertten diğerine intikalini kolaylaştırmaktan ibaret olsa dahi, menkul kıymetler borsasının günlük değerlendirmeleri, kaçınılmaz şekilde, câri yatırımlar miktarına kesin etkiler yaparlar. Gerçekten mevcut bir teşebbüsün daha ucuz fiyatla satın alınması mümkün iken aynı bir yeni teşebbüsün kurulmasında mâna yoktur; buna karşılık, eğer menkul kıymetler borsasında derhal bir kârla satılabilecekse, yeni bir proje için çok fazla görülebilecek bir masraf yapılmasının sebebi vardır (2). Bu itibarla bazı yatırım neveleri, meslekten yetişmiş müteşebbislerin samimî tahminlerinden ziyade,

(2) Treatise on Money kitabında (cilt II, s. 195) belirtmiş olduğum gibi, eğer bir şirketin hisse senetleri, daha müsaît şartlarla yeni hisse senetleri ihraç ederek sermayesini artırabilecek derecede yüksek fiyata kote edilmiş ise, bundan çıkan netice, şirketin, düşük faiz nisbetinde, borç almasının aynıdır. Şimdi bunu şu şekilde söyleyebiliriz ki, mevcut hisse senetleri kurunun yükselmesi, buna tekabül eden sermaye nevinin marjinal verim nisbetinin yükselmesini ifade ettiğinden, faiz haddinin düşmesinin aynı neticesini doğurur (zira yatırımlar, sermayenin marjinal verim nisbeti ile faiz haddi arasındaki mukayeseye bağlıdır).

hisse senetleri kurlarında olduğu gibi, iş yapanların ortalama tahminleriyle muamele görürler (3). Şu halde, mevcut yatırımların her gün ve hatta her saat tâbi oldukları bu çok önemli değerlendirmeler, acaba tatbikatta, nasıl gerçekleşmektedir ?

IV

Tatbikatta biz, aslında bir **konvansiyon** olan şeyin kaideten arkasında kalmağı zımnen uygun buluruz. Bu konvansiyonun esas-ı şüphesiz, her zaman, bu kadar basit sayılmaz - bir değişiklik beklenmesinin belirli sebepleri olmadıkça, işlerin bugünkü halinin sonsuz olarak devam edeceğinin farz edilmesidir. Bu demek değildir ki, işlerin bugünkü halinin sonsuz olarak devam edeceğine gerçekten inanırız. Bir çok denemelerden, bunun hemen hemen ihtimal dışında olduğunu biliriz. Bir yatırımın, bir çok yıllardan sonra elde edilen neticeleri, o yatırımın başlangıç tahminlerine çok nadiren uygun düşer. Bilgisiz bir kimsenin, karşılıklı yönlerde yapabileceği hataların eşit ihtimale dayandığını ve bu itibarla aktuar-ya bakımından eşit ihtimallere dayanan ortalama bir tahminin mevcut bulunduğunu muhakeme ederek te, hareket tarzımızı rasyonel bir hale getiremeyiz. Çünkü, bilgisizlik içinde yapılan bir aritmetik eşit ihtimaller faraziyesinin saçma neticeler vereceği kolaylıkla gösterilebilir. Gerçekte biz, her ne şekilde yapılmış olursa olsun, piyasanın bugünkü değerlendirilmesinin, yatırımın hasılasına tesir edecek olaylar hakkında mevcut bilgimizle bağlılığı nisbetinde tek doğru olduğunu ve bunda meydana gelecek bir değişikliğin bu bilgimizdeki değişikliklerle orantılı bulunacağını farz ederiz; ancak bu, felsefe dilince söylenirse, tek doğru olamaz. Çünkü bizim bugünkü bilgimiz, matematik bir tahmin hesabı yapmamıza yetecek derecede değildir. Umulan hasıla ile hiç ilgisi olmayan her çeşit düşüncelerin piyasa değerlendirmesine dahil olduğu bir vakıdır.

Bununla beraber, yukarıda belirtilen konvansiyonel hesaplama metodu, **konvansiyonun muhafaza edileceğine olan inancımızın de-**

(3) Bu hal şüphesiz piyasada hemen satılamayan veya herhangi bir hisse senedine sıkı sıkıya tekabül etmeyen teşebbüs kategorilerine uygulanmaz. Bu istisnaya giren kategoriler evvelce çok fazla idi. Fakat yeni yatırımların toplam değerine nisbetle ölçülünce, bunların önemi sür'atle azalmaktadır.

vamı müddetince, işlerimizde önemli bir devamlılık ve kararlılık ölçüsüyle bağdaşacaktır.

Bu itibarla teşkilâth yatırım piyasaları olur ve konvansiyonun devamlılığına inanılırsa, yatırım yapan bir kimse, yalnız yakın gelecek hakkındaki haberlerde gerçek bir değişikliğin olması tehlikesine mâruz bulunduğu düşüncesiyle, haklı olarak, cesaretlenebilir; zira o böyle bir risk ihtimali karşısında, şahsî bir karar vermek imkânını bulabileceği gibi, esasen bu değişikliklerin pek önemli olması da varit değildir. Çünkü, konvansiyonun muhafaza edildiği farz edilmek şartıyla, yalnız bu değişiklikler onun yaptığı yatırımın değerini etkileyebilir ve onun, on yıl sonra yatırımının ne değerde olacağı hakkında hiç bir fikri olmaması dolayısıyla de uykularını kaybetmesine ihtiyaç yoktur. Böylece yatırım bir kısa devre boyunca ve dolayısıyla, ne kadar fazla olursa olsun, birbirini takip eden kısa devreler üzerinden, tek tek göz önüne alınan yatırımcılar için makûl derecede sağlam olmaktadır; şu şartlaki yatırım yapan, konvansiyonun devam edeceği hakkında bir tereddüdün doğmaması ve dolayısıyla, bir çok olayların meydana gelmesine imkân verebilecek zamanın geçmesinden önce, kendi kanaatini düzeltmek ve yatırımının yerini değiştirmek fırsatını bulabilsin. Bu duruma göre, cemiyet için «sabit» olan yatırımlar, fert için «likit» hale gelmektedir.

Ben kaniim ki, bizim belli başlı yatırım piyasalarımız, böyle bir usulün esaslarına göre gelişmiştir. Fakat, vakıaların mutlak görüş açısından, bu kadar indî olan bir konvansiyonun zayıf noktaları olması hayretle karşılanmamalıdır. Onun bu zayıf tarafıdır ki, zamanımızın yeter derecede yatırım sağlanması probleminin hiç te küçük olmayan bir kısmını teşkil etmektedir.

V

Bu zayıflığı artıran faktörlerden bazıları aşağıda kısaca gösterilmiştir.

1) Teşebbüslerin idaresini bilmeyen ve bunların gerek bugünkü gerekse gelecekteki hal ve şartları hakkında özel bilgisi olmayan kimselerin, cemiyetin malik oldukları toplam yatırım sermayelerindeki mülkiyet eşitliği nisbetinin gittikçe artmasından dolayı, bu sermayeye malik olanların veya bunları satın almayı

düşünenlerin yatırım değerlendirmelerindeki gerçek bilgi unsuru ciddi bir şekilde azalmıştır.

2) Mevcut yatırımların kârlarında günden güne değişen ve şüphesiz geçici ve önemsiz bir vasıfta olan dalgalanmalar, piyasaya tamamen aşırı ve hatta anlamsız etkiler yapmağa müsaittirler. Meselâ buz yapan Amerikan şirketlerinin hisse senetlerinin, hiç kimsenin buz satın almadığı kış aylarına nazaran mevsimlik olarak kârların yüksek olduğu yaz aylarında daha fazla fiytlarla satıldığı söylenmiştir. Bunun gibi, banka tatillerinin tekrarlanması, ingiliz demiryolları varlığının piyasa değerini bir kaç milyon sterlin yükseltebilir.

3) Bilgisiz bir çok kimselerin, cemiyet psikolojisinin neticesi olarak, yaptıkları konvansiyonel bir değerlendirme, aslında umulan hasılda büyük bir fark yaratmayan âmillerin fikirlerde yarattığı ani dalgalanmalar neticesinde şiddetli değişikliklere sebep olabilir; çünkü, bunun devamlı olacağı hakkında köklü bir kanaat yoktur. Özellikle anormal zamanlarda kesin bir değişikliği tahmin ettirecek belirli sebeple olmasa dahi, mevcut hal ve şartların sonsuz olarak devam edeceği düşüncesinin mutattan daha az muhtemel olduğu hallerde piyasa, aslında mantıksız, fakat doğru bir hesaplama için gerekli sağlam bir temel olmadığından, bir anlamda, akla uygun, nikbin ve bedbin hislerin dalgalanmalarına yer vermektedir.

4) Fakat dikkatimizi bilhassa çeken bir durum vardır. Zannedilir ki, karar ve bilgileri özel yatırım yapanların ortalamasından daha üstün olan profesyonel eksperler arasındaki rekabet, kendi kendisine terk edilmiş bilgisiz ferdin hülyalarını düzeltmektedir. Halbuki profesyonel yatırımcı ve spekülâtörlerin enerji ve hüneri, esas itibarıyla başka yönde meşgul bulunmaktadır. Gerçekten bu şahısların çoğu, başlıca, bir yatırımın bütün hayatı boyunca verebileceği hasıla üzerinde yüksek uzun devre tahminler yapmakla değil, fakat değerlemenin konvansiyonel esasında meydana gelebilecek değişiklikleri halk kütlesinden biraz önce tahmin etmekle meşgul olurlar. Onları, bir yatırım malını «saklamak için» satın alan bir adam için bunun gerçek değerinin ne olduğu değil, fakat, kütle psikolojisinin etkisi altında bu yatırım malının piyasada, üç ay veya bir sene sonra, ne değerinde olacağı ilgilendirir. Bu hal, yukarıda açıklanan esaslara uygun olarak, teşkilâtli yatırım piyasasının kaçınılmaz bir sonucudur. Gerçekten, umulan hasılasının 30 değerinde olduğuna inandığımız fakat üç ay sonra piyasa değerinin

20 olacağına da kani olduğumuz bir yatırım için 25 ödemek, mânasız bir şey olur.

Şu halde profesyonel yatırımcı, tecrübenin bu hallerde çok defa gösterdiği gibi, piyasanın kollektif psikolojisinin en çok etkilemeye müsait haberler veya atmosferde meydana gelecek değişiklikleri önceden kestirmek mecburiyetindedir. Bu durum «likidite» denilen bir maksatla teşkilatlanmış olan yatırım piyasalarının kaçınılmaz neticesidir. Ortodoks maliyenin kaidelerinden hiç biri, şüphesiz, likidite putundan daha fazla antisosyal değildir; doktrin ki yatırım kurumlarının kendi kaynaklarını «likit» senetlere bağlamalarını olumlu bir fazilet saymaktadır. Bu doktrin kaçınılmaz neticesidir. Ortodoks maliyenin kaidelerinden hiç bulunmadığını göz önüne almıyor. Hünerle yapılan yatırımların sosyal gayesi, atimizi saran zaman ve bilgisizliğin karanlık kuvvetlerini yoketmektedir. Halbuki bugün, özel kişiler bakımından en ustalıklı yatırım, amerikalıların çok güzel belirttikleri gibi, «silahı kırmak» (To beat the gun), aldatmak, kötü veya değeri düşük parayı başkasına geçirmektedir.

Bir yatırımın umulan hasılasını uzun yıllar üzerinden tahmin etmek yerine, konvansiyonel değerlendirme esasını bir kaç ay üzerinden öngörme zekâ savaşı, profesyonellerin karnını doldurmak için halk arasında ahmakların bulunmasını gerektirmez; bu oyun bizzat profesyoneller tarafından, kendi aralarında oynanabilir. Hatta bunlardan bazılarının konvansiyonel değerlerinin uzun müddet sağlam kaldığı hakkında saf bir imanı bulunmasında da zaruret yoktur. Bu itibarla denebilir ki, bu bir söz kapmaca (snap), kalık kız veya müzikli iskemle oyunudur; bu öyle bir eğlencedir ki ne çok erken ve nede çok geç söz kapan, oyun bitmeden önce kalık kız yanındakine geçiren veya müziğin durduğu anda kendisine bir iskemle bulmuş olan kazanır. Bütün oyuncuların kalık kızın aralarında dolaşmakta olduğunu veya müziğin durması anında oyuncuların bir kısmının iskemlesiz kalmış olacağını bilmelerine rağmen bu oyunlar zevkli ve neş'eli olabilir.

Bunun gibi, teşbihi hafifçe değiştirmek suretiyle, profesyonel yatırımı, gazetelerin fotoğraf müsabakalarına benzetebiliriz; bunlardan müsabakaya girenler yüz kadar fotoğraftan en güzel altı yüzü seçmek zorundadırlar; ikramiye, müsabakaya girenlerin hepsinin tercihlerinin ortalamasına en yakın olanı seçene verilir; şu halde her müsabık, kendisinin en güzel bulduğu yüzleri değil, fakat di-

ğer müsabıkların zevklerini çekeceğine en fazla ihtimal verdiklerini seçmek durumundadır ve bu müsabıkların hepsi, meseleye aynı görüş açısından bakacaklardır. Herkesin kendi kanaatları derecesinde, gerçekten en güzel olan ve hatta ortalama düşüncenin, samimî olarak en güzel bulduğu yüzleri seçmesi bahis konusu değildir. Biz, zekâmıza uyararak, ortalama düşüncenin, aynı ortalama düşünce olacağını öngördüğümüz üçüncü dereceye eriştik ve tahmin ederim ki dördüncü, beşinci veya daha yüksek derece bulurlar olur.

Fakat okuyucu diyebilir ki, mahir bir insan, carî oyunlara ilgisiz kalarak, yapabileceği en samimî uzun devre tahminlere göre yatırım malı satın almağa devam etmek suretiyle, diğer oyuncular üzerinden mutlaka büyük kârlar kazanabilir; bu okuyucuya cevap olarak her şeyden evvel denebilir ki, gerçekten böyle ciddi fikirli insanlar vardır; ancak onların, diğer oyuncular üzerinde tesirlerini hâkim kılıp kılamamalarına göre yatırım piyasasında büyük farklar meydana gelir. Fakat yine de eklemek zorundayız ki, bu insanların modern yatırım piyasalarında hakim olmalarını engelleyen bir çok faktörler vardır. Uzun devre üzerinden yapılacak samimi bir tahmine dayanan bir yatırım, bugün gerçekleşmesi nadiren mümkün olan bir iştir. Bunu yapmağa kalkışanlar, şüphesiz çok çalışma günleri geçirmek ve halkın göstereceği tepkileri, bizzat halktan daha doğru olarak, keşfetmeğe teşebbüs edenlere nazaran daha büyük risklerle karşılaşmak durumundadırlar, ve zekâ eşitliği halinde bunlar daha korkunç hatalara düşebilirler. Tecrübelere göre, cemiyet için faydalı olan yatırım politikasının, en fazla kâr getiren politikaya uygun düştüğü hakkında hiç bir açık delil yoktur. Silâhı kırmağa nazaran zaman kuvvetlerini ve gelecek hakkındaki cehaletimizi yenmek için daha çok zekâyâ ihtiyaç vardır. Üstelik, hayat yeter derecede uzun değildir; insan yaradılışı, acele neticeler istemektedir. Çabucak para yapmakta özel bir haz vardır; zira orta halli bir insan ileriki kazançlarını çok yüksek iskonto hadlerine göre hesaplar. Profesyonel yatırım oyunu, kumara meyli olmayan bir kimse için tahammül edilemeyecek derecede sıkıcı ve zoraki bir iştir; ve böyle bir zevki olan da, bu meyli için gereken zahmeti çekmek zorundadır. Bundan başka, piyasanın geçici dalgalanmalarını bilmeyen bir yatırımcı, güvenle muamele yapmak için, büyük imkânlarla muhtaçtır. Ancak borç para ile, böyle bir imkân olsa dahi, büyük çapta muamele yapmamak zorundadır; ve işte bu

da zekâ ve imkânların eşitliği halinde oyuna başvurmanın daha kazançlı olduğunu gösterir. Nihayet, uzun devre için yatırım yapan ve böylece halkın ilgisini en çok çeken bir kimse, yatırım fonlarının komiteler, ofisler ve bankalarca idare edilmesi halinde, tatbikatta en ciddi tenkide uğrar (4). Çünkü, mahiyeti itibariyle onun davranışı, orta düşünceliler nazarında garip, itiyatlara aykırı ve manasız bulunacaktır. Eğer başarı gösterirse, onun düşüncesizliğine olan umumî inanç kuvvetlenecektir; ve eğer, çok muhtemel olduğu gibi, kısa zamanda başarısızlığa uğrarsa, ona pek acınacak kimse olmayacaktır. Dünya hikmeti öğretiyor ki şöhret için, mutad üzere başarısızlık göstermek, mutad dışı başarı göstermekten daha iyidir.

5) Buraya kadar esas itibariyle bizzat bir spekülâtörün veya spekülâtif yatırım yapan bir kimsenin, itimat durumunu göz önünde bulundurduk; ve eğer spekülâtör kendi projeleriyle tatmin edilmişse, piyasa faiz haddi üzerinden istediği kadar para bulabileceğini zımnen farz etmiş olduk. Şüphesiz durum böyle değildir. Şu halde itimat durumunun arka yüzünü de, yani bazan kredi durumu şeklinde belirtildiği üzere, ikraz müesseselerinin, kendilerinden borç isteyenlere karşı olan itimadı da göz önünde bulundurmak gerekir. Hisse senetleri fiyatlarında, gerek spekülasyon itimadının gerekse kredi durumunun kötüleşmesinden dolayı, sermayenin marjinal verim nisbetine ağır etkiler yapan bir düşüş meydana gelebilir. Fakat bu faktörlerden yalnız birinin kötüleşmesi düşüş olmasına kâfi gelirse de, durumun iyileşmesi ancak her ikisinin birden tekrar düzelmesine bağlıdır. Çünkü kredi durumunun bozulması bir krizin doğmasına yeterse de, düzelmesi, iyileşmenin zarurî bir şartı olmakla beraber, yeter bir şart değildir.

VI

Bu düşüncelerin, iktisatçının sahası dışında kalmaması lâzımdır. Fakat bunların, tam yerlerine yerleştirilmesi gerektir. Ben,

(4) Umumiyetle basiretli telâkki edildiği üzere, bir yatırım tröstü veya şirketinin yalnız yatırım cüzdanından elde edeceği geliri değil, aynı zamanda bunun piyasadaki sermaye değerini sık sık hesap etmesi şeklindeki tatbikat, piyasada kısa devre dalgalanmalar üzerine lüzumundan fazla dikkatı çekmeğe sebep olabilir.

eğer spekülasyon terimini piyasa psikolojisinin öngörülmesi faaliyeti olarak ve eğer teşebbüs terimini, sermaye mallarının bütün hayatları devamınca umulan hasılasının öngörülmesi faaliyeti olarak tavsif edersem, bu hal spekülasyonun her zaman teşebbüse hakim olacağını ifade etmez. Bununla beraber yatırım piyasalarının teşkilatlanması düzeldikçe, spekülasyonun hakim olması tehlikesi artar. Dünyanın en büyük yatırım piyasalarından biri olan New - York'ta (yukarıdaki anlamda) spekülasyonun etkisi çok büyüktür. Amerikalılar, malî piyasanın dışında dahi, ortalama kanaatin nasıl aynı ortalama kanaat olacağını keşfetmeğe lüzumundan fazla ilgi göstermektedirler; bu millî zafiyet, kendi cezasını, menkul kıymetler borsasında bulmaktadır. Denildiğine göre, bir amerikalının, bir çok ingilizin de yaptığı gibi, parasını «gelir için yatırdığı nadirdir; ve sermaye değerinde bir artış olacağını ümit etmezse amerikalı, bir menkul kıymet satın almak istemez. Diğer bir deyişle, amerikalı, bir menkul kıymet satın aldığı zaman, ümitlerini, bu kıymetin getireceği gelirden ziyade, konvansiyonel değerinde müsait bir değişikliğin olmasına bağlar; bu itibarla o, yukardaki anlamda, bir spekülatördür. Spekülatörler, devamlı bir muamele ceryanında bir hava kabarcığı gibi herhangi bir kötülük yapamazlar; fakat muamele, spekülasyon girdabında bir hava kabarcığı olursa, o zaman durum ciddiyet kazanır. Bir memeleketin sermaye gelişmesi, eğer bir gazinonun faaliyetlerinin ikinci kaynağı haline gelirse, bu, durumun kötüye gittiğine bir karinedir. Aslı sosyal gayesi yeni yatırımların, ilerideki gelirler bakımından en kârlı kanallara yöneltilmesini sağlayan bir organ olarak görülen Vall Street'in eriştiği başarıların derecesinin, **Bırakınız yapsınlar** kapitalizminin parlak zaferlerinden biri olduğu iddia edilemez. Wall Street'in en iyi zekâlarının, düşüncemde haklı isem, gerçekten başka maksatlara yöneldikleri bir süpriz değildir.

Bu eğilimler, bizim başarıyla teşkilatlanmış olan «likit» yatırım piyasalarımızın, güçlkle kaçınılabılır bir neticesidir. Genel olarak kabul edildiği üzere, oyun gazinolarına giriş, halkın menfaatı dolayısıyla, zor ve pahalıdır; aynı şey belki, borsalar için de doğrudur. Londra menkul kıymetler borsasının günahlarının Wall Street'inkilerden, daha az olmasının sebebi, millî karakterlerin çok farklı olması değil, vasat bir ingilizin Throgmorton Street'e girişinin, vasat bir amerikalının Wall Street'e girebilmesine nisbetle, hemen hemen imkânsız ve çok masraflı olmasıdır. Londra borsa-

sındaki muamelelerde coberlerin «hissesi». borsa acentelerinin yüksek masrafları ve maliyeye ödenecek ağır intikal vergileri, Wall Street'i karakterize eden muamelelerin büyük bir kısmını ortadan kaldırmak suretiyle piyasa likiditesini (her ne kadar on beş günlük muamele tasfiyeleri, tatbikatta, aksi şekilde cereyan ederse de) oldukça azaltmaktadır (1). Bütün bu muameleler üzerine ağır bir devlet intikal vergisi konması Amerika Birleşik Devletlerinde, borsa işlerinde spekülasyonun hakimiyetini hafifletmek bakımından, yapılabilecek çok faydalı bir reform olabilir.

Zamanımız sermaye piyasalarının görünüşü beni bazan şu neticeye götürmektedir ki, bir yatırım malının satın alınmasını, evlenmede olduğu gibi, ölüm veya diğer ağır sebepler dışında, daimî ve çözülmeyen bir şekle sokmak, bugünkü dertlerimize faydalı bir çare olabilir. Çünkü böylece, yatırım yapacak kimseler, zihinlerini uzun devre tahminlere ve yalnız bunlara çevirmeğe zorlanmış olurlar. Fakat bu tedbir üzerinde biraz düşünülürse, bunun bizi nasıl bir çıkmaza götürdüğünü, ve yatırım piyasalarının likiditesinin, yeni yatırımlar seyrini bazan önlese dahi, çok defa kolaylaştırdığını görürüz. Çünkü her münferit yatırımcının, kendi taahhüdünün «likit» olduğundan memnun kalması keyfiyeti (bu hal kollektif anlamda bütün yatırımcılar için doğru olmasa dahi) sinirlerini yatıştırır ve onu bir risk peşinde koşmada daha çok istekli yapar. Eğer ferdi yatırım satın almaları likit olmazsa, bu hal, ferde tasarruflarını kullanabileceği alternatifler bulunmadıkça, yeni yatırımlar yapılmasını ciddi şekilde önleyebilir. Bu çıkmaz yoldur. Ferde, kendi servetini para olarak saklamak veya borç vermek şeklinde kullanmak yolu açık oldukça, reel sermaye malı satın alınması (özellikle sermaye varlığını idare etmesini bilmeyen ve bunlar hakkında pek az bilgisi olan bir kimse için) alternatifini, bu varlıkların kolaylıkla paraya çevrilebileceği pazarlar kurulması dışında, yeter derecede cazip kılmak imkânsızdır.

Modern dünyanın ekonomik hayatını bozan güven buhranlarının tek köklü tedavisi, ferde gelirini ya istihlâk etmek veya, zayıf bir açıklıkla da olsa, kendisi için mümkün olanlar arasında en

(1) Denildiğine göre Wall Street'in canlı olması demek, yatırım alım ve satımından en az yarısının, spekülâtör tarafından aynı gün mukabil bir muamele ile kapatılmak üzere, satış yapmasıdır. Bu, çok defa, mal ve eşya muamelesi için de doğrudur.

linde kullanmaktadır. Onun, gelecek hakkında şüphelerin, mutatan fazla olarak, kendisini sardığı zamanlarda, şaşkınlığının tesiriyle daha fazla istihlâk ve daha az yeni yatırım yapması mümkündür. Fakat bu hal, onun bu çeşit şüpheler neticesinde, kendi gelirini ne şu ve ne de bu şekilde sarf etmemesi ihtimalinin felâketli, gittikçe yığınlaşan ve hemen hemen sonsuz olan akislerini önleyebilir.

Para biriktirip saklamanın sosyal tehlikelerini ortaya koyanların şüphe, zihinlerinde, yukarıdakine yakın bazı şeyler vardı. Fakat onlar olayın, para saklanmasında bir değişiklik veya hiç olmazsa bir değişikliğe benzer bir hal olmaksızın, meydana gelebileceği ihtimalini ihmal etmişlerdir.

VII

Spekülasyondan doğan istikrarsızlıktan başka,, insan yaradılışının karakteristiğinden doğan bir istikrarsızlık vardır; zira ister normal, ister zevke dair, isterse ekonomik olsun bizim faaliyetlerimizin büyük bir kısmı, matematik bir tahminden ziyade, spontane bir nikbinliğe dayanır. Kesin neticeleri bir çok günlerin geçmesinden sonra belli olabilecek olumlu işler yapmak kararlarımızdan belki de bir çoğu, bizim yalnız canlılık göstermek hasletimizin yani kantitatif ihtimallerle çoğaltılmış kantitatif menfaatların ortalaması neticesi değil, spontane bir hareket saikinin neticesi telâkki edilebilir. Teşebbüs, yalnız kendi kendine, dürüst ve samimi olduğu takdirde projelerinin esaslarına göre, gerçekleşmek iddiasında bulunabilir. Teşebbüsün müstakbel gelirin doğru olarak hesaplanmasının dayandığı temelleri, Güney kutbuna yapılacak bir sefer hesabından ancak biraz fazladır. Şu halde canlılık hasletimiz zayıflar ve spontane nikbinlik kaybolurda biz yalnız matematik tahminlere bağlanmak mecburiyetinde kalırsak — her ne kadar zarar etmek korkusu, daha önce yapılmış olan kâr ümitlerinden daha fazla makul bir temele dayanmıyorsa da — teşebbüs kurur ve ölür.

Geleceğe ait ümitlere dayanan teşebbüsün, bir bütün halinde cemiyeti faydalandıracağını söylemek yerindedir. Fakat ferdi teşebbüs, makul bir hesabın ancak heyecan ve canlılıkla tamamlanması ve takviye edilmesi halinde elverişli olur. Nasıl sıhhatli bir in-

san ölüm ihtimalini bertaraf ederse, aynıyle, teşebbüs öncüleri de ekseriya karşılaştıkları son yıkılma ihtimalini, tecrübelerin hiç şüphesiz bize ve onlara gösterdiği gibi, göz önüne almamaktadırlar. Yazık ki bu yalnız iktisadi kriz ve çöküntülerin derece itibariyle mübalağa edilmiş olduğu anlamında değil, fakat ekonomik gelişmenin, ortalama iş adamıyla aynı tabiatta olan ifrat derecede politik ve sosyal atmosfere bağlı olduğu anlamındadır. Eğer bir işçi hükümeti veya bir Yeni Nizam (New Deal) korkusu teşebbüs fikrini zayıflatırsa, bunun makul bir hesaplamanan veya politik maksatlı bir suikast neticesi olmasına ihtiyaç yoktur-bu sadece spontane nikbinliğin narin denkliğinin ortadan kalkması neticesidir. Bu itibarla biz, yatırım tasavvurlarının değerlendirilmesinde, bunun büyük çapta spontane faaliyetine bağlı olduğu kimselerin sınırlarına, histerik hallerine ve hatta sindirim durumlarına ve hava şartlarına gösterilen tepkileri göz önüne almamız gerekir.

Bütün bunlardan, her şeyin mantık dışı psikolojik dalgalanmalara bağlı olduğu neticesine varılmamalıdır. Aksine, uzun devre tahmin hali, çok defa, istikrarlıdır; böyle olmadığı hallerde ise, diğer faktörler denklik etkilerini gösterirler. Biz sadece hatırlatmak isteriz ki, şahsî, politik veya ekonomik mahiyette olsun, geleceği etkileyen beşerî kararlar, dar bir matematik tahmine dayanmaz. Çünkü böyle hesapların yapılmasına imkân verecek temeller yoktur; ve bizim faaliyette bulunmak hususunda doğuştan duyduğumuz saiktir ki, işleri yürütür; bizim aklımızdır ki, kendi kendine, yapabileceğimiz en iyi alternatifleri seçer ve iktidarımızda olan hesaplar; fakat bunlar ekseriya kapris, his veya şans dolayısıyla ters yüz olur.

VIII

Bununla beraber tatbikatta, gelecek hakkındaki bilgisizliğimizin etkilerini az veya çok hafifleten bazı önemli faktörler vardır. Zamanla eskime ihtimali ile de birleşen mürekkep faiz muamelesi dolayısıyla, bir çok ferdi yatırımların umulan hasılası, nisbeten yakın bir gelecekte beklenen gelirlerin hükmü altında bulunur. Gayrimenkullerde olduğu gibi, çok uzun vâdeli yatırımların en önemli nevilerinde risk, yatırım sahibinden çok defa kiracıya intikal eder veya hiç olmazsa, zihninde uzun müddetli mukavelelerle tasarruf hakkının devamlılığı ve emniyetinden doğan fay-

daları riskten daha fazla bulan hiracı ile kendi arasında bölünür. Kamu hizmeti teşekküllerinde olduğu gibi, uzun vâdeli yatırımların diğer bir nevinde, umulan hasılanın büyük bir kısmı, monopol imtiyazlarıyla ve ayrıca belirli bir marjı sağlayacak bazı tarifelerin mukaveleden doğan hak olarak tanınmasıyla filen teminat altına alınmıştır. Nihayet, önemi gittikçe artmakta olup kamu organları tarafından girişilen veya onların riski altında bulunan yatırımlar kategorisi vardır; kamu organları yatırım yaparken, ticarî hasılanın geniş bir saha içinde olup olmamasına bakılmaksızın ve hasılanın matematik tahmininin en az carî faiz haddine eşit olup olmadığı aranmaksızın, sadece yatırımın umulan sosyal faydalarına dair genel bir faraziyenin, açıkca, etkisi altındadırlar; bununla beraber kamu organlarının ödeyecekleri faiz, kendilerinin yapacakları yatırım muameleleri miktarının belirtilmesinde kesin bir rol oynar.

Böylece faiz haddindeki değişikliklerden müstakil olarak, uzun devre tahmin halinde kısa devre değişikliklerin yaptığı etkinin önemine tam bir ağırlık verdikten sonra, şimdi, hiç olmazsa normal durumlarda, yatırım haddine yaptığı büyük fakat kesin olmayan etkisi dolayısıyla faiz haddinin değişikliklerine avdet edebiliriz. Ancak, yalnız tecrit, gerekli yatırım hacmini devamlı şekilde teşvik etmeğe nereye kadar faiz haddi yönetiminin yetebileceğini gösterir.

Kendi payıma ben, faiz haddini etkilemeye yöneltilen sırf bir para politikasının başarılı olacağından halen oldukça ümitsizim. Ben uzağı görüş ve genel sosyal menfaatin esasları bakımından yatırım mallarının marjinal verim nisbetini hesaplayacak bir durumda olan devletin, yatırımı doğrudan doğruya teşkilâtlamanın devamlı ve büyük sorumluluğunu kendi üzerine aldığı görmek isterim; çünkü, yukarıda açıkladığım prensiplere göre hesaplanmış olan çeşitli sermaye tiplerinin marjinal verim nisbetinin piyasa değerlendirmelerindeki dalgalanmalarının, faiz haddindeki bazı tatbikat değişiklikleriyle ortadan kaldırılmasının çok zor olması ihtimal dahilindedir.

BÖLÜM : XIII

FAİZ HADDİ GENEL TEORİSİ

I

XI'inci Bölümde gösterdiğimiz üzere, sermayenin marjinal verim nisbetini faiz haddine eşit tutacak şekilde yatırım miktarının çoğalmasını veya azalmasını gerektiren amiller varsa da, kendiliğinden sermayenin marjinal verim nisbeti, faiz haddinden tamamen başka bir şeydir. Denebilir ki sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisi, yeni yatırım yapmak maksadiyle, ikraza hazır fonların talep edilme şartlarını yönetmesi yanında, faiz haddi, fonların genel arz edilme şartlarını yönetir. Bu itibarla, teorimizi tamamlamak üzere, faiz haddini neyin tayin ettiğini bilmemiz gerekir.

XIV'üçüncü Bölüm ve Ek'inde, bu soruya şimdiye kadar verilmiş olan cevapları inceleyeceğiz. Geniş anlamda söylenince, bu cevapların, faiz haddini, sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisinin, psikolojik tasarruf eğilimi ile olan karşılıklı etkilerine bağladıkları neticesini buluyoruz. Fakat faiz haddinin bir yandan, belirli bir faiz haddinde meydana gelecek yeni yatırımdan doğan tasarruf talebi ile diğer yandan, bu faiz haddinde halkın psikolojik tasarruf eğiliminden doğan tasarruf arzının eşitliğini gerektiren bir denklik faktörü olduğu hakkındaki kavram, faiz haddini sırf bu iki faktörün bilinmesinden çıkarmanın imkânsız olduğunu farzettiğimiz anda, çöker.

O halde bu soruya, bizim kendi cevabımız nedir ?

II

Bir insanın psikolojik zaman tercihleri, tamamen gerçekleşmeleri için, birbirinden ayrı iki nevi karar bulunmasını gerektirir. Birincisi, zaman tercihinin, istihlâk eğilimi adını verdiğimiz öyle

bir şekli ile ilgilidir ki, bu eğilim, III'üncü Kitapta ortaya konan çeşitli sebeplerin etkisi altında olarak, her ferdin, gelirinden ne kadarını istihlâk edeceğini ve ne kadarını ileride istihlâki maksadıyla, **bir nevi emri** altında, ihtiyatta, tutacağını belirtir.

Fakat bu karar alındıktan sonra, ferdi bekleyen diğer bir karar daha vardır ki bu, onun, ihtiyata almış olduğu ileriki istihlâk imkânını, ister carî gelirinden isterse daha önceki tasarrufundan ayrılmış olsun, **ne şekilde** emrinde tutacağı kararıdır. Bunu hazır likit (yani para veya benzeri olarak) şeklinde mi tutmağı istemektedir? Yoksa, bu hazır imkânını belirli veya belirsiz bir devreye bırakmağa ve böylece, belirli eşyaya bağlı tehirlî imkânını, gerekirse, genel olarak eşyaya bağlı hazır imkân haline çevirebileceği durumların belirtilmesini, ileriki piyasa şartlarına terketmeğe hazır mıdır? Diğer bir deyişle, onun likidite tercihinin derecesi nedir ki bir ferdin likidite tercihi, para veya ücret birimi olarak onun, çeşitli durumlarda para şeklinde elde bulundurmaya isteyeceği kaynakların toplamıyla ölçülür?

İleride göreceğimiz üzere, faiz haddi hakkında kabul edilen teorilerin hatası, faiz haddini psikolojik zaman tercihinin bu iki unsurundan, ikincisini ihmal ederek, yalnız brincisinden çıkarmak teşebbüslerinde bulunmaktadır; ve işte biz, bu ihmal edilen unsur için bir hal şekli bulmağa çalışacağız.

Faiz haddinin, haliyle tasarruf veya beklenenin bir karşılığı olamayacağı aşikârdır. Çünkü, eğer bir kimse tasarrufunu para olarak saklarsa, yine de tamamen tasarruf etmiş olmasına rağmen, faiz olmaz. Buna karşılık, faiz haddinin basit bir tarifi, bize faiz haddinin, belirli bir devre için likiditeden feragatın bir mükâfatı olduğunu, kelimesi kelimesine söylemektedir. Çünkü kendiliğinden faiz haddi, bir para miktarı ile, bir alacağın (5) değiştirilmesi sure-

(5) Bu tarifi bozmaksızın, «para» ve «alacak» arasındaki çizgiyi, özel bir problemin ele alınmasında en uygun düşecek herhangi bir yerde çizebiliriz. Meselâ parayı, sahibinin üç aydan fazla bir devre için elinden bırakmadığı bir genel satın alma gücü vasıtası ve alacağı, bundan daha uzun bir devre içinde geri alınmayacak vasıta olarak telâkki edebiliriz; yahutta biz, «üç ay» yerine, bir ay veya üç gün veya üç saat veya herhangi diğer bir devreyi alabiliriz; keza para teriminden, derhal kanunî ödeme kabiliyeti olmayan her şeyi hariç tutabiliriz. Para terimine, bankalardaki vadesiz mevduatı ve bazan

tiyle, aynı para üzerindeki kontrolünden belirli bir zaman devresi için, vazgeçmekle elde edilecek şey arasında mevcut ters orantıdan ibarettir (6).

Şu halde herhangi bir zamanda faiz haddi, likiditeden vazgeçmek karşılığı olduğuna göre, paraya sahip olan kimselerin, onun üzerindeki likit imkânlarından vazgeçmeği isteyemeyişlerinin ölçüsüdür. Faiz haddi yatırım için kaynak talebiyle, bugünkü istihlâkten çekilmeye hazır olmağı denklik haline getiren bir «fiyat» değildir. O, serveti, para olarak saklamak arzusunu, mevcut para miktarıyla denkleştiren «fiyat» tır; bu demektir ki, eğer faiz haddi düşük ise, yani elde para tutmaktan vazgeçmenin mükâfatı azalıyorsa, halkın elde tutmak istediği toplam para miktarı, kullanmağa hazır arz miktarını aşmakta ve eğer faiz haddi yükseliyorsa, hiç kimse- nin elde bulundurmamak istemediği para miktarında bir fazlalık olmaktadır. Bu açıklama doğru ise, o zaman para miktarı, likidite tercihiyle birlikte, belirli şartlar dahilinde, filî faiz haddini tâyin eden diğer faktör olur. Likidite terchi, faiz haddinin belirli olması halinde, halkın elinde bulundurmamak isteyeceği para miktarını tesbit eden bir potansiyel veya fonksiyonel eğilimdir; o şekilde faiz haddini r , para miktarını M ve likidite tercih fonksiyonunu L ile gösterirsek, $M = L(r)$ neticesini elde ederiz. Bu formül, para miktarının nerede ve nasıl iktisat nizamına dahil olduğunu gösterir.

Ancak bu noktada ters yöne gitmek ve neden likidite tercihi diye bir şeyin mevcut olduğunu araştırmak isteriz. Bu münasebetle biz, paranın carî ticarî muamelelerde kullanılması veya servet olarak muhafazası şeklindeki eski ayırımı, faydalı bir tarzda kullanabiliriz. Bu kullanışlardan birincisi bakımından açıktır ki, belirli bir faiz miktarını, likiditenin sağladığı kolaylığa feda etmek bir noktaya kadar değer. Fakat faiz haddinin hiç bir zaman menfi olmadığı bilindiğine göre, neden bir kimse kendi servetini cüz i

hazine bonoları gibi vasıtaları dahil etmek, tatbikatta çok defa uygun düşmektedir. Bir kalde olarak, ben, parayı, Treatise on Money kitabımda olduğu gibi, banka mevduatlarıyla aynı şey telâkki edeceğim.

- (6) Genel tartışmalarda faiz haddinden, alacak vadesinin açıkça belirtildiği spesifik problemlerden ayrı olarak, çeşitli zaman devreleri veya aynı şey olan çeşitli vadeli alacaklar için çeşitli carî faiz hadler manasını anlamak daha uygun düşmektedir.

faizle veya hiç faizsiz elde tutmayı, belirli bir faiz getiren şekilde elde tutmağa tercih etsin (Bu durumda biz, tabiiyle, alacağın ödenmesi riskinin bir banka alacağına olduğu kadar, bir borç senedi için de aynı olduğunu farz ediyoruz) ? Bu durumun tam bir izahını burada yapmak karışıklık yaratabileceğinden, XV'inci Bölümü beklemek gerekmektedir. Bununla beraber, öyle bir şart vardır ki, bunun eksikliği halinde paranın, serveti muhafaza etmek vasıtası olarak elde tutulması için mevcudiyeti gereken likidite tercihi kalmaz.

Bu gerekli şart, faiz haddinin gelecek zamandaki durumunu, diğer bir deyişle, ileriki zamanlarda tahakkuk edecek çeşitli vâdeli bir seri faiz hadleri hakkında, **belirsizlik** (uncertainty) bulunmasıdır. Zira ileriki zamanlarda tahakkuk edecek faiz hadleri, belirli olarak öngörülebilseydi, o zaman ileriki bütün faiz hadleri, çeşitli vâdeli alacakların **bugünkü** faiz hadlerinden bulunabilecek ve böylece bu sonuncular ileriki faiz hadleri hakkındaki bilgiye göre ayarlanabilecekti. Meselâ, eğer 1'inci yılda bugünkü bir sterlinin gelecek r yıllık değerinin $1^d r$ olduğu kabul olunur ve eğer bir sterlinin n 'inci yıl içinde o tarihten itibaren gelecek r yıllık de-

ğerinin $n^d r$ olacağı bilinirse, $n^d r = \frac{1^d n + r}{1^d n}$ denklemini elde ede-

riz; buradran şu netice çıkar ki, herhangi bir alacağın, bundan n yıl sonra paraya çevrilebileceği faiz haddi, cari faiz hadleri serisinin ikisi ile bulunur. Eğer her çeşit vâdeli alacaklar için cari faiz haddi müsbet ise, paranın servet şeklinde saklanması yerine, borç senedi satın almak her zaman daha kârlıdır.

Bunun aksine eğer gelecek zaman faiz haddi belirsiz ise, $n^d r'$ -nin zamanı gelince, $\frac{1^d n + r}{1^d n}$ e eşit olacağı neticesini emniyetle çı-

karamayız. Bu itibarla eğer, n yılının bitmesinden önce muhtemelen bir likit para ihtiyacı doğarsa, para saklamak yerine, uzun vâdeli bir senet satın alınmış ve daha sonra bunun likit paraya çevrilmiş olması halinde, bir zarar riski meydana gelebilir. Aktuariyel kâr veya bugünkü ihtimallere göre hesaplanan matematik kâr tahminini — böyle bir hesaplama mümkün olduğu takdirde ki, çok şüphelidir — hayal kırıklığına uğramak tehlikesini karşılamağa yeter olmalıdır.

Bundan başka, senetlerin muamele gördüğü teşkilâtlı bir pazarın bulunması halinde, müstakbel faiz haddinin belirsiz olmasından doğan diğer bir likidite tercihi sebebi vardır. Çünkü muhtelif kimseler, farklı şekilde tahminler yaparlar ve piyasa kurlarından anlaşılan genel kanaattan farklı düşünen bir kimse, bu düşüncesinde haklı ise, 1^{dr} vadelerinden birinin diğeriyle olan münasebetinde bir hata bulunduğunun tam zamanında tahakkuk etmesinden kâr etmek üzere likit kaynaklar saklamakta haklı sebeplere malik olabilir (7).

Bu, evvelce sermayenin marjinal verim nisbeti münasebetiyle, genişçe tartışığımız durumun hemen hemen aynıdır. Nasıl sermayenin marjinal verim nisbetinin «en iyi» düşünceye göre değil de, kütle psikolojisince tayin edilen piyasa tahminine göre tesbit edildiğini bulmuşsak, aynıyle, faiz haddinin geleceği hakkındaki tahminler de kütle tarafından tesbit edildiğinden, bunların likidite tercihi üzerinde kendi ayrı tepkileri olur; fakat şu ek ile iki, gelecekteki faiz haddinin, piyasanın tasavvur ettiği haddin üstünde olacağına inanan bir kimse, fiilen likit para tutmakta haklı olduğu gibi (8) Piyasadan ters yönde ayrılan bir kimse de, uzun vâdeli senetler satın almak maksadiyle kısa devreler üzerinden borç para almakta haklıdır. Piyasa fiyatı satıcıların satışlarıyla, alıcıların satın alışlarının denkliği noktada tesbit edilecektir.

Likidite tercihinin yukarda birbirinden ayırdığımız üç unsuru şu saiklere bağlı olarak tarif edilebilir : (i) Ticarî iş saiki, yani şahsî ve ticarî mübadelelerin carî muameleleri için para ihtiyacı (ii) ihtiyat saiki, yani toplam kaynakların belirli bir nisbetine eşit müstakbel para için güven arzusu; ve (iii) spekülasyon saiki, yani gelecekte ne olacağını piyasadan daha iyi bilenlerin karşılığı olarak kâr sağlamak gayesi. Sermayenin marjinal verim nisbetini tartış-

(7) Treatise on Money kitabında da izah ettiğim gibi, bu iki görüş açısı, satıcı-alıcıların (Bull-bear) durumu ile aynı şeydir.

(8) Aynı şekilde, yatırımların umulan hasılasının piyasada tahmin edilenden düşük olacağına inanan bir kimse, elde likit para tutmakta yeter derecede sebep görebileceği akla gelebilir. Fakat durum böyle değildir. O, hisse senetlerine tercihen elde para veya borç senedi bulundurmakta yeter derecede sebep görebilir; fakat borç senedi satın alması, elde para bulundurulmasına tercih edilebilir, meğerki o, gelecekteki faiz haddinin, piyasanın tahmin ettiğiinden daha yüksek olacağına da kâni olsun.

dığımız sırada olduğu gibi, senetlerin alım-satım için, çok iyi şekilde teşkilatlanmış bir piyasaya malik olup olmamak meselesi bizi bir çıkmazla karşılamaktadır. Çünkü, teşkilâtli bir piyasanın bulunmaması halinde ihtiyat saikine dayanan likidite tercihi, fazlasıyla artacaktır; halbuki teşkilâtli bir piyasanın bulunması, spekülasyon saikine dayanan likidite tercihinde, geniş dalgalanmalara müsait bir hava yaratır.

Bu noktanın açıklanması için belirtmek mümkündür ki, ticarî iş saikine ve ihtiyat saikine dayanan likidite tercihleri, gelir seviyesine olan tepkilerden ayrı olarak, faiz haddinde çek değişiklikler yapabilecek derecede olmayan para miktarını massettiğini farz edersek böylece, bu miktar para kadar eksik olan toplam para miktarı spekülasyon saike dayanan likidite tercihlerini karşılamakta kullanılır; ve dolayısıyla, faiz haddi ile tahvillerin fiyatı, bir kısım fertlerin likit olarak saklamağı diledikleri toplam paranın spekülasyon saikine cevap verecek kullanılabilir para miktarına eşit olduğu seviyede (çünkü onların, tahvillerin düşeceğini tahmin ettikleri seviye budur) tesbit olunur. Bu itibarla, para miktarındaki her artış, tahvillerin fiyatını, bazı alıcıların tahminlerini aşacak derecede yükselttiğinden bunlar, para için tahvillerini satmağa ve böylece satıcılar sırasına girmeğe mecbur kalırlar. Bununla beraber, eğer spekülasyon saikinin yarattığı para talebi azsa, kısa bir geçici devre hariç olmak üzere, para miktarında meydana gelecek bir artış, faiz haddini hemen hemen anı olarak düşürecek ve dolayısıyla ticarî iş saikiyle ihtiyat saikinden doğan para miktarı artışını massetmek üzere, çalışma ve ücret birimi gerekli ölçüde artmış olacaktır.

Bir kaide olarak farz edebiliriz ki, para miktarını faiz haddine birleştiren likidite tercihi çizgisi, para miktarının artması derecesinde faiz haddinin muntazam bir düşüşünü gösteren çizgiyle aynıdır. Zira bir çok çeşitli sebepler tamamen bu neticeye yönelmiştir.

İlk olarak, faiz haddi düştükçe, şartlar aynı kalmak üzere, daha fazla paranın, ticarî iş saikinden doğan likidite tercihiyle massedilmesi mümkündür. Çünkü faiz haddindeki düşüş millî geliri artırırsa, ticarî işler için saklanması uygun görülen para miktarı, gelirdeki artışla az veya çok orantılı olarak artacaktır; halbuki, aynı zamanda faizden kaybetmek anlamında, büyük bir paranın hazine bulundurulması uygunluğundan doğan masraf azalacaktır. Likidite tercihini, ücret birimiyle değil de, para ile ölçtüğümüz tak-

dirde (ki ücret birimiyle ölçmek bazı hallerde uygun düşer), eğer faiz haddindeki birdüşüştten doğan fazla çalışma miktarı ücretlerde bir artışı, diğer bir deyişle, ücret biriminin nominal değerinde bir artışı mucp olursa, aynı neticeler meydana gelir. İkinci olarak, faiz haddinin her düşüşü, bir az evvel gördüğümüz üzere, faiz haddinin geleceği hakkında piyasadan farklı görüşleri olduğu için bir kısım fertlerin, elde tutmak isteyecekleri para miktarını artırabilir.

Bununla beraber, para miktarında büyük bir artışın bile, faiz haddi üzerinde nisbeten küçük bir etki yapabileceği hal ve şartlar meydana çıkabilir. Çünkü para miktarında büyük bir artış, gelecek hakkında o derece belirsizlik yaratabilir ki, ihtiyat saikine dayanan likidite tercihleri kuvvetlenebilir; diğer yandan, faiz haddinin geleceği hakkındaki düşüncelerde o kadar birlik olur ki, bunun neticesinde bugünkü faiz haddinde meydana gelecek küçük bir değişiklik, para işlerinde büyük bir harekete sebep olabilir. Para sisteminin istikrarının ve bu sistemin para miktarındaki değişikliklerde görülen hassasiyetinin, belirsizliğin ne olduğu hakkında düşünce çeşitlerinin mevcudiyetine bu kadar bağlı olabilmesi, ilgi çekicidir. Bizim, bilebilmemiz, her şeyin en iyisi olurdu. Fakat böyle olmadığına göre, eğer biz, para miktarını değiştirmek suretiyle, ekonomik sistemin faaliyetlerini kontrol edebilirsek, düşüncelerin birbirinden ayrı olması önem kazanır. Bu bakımdan, bu kontrol metodu, herkesin aynı zamanda aynı düşünceyi bulmağa çalıştığı Amerika Birleşik Devletlerinde, düşünce farklarının daha çok görüldüğü İngiltere'ye nazaran daha fazla kararsızdır.

III

Böylece biz parayı, ilk defa kendi illî bağlarımız arasına katıyoruz; ve artık para miktarındaki değişikliklerin ekonomik sistemde açtığı yol üstünde ilk bir ışık görebiliriz. Fakat paranın, ekonomik sistemi harekete geçiren bir içki olduğunu iddiaya kalkışsak, hatırlamamız gerekirken, bardakla dudak arasında daha bir çok engeller bulunabilir. Gerçekten para miktarında bir artışın, **şartlar aynı kalmak üzere**, faiz haddini düşürmesini beklerken, halkın likidite tercihinin para miktarından daha fazla artması halinde, böyle bir düşüş olmaz; bunun gibi, faiz haddinde bir düşüşün, **şartlar aynı kalmak üzere**, yatırım hacmini arttırmasını beklerken, sermaye marjinal verim nisbeti çizgisinin faiz haddinden daha fazla sür'atle düşmesi halinde, bu olay meydana gelmez; ve yine yatırım hacminde bir artışın, **şartlar aynı kalmak üzere**, çalışmayı artırma-

sı beklenirken, istihlâk eğiliminin düşmesi halinde, böyle bir artma olmaz. Nihayet, eğer çalışma miktarı artarsa fiyatlar, kısmen fizik arz fonksiyonlarının şekilleri ve kısmen de ücret biriminin para olarak artması etkisi derecesinde yükselir. Ve istihsalın artması ve fiyatların yükselmesi halinde, bütün bunlar likidite tercihi üzerindeki etkisi, belirli bir faiz haddini devam ettirmek için gerekli para miktarını artırmak olacaktır.

IV

Her ne kadar spekülasyon saikinden doğan likidite tercihi, Treatise on Money kitabımda «borsa fiyatlarının düşme eğilimi» (the state of bearishness) olarak isimlendirdiğim şeye karşılık ise de, bunlar hiç bir şekilde aynı şey değildir. Çünkü, «borsa fiyatlarının düşme eğilimi» o kitapta, faiz haddi (veya borç senetleri fiyatı) ile para miktarı arasında olan değil, fakat bir arada göz önüne alınan servet ve borç senetlerinin fiyatlarıyla para miktarı arasındaki fonksiyonel münasebet olarak tarif edilmiştir. Ancak bu izah şeklinde, faiz haddinin bir değişikliğinden doğan neticelerin, sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisinin bir değişikliğinden doğan neticelerle karışmakta idi; bu karışıklığı, burada bertaraf ettiğimi umarım.

V

Biriktirme (iddihar) kavramı, **likidite tercihi** kavramına ilk bir yaklaşma olarak nazara alınabilir. Gerçekten eğer biz «biriktirme eğilimini», «biriktirme» nin yerine koyarsak, her iki kavram, esas itibarıyla, aynı şey olur. Fakat «biriktirme» ile elde para tutmada filî bir artış kast ediliyorsa, bu eksik bir düşünce olur; ve eğer «biriktirme» ve «biriktirmeme», bizim basit alternatifler olarak düşünmemize sebep olursa, bundan ciddi yanılgılar doğar. Zira biriktirme kararı, mutlak bir anlamda veya likiditeden vazgeçmenin arz ettiği faydaları düşünmeksizin alınmış değildir; o, faydalar denkleğinin bir neticesi olup, bu bakımdan terazinin diğer kefesinde ne bulunduğunu bilmemiz gerekir. Bundan başka, biz «biriktirme» den elde filen para tutmayı anladığımız müddetçe, filî biriktirme miktarının, halkın aldığı kararlara göre değişmesi imkânsızdır. Çünkü biriktirme miktarının, para miktarına eşit olması gerekir (veya bazı tariflere göre- para miktarı **eksi** ticarî iş saikini karşılayacak miktar); halbuki para miktarı halk tarafından tâyin edilmez. Halkın biriktirme eğiliminin yapabileceği en bü-

yük şey, toplam biriktirme arzusunu, mevcut paraya eşit kılan faiz haddini tâyin etmektir. Faiz haddinin biriktirme ile olan münasebetini ihmal etme itiyadı, faizin, aslında, birtirmemenin mükâfatı olduğu halde, bunun, mutaden, sarf etmemenin mükâfatı olarak görülmüş olmasıyla kısmen izah edilebilir.

BÖLÜM XIV

KLÂSİK FAİZ HADDİ TEORİSİ

I

Klâsik faiz haddi teorisi nedir ? Bu teori, bizim hepimizin yetişmemize esas olan ve son zamanlara kadar hemen hemen kayıtsız olarak kabul ettiğimiz bir teoridir. Ve ben onu şimdi kesin olarak izah etmekte veya zamanımızın belli başlı klâsik okul eserlerinde onun açık bir izahını bulmakta zorluk çekiyorum (9).

Bununla beraber, hemen hemen açıktır ki, bu gelenek, faiz haddini, yatırım yapmak talebini, tasarruf etmek arzusu ile birbirlerine denk hale getiren faktör olarak görüyordu. Buna göre yatırım, yatırılabılır kaynakları ve tasarruf, arzı temsil eder ve faiz haddi bu ikisini eşit kılan yatırılabılır kaynakların «fiyatı»dır. Nasıl ki, eşyanın fiyatı, zarurî olarak, bunun talebini, arzına eşit kılan noktada tesbit ediliyorsa, aynıyle faiz haddi de, pazar kuvvetlerinin etkisi altında, zarurî olarak, o faiz haddindeki yatırım miktarının, aynı hadde tasarruf miktarına eşit olduğu noktada tesbit edilir.

Bunlar, Marshall'ın **Principles** kitabında kelime kelime bulunmamaktadır. Fakat onun teorisi bu olsa gerektir ve bizzat ben bunu öğrendim ve bir çok seneler başkalarına bunu öğrettim. Meselâ onun **Principles** kitabından aşağıdaki pasajı alalım : «Faiz, herhangi bir piyasada, sermayenin kullanılması karşılığı olarak, ödenen bir fiyat olduğuna göre, o, aynı piyasada ve aynı faiz haddinde toplam sermaye talebinin aynı hadde arz edilen toplam stok'a eşit olduğu bir denklik seviyesine eğilir» (10). Bunun gibi, Prof. Cassel'in **Nature and Necessity of Interest** adlı kitabında izah edil-

(9) Bu hususta bulabildiklerimin bir özeti için, bu Bölümün Ek'ine bakınız.

(10) Bu pasaj hakkındaki diğer tartışmalar için, ileriki Ek'e bakınız.

mektedir ki yatırım, «bekleme talebi» ve tasarruf, «bekleme arzı» olduğu gibi, faiz de, zımnen anlaşıldığı üzere, her ikisini eşit kılmağa yarayan bir «fiyat»tır. Ancak bu kitapta da, buraya alınacak ilgili kelimeler bulamadım. Prof. Carver'in **Distribution of Wealth** adlı kitabının VI'ncı bölümünde faiz, açıkca, beklemenin marjinal zahmetini, sermayenin marjinal verimine eşit kılan faktör olarak göstermektedir (11). Sir Alfred Flux (**Economic Principles**, s. 95) şunu yazıyor: «Bizim genel araştırmamızın esasları doğru ise, tasarruf ile sermayeyi faydalı şekilde kullanmanın imkânları arasında otomatik bir denkleğin yer aldığını kabul etmek gerekir.... Net faiz haddi sıfırın üstünde kaldığı müddetçe.... tasarruf, kendi tam kullanılma imkânlarını aşmamış olacaktır». Prof. Taussig (**Principles**, vol. ii, s. 29) evvelâ (s. 20), «faiz haddinin, sermayenin marjinal veriminin, tasarrufun marjinal yatırımını gerçekleştirmeğe kifayet eden noktada tesbit edildiğini» belirttikten sonra, bir tasarruf arz çizgisi ile «çeşitli sermaye yatırımlarının azalan verimlerini» gösteren bir talep çizgisi çizmektedir (12). Walras, **Eléments d'Economie pure**, adlı kitabının «l'échange d'épargnes contre capitaux neufs» (tasarrufların yeni sermayelerle mübadelesi) nden bahsettiği Ek I, (III) de açıkca, muhtemel her faiz haddinin karşılığında fertlerin tasarruf etmek isteyecekleri bir para miktarı ve yine onların yeni sermaye mallarına yatırmak isteyecekleri bir para miktarı olduğunu; ve bu iki toplamdan birinin diğerine eşit olmağa meylettiğini ve faiz haddi bunları eşit hale getiren değişken olduğunu ileri sürmektedir; o şekilde ki faiz haddi, yeni sermaye arzını temsil eden tasarrufun,

(11) Prof. Carver'in faiz hakkındaki düşüncesini izlemek zordur; çünkü (1) onun, «sermayenin marjinal verimi» terimi ile, marjinal verimin değerini mi kastettiği anlaşılmıyor ve (2) sermaye miktarını tayin etmeğe girişmiyor.

(12) Bu problemler hakkında çok yeni bir araştırmada (Capital, Time and the Interest Rate; Prof. F. H. Knight, *Economica*, Ağustos 1934) sermayenin mahiyeti hakkında çok ilgi çekici ve derin müşahedeler bulunmakta ve Böhm-Bawerk tahlilinin kullanışsızlığı karşısında Marshall geleneğinin sağlamlığı teyit edilmekte olup, faiz teorisini tamamen geleneğe uygun, klâsik anlamda göstermektedir. Prof. Knight'a göre sermaye üretimi alanında denklikten maksat «öyle bir faiz haddidir ki, burada tasarruflar, bunların kullanılması için tasarruflulara ödenen aynı bir net gelir haddini elde edecek şekilde yatırıma aktıkları tamamen aynı zaman-birimi veya sür'atle piyasaya akarlar».

aynı sermaye için olan talebe eşit olduğu noktada tesbit edilir. Bu itibarla, o da, tamamen klâsik gelenek içinde bulunmaktadır.

Şüphesiz bu geleneksel teori ile yetişmiş olan alelade bir insan-bankacı, memur veya politikacı-ve hatta meslekten bir iktisatçı, bir kimsenin her defa yaptığı bir tasarruf muamelesiyle faiz haddini otomatik olarak düşüren bir iş yaptığı, bu otomatik işin, sermayenin üretimini teşvik ettiği ve faiz haddinin düşmesi, sermayenin üretim teşvikini tasarrufun artışına eşit kılmak için gereken miktarda olduğu hakkında zati düşünceler taşımaktadır; ve ayrıca bunun, para makamlarının özel bir müdahalesi veya ana ihtimamı göstermesi lüzumu olmaksızın, kendiliğinden meydana gelen bir düzeltme usulü olduğuna inanır. Aynı şekilde-ve bu, bugün dahi daha yaygın bir kanaattir- her ek yatırım işlemi, tasarruf arzusunda meydana gelecek bir değişiklikle karşılanmadıkça, faiz haddini, ister istemez, yükseltir.

Halbuki, evvelki bölümlerde yapılan tahlil, konunun bu şekilde izahının yanlış olduğunu açıkça göstermiş olmalıdır. Bununla beraber, düşünce farklarındaki sebebin menş'ine gitmek üzere evvelâ, üzerinde anlaşma olan konulardan başlayalım.

Tasarruf ve yatırımın filen eşit olmadığına inanan neoklasik okulun aksine, klasik okul bunların eşit olduğunu kabul eder. Meselâ Marshall, açıkça söylemiş olmamakla beraber, toplam tasarrufla toplam yatırımın birbirine zarureten eşit olduğuna, hiç şüphesiz, inanıyordu. Gerçekten klâsik okul üyelerinin büyük bir kısmı bu inancı daha da çok ileri götürüyorlardı; zira onlara göre, bir fert tarafından yapılan her tasarruf artışı işlemi, ister istemez, buna karşılık bir yatırım artışı işlemini meydana getirir. Bu konuda, önemli olarak, benim sermayenin marjinal verim nisbeti çizgim veya yatırım talebi çizgimle, yukarıda adları geçen klâsik yazarlardan bir kısmının tasarladığı sermaye talebi çizgisi arasında, esas bakımdan bir fark da yoktur. İstihlâk eğilimi ve bunun neticesi olan tasarruf eğilimine gelince, onların, faiz haddinin tasarruf eğilimine yaptığı etkiye atfettikleri önem dolayısıyla, fikir ayrılığımız biraz daha artıyor. Fakat onlar, gelir seviyesinin de tasarruf miktarı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu belki de inkâr etmek istemiyecilerdir; ve ben de, kendi bakımından, faiz haddinin, **belirli bir gelir üzerinden** tasarruf edilmiş miktara belki bir etki (onların düşündüğü şekle belki de uymayan bir etki olmasına rağmen) yapabileceğini inkâr etmiyeceğim. Bütün bu anlaşma noktaları, klâsik

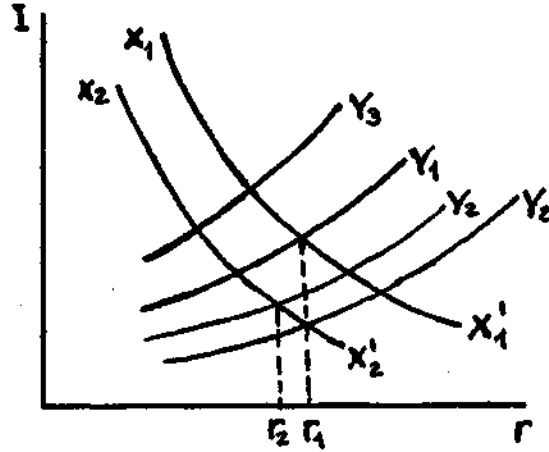
okulun kabul edebileceği ve benim ret etmiyeceğim şu beyanla özetlenebilir; gelir seviyesinin bilindiği farz edilmek şartıyla, cari faiz haddi, çeşitli faiz hadlerine tekabül eden sermaye talep çizgisinin, çeşitli faiz hadlerine tekabül eden, belirli gelir üzerinden tasarruf edilen miktarlar çizgisini kestiği noktada bulunmak gerektiği neticesini çıkarabiliriz.

Fakat, klâsik teoriye belirli yanlışlıkların sızdığı yer burasıdır. Eğer klâsik okulun, yukarıdaki beyandan çıkardığı netice sadece, sermaye talep çizgisinin ve faiz haddi değişikliklerinin belirli gelir üzerinden tasarruf etmek arzusuna olan etki bilindiğine göre, gelir seviyesiyle faiz haddinin yalnız birbirleriyle karşılıklı münasebeti olduğu neticesi ise, burada hiç bir anlaşmazlık yoktur. Ayrıca tabiatıyla bu beyan bizi, önemli bir gerçeği kapsayan diğer bir beyana götürür; şöyleki, eğer faiz haddi, sermaye talep çizgisi ve faiz haddinin belirli gelirler üzerinden tasarruf arzusuna olan etkisi bilinirse, gelir seviyesi, tasarruf miktarını yatırım miktarına eşit kılan faktör olmak gerekir. Fakat klâsik teori, aslında, gelir seviyesindeki değişikliklerin etkisini göz önünden uzak tuttuğu gibi, temel bir yanlışlığı da ihtiva eder.

Çünkü, yukarıdaki pasajlardan da anlaşılacağı üzere, klâsik teori, üzerinden tasarrufların yapıldığı belirli gelir miktarına ait faraziyelerini hiç hafifletmek veya değiştirmeksizin (meselâ) sermaye talep çizgisindeki bir değişikliğin faiz haddi üzerinde yapacağı etkinin nazara alınabileceğini kabul etmektedir. Klâsik teorisinin, faiz haddi hakkındaki bağımsız değişkenleri, sermaye talep çizgisi ile, belirli gelirden tasarruf edilmiş miktar üzerine faiz haddinin yaptığı etkidir; ve meselâ sermaye talep çizgisinin yer değiştirmesi halinde, bu teoriye göre yeni faiz haddi, yeni sermaye çizgisi ile, belirli gelir üzerinden tasarruf edilecek miktarlara bağlı olan faiz haddi çizgisinin kesiştiği noktada bulunur. Denebilir ki klâsik faiz teorisi, eğer sermaye talep çizgisi yer değiştirir veya belirli gelir üzerinden tasarruf edilen miktarlara bağlı olan faiz haddi çizgisi yer değiştirir, yahutta bu çizgilerin her ikisi de yer değiştirirse, yeni faiz haddi, her iki çizginin yeni durumlarının kesiştiği noktada bulunacağını farz etmektedir. Fakat böyle bir teori manasız olur. Çünkü gelirin sabit kalacağı faraziyesi ile bu iki çizginin, biri diğerinden bağımsız olarak, değişebileceği faraziyesi, birbirine zıttır. Eğer bunların ikisi de değişiyorsa, o halde genel olarak, gelir de değişecektir; bundan şu netice çıkar ki, belirli bir gelir faraziyesine dayanan bütün bina çöker. Bu durum ancak, farz edilen değişikliği

tamamen karşılayacak bir faiz haddini (üretim hacminin, evvelce olduğunun aynı kalmasını sağlayacak şekilde) likidite tercihi üzerine yapacağı etki ile t \hat{a} yin etmeğe tam kifayet edecek bir paranın, ücret biriminin otomatik bir değişikliğini kabul etmek suretiyle kurulan karışık bir faraziye kurtarabilir. Aslında yukarıda adı geçen yazarlarda, böyle bir faraziyenin zarureti hakkında hiç bir işarete rastlanmaz; en iyi hal şekli, bunun yalnız uzun devre denklikte akla uygun düşmesi, fakat bir kısa devre teorisinin temelini teşkil etmemesidir; ve uzun devrede dahi bunun gerçekleşeceğini farz etmekte herhangi bir sebep yoktur. Gerçekte klâsik teori, gelir seviyesindeki değişikliklerin öneminden veya gelir seviyesinin yatırım haddinin filen bir fonksiyonu olması ihtimalinden haberdar değildir.

Yukarıdaki hususlar, bir diyagramla (13) aşağıdaki şekilde gösterilebilir :



Bu diyagramda yatırım miktarı I (veya tasarruf) dikey olarak ve faiz haddi r yatay olarak ölçülmüştür. X_1, X_1' yatırım talep çizgisinin ilk ve X_2, X_2' bu çizginin ikinci bir şeklidir. Y_1 çizgisi, bir Y_1 geliri üzerinden, çeşitli faiz seviyelerinde yapılan tasarruflarını ve Y_2, Y_3 , ilh. çizgileri Y_2, Y_3 , ilh. gelir seviyelerine karşılık

(13) Bu diyagramı bana Bay R. F. Harrod terkim etti. Ayrıca Bay D. H. Roberson'un kısmen aynı olan şemasına bakınız. Economic Journal, Aralık 1934, s. 652.

olan çizgileri göstermektedir. Farz edelim ki, Y_1 çizgisi, bir X_1 , X_1' yatırım talep çizgisi ve r_1 faiz haddine uygun olan Y çizgisidir. Buna göre, eğer yatırım talep çizgisi, X_1X_1' den X_2X_2' 'ye geçerse, gelir de, genel olarak, yer değiştirir. Fakat bu diyagram, bize yeni değer ne olacağını gösterebilecek yeter bilgileri ihtiva etmemektedir; ve bu bakımdan, asıl Y çizgisinin ne olduğu bilinmediğinden, yeni yatırım talep çizgisinin onu hangi noktada keseceğini bilmiyoruz. Bununla beraber, eğer biz, likidite tercihi halini ve para miktarını dahil eder ve bunlardan faiz haddinin r_2 olduğunu öğrenirsek, o zaman durumun bütün unsurları tâyin edilmiş olur. Çünkü, X_2X_2' çizgisini r_2 nin üstünde dikey olarak kesen Y çizgisi, aranan çizgi, yani Y_2 çizgisi olacaktır. Şu halde X çizgisi ve Y çizgileri, faiz haddi hakkında bize bilgi vermiyor. Bunlar bize yalnız, faiz haddinin ne olduğunu diğer bazı kaynaklara göre söyleyebilirsek, gelirin ne olacağını gösterir. Likidite tercihi durumunda, para miktarında herhangi bir değişiklik olmamışsa, faiz haddi de değişmemiş olduğundan, Y_1 in eski yatırım talep çizgisini kestiği noktanın üstünde dikey olarak yeni yatırım talep çizgisini kesen Y_2 çizgisi, istenilen Y çizgisi olacak ve Y_2 'de yeni gelir seviyesini gösterecektir.

Şu halde klâsik teorinin kullandığı fonksiyonlar, yani yatırım etkisi ve belirli bir gelir üzerinden faiz hadinin değişikliğine göre olan tasarruf miktarı etkisi, bir faiz haddi teorisi için gerekli malzemeyi vermemektedir. Fakat bunlar, faiz haddi (diğer bazı kaynaklardan) bilindiği takdirde, bize gelir seviyesinin ne olacağını; veya bunun aksine, gelir seviyesi belirli bir rakamda tutulduğu takdirde (meselâ tam çalışmaya tekabül eden seviye), faiz haddinin ne olabileceğini göstermekte kullanılabilirler.

Hata, faiz haddinin, biriktirmemenin bir karşılığı olması yerine, haliyle beklemenin karşılığı olarak düşünülmesinden doğmaktadır; aynen şu şekilde ki, çeşitli risk dereceleri bulunan istikrazlar veya yatırımların hasıla nisbetleri, haliyle beklemenin değil, fakat, tamamen doğrudur ki, karşılaşılan riskin mükâfatı olarak görülür. Gerçekte bunlarla «saf» denilen faiz haddi arasında kesin bir çizgi yoktur; zira bunların hepsi, şu veya bu çeşit belirsizliğin câri risk karşılığıdır. Yalnız, paranın hiç bir zaman değer fonu olarak değil de, sırf ticarî ve sinai işler için kullanılması halinde, başka bir teori uygun düşer (14).

(14) Aşağıda XVII'nci Bölüme bakınız.

Fakat, klâsik okulu, bazı şeylerin hatalı olduğu hakkında belki de uyarılmış olması gereken iki bilinen nokta vardır. İlk olarak, hiç olmazsa, Prof. Cassel'in *Nature and Necessity of Interest* adlı kitabının yayımından sonra, herkesce kabul edilmişti ki, faiz haddi yükseldiği zaman, belirli bir gelir üzerinden tasarruf edilen miktarın da mutlaka artacağı kesin değildir; halbuki faiz haddinin yükselmesi halinde yatırım talep çizgisinin düşeceği hakkında kimse şüphe etmemektedir. Fakat faiz haddinin yükselmesi halinde Y çizgileri ve X çizgileri birlikte düşerse, belirli bir Y çizgisinin, belirli bir X çizgisini herhangi bir yerde keseceği hakkında bir teminat yoktur. Bundan anlaşılacağına göre faiz haddini tâyin eden şeyin yalnız Y çizgisi ve X çizgisi olması imkânsızdır.

İkinci olarak, umumiyetle farz edilmiştir ki, para miktarındaki bir artış, faiz haddini, hiç olmazsa ilk bir anda ve kısa devrede, düşürmek eğilimindedir. Fakat para miktarındaki bir değişikliğin neden yatırım talep çizgisine veya belirli bir gelir üzerinden tasarruf etmek arzusuna tesir edeceği hususunda bir sebep gösterilmemiştir. Şu hale göre klâsik okulun, değer teorisinden bahseden I'nci ciltteki faiz haddi teorisi, para teorisinden bahseden II'inci cilttekinden tamamen farklıdır. Öyle anlaşılıyor ki, onlar, bu tezatın rahatsız olmadıkları için, iki teori arasında, benim bildiğim kadar, bir köprü kurmağa teşebbüs etmemişlerdir. Burada bahsedilen, asıl klâsik okuldur; halbuki neoklasik okulun, karışıklıkların en kötüsüne götüren bir köprü kurmak teşebbüsleri vardır. Çünkü bu son okulun ileri sürdüğüne göre, yatırım talebini karşılayan iki arz kaynağı olmak gerekir: asıl tasarruflar (ki bunlar klâsik okulun bahis konusu ettiği tasarruflardır) artı, para miktarında meydana gelen herhangi bir artıştan kullanılacak miktar (bu miktar «cebrî tasarruf» veya buna benzer bir isim altında halktan alınan bazı çeşitli mükellefiyetlerle karşılanabilir). Bu onları, «tabii» veya «tarafsız» (15) veya «denkleştirici» bir faiz haddinin, yani yatırımı, «cebrî tasarrufla» herhangi bir ilâve yapılmaksızın, asıl klâsik tasarruflara eşit kılan faiz haddinin mevcut olduğu düşüncesine yönetiyor; ve nihayet, onların başlangıçta doğru yolda olduklarını farz ederek, bütün mal şekillerinin en açık olanına, yani yalnız para miktarı eğer bütün hal ve şartlarda sabit olarak tutulursa, asıl tasarruflardan fazla yatırım olma-

(15) Zamanımız iktisatçılarının «tarafsız» faiz haddi gerek Böhm-Bawerk'in «tabii» gerekse Wicksell'in «tabii» faiz haddinden başkadır.

sı ihtimalinden doğacağı farz edilen kötülükler, artık imkân dahiline giremeyecekleri için, bu karışıklıkların hiç biri ortaya çıkmıyacağı neticesine varıyorlar. Fakat biz bu noktada, artık suyun tam dibindeyiz. «Yaban ördeği - derinliğine gidebildiği kadar - suya daldı ve oradaki otlara, yosunlara ve döküntülere takılı kaldı; ve arkasından suya dalmak ve onu çıkarmak için çok hünerli bir köpek bulunması lâzımgeliyordu».

Görülüyor ki, geleneksel analiz usulü yanlıştır; çünkü sistemin bağımsız değişkenlerini doğru olarak tecrit edememiştir. Tasarruf ve yatırım, sistemin belirtenleri (determinants) değil, belirtilenleri (determinates) dır. Onlar sistem belirtenlerinin, yani istihlâk eğilimi, sermayenin marjinal verim nisbeti ve faiz haddinin ikiz neticesidir. Gerçekten bu belirtenlerin kendileri de karışıktır ve her biri diğerlerinin muhtemel değişiklikleriyle değişebilir. Fakat bunlar, değerlerinin, birinin diğerinden anlaşılmasına imkân olmaması anlamında, bağımsız kalırlar. Geleneksel analiz, tasarrufun gelire bağlı olduğunu görmüştü; fakat gelirin, yatırıma bağlı olduğu olayını, yani yatırım değiştiği zaman, gelirin de mutlaka tam olarak, tasarruftaki değişikliği yatırımdaki değişikliğe eşit kılmak için gereken derecede değişmek zorunda olduğu olayını fark etmemiştir.

Faiz haddini, «sermayenin marjinal verim nisbetine» bağlamağa çalışan teoriler de daha fazla başarılı değildir. Denklik halinde faiz haddinin, sermayenin marjinal verim nisbetine eşit olacağı doğrudur; çünkü, cari yatırım hacmini, eşitlik noktasına varıncaya kadar artırmakta (veya azaltmakta) kârlılık olacaktır. Fakat bunu bir faiz teorisi haline getirmek veya faiz haddini bundan elde etmek istemek, bir fasit daireye düşmek olur; Marshall da, faiz haddinin bu esaslara göre bir izahını vermekte yarı yola kadar gittikten sonra, bunun farkına varmıştı (16). Çünkü sermayenin marjinal verim nisbeti kısmen cârî yatırım hacmine bağlıdır ve biz esasen bu hacmin ne olacağını hesaplamadan önce, faiz haddini bilmek zorundayız. Önemi olan netice, yeni yatırımdan elde edilecek üretimin, sermayenin marjinal verim nisbetinin faiz haddine eşit olduğu noktaya kadar götürülmesidir; ve marjinal verim nisbeti çizgisinden anlayacağımız şey, faiz haddinin ne olduğu değil, fakat faiz haddi bilindiğine göre, yeni yatırım üretiminin hangi noktaya kadar götürüleceğidir.

(16) Bu Bölümün Ek'ine bakınız.

Okuyucu, burada tartışılmakta olan problemin esasa dayanan büyük teorik anlamı ve çok büyük pratik önemi olan bir konu olduğunu kolaylıkla değerlendirecektir. Zira iktisatçıların pratik tavsiyelerinin, hemen hemen değişmeksizin, istinat ettikleri ekonomik prensipler, fiiliyatta, şartlar aynı kalmak üzere, harcamalarda bir artışın faiz haddini düşmeğe ve yatırımlarda bir artışın onu yükselmeğe yöneteceğini farz etmiştir. Fakat eğer bu iki miktarın tâyin ettiği şey, faiz haddi değil de, toplam çalışma hacmi ise, o zaman bizim ekonomik sistemin mekanizması hakkındaki görüşümüz temelinden değişmiş olacaktır. Eğer harcama arzusunda bir azalışı, şartlar aynı kalmak üzere, yatırımı artıran bir faktör olarak görmek yerine, şartlar aynı kalmak üzere, çalışmayı azaltan bir faktör olarak bakarsak, bu kavram, tamamen başka bir ışık altında görülecektir.

XIV ÜNCÜ BÖLÜME EK

MARSHALL'IN «PRINCIPLES OF ECONOMICS», RICARDONUN «PRINCIPLES OF POLITICAL ECONOMY» İLE DİĞER ESERLERDEKİ FAİZ HADDİ HAKKINDA EK

I

Marshall, Edgeworth ve Prof. Pigou'nun eserlerinde faiz haddine dair devamlı bir tartışma yoktur; sadece arizî temaslar görülmür. Yukarıda zaten zikredilen parçadan başka Marshall'ın faiz haddi hakkındaki tutumunun en önemli izleri «Principles of Economics» adlı eserinin VI'ncı Kitap, 534 ve 593'üncü sayfalarında bulunmaktadır; bunlar aşağıdaki parçada ana çizgileriyle gösterilmiştir :

«Faiz, herhangi bir piyasadan sermayenin kullanılması karşılığı olarak ödenen bir fiyat olduğuna göre, o, aynı piyasada ve aynı faiz haddinde sermaye toplam talebinin aynı hadde arzedilen toplam stok'a (17) eşit olduğu bir denklik seviyesine yönelir. Eğer, göz önüne aldığımız piyasa küçükse - yani tek bir şehir veya gelişmekte olan bir memlekette tek bir sanayi kolu ise - burada sermaye talebinde olan bir artış, derhal civar bölgelerden veya sanayilerden gelen bir arz artışıyla karşılanır. Fakat biz, sermaye piyasası olarak, bütün dünyayı veya hatta büyük bir memleketin tamamını

(17) Belirtmek gerekir ki Marshall, «para» kelimesini değil «sermaye» kelimesini ve «istikrazlar» kelimesini değil «stok» kelimesini kullanmaktadır; bu itibarla faiz, ödünç verilen para için ödenir ve bu anlamda «sermaye talebi», «bir sermaye malları stoku satın almak maksadıyla para istikrazı talebini» ifade etmesi gerekir. Fakat arz edilen sermaye malları stoku ile talep edilen stok arasındaki eşitlik, faiz haddine göre değil, sermaye mallarının fiyatına göre meydana gelir. Faiz haddi dolayısıyla meydana gelen eşitlik, para istikrazının, yani alacakların arz ve talebi arasındaki eşitliktir.

göz önüne alırsak, bu piyasanın toplam arzının hemen değişeceğini sürmüyoruz. Çünkü genel sermaye fonu çalışmanın ve beklemenin üretimidir; ve faiz haddindeki bir artışın, üzerine bir teşvik etkisi yapabileceği fazla çalışma (extra work) (18) ve fazla bekleme (extra waiting) mevcut sermaye toplam stokunun bir neticesi olan çalışma ve beklemeyle nisbetle, sür'atle büyük bir miktara erişemez. Şu halde genel olarak, sermaye talebinde meydana gelen büyük bir artış, belirli bir zaman için arz artışıyla, faiz haddinde meydana gelen artışın mucip olabileceği miktara nisbetle, daha az olarak karşılanacaktır (19). Bu hal bizatihi sermayenin, marjinal faydası en düşük olan kullanışlardan kısmen çekinmesine sebep

(18) Bu hal gelirin istikrarlı olmadığını farz ettirir. Fakat faiz haddinde bir artışın nasıl olupta «fazla çalışma»yı gerektireceği açıkça anlaşılamamaktadır. Bu acaba, faiz haddinde bir artışın, tasarruf bakımından çalışmanın cazibesini artırması sebebiyle, reel gelirlerde üretim faktörlerini daha düşük bir ücretle çalışmaya yönelten bir nevi artış olarak mı, göz önüne alınmasını telkin etmektedir? Zannedirim, Bay D. H. Robertson'un buna benzer bir konudaki kanaati budur. Şüphesiz bu, «sür'atle büyük bir miktara erişemez»; ve yatırım miktarlarında olan fiili dalgalanmaları, bu faktörle izah etmeğe kalkışmak, akla aykırı ve hatta saçma olur. Ben olsaydım, bu parçanın ikinci yarısını şu şekilde tekrar yazardım. «Ve eğer, genel olarak sermaye talebinde, sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisindeki bir artıştan doğan büyük bir artış, faiz haddinin artışıyla bertaraf edilmemişse, sermaye malları üretim artışının bir neticesi olarak meydana gelen fazla çalışma ve yüksek gelir seviyesi, bir fazla bekleme miktarını gerektirir ki bu miktar, para olarak, sermaye malları câri artış değerine tamamen eşit olacak ve dolayısıyla onu kesin şekilde karşılayacaktır».

(19) Neden sermaye malları arz fiyatında bir artış dolayısıyla değil? Meselâ farz edebiliriz ki, «genel olarak sermaye talebinde meydana gelen büyük artış» faiz haddinde meydana gelen bir düşüşün neticesidir. Ben cümlemin şu şekilde tekrar yazılmasını telkin etmek isterdim: «Şu halde, sermaye malları talebinde meydana gelen büyük artış, toplam stokdaki bir artışla derhal karşılanamadığı müddetçe, bunun, sermaye malları arz fiyatının bir artışı vasıtasıyla, geçici olarak frenlenmesi mümkün olacaktır. Şu kadar ki, bu artış, sermayenin marjinal verim nisbetini, yatırım hacminde maddî herhangi bir değişiklik olmaksızın faiz haddiyle denk halde tutacak yeterlikte olsun; bu arada (her zaman olduğu gibi) sermaye malı üretimini sağlayabilecek üretim faktörleri, yeni şartlar içinde, marjinal verim nisbeti en yüksek seviyesini bulan o çeşit sermaye mallarının üretiminde kullanılacaktır».

olacaktır. Yalnız faiz haddinin artışı, yavaşça ve derece derece, toplam sermaye stokunu artıracaktır (s. 534).

«Faiz haddi teriminin eski yatırımlara yalnız hudutlu bir anlamda uygulanabileceğini söylemek, hiç bir zaman, çok tekrar edilmiş sayılmaz (20). Meselâ belki de bu memleketin çeşitli sanayilerinde, takriben yüzde 3 net faiz ile, yedi milyar sterlin tutarında bir sanayi sermayesi yatırımı yapıldığını tahmin edebiliriz. Fakat bir çok gayeler bakımından uygun ve haklı olmakla beraber, bu şekilde söylemek doğru değildir. Ancak bunu şu şekilde söyleyebiliriz; bu sanayi kollarından her birine yatırılan yeni sermaye yatırımlarının (veya marjinal yatırımların) net faiz haddinin yüzde 3 civarında olduğunu farz edersek, o zaman, bu çeşitli sanayilere yatırılmış olan bütün sanayi sermayesinin getirdiği toplam net gelir, 33 yılda kapitalize edilmiş olarak (ki bu hesap yüzde 3 üzerinden yapılmış demektir), yedi milyar sterline baliğ olurdu. Çünkü, bir arazinin açılması veya bir binanın inşa edilmesi, bir demiryolu veya bir makinenin yapılması için evvelce yatırılmış olan sermayenin değeri, onun gelecekteki net gelirler tahmininin, veya rant benzerinin (quasi-rent), iskonto edilmiş toplam değeridir; ve eğer umulan gelir getirme kapasitesi azalmış olsaydı, onun değeri de, buna uygun şekilde düşecek ve eskime payı ayrıldıktan sonraki azalmış gelirin kapitalize değeri olacaktır (s. 593).

Prof. Pigou, **Economics of Welfare** adlı kitabında (3'üncü bası), s. 163 de şöyle diyor : «Beklemenin gördüğü hizmetin mahiyeti, çok yanlış anlaşılmıştır. O bazan paranın ihtiyatta tutulması, bazan zamanın ihtiyatta tutulması şeklinde farz edilmiş ve her iki faraziyeye göre de, gelire hiç bir hizmette bulunmadığı ileri sürülmüştür. Bu faraziyelerden ne biri ve nede diğeri doğrudur. Bekleme sadece bir kimsenin hemen kullanmak imkânına mâlik olduğu istihlâkını geri bırakması ve böylece, tahrip edilmesi mümkün olan kaynakların üretim vasıtası şeklini almasını sağlaması demektir (21).... Şu halde bekleme birimi, belirli bir kaynaklar mik-

-
- (20) Gerçekte biz bunu hiç bir zaman söyleyemeyiz. Biz yalnız, yeni ve eski sermaye mallarının satın alınması maksadıyla veya diğer bir maksat için borç alınan para hakkında faiz haddinden bahsedebiliriz.
- (21) Buradaki beyan iki anlama gelebilir; şöyleki biz, istihlâkin geri bırakılmasından ya zarurî olarak bu neticenin doğacağı veya sadece hal ve şartlara göre boşta tutulacak veya yatırımda kullanılacak kaynakların serbest bırakılacağı neticesini çıkarmak zorundayız.

tarının (22) - meselâ çalışma ve makinalar - belirli bir zaman için kullanılmasıdır..... Daha genel terimlerle diyebiliriz ki, bekleme birimi, bir yıllık - değer - birimi veya daha az doğru olmakla beraber, Dr. Cassel'in basit bir lisanla dediği gibi, bir yıllık-sterlidir... Herhangi bir yılda biriktirilmiş sermaye miktarının, aynı yılda yapılmış tasarruflar miktarına zarureten eşit olduğu hakkındaki umumî düşünceye karşı ek bir ikaz yapılabilir. Bu doğru değildir, hatta tasarruflar, net tasarruflar anlamında alınsa ve böylece bir kimsenin diğer birinin istihlâkını artırmak üzere ona borç olarak verdiği tasarruflar hesaba katılmasa ve banka parası şeklindeki hizmetlerden doğan **kullanılmamış** imkânların geçici yığınları göz önüne alınmasa dahi, durum yine aynıdır; çünkü sermaye olacağı düşünülen bir çok tasarruflar, tatbikatta, faydasız kullanışlara intikal etmeleri dolayısıyla, kendi gayelerinden uzaklaşmaktadır (23).

Prof. Pigou'nun faiz haddini tâyin eden hususa yaptığı en önemli atıf, kanaatıma göre, **Industrial Fluctuations** kitabında (1'inci bası) (s. 251-3) bulunmaktadır; o, bu kitapta, faiz haddinin gerçek sermayenin genel arz ve talep şartlarına göre tâyin edildiğinden, merkez bankası veya diğer herhangi bir bankanın kontrolü dışında kaldığı görüşünü reddetmektedir. Onun bu görüşe karşı iddiası şudur: «Bankacılar, iş adamlarına daha fazla kredi vermek suretiyle kendi menfaatlarına, bu kitabın 1'inci kısmının XIII'üncü bölümünde izah ettiğimiz şekilde (24) halkın

-
- (22) İşaret etmek gerekir ki, gelir sahibinin istihlâk için harcayabileceği değil, harcanmadığı para miktarı; o şekilde ki beklemenin karşılığı faiz değil, rant benzeridir. Bu cümle ile anlatılmak isteniyor ki, serbest bırakılan kaynaklar, zaruri olarak kullanılırlar. Gerçekten, eğer serbest bırakılan kaynaklar kullanılmamış olarak kalırsa, beklemenin karşılığı ne olur?
- (23) Bu parça bize, yatırımların faydasız kullanışlara intikal ettiğini göz önünde bulundurmadığımız, fakat «banka parası şeklindeki hizmetlerden doğan kullanılmamış imkânların geçici yığınlarını» hesaba kattığımız zaman, net yatırımların eşit olup olmadığını söylemiyor. Fakat Profesör Pigou **Industrial Fluctuations** adlı kitabında (s. 22) bu çeşit yığınların, kendisinin «gerçek tasarruf» işmini verdiği şey üzerinde bir etkisi olmadığını açıklamaktadır.
- (24) Bu atıf (a. g. e. s. 129-134) Prof. Piou'nun, bankalarca yaratılan yeni bir kredi dolayısıyla müteşebbislerin kullanabilecekleri gerçek sermaye imkânlarını artıran para miktarı hakkındaki görüşünü ihtiva etmektedir. Gerçekten o, «kredi yaratmak sayesinde iş adamlarına açılan dalgalı kredilerden, bankalar olmasaydı başka yollarla sağlanmış

gerçek mallarından alınan bir cebri mükellefiyet koymaktadırlar; böylece onlar, kullanabilecekleri gerçek sermaye imkânlarını artırmakta ve gerek uzun gerekse kısa vadeli borçlanmaların gerçek faiz hadlerinde bir düşüşe sebep olmaktadır. Özetle, şu bir gerçektir ki, bankaların açtıkları kredinin miktarı, mekanik bir bağla, uzun vade borçlanmaların gerçek faiz haddine bağlıdır; fakat bu gerçek haddin, bankaların tamamen kontrolü dışındaki şartlarla tâyin edildiği düşüncesi doğru değildir».

Yukarıdaki konular hakkında düşüncelerimi, dipnotlarda belirttim. Marshall'ın konuyu incelemesinde bulduğum zihni karışıklık, kanaatıma göre, esas itibariyle «faiz» kavramını, bir para ekonomisine ait olduğu halde, parayı göz önüne almayan bir kitaba koymasından doğmuştur. Faizin gerçekte Marshall'ın **Principles of Economics**'e girmesinde herhangi bir sebep yoktur; faiz, konunun diğer bir koluna aittir. Profesör Pigou, diğer zımnî faraziyelerine uygun olarak (**Economics of Welfare** kitabında) bizi, bekleme biriminin, câri yatırım biriminin aynı ve beklemenin karşılığının rant benzeri (quasi-rent) olduğu neticesine götürüyor ve, doğru olarak, faiz terimini filen zikretmiyor. Buna rağmen bu yazarlar, para'sız bir ekonomiden (eğer böyle bir şey olursa) bahsetmiyorlar. Onlar tamamen açıkca paranın kullanıldığını ve bir banka nizamının mevcut olduğunu farzediyorlar. Ayrıca faiz haddi, Profesör Pigou'nun **Industrial Fluctuations** kitabında (ki esas itibariyle sermayenin marjinal verim nisbetindeki dalgalanmaların bir etüdüdür) veya **Theory of Unemployment** kitabında (ki başlıca, gayri

olması gereken dağal sermayeyi» bulmağa teşebbüs etmektedir. Bu neticeler çıkarıldıktan sonra, muhakeme tam bir karanlığa girmektedir. Şöyleki, ilk önce rantiyelerin 1500 geliri var; bundan 500'ünü istihlâk ve 1000'ini tasarruf ediyorlar; kredi yaratılması işlemi, onların gelirini 1.300'e indiriyor; onlar bundan 500-x istihlâk ve 500 + x'i tasarruf ediyorlar; ve profesör Pigou, x'in kredi yaratılması işlemi dolayısıyla kullanılacak hale gelen net sermaye artışını gösterdiği neticesine varıyor. Müteşebbislerin gelirininin, bunların bankalardan, yukarıdaki muhakemeler yapıldıktan sonra, istikraz ettikleri miktar ile mi arttığı farz edilmiştir? Yoksa rantiyelerin gelirinden indirilen miktar, yani 200 ile mi artmıştır? Her iki halde de, bu miktarın tamamını mı tasarruf ettikleri farz edilmiştir? Artmış olan yatırım, indirimler eksi yaratılmış kredilere eşit midir? Yoksa x'e mi eşittir. Denebilir ki muhakeme, başlaması gereken yerde kalmaktadır.

iradî işsizliğin bulunmadığını farz ederek, çalışma hacminin değişikliklerini tâyin eden hususların etüdüdür) **Economics of Welfare** kitabındakine nazaran daha az bir yer tutmaktadır.

II

Principles of Political Economy eserinden alınan aşağıdaki parça (s. 511) Ricardo'nun faiz haddi teorisinin esasını göstermektedir:

«Paranın faizi, bankanın borç verdiği para üzerinden hesaplanan yüzde 5, 3 veya 2 haddi ile değil, fakat sermayenin kullanılmasından elde edilecek kâr haddiyle düzenlenir ve bu kâr haddi, paranın miktar veya değerinden tamamen müstakildir. Bankalar ister bir milyon, ister on milyon, isterse yüz milyon ikraz etsinler, bunlar, piyasanın faiz haddini daimî şekilde değiştiremez; sadece böylece çıkardıkları paranın değeri değişebilir. Bir durumda aynı bir işin başarılması için gereken para miktarı, diğer bir durum için gerekenden on veya yirmi misli fazla olabilir. Şu halde bankalardan olan para talepleri, paranın kullanılmasiyle elde edilecek kâr haddiyle, bankaların bunu borç vermek isteyecekleri had arasındaki mukayeseye bağlıdır. Eğer bankalar, piyasanın faiz haddinden daha az alırlarsa, borç olarak veremeyecekleri para miktarı olmaz; eğer bu hadden daha fazla almak isterlerse, mirasyediler ve müsrifler dışında, onlardan borç alacak kimse bulunmaz».

Bu metin, Ricardo'dan sonraki yazarların cümlelerine nazaran, tartışma için çok iyi bir hareket noktası olacak kadar açık ve kesindir; bahis konusu yazarlar, Ricardo doktrininin esasından filen ayrılmamakla beraber, sisler içinde sığınak yeri arayacak derecede rahatsızlık duydular. Yukarıdaki metin, şüphesiz, Ricardo'da her zaman olduğu gibi, bir uzun devre doktrini olarak tefsir edilmek gerekir; Bu, parçanın ortasında bulunan «daimî şekilde» kelimesine atfedilen önemle gösterilmiştir; bu itibarla bu doktrinin hangi faraziyelere göre muteber olacağını incelemek faydalı olacaktır.

Bu kere de gerekli faraziye, daima tam çalışma olduğu hakkındaki mutad klâsik faraziyedir; yani, hasılâ terimiyle belirtilen çalışma arz çizgisinde bir değişiklik olmayacağı farz edildiğine göre, uzun devre denklik halinde yalnız bir çalışma olması imkânı vardır. Bu faraziyeye ve mutad, şartlar aynı kalmak üzere (*Ceteris pa-*

ribus) kaidesine, yani para miktarındaki bir değişiklikten doğanlar dışında psikolojik eğilimler ve tahminlerde bir değişiklik olmayacağı farz edilince, Ricardo teorisi muteberdir; şu anlamdaki, bu faraziyelere göre uzun devrede tam çalışma ile bağdaşan tek bir faiz haddi bulunur. Ricardo ve halefleri, uzun devrede dahi çalışma hacminin mutlaka tam olmdağı, fakat değişebileceği ve her bir banka politikasına, muhtelif uzun devre çalışma seviyesinin tekabül ettiği; dolayısıyla para makamları tarafından kabulü muhtemel çeşitli faiz politikalarına karşılık olan bir çok uzun devre denklik durumlarının bulunduğu olayını gözönüne almamışlardır.

Eğer Ricardo, kendi düşüncesini yalnız para makamlarının yarattığı belirli para miktarına uygulamak şeklinde göstermekle yetinseydi bu, değişebilen para-ücret faraziyesi dahilinde, yine de doğru olabilirdi. Diğer bir deyişle, eğer Ricardo para miktarının, para makamları tarafından on milyon veya yüz milyon olarak tesbit edilmiş olmasıyla faiz haddinde devamlı bir değişiklik olmayacağını ileri sürseydi, vardığı netice doğru olurdu. Fakat para makamlarının politikalarından, bunların para miktarını artırması veya azaltması şartlarını anlıyorsak, yani bu makamların iskonto miktarında değişiklik yapmak veya açık pazar işlemleri görmek suretiyle, faiz haddinin dayandığı para miktarı azaltılıyor veya çoğaltılıyorsa - ki, Ricardo, yukarıdaki parçada açıkca bunu söylemek istiyor - o zaman ne para makamlarının politikasının neticesiz kalacağı ve nede tek bir politikanın uzun devre denkliği ile telif edileceği doğru olur; işe girmek için, işsizler arasında olan etkisiz rekabetten doğan gayri iradî işsizlik karşısında nominal ücretlerin sonsuz olarak düştüğü nihaî bir durumda ise, doğru olarak, yalnız şu iki muhtemel uzun devre hali bulunacaktır: tam çalışma ve likidite tercihinin mutlak hale geldiği faiz haddine tekabül eden çalışma seviyesi (bu seviyenin, tam çalışmadan düşük olması ihtimaline göre). Şu halde, değişebilen nominal ücretler olması halinde, haliyle para miktarı, uzun devrede etkisizdir; fakat para makamlarının para miktarını değiştirmekte uydukları şartlar, gerçek bir belirten olarak, iktisat mekanizmasına girerler.

İlave etmekte fayda vardır ki, yukarıdaki parçanın son cümlelerinden anlaşılacağı üzere, Ricardo, sermayenin marjinal verim nisbetinde, yapılan yatırım miktarına uygun şekilde meydana gelebilecek değişiklikleri göz önünde bulundurmamıştır. Fakat bu dahi, halefleriyle karşılaştırılınca onun büyük iç ahenginin diğer bir örneği olarak tefsir edilebilir. Zira eğer çalışma hacmi ve cemiyetin

psikolojik eğilimleri bilindiği kabul edilirse, gerçekten, sermayenin birikmesinin mümkün tek bir haddi ve bunun neticesi olarak sermayenin marjinal verim nisbetinin mümkün tek bir değeri bulunur. Ricardo bize, denemeden uzak farazî bir dünyayı sanki denemeye dayanan ve dolayısıyla içinde ahenkle yaşanabilecek bir dünya olarak kabul ettirmekte, zayıf zihinlerin erişemeyeceği, yüksek bir zekâ başarısı misali vermektedir. Onun haleflerinin bir çoğu, sağduyunun, kendi mantikî bütünlüklerinin zararına, konuya dahil olmasına mâni olamadılar.

III

Faiz haddi hakkında Profesör Von Mises tarafından garip bir teori teklif edilmiş ve bu teori Profesör Hayek ve hatta, zannedirim, Profesör Robbins tarafından da kabul edilmiştir; buna göre faiz haddindeki değişikliklerle istihlâk eşyası ve sermaye mallarının nisbî fiyat seviyelerindeki değişiklikler aynı tutulabilir (25). Bu neticeye nasıl varıldığı açık değildir. Fakat muhakemenin aşağıdaki şekilde yapıldığını tahmin ediyorum. Oldukça zoraki bir basitleştirme yapılarak, sermayenin marjinal verim nisbetinin, yeni istihlâk eşyası arz fiyatıyla yeni üretim malları arz fiyatı arasındaki nisbetle ölçüldüğü kabul edilmiştir (26). Ve sonra da bu son nisbet faiz haddi ile aynı tutulmuştur. Şu noktaya işaret edilmektedir ki, faiz haddinin düşmesi, yatırıma müsaittir. Şu halde istihlâk eşyası fiyatlarıyla üretim malları fiyatları arasındaki nisbette de bir düşüş olması yatırıma müsaittir.

Bu şekilde ferdin tasarrufundaki artışla toplam yatırım artışı arasında bir bağ kurulmaktadır. Gerçekten, herkesçe bilindiği üzere, ferdi tasarruf artışı, istihlâk eşyası fiyatında bir düşüşe ve tamamen ihtimal dahilindedir ki, üretim malları fiyatındakinden da-

(25) The Theory of Money and Credit, s. 339 ve diğer sayfalar ve özellikle s. 363.

(26) Eğer uzun devre denklik hâli bahis konusu ise, bu muhakemenin uygun düşeceği özel faraziyeler kurulabilir. Fakat sözü edilen fiyatlar, kriz hallerinde hâkim olan fiyatlar olduğu zaman, müteşebbisin, kendi tahminlerini yaparken, bu fiyatların devam edeceğini düşüneceği hususundaki basitleştirilmiş faraziye, mutlaka yanıltıcı olur. Kaldık ki, müteşebbis böyle farz etse dahi, mevcut sermaye malları stoklarının fiyatları istihlâk eşyası fiyatlarıyla aynı nisbette düşer.

ha fazla bir düşüğe sebep olur. Yukarıdaki muhakemeye uygun olarak bunun manâsı, faiz haddindeki bir azalma olması ve bu azalmanın yatırımı teşvik etmesidir. Fakat şüphe yoktur ki, belirli sermaye varlıklarının marjinal verim nisbetinin azalması, ve dolayısıyla genel olarak sermayenin marjinal verim nisbeti çizgisinin düşmesi, yukarıdaki muhakemede tasavvur edilenin tamamen tersi bir netice verir. Gerçekten yatırımlar ya marjinal verim nisbeti çizgisinin **yükselmesi** veya faiz haddinin **düşmesi** ile teşvik edilir. Sermayenin marjinal verim nisbeti ile faiz haddinin karıştırılması neticesi olarak, Von Mises ve onun talebeleri, kendi neticelerine, tamamen yanlış yoldan giderek vardılar. Bu mahiyette bir karışıklığa iyi bir misal de Profesör Alvin Hansen tarafımdan aşağıdaki parça ile verilmiştir (27): «Bazı iktisatçıların ileri sürdüğüne göre, harcamalarda azalmanın net neticesi, istihlâk eşyası fiyat seviyesini, başka türlü olması gerekenden, aşağı düşürmesi ve dolayısıyla sabit sermayeye yatırım yapmak teşvikini azalmağa yöneltmesidir. Halbuki bu görüş yanlış olup, sermaye teşkiline tesir eden 1) istihlâk eşyasının yüksek veya düşük fiyatları ve 2) faiz haddinde değişiklik durumlarının bir karışıklığına dayanmaktadır. Doğrudur ki, harcama azalmasının ve tasarruf artmasının neticesi olarak istihlâk eşyası fiyatları, üretim malları fiyatlarına nisbetle azalacaktır. Fakat bu, aslında, faiz haddi düşüşünü ifade eder ve faiz haddi düşüşü, sermaye yatırımının yüksek faiz hadlerinin olması halinde kâr getirmeyecek sahalarda genişlemesini teşvik eder».

(27) Economic Riconstruction s. 233