

Para Politikasının Rolü [*]

Prof. H. W. Arndt

(Canberra)

Muhterem Dekan ve dinleyiciler :

Üniversitenizde bana konuşma fırsatını verdiğinizden dolayı büyük bir gurur duymaktayım. Fakültenizde Para ve Kredi, mevzuu etrafında bir seri konferans vermeye davet edildiğim zaman büyük bir güçlükle karşı karşıya bulunduğumu hissettim; zira memleketinizde para sisteminizi tanzim eden müesseseler hakkında maalesef bir fikre sahip değildim.

Bu sebeple, bu sahada çok daha umumî bir mevzuu ele almayı tercih ettim. Buna rağmen, tetkik edeceğimiz mevzuun memleketinizin para meseleleri ile doğrudan doğruya bir ilgiye sahip olmayacağını da biliyorum.

Buna rağmen bir Avusturalyalı iktisatçının kendi memleketinde ve diğer iktisatçıların da İngilizce dilini konuşan ülkelerde para politikasını nasıl mütalâa ettiklerinin bilinmesinin sizlerce faydalı olacağını ummaktayım; zira bu ülkelerden biri veya ikisi dünyanın diğer kısımları üzerinde ihmal edilemeyecek tesise sahiptir.

Bu mevzu etrafında vereceğim konferansları şöylece taksim etmeyi mümasip gördüm : Bunların birincisinde 1945 yılına (yani İkinci Dünya Harbinin hitamına) kadar İngilizce dilini konuşan ülkelerde para politikasında ve bunun tesirleri etrafında iktisatçıların görüşlerindeki değişmelerin kısa bir izahının yapacağım.

İkinci konuşmamda Birleşik Amerikada ve İngilterede ve diğer memleketlerde son yıllar zarfında para politikasındaki gelişmelere ve buna zemin teşkil eden vakialara temas edeceğim.

Nihayet üçüncü kısımda bu mevzu etrafında kendi görüşlerimi izah edeceğim. Bu konferansların her üçünde de «para politikası» terimi ile

[1] İktisat Fakültesinin davetlisi olarak İstanbul'a gelen Prof. Arndt tarafından 3 konferans halinde verilmiştir.

para oteritelerinin doğrudan doğruya veya faiz haddini değiştirmek yolu ile iktisadî şartlara tesir etme imkânları kastedilmiştir. Fiskal politika veya bütçe politikası bu tarifiin şumulüne dahil görünürse de, biz bu ikisini terimimizin dışında tutacağız.

I

1945 TEN ÖNCEKİ GELİŞMELER

19 uncu asır boyunca hattâ 1930 yılına kadar para politikasının yegâne gayesi, paranın satın alma gücünün kontrolü idi denilebilir. Klâsik ve neoklâsik teorilerde para politikası aynı hedefe müteveccih bulunmakta idi. Para kıymetinin kontrolü para politikasının güttüğü bütün maksatları ihtiva eder. Zira bir milletin iktisat politikası meselesinde karşılaştığı iki problemden biri iç istikrar ve diğeri de dış muvazenedir ki bunlar da para kıymetinin kontrolü dâvası ile yakından ilgilidir.

İktisadî temevvüçler, bilhassa istihsal ve istihdam seviyesinde değişimleri gerektiren konkonktürel temevvüçler 19 uncu asırda fiat seviyesindeki temevvüçler olarak ortaya çıktılar. Bu durumda, dâva temevvüçleri yumuşatmak ve aynı zamanda enflasyon tehlikesini önlemekten ibaret bulunuyordu.

Dış muvazene veya tediye muvazenesi meselesi paranın kontrolü ile pek yakından ilgili görülüyordu. Zira Ricardo'nun «pure» altın sisteminde, para arzı, iç fiatlar ve masraflar seviyesini değiştirmek suretiyle beynelmilel muvazeneği otomatik olarak temin eder. Daha kompleks para sistemlerinde ise Merkez Bankalarının para politikaları ile aynı neticeye varılabilir.

O devirde iç istikrar ve dış muvazene gibi iki gaye çatıştıkları zaman dış muvazene lehine bir rüçhan hakkı tanınmakta ve iç istikrarsızlık paranın satın alma kuvvetindeki istikrarsızlıktan daha fena bir şey olarak mütalâa edilmediği cihetle bu rüçhan pek yersiz karşılanmamakta idi.

Para kıymetinin kontrolünü hedef tutan para politikası kemmiyet teorisine ve J. B. Sayın mahreçler kanununa müstenid bulunmaktadır.

Para talebinin, para kıymetinin bir fonksiyonundan ibaret bulunması ve reel millî gelir seviyesindeki kısa müddetli değişmelerin umumî bir aşırı istihsalini ademi mevcudiyeti dolayısıyla bertaraf edilebilmesi halindedir ki, para politikası, yani para arzının değiştirilmesi yegâne ekonomik değişken olan para kıymeti üzerinde tesir icra edebilecektir.

Bu görüş muvacehesinde faiz haddi para problemlerinin dışında kalır. Zira faiz haddi prodüktivite ve tasarruf seviyelerine göre taayyün edecektir.

Para politikasının yegâne gayesinin umumî fiat seviyesini kontroldan ibaret bulunduğu fikri harp sırasında artık ehemmiyetini kaybetmiştir. Bunun asıl sebebini, iktisat teorileri tarafından takviye edilmekle beraber, reel ekonomik şartlardaki değişmelerde aramak icabeder. Para politikası sahasında adeta revalüsyon yapan reel şartlardaki değişmeler, iç istikrar ve beynelmilel muvazene sahalarında vaki oldu. Birinci Dünya Harbini takiben 1921 - 1923 yıllarında ve onun hemen akabinde gelen 1929 - 1933 yıllarındaki büyük depresyonda, konjunktürü para kıymetinde fiat seviyesindeki bir istikrarsızlık olarak ele almaktan vazgeçildi. Buradaki reel problem iktisadî faaliyet ve istihdam seviyesindeki değişmelerdi. Aynı zamanda, Birinci Dünya Harbinin geriye bıraktığı mirasdan biri de tediye muvazenelerinde görülen aksaklıklar dolayısıyla durumu biraz daha güçleşen beynelmilel altın standardının harpten evvelkinden çok daha büyük bir altında bırakılması idi.

İşsizlik ve tediye muvazenesi bozuklukları ile mücadelede para politikası yolu ile fiat ve masraf ayarlamalarını hedef tutan klâsik tedavi metodunun muvaffakiyet şansı ne olursa olsun; bu yol işletme organizasyonundaki monopolist unsurlar ve işçi sendikalarının faaliyetlerinin genişlemesi yüzünden iç fiat ve ücretlerde müşahade olunan rigidite dolayısıyla terk edilmişti. Bu durum karşısında evvelâ iç para politikası, dış muvazenenin bir tâbii olmaktan kurtulmuştur. Zira dış muvazene uğrunda, tediye bilânçoları açık veren memleketlerin deflâsyona gitmeleri icabettiği, bu da masraf ve fiatlardan ziyade istihsal ve istihdamı azalttığı taktirde netice çok daha fena olurdu.

Bu sebeple para politikasının iç istikrara hizmet etmesi lüzumu tebarüz eder. Para meselelerinde millî muhtariyet, flexible kambiyo rayici ile sağlanacak dış muvazene ile uzlaştırılmalıdır.

Bundan başka iç para politikası sadece fiatlarda değil, aynı zamanda istihsal istihdam seviyesinde istikrarı, veya diğer bir ifade ile enflâsyonsuz tam istihdamı hedef gütmeye başlamıştı.

Para politikası bu yoldan, eski görüşe karşı muhalefet bayrağını açtığı zaman büyük bir nikbinlikle karşılanmıştı. Zira o zaman para politikası depresyonu bertaraf ederek iktisadî istikrarın teessüsünde müessir ve vaitkâr bir silâh olarak mülâhaza ediliyordu. Bu optimizmin teorik mesnetlerini kısmen konjunktürün moneter izahında bulmak kabildir. Bunlardan, ezcümle *Hawtrey*, 19 uncu asırda İngilteredeki tecrübelerle müsteniden,

envanter yatırımlardaki temevvüçlerin banka kredisi imkânlarına ve kısa müddetli faiz haddine karşı olan hassasiyeti ile izah etmişti.

Para ve faiz teorilerinde daha ehemmiyetli ve daha yaygın bir tesire sahip olanların temeli *Wicksell* tarafından atılıp sonraları *Keynes* ve *Robertson* tarafından geliştirilenler olmuştur.

19 uncu asırda hâkim olan kanaatten ayrılarak *Wicksell*, para faktörlerinin sadece bir moneter fenomen olan fiat seviyesine değil aynı zamanda reel bir fenomen olan yatırımlara tesir icra edeceğini ileri sürmüştür. *Wicksell*'in terminolojisi ile ifade edersek: tabii faiz haddi «prodüktivite ve tasarruf» gibi reel faktörlere, piyasa faizi ise moneter âmillere bağlı bulunurlar.

Bunun neticesi olarak yatırımları, tabii ve piyasa faizi hadleri arasındaki münasebetlerin bir fonksiyonu olarak kabul edersek, para politikası, piyasa faiz haddini tâyinde rol oynamak suretiyle yatırımlara ve bu yoldan iktisadî faaliyet ve istihdam seviyesine tesir icra eyliyecektir. Noksan istihdam ve depresyon hallerinde «fléxible» bir para politikası, kredi kolaylığı ve ucuz para (cheap money), boom ve enflâsyon hallerinde ise daha sıkı bir kredi politikası ve yüksek faiz haddi iktisadî istikrarı sağlamak yolunda fazlasiyle vaitkâr görünüyordu. Para politikasının bu yoldaki tesirliliğine olan inanç Mac Millan raporu ile en yüksek zirvesine ulaşmıştı.

Bu yolda yazılan eserlerden *Keynes*'in «*Treatise on Money*» adlı kitabını, kısa bir zaman sonra, hayal kırıklığı takib etti. Bunun sebebi, büyük depresyonla mücadele hususunda para politikasının kifayetsizliğinin tebarüz etmesi olmuştur.

Depresyonda hemen hemen bütün memleketlerde faiz haddi büyük nisbetlerde düşürülmüş, fakat bu ucuz para politikası İngilterede bir inşaat boom'un tevlid etmekten başka her hangi bir kalkınmaya sebep olamamıştı. Ucuz para, sadece bankaların likiditelerini arttırmalarına hizmet etmiş fakat hususî yatırımlar ve istihdam seviyesinde kayda değer bir gelişmeye vesile olamamıştır.

Bu muvaffakiyetsizliğe karşı ilk akademik aksülâmel yine *Keynes*'in «Genel Teori» adlı eseri ile zuhur etti. *Keynes* bu yeni eserini yazmaya başladığı zaman para ve faiz haddi, gelir ve istihdam seviyesinin tâyinde elân büyük mevki işgal etmekte idi. Bu husus, bu eserin «İstihdam, Faiz ve Para Umumî Teorisi» ismini taşınmasından da anlaşılacaktır. Fakat sonraları yatırımları tâyinde faiz haddinin zayıf bir tesire sahip olduğu kanaati görüldü. *Keynes*'i, para politikasının tesirliliği etrafında şüpheye sürükleyen yegâne âmil yine kendisine ait bulunan «*Sepeculation Teorisi*» yani piyasa şartlarının, para politikasının güttüğü maksadı bozacağı ve

uzun müddetli faiz haddinin normal ve tabii addolunan seviyesinin altına düşmesine mâni olacağı yolundaki korkusu olmuştur. 1930 u takibeden yıllarda bu korku tahakkuk etmedi, zira bir çok memleketler faiz haddini düşürmekte büyük bir güçlkle karşılaşmadılar.

Para politikasının muvaffakiyetsizliği bilhassa meşhur «Oxford Araştırmaları» ile meydana çıktı. Hatırlanacaktırki, Oxford İktisatçılarından bir gurup faiz haddinin yatırımları tâyindeki rolü etrafında, iş adamlarından sual sormak suretiyle bir araştırma yaptılar. Alınan cevapların çoğunda faiz haddinin yatırım kararlarında pek cüz'i bir ehemmiyete sahip olduğu neticesine varıldı. Bu ampirik araştırmaların neticeleri bir hayli itirazlarla karşılanmakla beraber teorik mülâhazalar, ev inşaati, âmme hizmetleri ile ilgili inşaat gibi uzun müddetli nisbeten az riske maruz bulunan yatırımlar istisna edildiği taktirde yatırımların faiz haddine karşı gayri hassas olduğunu kabul etmekte idi. Bu doğru kabul edildiği taktirde iktisadî istikrarın sağlanması yolunda fléxible faiz politikasına pek güvenilemezdi; zira kapitalin marjinal müesseriyesinin kuvvetle düşüşü karşısında faiz haddinin indirilmesi yatırımları teşvik edemiyeycekti. Aynı zamanda büyük depresyonun Keynes'ciler tarafından bir durgunlaşmaya, kronik bir noksan istihdama doğru gidiş olarak izahı devamlı bir ucuz para politikasına lüzum gösteriyordu. Sonraları fléxible faiz politikasının tesirliliği yolundaki inanç zail oldu. Zira, faiz haddindeki temevvüçler, konjonktürel temevvüçlerin bertaraf edilmesinde zayıf bir tesire sahip bulunduğu cihetle faiz haddinin kabil olduğu kadar düşük tutulması icabediyordu. Böylece varılan neticeler, tabiidirki, «fléxible» para politikasının tamamen faydasız olduğunu ileri süremezlerdi. Bir çok sahalarda yatırımlar kredi fiatına karşı gayri hassas görünmekle beraber kredi sağlamak hususundaki kolaylığa bigâne kalamazdı.

Bankalar sistemi veya diğer müesseseler kanalı ile kredinin tahdidi pek tabiidirki daraltıcı bir tesir icra edecek. buna mukabil kolay kredi temini ise expansiyona zemin hazırlayacaktır. Fakat Keynes'in tesiri altında olmak üzere konjonktürün kontrolü moneter vasitalardan ayrılarak telâfi edici bütçe doktrinine, Hansen'in ifade ettiği gibi «Fiscal Politika» ya teveccüh etti.

İkinci Dünya Harbi sırasında para politikası prestijini biraz daha kaybetti. Zira harbin devamınca paranın ekonomik fonksiyonları bütün ağırlığı direct idarî kontrole tevdi edilmişti. Gerçi moneter kontrol tamamen terk edilmemiş, fakat ona direkt kontrolün ekonomik sistem üzerindeki tesirlerini ve harbin malî neticelerini tahfif gibi ikinci derecede bir rol verilmişti. İkinci Dünya Harbinin hitamında vaziyet şu idi: Umumî teori sahasında, geçmişteki tecrübelerle de teyid edilmek üzere, fléxible para

politikasının kısa müddetli iktisadî temevvüçleri bertaraf edebileceği yolundaki inanç azalmıştı. Harp sonrası enflasyon tehlikesi nazara alındığı takdirde fiskal politika tedbirleri ile takviye edilmek kaydıyla, harp sırasında tatbik edilen direkt kontrol bu hususta faydalı olabilirdi. Bu suretle enflasyonu önlemek için etraflı bir para politikasına ihtiyaç yoktu. Çünkü harp sırasında ulaşılan düşük faiz haddinin fléxible bir faiz politikası ile sağlanmasında ne devlet hazinelerinin ne de hususî müteşebbislerin büyük bir kazancı olamazdı. Fakat şu hususu bilhassa hatırlatayımki, ben bilhassa Birleşik Amerika, İngiltere ve Avusturalya gibi memleketlerde alınan neticeleri tamim etmekteyim. Diğer memleketlerde farklı bazı fikrî temayüller müşahade edilebilirse de, yukarıda zikrolunan üç ülkede İkinci Dünya Harbinden sonra hâkim bulunan düşüncelerden pek fazla inhiraf edeceğimi ummüyorum.

II

HARP SONRASI GELİŞMELERİ

Bundan evvelki kısımda İngilizce dilini konuşan ülkelerde para politikasının müstakbel rolüne gittikçe azalan bir ehemmiyet atfedildiğine temas olunmuştu. Bunun için başlıca üç sebep ele alınmıştı. Evvelâ; inanılıyordukî harp sonrası yıllarının en mühim problemi işsizlik olacak ve harp sırasında bu yolda zayıf bir tesire sahip bulunan para politikası müsbet bir rol oynayamayacaktır.

İkinci olarak : Harpten sonra devam edeceği umulan enflasyonla mücadelede, harp içinde muvaffakiyetle tatbik edilen direkt kontroller fazlasiyle müessir olacaktır. Nihayet, iktisadî istikrar için direkt kontrolleri tamamlayan veya onun yerini alan telâfi edici bütçe politikası, noksan istihdam halinde bütçe açıkları, enflasyon halinde bütçe fazlalıkları ile faiz haddini ve para arzını tanzim eden para politikasından daha vaitkâr bulunacaktır. Harbin hitamını takip eden 8 yıl zarfında bu yoldaki görüşlerde bazı değışmeler müşahade olundu. Para politikası etrafında merkez bankası idarecileri, devlet maliyecileri, iktisatçılar arasındaki münakaşalar bir neticeye varmadığı gibi 1945 tenberi para politikasının prestijinde bir değışme olup olmadığı suali de sorulmadı.

1950 - 51 yıllarında Birleşik Amerika, İngiltere ve Avusturalya ucuz para politikasının terki ve «Yeni bir para politikasının» kabulü bu sahadaki değışmelerin en büyük delilidir. Hâdiselerin bu yoldaki inkişafının izahı.

basittir. Zira para politikasının terkine sebep olarak gösterilip yukarıda işaret olunan üç sebep hatalıdır. Bunları teker, teker ele alalım :

Evvelâ : Harp sonrası yıllarında depresyon ve işsizlik yerine, devamlı bir enflasyonla mücadele zarureti hasıl olmuştur.

İkinci olarak : Harp zamanında enflasyonla mücadeleyi başaran direkt kontrollerin harp sonrası yıllarında aynı derecede muvaffakiyetle tatbik edilebileceği şüphe ile karşılanmaya başlanmıştı.

Nihayet : Anti - enflasyonist bütçe politikası tatbikatta büyük mâni-lerle karşılaşmıştı. Bu sebeplerle hükümetler zarureten para politikasına müracaata mecbur kaldılar. Bunlardan birincisi üzerinde daha fazla durmaya lüzum görmüyorum. Bundan başka Birinci Dünya Harbinden sonra bir depresyon tarafından takip olunan stok boom'unun tekerrür edip etmiyeceğinden de emin olmak güçtü.

Harp sonrası hâdiselerinin izahı bir çok vakıaları bir araya toplamakla mümkün olur.

İktisadî sahada İkinci Dünya Harbinin en büyük hasarından biri de Avrupanın kalkınmasının uzaması ve imar ve kalkınmanın doğurduğu talep seviyesinin uzun müddet yüksek bir seviyede kalması oldu. Nüfusun sür'atle artışı ve gelirlerin müsavi olarak inkisamı gıda maddelerine karşı olan talebi, arzın bir hayli fevkine çıkarttı ve fiatları yükseltti. Batı Avrupada ve sterlin sahasında teraküm eden likit fonlar ve harp sonrası kredi ekspansiyonları ile finanse edilen yüksek seviyeli elektif talep Amerikan ekonomisi üzerinde enflasyonist bir tazyik icra etti. 1949 yıllarında Birleşik Amerikada müşahede olunan bir depresyon, müdafaa masraflarındaki sür'atli bir artışla daha başlangıçta önlenmiş oldu.

Bu faktörler harp sonrası olayları serisini tam bir kifayetle izaha muktedir olsun olmasın, korkulan şey noksan istihdam değil, fakat enflasyon tehdidi olmuştur. İkinci Dünya Harbi sırasında, Birinci Dünya Harbindekinin aksine olmak üzere, para ve maliye politikası enflasyonla mücadelede birinci plâna alınmadı. İkinci Dünya Harbi sırasında direkt kontroller, vesika usulü, ve fiat kontrolü istihlâk ve yatırım talebini fiatların yükselmesine mâni olacak bir seviyede tutmaya hizmet etti. Hükümetler, kabili tahammül vergiler ve iç istikrazlarla finansa edilemediği taktirde, kredi ekspansiyonu yoluna gitmek imkânına sahip bulunuyorlardı. Hususî yatırımların doğrudan doğruya kontrolü, halkın likidit kıymetlere olan talebini tatmin suretiyle, kısa müddetli faiz haddinin düşük tutulabilmesi imkânını sağladı. Harp sırasında para arzı büyük mikyasta artmıştı, fakat yine aynı devre zarfında sarfların doğrudan doğruya kontrolü ve halkın vatanperverane bir feragatle istihlâkden imtina

yoluna gitmesi para talebinin (likidite meylinin) az çok aynı nisbette artmasını sağlamıştı. Bu sistemin harpten sonra da devamını ummanın makul olup olmayacağı düşünülebilirse de olaylar, Birleşik Amerikada bu yolun terkedildiğini, İngilterede ise devam etmekle beraber harpteki tesirliliğini kaybettiğini gösterdi. Harbi takibeden yıllarda halk, gerek istihlâkin ve gerek yatırımların doğrudan doğruya kontroluna artık tahammül edemez olmuştu. İlgili otoritelerin bu temayüle uyararak büyük bir ehemmiyet arzermeyen mallar ve iktisadî faaliyet sahalarındaki kontrolleri kaldırması üzerine istihsal vasıtaları kontrol edilmeyen ve pek önemli olmayan sahalara kaydı. Aynı zamanda, sulhün avdeti ile halktan fazla feragat de beklenemezdi. Sulh ekonomisinin avdeti neticesinde, harp sırasında teraküm eden likit fonlarla ve kredi ekspansiyonu ile finanse edilen elektif talep, arzolunan mal ve hizmetler hacmini çoktan aşmıştı. Keynes prensiplerine göre, direkt kontrollere müracaat olunmaksızın, telâfi edici bütçe politikası ile enflasyonun dizginlenmesi mümkün olabilir. İngilterede böyle bir bütçe politikası ile aşırı talebin azaltılması yolunda geçitli teşebbüslere girişilmişti. Bunların tamamen tesirsiz olduğu iddia edilemezse de dâvayı halletmek hususunda kifayetsizlikleri de aşikârdı. Bu gayeye ulaşma yolunda karşılaşılan en büyük güçlüklerden biri de aşırı bütçe fazlalıklarının vergileri arttırmak suretiyle sağlanması idi. Her ne kadar harpten sonra vergiler Birleşik Amerika ve Avusturalyada millî gelirin % 25 - 30 unu ve İngilterede % 40 ını teşkil etmekte iseler de, müdafaa masrafları, İngilterede olduğu gibi gıda maddeleri yardımları. Amerikada olduğu gibi dış memleketlere yapılan yardımlar ve Avusturalyada olduğu gibi muhaceret ve kalkınma masrafları karşısında bütçe fazlalıklarının tesisi güçlü. Yüksek hadlere ulaşan vergilerin istihsal ve tasarruf şevkini azaltmak suretiyle enflasyona hizmet ettiği iddiası doğru olsun olmasın, şu husus muhakkaktır ki, vergi hadlerini daha da arttırmak suretiyle bütçe fazlalıkları sağlamak imkânsız bir hale gelmiştir. Zira, buna teşebbüs eden her hükümet müteakip seçimde kaybetmek tehlikesine maruz bulunmuştur.

Enflasyonun dizginlenmesinde, direkt kontrollerin ve bütçe politikasının kifayetsizliği hükümetleri, uzunca bir zaman ihmal edilen bir yola, para politikasına tevaccübe sevketti. Fakat bu, para politikasının harp sonu yıllarında hiç bir müdafii bulunmadığını iddia etmek değildir. Birleşik Amerikada Federal Reservé Bankası, Hazinesinin kanaatlerinin aksine olarak aktif bir para politikasının lüzumu hususunda mücadele etmiş, eski ekole mensup bazı iktisatçılar da ortodox para politikasının ihmal edildiğini iddia hususunda asla yorulmamışlar, fakat enflasyonda ucuz para siyasetinin tatbiki karşısında elleri kolları bağlı ve meyus kalmışlardır.

Fakat şu husus inkâr edilemezki 1950 yılına kadar bu yolda beyhude nefes tüketildi ve bu iktisatçılar enflasyonun dizginlenmesinde kıymetli para ve yüksek faiz haddi politikasını kabul ettiremediler. Fakat muhalifleri tarafından da nihayet kabul edildi ki, enflasyonla mücadelede ucuz para değil, fakat kıymetli para «Dear money» müessir olacaktır. Böylece yukarıda zikrolunan üç memlekette enflasyonun, kredinin takyidi suretiyle kontrolüne gittikçe artan bir önem verildi.

Enflasyonu önlemek gayesini güden para politikası bankalar likiditesini kayıt altına almak, yüksek faiz haddinden ziyade selektif kredi kontrolü yoluna gitmek olmuştur. Para politikasının yeniden kalkınmasında ilk ve göze çarpan bir hamle ucuz para politikasının terki olmuştur. Evvelce işaret olunduğu gibi üç memleket uzun müddetli faiz haddini % 3 ve hazine bonolarınınkini % 1 veya daha düşük olarak tesbit eden ucuz para politikası ile harpten çıkmışlardı. Hazine, âmme borçlarından doğan faiz masraflarının vergi hadlerindeki akislerinin hafif olmasını temin yolunda ve münevver zümre ise sosyal ve ekonomik bir mütalâa ile bunu desteklediler. Hazine bonolarının halk tarafından alınmasını teminen hükümet harp sırasındaki hadlerin muhafaza edileceğini vaad etti. Birleşik Amerika'da ellerinde hazine bonusu bulduran bankaların ufak kayıplara maruz bulunmalarının iş ve malî sahadaki menfi akisleri hazine bonoları fiatlarındaki düşürmeye karşı en kuvvetli bir delil olarak kabul ediliyordu. Ucuz para politikasının idamesi her hangi teknik bir mesele de arz etmiyordu. Asıl istenilen para otoritelerinin piyasada talebi aşan bonoları geri çekebilmeleri idi. Enflasyon direkt kontroller ve fiskal politika yolu ile müessir bir şekilde kontrol edilebilse bile, bu ucuz para politikası, bazı güçlükler arzedecekti. Para otoriteleri tarafından tahvil sahiplerinin her hangi bir kıymet kaybına karşı garanti edilmesi Amerikalıların ifade ettikleri gibi — borcun monetize edilmesi — yani tahvilâtın nakit kadar müsait bir durumda bulunması ve % 2, 1/2 ilâ % 3 faiz getiren likit bir servet haline gelmeleri idi. Bu suretle bonolar halk elinde likit olmayan bir servet vasfını kaybetmekte ve mecmu masraflar likit servet miktarına göre taayyün ettiği nisbette, para otoriteleri hususî masrafları kontrol da müsait bir vasıtaı elden çıkarmış bulunmaktaydılar.

Harbi takibeden enflasyon yıllarında ve bilhassa 1948 - 1951 tarihleri arasında para kıymetindeki devamlı düşme tahvilâtın ziyade eshama ve reel kıymetlere tahaccüme sebep oldu. Hisse senetleri ve reel kıymetlerin fiatları da umumî fiat seviyesi ile aynı tempo dahilinde yükselmiş bulunmakla beraber para kıymetindeki devamlı düşüş tahvilât gelirinin, reel ölçüde olarak menfi bir kıymet iktisabına mâni oldu.

Normal şartlar dahilinde tahvilâtın satışı halinde kapital kıymetinde vaki olacak kayıp ihtimali bunların toptan el değıştirmesine mâni olmakta ise de resmî tahvilât piyasasında fiatların düşmesi önlenmekle bu risk ortadan kalkmış bulunuyordu. Bunun neticesi olarak para otoriteleri aşırı tahvil arzını mas etmek suretiyle aynı miktarda nakdin piyasaya sürülmesine vesile oldular. Bundan başka para otoritelerinde, tahvilâtın düşük fiatla satılmasını önleme meylî veya piyasada, ucuz para politikasının idamesi yolunda vaki olacak para ekspansiyonunun risklerini göz önünde bulundurulacağı hususunda doğan kanaat, tahvil fiatlarının düşmesi ihtimaline dayanan spekülasyonu arttıracak ve tahvil sahipleri kapital kayıplarına maruz kalmamak üzere satışlar yapacaklardır ki, bu durum daha da güçleşecektir. Piyasa kuvvetinin, para otoritelerini mağlûp ettiğine ilk delil olarak 1947/1948 yıllarında Dalton tecrübesi ile şahit oluyoruz. Tahvilât rayicinin % 2, 7/8 den 2, 1/2 düşürülmesi para otoriteleri tarafından 900 milyon sterlinlik nakidin piyasa enjeksiyonunu gerektirmiş, bu sebeple tecrübe terkedilmiş ve piyasa hükmünü icra etmişti. Bu misalde, ve 1950/1951 yılında genişleyen tahvilât fiatlarının düşmesine istinad eden spekülasyonda para otoriteleri piyasayı mağlûp edebilirdi. Yalnız şu husus münakaşa edilebilir ve denebilirki: halka, tahvilâtla mübadele edilmek üzere diledikleri kadar nakit verilebilir ve bilhassa para politikası ile desteklenmek suretiyle tahvilât, tahvilât sahiplerince nakit kadar likit kabul edildiği müddetçe bu zararlı olmayabilirdi. Para otoritelerini, ucuz para politikasını terke mecbur eden asıl saik, bunun enflâsyonla mücadeleyi imkânsızlaştırdığının idrak edilmesi olmuştur. 1950 yılında ne direkt kontrolün ve nede bütçe politikasının enflâsyonu kontrol edemeyeceği anlaşılmıştır. Harptenberi ilk defa olarak hükümetler enflâsyon dâvasını (kredi daraltılması) suretiyle halle teşebbüs ettiler. Fakat tahvil piyasasını destekleme politikası devam ettiği müddetçe kredi takyidi tedbiri pek faydalı ve müessir olamayacaktı. Tahvilât piyasada nakit mukabilinde serbestçe satılabilme imkânına sahip olduğu müddetçe para otoritelerinin açık piyasa muameleleri, ihtiyat nisbetinin arttırılması, kalitatif kredi kontrolü vasıtaları ile halkın ve bankaların likiditelerini tahdit teşebbüsü. merkez bankalarına diğer bankalar ve halk tarafından ibraz olunan tahvilâtın nakitle mübadelesi mecburiyeti karşısında kolayca akamete uğrayabilirdi. Bu husus para otoriteleri tarafından olduğu gibi piyasaca da bilinmekte idi. Bunların neticesi olarak yeni kredi takyidi politikası aynı zamanda resmî tahvil piyasasının desteklenmesine nihayet verildiğini de ilân ediyordu. 1950/1951 yılları boyunca ucuz para politikasının idamesi yolunda para otoritelerinin mütereddit bulunduğu kanaati daha önce.

zikrettiğim diğer âmillerle teşvik edilen tahvilât satışı meylini büsbütün kuvvetlendirdi ve para otoriteleri mağlûp oldu.

1950 yılında Birleşik Amerikada Federal Reserve Bank, Hazinesin muhalefetine rağmen, kısa müddetli faiz haddini yükseltti; 1951 yılı Martında ise faiz haddinin % 2, 1/2 seviyesinde muhafaza edilmesi yolunda destekleme terkedildi. Yine aynı yıllar zarfında, 1951de, İngilterede tahvil fiatlarının düşmesine müsaade edildi ve 1952 Martında yeni para politikasının başlangıcında tahvilât hasılatının % 4, 1/4 civarında bir seviyeye ulaşmasına imkân sağladı.

Avusturyada da 1951 de bu yoldaki himaye kaldırılmış ve tahvilât faiz haddi % 3, 1/8 den 4, 1/2 ye yükselmiştir.

Ucuz para politikası artık yerini bunun aksi olan — dar ve kıymetli — para politikasına terketmişti. 1932 yılındanberi ilk defa olmak üzere, bilhassa İngilterede tahvilât faizi haddi ya yükseltilmiş veya bir yükselişe müsaade olunmuştur. Üç memlekette kalitatif kredi kontrolü, müstehlik kredisinin tahdidi yoluna gidilmiş ve banka likiditesini azaltmak için tedbirler alınmıştı.

1951/1952 yıllarında yün fiatlarında kuvvetli düşüş ve ithalât artışı dolayısıyla tediye bilânçosundaki açıkların büyük rolü olmakla beraber Avusturyada dar kredi politikası enflasyonun dizginlenmesinde hizmet etmişti.

Eski ekole mensup bulunan para politikası müdafileri para meselelerinde yukarıda arzettiğim fikirlerden dolayı beni muaheze edebileceklerdir. Onlar, harp sonrası gelişmelerinde, enflasyonla mücadele hususunda yüksek faiz haddi ve dar para politikası lüzumunun bir gecikme ile idrak olunması şeklinde izah etmişlerdir. Harp sonrası para politikasının meydana gelişinde ucuz para politikasını tenkit edenlerin ve yüksek faiz haddinin iktisadî istikrarı sağladığını ileri sürenlerin elbetteki payları vardı. Aynı şekilde para politikası etrafında akademik ve popüler münakaşalarda «sağ kanat» son çare olmamakla beraber, hastalığın tedavisinde dar ve kıymetli paranın muvaffak olacağını iddia etmişti.

Fakat kanaatimce para politikasında son gelişmeler, evvelce izahına çalıştığım gibi, evvelce tesiri denenmiş bir silâhın kınından sınılması değil fakat pek ümitvar olmayan çekingen bir teşebbüsten ibaretti. Bunu ifade ederken para politikasının bugünkü şartlar altında arzedeceği fayda ve mahzurları göz önüne alınmış bulunuyorum. Bu husus müteakip kısım da ele alınacaktır.

III

BUGÜN VE YARIN

Bundan evvelki kısımlarda İngilizce dilini konuşan memleketlerde para politikasının rolündeki değişimleri ele almıştım. Bu sonuncuda ise garp ekonomilerinde para politikasının oynayabileceği ve oynamsı lâzım gelen roller etrafında kendi görüşlerimi arzedeceğim.

İki yıl önce Canberra Üniversitesinde verdiğim açılış konuşmasında «paranın ehemmiyetsizliğinden» bahsetmiştim. Burada 1930 yılını takip eden devrede para politikasının azalan prestijine ve paranın yardımcı mahiyette rol oynamak üzere artan önemine temas edilmişti. Bugün bu yoldaki kanaatim değişmiş bulunmaktadır. Hülâsa olarak diyebilirim ki şu anda, eski kanaatimin tam aksine olmak üzere, moneter kontrolün ehemmiyeti üzerinde duracağım.

Şunun itiraf edeyimki, gerek 1930 u takibeden yıllarda ve gerek harp içinde para politikasını ihmal hususunda çok ileri gidilmiştir. Para politikasına ne derecede güvenileceği meselesi, Hükümetlerin ekonomiyi doğrudan doğruya kontrol edebilme imkânlarına bağlıdır. Hükümetler, istihsal vasıtalarının kullanılması ve muayyen istikametlerde tevcihi hususunda müessir ve geniş imkânlara sahip buldukları nisbette aktive bir para politikasına olan ihtiyaç azalacaktır. Buna mukabil, siyasi ve idari sebeplerle direkt kontrollerin güçleşmesi ve bu kontrollerin ferdi teşebbüs hürriyetini dizginlediği iddiası ile muhalefetle karşılaşması halinde bütçe ve para politikası yolu ile global vasıtalı kontrolün ehemmiyeti artacaktır. Bu husus para politikası münakaşalarında ideolojik bir unsur olarak belirmiştir. Aktif para politikasının asıl müdafileri iktisadî liberalizmin inanlar arasında bulunmakta, buna mukabil, para politikasının ehemmiyetini azaltmak meylini gösterenler ise hükümetlere piyasa kuvvetlerine müdahale hakkını tanıyanlar meyânında yer almaktadır. Yukarıdaki iddiaların vüs'ati, görüş sahaları ne olursa olsun aralarındaki fark bir derece meselesinden ibarettir. Plânlı ve kontrollü ileri ekonomilerde dahi paranın ehemmiyeti inkâr olunamaz; bunun en muknî delili 1948 yılında Sovyet Rusyada yapılan para reformunda bulabiliriz. Burada halledilmesine savaşılan mesele garp memleketlerini üzen dâvanın aynısı, yani harp finansmanının neticeleri olarak karşılaşılan aşırı para arzı problemi idi. Sovyet Rusya, kontinental memleketlerden Belçika, Batı Almanya ve Çekoslovakya gibi meseleyi cüretkârane bir cerrahî operasyonla halletti.

Bu sebeple diyebiliriz ki, Sovyet Rusya gibi plânlı ve kontrollü ekonomilerde dahi para politikasının oynayabileceği roller mevcuttur. Para politikası plânlı ve kontrollü ekonomilerde dahi rol oynadığına göre, garpde, hususî teşebbüsün cari olduğu ve direkt kontrollerin sulh yıllarında terviç edilmediği ekonomilerde daha büyük bir ehemmiyete sahip bulunacağı şüphesizdir. Son münakaşalarda «Para Politikası ve Bütçe Politikası»nın yekdiğerine tercihini icabettiren sebepler üzerinde durulmuştu. Halbuki ekonomi politikası bu vasitalardan her ikisine de muhtaçtır. Fakat şunu ilâve edelimki, bu iki silâhın beraberce istimali sırasında aralarında cari olabilecek nisbet zamana ve güdülen maksada göre değişebilir. Tecrübeler göstermiştirki, para politikasının daraltıcı tesir icra etmek, telâfi edici bütçe politikasının ise expansiyon'u sağlamak hususunda muvaffak olma şansları fazladır. Gerekli kuvvetlerle teçhiz edilmiş bir merkez bankasının alacağı tedbirlerle banka likiditesinin azaltılmasında herhangi ciddi bir teknik mâni mevcut değildir. Keza halkın aşırı derecede likit kıymetleri sahip bulunmaması ve bankalardan başka kapital piyasasının pek geniş olmaması halinde — dar para — (ki ucuz para politikasının aksidir) politikası ile hususî yatırımların yavaşlatılması mümkündür. Kredi rasyonu usulünün gevşetilmesi, ancak, henüz tatmin edilmeyen müstakrizlerin mevcudiyeti halinde teşvik edici bir tesir husule getirir. Bunun yalnız nisbî refah halinde ufak ayarlamaların kifayeti takdirinde tahakkuku mümkündür. Fakat depresyon halinde tahakkuku imkânsızdır. Geçmiş yılların tecrübesi göstermiştir ki, bu şartlar dahilinde ne para expansiyonu ve nede faiz haddinin düşürülmesi, kalkınmayı önleyen finansiyel mânilerin kaldırılması kadar müessir olmamaktadır. Telâfi edici bütçe politikasında bunun aksi görülür. Hükûmet masraflarının arttırılması ve vergi hadlerinin indirilmesi suretiyle hususî masrafların çoğaltılması iktisadî faaliyetin canlandırılmasında para politikası ile alınan tedbirlerden çok müessir olmaktadır. Diğer taraftan bütçe politikasının enflâsyonu kontrol vasıtası olmak üzere, evvelce işaret olunduğu gibi bilhassa siyasî sebeplerle efektif olarak istimali güçlükler arz etmektedir. Enslâsyonu önlemek hususunda bütçe ve para politikaları arasındaki tezat politikacıların halk efkârına ve bazı gurupların nüfuzuna tâbi olarak birinci üzerinde daha fazla ve doğrudan doğruya bir kontrole sahip olmalarından neşet etmektedir. Kredi tahdidi ve buna tekabül eden anti - enflâsyonist bütçe fazlahkları popüler değildirler. Fakat merkez bankalarının hükûmetin kontrollü altında çalışmalarını halinde hazinenin masraf artışı ve yeni vergi tekliflerinde olduğu gibi parlamentolarca tasvibine ihtiyaç yoktur. Bu ifade bir bütçe politikası ile desteklenmeksizin sadece para politikası yoluyla enflâsyonun müessir bir şekilde kontrol edileceği zehabı

uyandırılmamalıdır. Zira, daraltıcı tedbirler yalnız hususî ekonomi sektöründe müessir olduğuna ve millî gelirin vergilere ayrılan kısmının şüphesiz ki, bir hududu bulunduğuna göre, hükümetlerin bütçe yolu ile millî istih-sale vaki taleplerinde büyük bir hisseye sahip olmaları halinde enflasyon güç önlenbilir. Fakat diyebiliriz ki, şümüllü bir direct kontrol sisteminin ademi mevcudiyeti halinde, boom ve enflasyonların kontrolünde para politikası zarurî ve belkide en çok güvenilebilir müessir bir vasıtaadır. Para politikasının bütçe politikasına nazaran üstünlüğünü sağlayan âmil-lerden biri de şudur : Bütçe politikası zarureten parlamento kontrolüne tâbi bulunduğuna göre, para politikası daha flexible bir vasıta olmak vasfına sahip olur. Bütçe politikası parlamentoca yılda bir defa olmak üzere tetkik edildiğinden bazı vergileme ve masraf kararlarının müessir olarak tatbik edilecekleri andan çok daha geç meriyete girmesi mümkün olmakta, bu suretle bütçe politikasının iktisadî faaliyet şartlarını kontrolde bilhassa — zamanında müdahale — imkânsızlığı yüzünden kifayetsizliği tebarüz etmektedir. Gerek kendi görüşlerine uyararak ve gerek iktisadî faaliyetlerdeki gelişmelere otomatik bir reaksiyon olmak üzere hükümetlerin vergi ve masraf hadlerini bütçe yılı zarfında değiştirme hakkına sahip olmaları parlamentolar tarafından, kıskançlıkla karşılan-maktadır. Bunun aksine olarak merkez bankaları daha geniş bir hareket serbestisine sahip bulunmaktadırlar. Merkez bankalarının sahip bulunduk-ları bu avantaj, aldıkları tedbirlere karşı iktisadî faaliyetlerin nasıl bir reaksiyonda bulunacağını evvelden tâyin edebilmek imkânına sahip olma-maları yüzünden kısmen zail olmaktadır. Fakat merkez bankalarının sahip buldukları bu fléxibilité inkâr edilemeyecek bir ehemmiyet arz etmektedir. Şunun kabul ediyoruzki, iktisadî faaliyetlerin tahdidî kontrolünde para politikası zarurî bulunmakta ve azrettiğim fléxibilité de bu husustaki avantajını ifade etmektedir. Para politikasının ehemmiyetini böylece belirttikten sonra, bundan sadece umumî olarak bahsetmenin kifayet edece-ğini ilâve edelim, aksi halde para politikası nevilerini tefrike teşebbüs etmek her biri bir münakaşa zemini teşkil eden çeşitli soruların sorulma-sını icabettirecektir. Bunlardan ehemmiyet arzeden ikisini ele alabiliriz. Birincisi : para politikasının, banka likiditesine tesir etmek suretiyle, umumî kredi hacmini tâyin ettikten sonra bunun münferit müstakrizlerle yatırım arasındaki bölünüşünü ne dereceye kadar bankaların eline terk edebileceği veya bu tevzii selektif kredi kontrolü yolu ile doğrudan doğruya yapması gerekip gerekmediği, ikincisi ise para politikası, faiz haddini bir kontrol vasıtası olarak ne dereceye kadar istimal edebileceği sualleridir. Bu iki soru son yıllarda bir hayli münakaşa edilmiştir. Nihayet bu münakaşalar kontrole karşı tam serbestî halinde bir ideoloji problemi manzarasını

arzetmekte ve liberal kredi rasyonu usulüne karşı (faiz haddinin temevvü-cüle ayarlanan) fiat mekanizmasının lüzumuna inanmaktadırlar. Bu husustaki şahsî kanaatıma gelince : Bu tedbirlerin hepsini en müsait ve uygun şekilde mezceden bir politikanın lüzumuna kaniyim.

Sadece mecmu para arzını tâyin etmekle iktifa edip kalitatif kredi kontrolünün lüzumunu inkâr eden (liberal tez) bugünün muvaffak bir politikası olamaz. Bundan başka, kredi rasyonlarının, tanzimi bunun umumî iktisat politikasına uygun bir şekilde dirije edecek para otoritesi yerine bankalar eline terki de müsbet bir netice veremeyecektir. Fakat kalitatif kredi kontrolünde bilhassa yatırım sahasında müstakrizlerin intihabında banka idarecilerin ihtisaslarına müracaatta fayda mevcuttur denilebilir. Bankaların likidite noksanı karşısında, merkez bankalarının direktiflerine mutavaat edeceklerini kabul etmek yerinde olur. Buna mukabil borç verme müesseselerinin likidite noksanı ile karşılaşmayıp krediyi tahdit zorunda kalmamaları halinde kalitatif kredi kontrolü güçleşmektedir. Bu sebeptendir ki, kalitatif kredi kontrolünü tamamlamak ve takviye etmek üzere banka likiditesinin de kontrol altında bulundurulması zaruridir. Liberal ekonomistler dahi kabul edeceklerdir ki, para otoritelerinin umumî direktif ve müdahaleleri olmaksızın kredi rasyonunun hususî malî müesseseler eline terki pek yerinde bir hareket değildir. Fakat hemen şunu da ilâve edeceklerdir ki, normal şartlar altında kredi rasyonu iyi bir tedbir değildir ve iktisadî sistemin en mükemmel regülâtörü fiat mekanizmasıdır. Bu, para politikası sahasında faiz haddinin kredi talebi ve tevziinde aktif bir rol oynayabileceğini ifade eder. Bunu, tabiidirki şüphe ile karşılamak icabeder. Faiz haddindeki değişmeler etrafında sayısız teorik münakaşalar yapılmıştır. Bunlardan bir kaçına yalnız doğmatik olarak temas edeceğiz.

Evvelce işaret ettiğimiz gibi para operasyonları ekspansiyondan ziyade daraltıcı tesirleri itibariyle daha müessir olduğundan müşahedelerimi, enflasyonun dizginlenmesinde faiz haddindeki yükselmelere hasredeceğim. Diğerleri ise ekspansiyonu sağlamak üzere faiz haddinin düşürülmesi meselesini ele almaktadırlar. Faiz haddindeki yükselişin cari gelirden yapılan istihlâk masrafları üzerine tesir etmek suretiyle meydana getirdiği daraltıcı rolü şimdilik bir tarafa bırakalım.

İktisatçılar tasarrufun faiz haddine karşı elâstikiyeti etrafında pek az şey bilmektedirler. Tasarrufun bazen menfi bazen müsbet elâstikiyete sahip bulunduğunu kabul edersek faiz haddinin tasarruf üzerinde, kısa müddet zarfında, tesir icra edemeyeceği söylenebilir.

Faiz haddindeki yükselişin teşebbüsleri nmasraf hacmi üzerinde manî bir tesir icra edebilmesi ihtimalini pek ihmal edemeyiz. Senedat ve

tahvilât rayiçlerindeki değişmelerin enflasyonist boom'u durduracağını pek ummuyorum. İşletmeler, fiatların yılda % 5 - 10 nisbetinde artacağını umdukları taktirde faiz haddindeki ufak değişmelerin gerek envanter stokları ve gerek uzun ömürlü sabit kapital yatırımları için yapılan istikrazları durdurması muhtemel görülemez. Şurası muhakkaktır ki, bazı yatırımlar, bilhassa uzun müddetli faiz haddine karşı hassastırlar. Birinci kısımda temas olunduğu veçhile ev inşaatını, hususî âmme hizmetleri yatırımlarını buna misal olarak alabiliriz. Faiz haddinin bu ayırd edici tesiri kabul edildikten sonra bu husus bir itiraz olarak ileri sürülebilir. Şurası doğrudur ki, (kısa müddetli mülâhaza ile) enflasyon şartlarında, bilhassa prodüktif kapasiteyi ancak uzun bir zaman sonra arttıracak çok uzun müddetli yatırımların tehiri bahis mevzuu olabilir. Fakat hangi şart dahilinde olursa olsun bu neviden yatırımları önliyerek lüks meta arzını arttıran ve çabuk kâr sağlayan yatırım artışına müsaade olunması pek de şayarı arzu değildir. Yüksek faiz haddine önleyici bir rol temin eden diğer endirekt yollar mevcuttur. Faraza yüksek iskonto haddi ile İngiltere Bankası, diğer bankalara krediyi daraltma lüzumunu ihtar etmiştir. Uzun müddetli faiz haddinin yükselmesi, kapital piyasasının bütün sektörlerinde daraltıcı bir tesir icra eder. Bunun esham fiatlarında ve bilhassa yeni esham ihracında bâriz tesirleri görülür.

Sunu inkâr edemem ki, faiz haddinde böyle bir artış enflasyonun dizginlenmesinde yardımcı olabilir. Buna karşı, iktisadî olmaktan ziyade, sosyal bir mülâhaza ile yüksek faiz haddinin fena, ucuz para politikasının iyi olduğu söylenebilir. Ucuz para politikası müdafiilerinin, son yıllarda ileri sürdükleri delillerin çoğu zayıf ve hatalıdır. Ucuz para politikasının müdafaasında devlet maliyelerinin noktai nazarı gün geçtikçe artan âmme borçlarının faiz yükünü vergi mükelleflerine aksettirmenin mahzurlarıdır. Fakat eğer kıymetli para, enflasyonu önleyebilirse bu noktai nazar zayıftır. Zira kontrolsüz kalıp ileri hadlere ulaşan enflasyonun bütçe fazlalıkları ile önlenmesi icabettiği taktirde vergi mükelleflerinin yükü daha da artacaktır. Durgunlaşmanın, devamlı olarak tatbik edilen ucuz para politikası ile önleneceği iddiası da yanlıştır. Zira durgunluğu azaltmak üzere yatırımların arttırılması için düşük ve sabit faiz haddinin en ziyade yüksek faiz haddi uygun olacaktır. Faiz haddindeki yükseklikten doğan kapital kayıplarının tahvilât sahiplerine yükleneceği iddiası üzerinde pek ısrar etmek de doğru değildir. Tahvilâtın emin bulunduğu yolunda hükümet propagandasına istinat etmekte haklı bulunmakla beraber, tahvilât sahipleri faiz ve muafiyet gibi diğer menfaatler beklememelidirler. Tahvil sahipleri için tedavi çaresi her halde borcun vadesinden evvel itfa olunanlarını tercih etmek değildir. Bence ucuz para politikasının müdafaası

İktisadî olmaktan ziyade, sosyal esaslara dayanmaktadır. Yüksek faiz haddi fiatların düşük olduğu zamanlarda çiftçiler ve küçük müteşebbisler üzerinde zararlı tesir icra etmekte ve gelirin mukrizlerden, mustakrizlere daha az varlıklı olanlardan varlıklı olanlara, aktif ve prodüktif olanlardan gayri faal rantiyelere transferleri gibi arzulanmayan neticeler doğurmaktadır. Bu delilin kuvveti, kısmen faiz haddindeki artışın durdurulup durdurulmamasına bağlıdır. Faiz haddini düşürmenin, onu yükseltmekten çok daha kolay olduğu yolunda Keynes'e hâkim bulunan kanaat son 20 yılın hâdiseleri tarafından teyit edilmemiştir. Fakat uzun müddetli bir mütalâa ile bu görüşün, bugün görüldüğünden çok daha köklü olduğunu kabul edebiliriz. Bu münakaşalı mevzu etrafında şahsî kanaatimi şöyle ifade edebilirim : faiz haddindeki düşüşün kâfi derecede müessir olabileceğine inanmadığım gibi yüksek faiz haddinin enflasyonun moneter kontrollerinde rol oynayacağını uman ucuz para politikasının faydasına da inanmamaktayım. Harp sonrası olaylarının ışığı altında yukarıda ihzar ettiğim kanaatin mühim cephesi ile tadil etmeyi münasip gördüm. Şuna kani olmuş bulunuyorum ki, resmen temin edilmiş bulunan düşük ve «regid» tahvil fiatları gayri kabili tahammüldür. Para otoriteleri, tahvil fiatlarını muayyen bir seviyede tutmakla, tahvilâtın ve faiz ekonomik fonksiyonunun icrasına mâni olmaktadır. Böylece borçların «monetize» edilmesi para politikasının umulan rolü oynaması imkânını da azaltmaktadır. Ucuz para politikası ne derece arzu edilirse edilsin, bu tahvil rayıçlarının hiç bir zaman yükselmiyeceğini, devamlı olarak teminat altında bulunduran bir tedbir haline inkilâb etmemelidir. Son olarak şunu söyleyebilirim ki, bu muammanın halledilmesi muhtemelen imkânsız bulunmakla beraber, harp sonu yıllarındakine nazaran durum biraz farklıdır. Kredi ekspansiyonunun tahdidi, ve telâfi edici bütçe politikasının tatbiki enflasyonun azaltılmasında müessir olabilir.

Para otoritelerinin ucuz para politikasında itidallerini arttırmaları, tahvil fiatlarındaki aşırı temevvüçleri önleyen tekniğin gelişmesi ve piyasaya arzedilmiyen kıymetler etrafında tecrübenin artması, halkın yatırımlarında vadeye daha büyük ehemmiyet atfetmelerine vesile teşkil etmek ve panik halindeki satışlara mâni olmak suretiyle muammanın haline yardım edebilir.