

KEYNESYEN VE MONETARİST GÖRÜŞTE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI: BİR KARŞILAŞTIRMA

Vedat CENGİZ^(*)

Özet: Parasal aktarım mekanizması, para politikasına ilişkin alınan kararlarının reel ekonomiyi hangi süreç üzerinden etkilediğini ifade etmektedir. Son zamanlarda para teorisi ile ilgili çalışmalar içerisinde parasal aktarım mekanizması konusunun öneminin giderek arttığı görülmektedir. Bu çerçevede parasal aktarım mekanizması ile ilgili teorik bir analiz konuya daha geniş bir perspektiften bakılmasını sağlayacaktır. Bu çalışma parasal aktarım mekanizmasını Keynesyen ve Monetarist görüş çerçevesinde tartışmayı amaçlamaktadır. Çalışmada her iki görüşün konuya yaklaşımlarındaki farklılıklar ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Parasal Aktarım Mekanizması, Keynesyen Görüş, Monetarist Görüş.

Abstract: Monetary transmission mechanism describes the process through which monetary policy decisions effect the real economy. Recently the monetary transmission mechanism has become a more prominent theme in monetary theory analysis. In this context a theoretical analysis about the monetary transmission mechanism will provide to have a wide perspective about the theme. The aim of this study is to discuss the transmission mechanisms in context Keynesian and Monetarist view. The study introduces the different aspects of these views.

Key Words: Monetary Transmission Mechanism, Keynesian View, Monetarist View.

I. Giriş

Parasal aktarım mekanizması, para politikasındaki değişmelerin reel ekonomik aktiviteyi hangi süreç üzerinden etkilediğini ifade etmektedir (Lensink and Sterken, 2002: 2066). Sürecin nasıl işlediğinin bilinmesi uygulanan politikanın başarısı açısından büyük önem taşımaktadır. Nitekim son yıllarda parasal aktarım mekanizması konusunda gerek teorik ve gerekse ampirik temelde yapılan çalışmalarda bir artış gözlemlenmektedir. Bu çalışmanın amacı Keynesyen ve Monetarist görüşte parasal aktarım mekanizmasını inceleyerek aralarındaki farklılıkları ortaya koymaktır. Bu yöndeki teorik bir inceleme konuya daha geniş bir perspektiften bakma imkanı sağlaması açısından faydalı olacaktır.

Aktarım mekanizmasının faiz kanalı üzerinden işlediğini iddia eden Keynesyen görüş; IS-LM modeli çerçevesinde tartışılmakta ve ardından Tobin'in geliştirdiği makro ekonomik portföy teorisi ele alınmaktadır. Monetarist görüşte aktarım mekanizması Yeni Miktar Teorisi ve bunun uzantısında ortaya çıkan Nispi Fiyatlar Teorisi başlıkları altında incelenmekte

^(*)Arş. Gör. Dr. Kocaeli Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü

ve Monetarist iktisatçıların elde ettiği bulgulara ve ortaya attıkları önerilere yer verilmektedir.

II. Keynesyen Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması

A. IS/LM Analizi

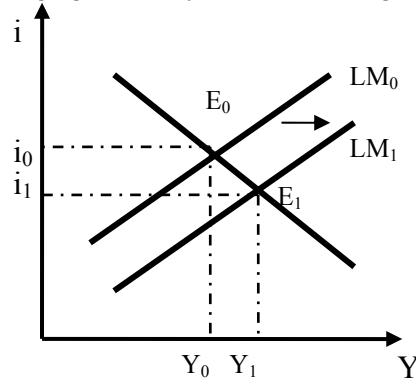
Keynes para ve reel ekonomi arasındaki ilişkiyi faiz oranı üzerinden kurmuş ve aktarım değişkeni olarak faizin önemine vurgu yapmıştır. Parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı üzerinden dolayı bir şekilde işlemesi nedeniyle Keynesyen görüşte parasal aktarım mekanizması dolayı aktarım mekanizması olarak da nitelendirilmiştir. Buna göre para arzındaki değişimler önce para piyasasına yansiyarak faiz oranlarını değiştirmekte ve mekanizma faiz oranlarındaki bu değişimlerin yatırımlar üzerindeki etkisi yoluyla işlemektedir. Mekanizmanın ne ölçüde işlediği para talebinin faiz elastikiyeti ve yatırımların faiz elastikiyetine ilişkin belirli koşulların geçerliliğine bağlı olarak değişmektedir(Nolte, 2003: 39).

Keynes'in para arzının belirlenmesi ile ilgili görüşü para arzının egzojenliği kavramı ile ifade edilmektedir. Buna göre para arzı parasal otoritenin kontrolünde bulunmakta ve nedensellik ilişkisi paradan fiyatlara doğru kendini göstermektedir¹(Işık, 2003: 71). Keynes para talebine daha fazla önem vermiş ve bunu likidite tercihi teorisi çerçevesinde, işlem amaçlı, ihtiyat amaçlı ve spekülasyon amaçlı olmak üzere üçe ayırmıştır(Keynes, 1980: 173-174) Faize bağlı spekülasyon amaçlı para talebi unsurunun modele dahil edilmesi Klasik analizden farkını oluşturmaktadır(Işık, 2003: 77). Burada iktisadi ajanların piyasaya yönelik oluşturdukları beklentiler sayesinde kazanç sağlama arzusundan yola çıkılmaktadır. İktisadi ajanlar faiz getirisi olmayan risksiz para tutumu ile faiz kazancı sağlayan riskli yatırım arasında bir seçim yapma durumundadır. Dolayısıyla para burada bir ödeme aracı değil yatırım aracı olarak görülmektedir.

Keynes'e göre menkul kıymet alım satımı ile uğraşan her bireyin normal olarak tanımladığı bir faiz düzeyi bulunmakta ve piyasa faizi bu düzey etrafında sürekli inip çıkmaktadır. Bireyler yatırım için para veya kıymetli evraktan hangisini tutacağı ile ilgili kararını buna göre vermektedir. Faiz normal düzeyin altına düştüğünde tekrar yükseleceği beklentisi oluşmakta ve sermaye kaybına uğrayacaklarını düşünen bireyler tahvil almaktan kaçınarak varlıklarını para olarak tutmayı tercih etmektedir. Faiz normal düzeyin üzerine çıktığında ise, faizlerin yeniden düşeceği ve dolayısıyla tahvil fiyatlarının yükseleceği beklentisi oluşmakta ve böylece tahvil almak cazip hale gelmektedir. Buradan spekülasyon amacıyla para talebi ile faiz oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır(Nolte, 2003: 44. Paya, 1998: 77-79).

Keynesyen görüşte aktarım mekanizmasının gösterilmesinde yaklaşım şekli olarak genellikle üretim ve faiz oranı arasındaki ilişkileri içeren IS/LM

analizi kullanılmaktadır. Üretim ve faiz oranı arasındaki ilişkilerden birincisi mal piyasası ile ilgilidir. Daha yüksek bir faiz oranı veri bir gelir düzeyinde toplam talebi azaltmakta ve böylece üretim düzeyi düşmektedir. Üretim ve faiz oranı arasındaki böyle bir negatif ilişki IS eğrisi olarak bilinmektedir. Üretim ve faiz oranı arasındaki ilişkilerden ikincisi para piyasası ile ilgilidir. Para talebi ile merkez bankasının tarafından gerçekleştirilen para arzı eğrilerinin kesiştiği nokta para piyasasında dengeyi ifade etmektedir. Para arzı sabitken gelir düzeyindeki bir artış likidite talebini arttırarak, para talebinin para arzına eşit olduğu faiz oranını yükseltmektedir. Üretim ve faiz oranı arasındaki bu pozitif ilişki LM eğrisi olarak bilinmektedir. Her iki eğrinin kesiştiği noktada ise ekonomide genel denge oluşmaktadır. Şekil 1’de E_0 ile gösterilen bu nokta hem mal piyasası ve hem de para piyasasının dengede olduğu üretim ve faiz bileşimini göstermektedir(Romer, 2000: 150-151). E_0 noktasında, denge faiz oranının i_0 ve denge gelir düzeyinin de Y_0 olduğu görülmektedir.



Şekil 1: IS-LM Modelinde Genişlemeci Para Politikası

Dengesizlik halinde ekonomide uyum süreçleri başlamaktadır. Para arzının egzogen olduğu kabul edildiği için süreç para talebinin para arzına uyarlanması şeklinde ortaya çıkmaktadır(Paya, 1998; 248). Uyarlanma sürecini göstermek amacıyla merkez bankasının piyasadan tahvil satın almak suretiyle para arzını arttırdığını düşünelim(LM₀'ın LM₁'e kayması). Bu durumda tahvil fiyatlarında yükselme ve piyasa faizlerinde azalma olacaktır. Sermayenin marjinal etkinliği veri iken, faizlerin azalması yeni yatırım projelerini daha karlı hale getireceği için yatırım talebi artacaktır. Böylece çarpan süreci üzerinden pozitif bir gelir etkisi ortaya çıkacaktır². Gelir düzeyinde meydana gelen artış işlem ve ihtiyat amaçlı para talebini arttıracaktır. Talep artışının tahvil satışlarıyla karşılanması halinde faizler biraz yükselebilecektir. Sonuçta yeni denge noktası (i_1/Y_1) başlangıçtakine göre daha düşük bir faiz oranı ve daha yüksek bir gelir düzeyinde oluşacaktır.

Para politikasının etkilerinin ölçüsü spekülasyon amaçlı para talebinin faiz elastikiyetine ve yatırımların faiz elastikiyetine bağlıdır. Para talebinin faiz

elastikiyeti ne kadar yüksek ve yatırım talebinin faiz elastikiyeti ne kadar düşük olursa, ortaya çıkan etkiler de o kadar az olacaktır (Felderer und Homburg, 1994: 144-145). Para talebinin faiz elastikiyetinin sonsuz olması (likidite tuzağı) ve yatırımların faiz elastikiyetini sıfır olması ise uç durumları ifade etmektedir. Likidite tuzağında faiz o ölçüde düşüktür ki, iktisadi ajanların tümünde faizlerin yükseleceği ve tahvil fiyatlarının düşeceği beklentisi oluşmaktadır. Bu durumda arz edilen para tamamen atıl tutulacağı için tahvil talebinde artış ve böylece faiz oranlarında azalma gerçekleşmemektedir. Böylece para politikasının etkinliği tamamen ortadan kalkmakta, para politikası reel etkilere yol açmamaktadır (Friedman, 1997: 14-15)³. Yatırımların faiz elastikiyeti sıfır olduğunda ise para politikasının etkisi sadece para piyasasında kendisini göstermekte, para piyasası ve mal piyasası arasındaki aktarım gerçekleşmemektedir. Diğer bir ifadeyle para politikası faiz oranlarını etkilemekte, ancak yatırımlar faize duyarlı olmadığı için üretim ve gelir düzeyine yansımamaktadır (Felderer und Homburg, 1994: 140).

Keynesyen görüşte parasal aktarım mekanizması veya Keynesyen görüşe dayandırılan faiz kanalı (para görüşü) çeşitli açılardan eleştirilmiştir. Yapılan eleştirileri şu noktalarda toplamak mümkündür (Meltzer, 1995: 52. Brunner and Meltzer, 1988: 446. Bernanke, 1993: 55-56);

1. Keynesyen yaklaşımda yatırım yapma olanağı para ve tahvil ile sınırlandırılmaktadır. Kredi piyasasındaki işlemler dikkate alınmamaktadır.

2. Finansal araçlar, aktarım sürecinde pasif bir rol oynamaktadır. Bankalar burada sadece kısa vadeli tasarruf mevduatını uzun vadeli yatırım sermayesine dönüştürme işlevi görmektedir.

3. Sadece tek bir faizden bahsedilmekte, faizin vadesi belirsiz kalmaktadır. Her ne kadar merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını kolayca kontrol edebilse de, işletmelerin yatırım kararları büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlı bulunmaktadır.

B. Makroekonomik Portföy Teorisi

Keynesyen teoride, para ve tahvil birbirini tam ikame etmekte, tahvilin getirisi para tutmanın tek alternatifini oluşturmaktadır. Buna karşın portföy teorisi, bir yatırımcının varlıklarını getirisi farklı alternatif yatırım şekilleri arasında nasıl dağıttığını incelemekte, finansal varlıklarla reel varlıklar arasında sınırlı ikame ilişkisi olduğunu varsaymaktadır (Bofinger v.d., 1996: 483). Keynesyen yaklaşımı bu yönde geliştiren ilk iktisatçı Tobin olmuştur. Tobin belirsizliğin olduğu bir ortamda portföy tercihi ile ilgili geliştirdiği yaklaşımla makroekonomik portföy teorisinin temellerini atmıştır. Buna göre portföyler, farklı risk gruplarını temsil eden ve aralarında sınırlı ikame ilişkisi bulunan finansal ve reel varlıklardan oluşmaktadır. Riskini azaltmak isteyen portföy sahibi portföyünde her iki varlıktan da bulundurmamak durumunda kalmakta; diğer bir ifadeyle bütün yumurtalarını aynı sepete koymamaktadır (Paya, 1998: 83,85. Buitter, 2003: 586).

Bu yaklaşım günümüzde para miktarındaki değişimleri reel sektöre aktaran bir mekanizma olarak düşünülmektedir. Mekanizma şu şekilde işlemektedir. Riskini minimize etmeye çalışan bir kişi ilk önce varlıklarını finansal ve reel olarak iki kategoriye yayıp dengeli bir portföy oluşturmaktadır. Uygulanan genişlemeci bir para politikası sınırlı ikame varsayımı dolayısıyla önce finansal piyasayı etkilemektedir(Orhan, 1995: 148). Şöyle ki; para miktarının portföy içerisinde daha büyük bir yer kaplaması, paranın getiri oranını diğer varlıklara nispeten azaltmaktadır. Bu durumda yatırımcılar paranın portföy içerisindeki payını azaltmakta, finansal varlıkların payını ise artırmaktadır. Bireylerin paradan diğer finansal varlıklara yönelmesi (Tobin and Brainard, 1963: 386) sonucu finansal varlıkların değeri yükselirken faiz oranları düşmektedir. Bu gelişme firmaları yeni tahvil ihraç etme yönünde teşvik etmektedir. Elde edilen fonların yatırımlara kanalize edilmesi halinde para politikasındaki değişimler reel ekonomiye yansımış olmaktadır (Vickers, 1985: 565-566. Günsel, 1999: 70).

III. Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması

Monetarist görüşte aktarım mekanizmasının mantığını, para arzındaki artışların portföy içerisindeki varlıkların bileşimini etkileyerek toplam talebi doğrudan arttırması oluşturmaktadır(Palley, 1997: 109). Burada para talebinin önemine vurgu yapılmakta ve bunun varlık fiyatları üzerindeki etkisi dikkate alınmaktadır (Rabin and Yeager, 1997: 298). Friedman Yeni Miktar Teorisi'ni geliştirerek parasal aktarım mekanizması görüşünün gelişimine öncülük yapmıştır. Bu çerçevede önce Monetarist açıklamaların temelini oluşturan "Yeni Miktar Teorisine" yer verilmekte, ardından bu uzantıda oluşan ve portföy teorisinin farklı bir kolu olarak nitelendirilen "Nispi Fiyatlar Teorisi" incelenmektedir.

A. Yeni Miktar Teorisi

Klasik miktar teorisinin zayıf yönlerinin bulunduğu yönündeki eleştiriler Friedman'ın miktar teorisini yeniden yorumlamasına neden olmuştur. Friedman bir taraftan parasal aktarım sürecini açıklarken, diğer taraftan hipotezini geniş ampirik bulgulara dayandırmıştır. Friedman her şeyden evvel nominal ve reel para miktarı arasında ayırım yapmaktadır; nominal para miktarı (M) fiyat düzeyi ile deflate edildiğinde reel para miktarı (M_R) elde edilmektedir.

$$M_R = M / P \quad (1)$$

Friedman ABD ile ilgili yaptığı çalışmalarında, nominal para arzının esasen merkez bankası tarafından belirlendiği sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte reel para miktarını iktisadi ajanlar belirlemektedir. İktisadi ajanlar veri reel gelir düzeylerinde belirli bir reel ankes tutmayı arzulamaktadır. Bu kararları ile aynı zamanda harcama düzeyleri hakkında da karar vermekte ve böylece mal arzı veri iken fiyat düzeyini belirlemiş olmaktadır. Dolayısıyla reel para

miktarı tanımından(Eşitlik 1), nominal para miktarı veri iken iktisadi ajanların reel para miktarını belirledikleri sonucu ortaya çıkmaktadır. O halde reel para miktarı para talebi teorisi ile açıklanmaktadır. Friedman'ın para talebi fonksiyonunu aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür (Issing, 2003: 150);

$$M_D / N_P = f(Y/N_P) \quad (2)$$

(2) eşitliğinde nüfus artışı ile reel gelirdeki⁴ değişimler dikkate alınmaktadır. Buna göre, kişi başına tutulmak istenen reel ankes miktarı (M_D / N_P), kişi başına düşen reel gelirin bir fonksiyonudur⁵.

Bir ekonomide parasal denge para talebinin para arzına eşit olması şeklinde tanımlanmaktadır. Parasal dengenin örneğin para arzındaki artış nedeniyle bozulması sonucu gelir ve fiyatların her ikisinde de artış ortaya çıkmaktadır(Hafer, 2001: 14). Şöyle ki; merkez bankasının para arzını arttırması halinde parasal denge bozulmakta, eldeki fiili para miktarı tutulmak istenen miktarın üzerine çıkmaktadır. Bu durumda iktisadi ajanlar, harcamalarını arttırmak suretiyle ellerindeki fazla ankesi azaltmaya çalışmaktadır. İlave mal talebi fiyatları ve üretimi arttırmaktadır. Üretim ve böylece milli gelirin artması bir taraftan reel para talebini arttırırken, diğer taraftan fiyat artışları nominal para miktarının reel değerini azaltmaktadır⁶. Bu şekilde gerçekleşen bir uyum sürecinin ardından yeniden dengeye ulaşılmaktadır(Issing, 2003: 150-151).

Yeni Miktar Teorisinin özellikleri ve işleyişi hakkında yapılan bu açıklamalardan sonra özetle şu çıkarsamayı yapmak mümkündür. Para miktarındaki değişme ile başlayıp, milli gelir ve fiyat düzeyi üzerinde meydana getirdiği etkiye kadar işleyen süreç ile “Yeni Miktar Teorisi” parasal aktarım mekanizmasına ilişkin bir hipotez ortaya koymaktadır(Issing, 2003: 152).

B. Nispi Fiyatlar Teorisi

Parasal aktarım mekanizmasının açıklanması doğrultusunda Monetarist iktisatçıların ortaya koyduğu diğer bir yaklaşım Nispi Fiyatlar Teorisidir. Brunner ve Meltzer bu yaklaşıma katkı sağlayan başlıca iktisatçılar arasında yer almaktadır⁷. Nispi fiyatlar teorisini Friedman'ın miktar teorisinden ayıran özellik, para arzı ve para talebi arasında dengeyi kuran süreçleri daha ayrıntılı bir şekilde açıklamasıdır (Paya, 1998: 94).

Nispi fiyatlar teorisinde halkın sahip olduğu portföye vurgu yapılmaktadır. İktisadi ajanlar portföyelerini, her birinden belirli bir gelir elde ettiği çeşitli varlıklar arasında paylaşmaktadır. Likiditesi yüksek bir satın alma aracı olarak para, daha genel bir varlık türü olarak kabul görmekte ve diğer varlık türleri parayı ikame etmektedir. Portföy yapısı içinde paranın ağırlığı ile ilgili karar verilirken diğer varlıklara kıyasla fayda ve maliyet analizi yapılmaktadır. Her bir varlık türünden sağlanan marjinal getiriler birbirine eşit olduğunda optimum bir portföy sağlanmış olmaktadır(Vicker, 1985: 565). Dolayısıyla para talebi toplam servetin yanında servet içerisindeki unsurların getirisine de bağlı bulunmaktadır.

Optimal bir portföy oluşturulduktan sonra her bir varlığın getirisindeki değişme portföyün yeniden düzenlenmesine neden olmakta ve bu süreçte para talebi etkilenmektedir. Örneğin hisse senedi ve sabit faizli tahvilin getirisindeki bir artış, para tutmanın alternatif maliyetini artırdığı için para talebinde gerilemeye yol açmaktadır(Nickel und Wesselman, 2003: 64). Bu çerçevede Friedman'ın Yeni Miktar Teorisinde belirtilen beş varlık türünün portföy içerisindeki paylarının toplamı daima 1'e eşit olacaktır(Nolte, 2003: 56)⁸:

$$W = M + B + E + G + H \quad (3)$$

İktisadi ajanların her biri portföydeki varlıkların payını maksimum gelir sağlayacak, yani optimal bir portföy oluşturacak şekilde düzenleyecektir. Her bir varlığın reel marjinal getiri oranı (r_j) birbirine eşit olduğunda portföy optimizasyonu sağlanmış olacaktır:

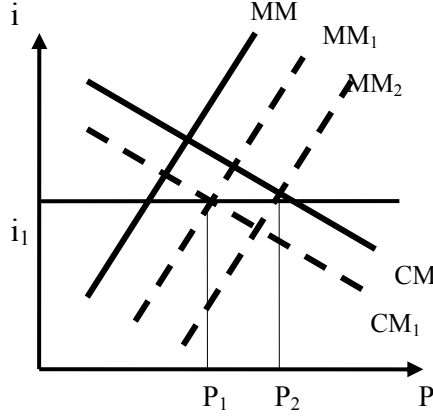
$$r_M = r_B = r_E = r_G = r_H \quad (4)$$

Bu şekildeki bir optimal varlık yapısı merkez bankasının uyguladığı para politikası sonucu bozulmaktadır. Örneğin genişlemeci bir para politikası uygulamaya karar veren merkez bankasının piyasadaki menkul kıymet satın alması bir taraftan bunların fiyatlarını arttırırken, diğer taraftan faizleri düşürmektedir. Menkul kıymet satanların ellerindeki para miktarının artması paranın marjinal getirisinin azalmasına ve dolayısıyla portföylerin yeniden düzenlenmesine yol açmaktadır⁹(Nolte, 2003: 56).Bu aşamada finansal varlıkların nispi fiyatlarındaki değişimler mal piyasasına yansımaktadır. Şöyle ki; fiyatları yükselen finansal varlıklarla, fiyatları nispeten düşen reel varlıkların ikamesi başlamaktadır. Talebin reel varlıklara yönelmesi bunların fiyatını arttıracak için, üretim maliyetlerinde değişiklik olmadığı sürece, yeni üretim yapmak cazip hale gelmektedir. Diğer taraftan azalan faizler nedeniyle faize duyarlı yatırım ve tüketim harcamaları teşvik edilmiş olmakta ve süreç daha da kuvvetlenmektedir(Günsel, 1999: 71-72. Paya,1998:96. Nolte, 2003: 57). Böylece toplam talep genişlemekte ve ekonomi canlanmaktadır.

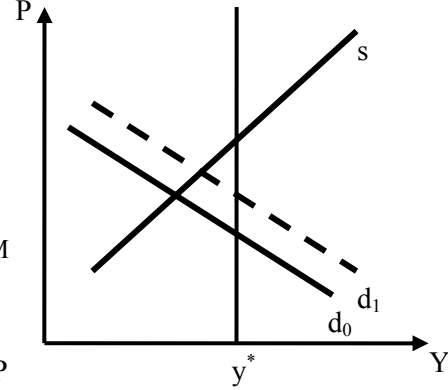
Meltzer, nispi fiyatların karşılıklı etkileşimini göstermek amacıyla üç varlık kullanmıştır(Meltzer, 1995: 53-54);

1. Mübadele aracı işlevi gören para, M
2. Nominal getirisi faiz (i) olan Tahvil

3. Reel varlıklar. Reel varlıkların bir fiyatı bulunmaktadır, P. P içerisinde değişik reel varlık fiyatları -konutlar, dayanıklı tüketim malları, üretici sermayesi- girmektedir.



Şekil 2: Varlık Piyasasında Denge



Şekil 3: Üretim Piyasasında Denge

İktisadi ajanlar bu üç varlığın karışımından oluşan optimal bir portföy düzenlemektedir. Portföy içerisindeki varlıkların birbirini ikame edebildiği ancak bunun tam bir ikame olmadığı kabul edilmektedir. Portföy dengesinin sağlanması için nispi fiyatın belirlenmesi gerekmektedir. Şekil 2'de MM ve CM eğrilerinin kesiştiği nokta portföy dengesinin veya varlık piyasası dengesinin sağlandığı yerdir. MM para piyasası için, CM menkul kıymet veya tahvil piyasası için gerekli denge ilişkisini ifade etmektedir. MM ve CM eğrilerinin konumu eldeki varlık miktarı, üretim düzeyi, fiyatlar ve beklentilere göre belirlenmektedir. Bu değerlerdeki değişimler varlık talebini değiştirmek suretiyle MM ve CM'in konumunu da değiştirmektedir. Görüldüğü gibi aktarım süreci varlık piyasası üzerinden gerçekleşmektedir. Örneğin merkez bankasının açık piyasa işlemi yapması para ve menkul kıymet miktarında eş zamanlı bir değişmeye neden olmaktadır. Açık piyasa alımları bir taraftan parasal tabanı arttırırken, diğer taraftan da bankalar ve halkın borç miktarını azaltmaktadır (Meltzer, 1995: 54).

Şekil 2'de aralıklı çizgiler ile gösterilen eğriler açık piyasa işlemlerinin etkisini göstermektedir. Merkez bankasının piyasadan menkul kıymet alması sonucu halkın elindeki para miktarı artmakta ve MM sağa kaymaktadır (MM₁). Bunun yanında servet sahiplerinin ilave parayı tahvil ve reel sermaye alımında kullanması bir taraftan faiz oranını düşürürken diğer taraftan da varlık fiyatlarını yükseltmektedir. Açık piyasa işlemleri ve bunun sonucunda faiz oranının düşmesi, servet sahiplerinin portföylerinde daha az menkul kıymet bulundurmasına neden olmakta ve böylece CM eğrisi sola kaymaktadır (CM₁).

MM₁ ve CM₁'in kesiştiği nokta, (i₁, P₁), portföy dengesinin yeni yeridir. Para arzındaki artış ve menkul kıymet arzındaki azalma faiz oranını düşürmüş ve menkul kıymet fiyatlarında artış olmuştur. Nitekim ampirik çalışmalar açık piyasa alımlarının varlık fiyatlarını yükselttiğine, satışların ise fiyatları düşürdüğüne işaret etmektedir. Özetle burada açık piyasa alımları sonucu faiz

oranının azaldığı, varlık fiyatlarının arttığı ve sonuçta portföy dengesinin yeniden kurulduğu süreç gösterilmiştir. Bununla birlikte üretim piyasalarında denge henüz kurulmamıştır. Bir taraftan reel varlıkların fiyatlarının yükselmesiyle birlikte yeni üretimin nispeten karlı hale gelmesi, diğer taraftan sermayenin marjinal verimi sabitken, piyasa faiz oranındaki düşüşün üretim maliyetini azaltması üretim artışını teşvik etmektedir (Meltzer, 1995: 57).

Şekil 3'te d toplam talebi, s ise toplam arzı göstermektedir. Üretilen malların fiyatı dikey ekseninde P ile ve üretim miktarı yatay ekseninde y ile ifade edilmektedir. y^* tam istihdam üretim düzeyini göstermektedir. Açık piyasa işlemleri sonrası varlık piyasasında meydana gelen değişme, üretim piyasasındaki dengeyi bozmaktadır. Toplam talep eğrisi sağa kaymakta (d_1), fiyat ve üretim düzeyi artmaktadır. Üretim piyasasının bu tepkisi; para, tahvil ve reel sermaye talebini yeniden değiştirmektedir. Şöyle ki; fiyat ve üretim düzeyinin artması işlem amacıyla daha fazla para talep edilmesine neden olmaktadır. Böylece varlık fiyatları ve faiz oranı değişmekte ve toplam talep nispi fiyatlardaki yeniliklere tekrar tepki göstermektedir (Meltzer, 1995: 57).

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde Nispi Fiyatlar Teorisi ile ilgili şu noktaların altının çizilmesi önemlidir (Nolte, 2003: 57, 62, 64);

1. Aktarım süreci para ve tahvil miktarındaki değişme ile başlamakta ve zamanla üretim piyasasına yansımaktadır. Bu aşamaların farklı yönlerde gerçekleşmesi de mümkündür.

2. İktisadi ajanların rasyonel davranmaması veya en azından bir kısmının kar amaçlı hareket etmemesi halinde etki zamanla kaybolmaktadır.

3. Kredi veren kurumların aşırı rezerv kullanımları halinde para politikasının etkinliğinde azalmalar olabilir. Ayrıca bilgi ve işlem maliyetinin yüksek olması, daha önce yapılmış sözleşmeler ve beklenti hataları gibi unsurlar da varlık portföyünün ayarlanmasında gecikmelere neden olabilir.

4. Burada kapalı bir ekonomi sınırlaması yapılmıştır. Açık bir ekonomide portföye döviz kuru değişkeni de dahil edilmelidir. Ayrıca finansal araçların yabancı piyasalara girmesi para politikasının etkinliğini azaltacaktır.

C. Ampirik Bulgular ve Öneriler

Monetarist iktisatçılar açısından önemle bahsedilmesi gereken noktalardan birisi de hipotezlerini ampirik bulgulara dayandırmış olmalarıdır. Friedman ve Schwartz, ABD'deki parasal değişmelerin etkilerine ilişkin yaptıkları bir çalışmada para miktarı artış oranı ile reel iktisadi büyüme oranı arasında büyük ölçüde paralellik bulunduğu ve etkinin belirli bir gecikmeyle ortaya çıktığı sonucuna ulaşmıştır. Friedman ve Schwartz böylece, parasal büyümeden reel büyümeye bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu şeklindeki teorik düşüncelerine ampirik teyit elde etmiştir (Friedman and Schwartz, 1963: 676)¹⁰.

Monetarist analizlerde üzerinde durulan başka bir nokta da para miktarındaki değişmelerin kalıcı veya geçici olup olmadığıdır. Para miktarında

beklenmeyen bir artışı enflasyonun başlangıcı görenler ile geçici olarak algılayanlar farklı tepki gösterecektir. Parasal değişmelerden haberdar olmayanların tepkisi de yine farklı olacaktır. Dolayısıyla parasal değişme karşısında iktisadi ajanların bir kısmı hisse senetlerine veya reel varlıklara yönelirken, diğer bir kısmı banka mevduatlarına yönelebilecektir. Diğer bir kısmı ise, değişmelerin geçici olduğuna inandıkları veya kararsız oldukları için daha fazla bilgi beklemeyi tercih ederek tepkisiz kalacaktır (Meltzer, 1995: 52 53).

Bu genellemeler Monetarist iktisatçıları, belirsizliği azaltmak ve ekonomide istikrarlı bir büyüme sağlamak için para arzının sabit bir oranda arttırıldığı bir politikayı savunmaya yöneltmiştir(Friedman, 1991: 18). Önceden bildirilen bir kural belirsizliği azaltacak ve nispi fiyatlar ve servetin değerindeki dalgalanmaları arttıran yanlış algılama ve beklenti hatalarını ortadan kaldıracaktır(Meltzer, 1995: 50).

IV. Sonuç

Keynesyen görüşte para politikası faiz oranlarındaki değişmeler yoluyla reel ekonomiye aktarılmaktadır. Para arzındaki bir azalma faiz oranlarını ve dolayısıyla borçlanmanın maliyetini yükseltmektedir. Böylece üreticilerin sermaye mallarına ve tüketicilerin dayanıklı tüketim mallarına yaptıkları harcamalar azalmaktadır. Para arzı genişlediğinde ise faiz oranları düşmekte ve toplam harcamalar yükselmektedir. Üretim miktarı da bu harcamalarla birlikte değişmektedir. Monetarist görüşte de yine para politikası reel ekonomi üzerinde önemli etkiler doğurmaktadır. Yani para önemlidir. Para politikasındaki değişmeler varlıkların nispi fiyatları ve dolayısıyla portföy bileşimini değiştirmek suretiyle reel ekonomiye aktarılmaktadır. Ancak bu etki kısa vadede söz konusudur. Uzun vadede nispi fiyatlar ve reel milli gelir aynı kalırken, fiyat düzeyi para miktarı ile aynı oranda değişmektedir. Diğer bir ifadeyle para politikası üretim üzerinde geçici, fiyatlar üzerinde kalıcı etkiler doğurmaktadır.

Sonuç olarak Keynesyen ve Monetarist görüşte parasal aktarım mekanizmasının farklı yönlerini şu şekilde özetleyebiliriz.

1. Keynesyen görüşte para ve tahvil olmak üzere sadece iki varlık hesaba katılırken, Monetarist görüş reel varlıkları da hesaba katmaktadır.
2. Keynesyen görüşte para politikasının reel ekonomiye aktarımı faiz oranı üzerinden işlemektedir. Monetarist görüşte ise para politikası portföyde yer alan varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek suretiyle reel ekonomiyi etkilemektedir.

Kaynaklar

Ben Bernanke. (1993) "Credit in the Macroeconomy", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Newyork, 18 (1), ss.50 70.

- Bofinger, Peter. Julian Reischle und Andrea Schächter. (1996), Geldpolitik: Ziele Institutionen Strategien und Instrumente, Verlag Franz Vah.,München.
- Brunner, Karl ve Allan H. Meltzer. (1988) "Money and Credit in the Monetary Transmission Process", *American Economic Review*, 78 (2), ss.446 451.
- Buiter, Willem H. (2003) "James Tobin: An Appreciation of His Contribution to Economics", *Economic Journal*, 113 (November), ss.585 631.
- Felderer, Bernhard und Stefan Homburg. (1994), Makroökonomik und neue Makroökonomik, 6. Auflage, Springer-Verlag, Berlin.
- Friedman, Milton.(1997) "John Maynard Keynes", *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, 83/82 (Spring), ss. 1 23.
- Friedman, Milton and Schwartz, Anna J. (1963), A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton University Pres, Princeton.
- Friedman, Milton. (1991) "The Counter- Revolution in Monetary Theory", *Monetarist Economics* , Basil Blackwell Inc., ss. 1 20.
- Günsel, Erol Erkan. (1999) "Parasal Ekonomi-Reel Ekonomi İlişkileri ve Parasal Aktarım Mekanizması", *İktisat İşletme ve Finans*, Mayıs, ss. 62 74.
- Hafer, R. W. (2001) "What Remains of Monetarism?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 4 Quarter, ss. 13 33.
- Hetzl, Robert L. (1993) "A Quantity Theory Framework for Monetary Policy", *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, 79 (3), ss.35 47.
- Hiç, Mükerrerem. (1994), Para Teorisi ve Politikası, 9. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Issing, Otmar.(2003), Einführung in die Geldtheorie, 13. Auflage, Verlag Franz Vahlen, München.
- Işık, Sayım. (2003) "Keynes Para Arzının Belirlenmesinde bir Endojenist miydi?", *Ekonomik Yaklaşım*, 44 46, ss. 71 106.
- Keynes, John Maynard. (1980), İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi, Çev: Asım Baltacıgil, Minnetoğlu Yayınları, İstanbul.
- Krugman, Paul R. (1998) "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 , ss. 137 205.
- Lensink, Robert and Elmer Sterken (2002) "Monetary Transmission and Bank Competition in the EMU", *Journal of Banking and Finance*, 26, ss. 2065 2075.
- Meltzer, H. Allan (1995) "Monetary Credit and (Other) Transmissions Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), ss. 49 72.
- Mishkin, Frederic S. (1995) "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), ss.3 10.

- Nickel, Ingo und Carsten Wesselmann. (2003) “Die Neoquantitätstheorie des Geldes”, *Wirtschaftsstudium*, Januar, ss.62 65.
- Nolte, Florian. (2003), Die Transmission Monetärer Impulse, Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt.
- Orhan, Osman Z. (1995), Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Palley, Thomas.(1997) “Optimal Monetary Policy in the Presence of Monetarist Transmission Mechanism”, *Economics Letters*, 55, ss.109 114.
- Paya, Merih (1998), Para Teorisi ve Para Politikası, 2.Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Rabin, Alan A. and Leland B. Yeager. (1997) “The Monetary Transmission Mechanism”, *Eastern Economic Journal*, 23 (3), ss. 293 299.
- Romer, David. (2000) “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve”, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), Spring, pp.150-151.
- Tobin, James and William C. Brainard. (1963) “Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls”, *American Economic Review*, 53 (2), ss. 383 400.
- Vickers, Douglas. (1985), Money Banking and the Macroeconomy, Prentice-Hall Inc.

Notlar

1. Keynes, “*The Tract on Monetary Reform*” adlı makalesinde miktar teorisinin Cambridge yaklaşımını benimsemiş ve para arzını egzojen olarak ele almıştır. Burada para talebi gelir düzeyiyle ilişkilendirilmekte, para arzı ise tamamıyla para otoriteleri tarafından belirlenmektedir. Ancak Keynes’in daha sonraki çalışmasında paranın endojen olduğunu kabul etmesi Keynes’in endojenistmi yoksa egzojenistmi olduğu yönünde tartışmalara yol açmıştır. (Işık, 2003: 71-73).
2. Keynes bu mekanizmanın işletmenin yatırım kararları üzerinden işlediğini vurgulamıştır. Ancak sonraki çalışmalardan elde edilen sonuçlara dayanılarak konut ve dayanıklı tüketim mali harcamaları da yatırım kararı olarak kabul edilmiştir (Mishkin, 1995: 4).
3. Esasen likidite tuzağı hakkındaki yeni görüşler; bunun meydana gelebileceği yönündedir. Bununla birlikte bu sorun son yıllarda özellikle dünyanın ikinci büyük ekonomisi Japonya’daki gelişmelerle birlikte yeniden gündeme gelmeye başlamış ve Asya’nın diğer ülkelerinde de meydana gelebileceği şeklinde bir kaygıya neden olmuştur (Krugman, 1998: 138).
4. Friedman elde tutulan nakit para miktarını; tatil, eğitim veya dayanıklı tüketim malları gibi lüks mallar sınıfında görmektedir. Bundan dolayı reel gelirdeki artışla birlikte lüks mallarda olduğu gibi para talebinde de genişleme olacağını ileri sürmektedir (Paya, 1998: 91).
5. Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta Friedman’ın gelirden ziyade servet üzerinde yoğunlaşmış olduğudur. Ancak servetin tanımlanması ve ölçülmesi güç olduğu için yerine temsilen geliri kullanmıştır. Bunun gerekçesi olarak sermaye teorisinin temel bir ilkesinden yararlanmış, serveti “gelirin kapitalize edilmiş değeri” olarak tanımlamıştır. Yani servet belirli bir dönemde belirli bir gelir akımı sağlayan varlığın bugünkü değeridir. Friedman sürekli gelir hipotezi çerçevesinde serveti (W); 1. Para (M) 2. Sabit faizli tahvil (B) 3. Hisse senetleri (E) 4. Fiziki sermaye (G) 5. Beşeri sermaye (H) şeklinde beş değişik varlık türüne ayırmıştır. Bu çerçevede ele alındığında reel para talebi denklemini şu şekilde yazmak mümkündür; $M / P = f [\{ r_b, r_e, (1/P \times dP/dt), H \} y]$. Para talebi; sırasıyla tahvilin getirisi, hisse senedinin getirisi, beklenen enflasyon oranı, toplam servetin bir parçası olarak beşeri sermayenin beşeri olmayan sermayeye oranı ve reel gelirin bir fonksiyonudur. Belirtilmesi gereken diğer bir nokta da gelirin

burada cari geliri değil, buna göre daha istikrarlı bir büyüklük olan ve geçmiş gelir, bugünkü gelir ve gelecek dönemde beklenen gelirin bir ortalaması olan sürekli geliri temsil etmekte olduğudur. (Hiç, 1994: 374. Paya, 1998: 92. Nickel und Wesselman, 2003: 63-64).

6. Merkez bankasının para arzını azaltması halinde ise iktisadi ajanların ellerindeki para miktarı arzulan miktarın altına düşmekte ve harcamalar kısılmaktadır. Buna bağlı olarak fiyatların düşmesi reel para miktarının yükselmesine ve reel gelirin gerilemesi reel para talebinin azalmasına yol açmaktadır.

7. Monetarizmin temsilcileri arasında “Yeni Miktar Teorisi Monetarizmi” ve “Nispi Fiyatlar Teorisi Monetarizmi” şeklinde bir ayırım da yapılmaktadır (Felderer und Homburg, 1994: 247).

8. Basitleştirmek amacıyla burada kapalı bir ekonomi dikkate alınmaktadır. Açık bir ekonomide Monetarist aktarım sürecinde yer alan nispi fiyatlardan bir tanesi de döviz kuru olacaktır. Uluslar arası ticaret ve sermaye hareketleri hacmine bağlı olarak ulusal ve yabancı mallar ile varlıklar arasındaki ikame ilişkisi artacaktır (Meltzer, 1995: 50).

9. Menkul kıymet satanların bankalar olması halinde ise rezervlerinde artış ortaya çıkmakta ve bankalar bu fazlalığı kredi vererek veya menkul kıymet olarak yeniden azaltmaya çalışmaktadır

10. Burada belirtilmesi gereken bir nokta da Friedman ve Schwartz’ın hipotezinde para arzındaki ancak büyük değişmelerin gelirden değişmelere yol açacağıdır (Hetzl, 1993: 42 43)