

SERVET ETKİSİ VE ÖNEMİ

Yrd. Doç. Dr. Hasan KAZDAĞLI (*)

1. Makroekonomik Analizde Servet Etkileri

Makro ekonomi teorisi bir analitik sıralama olarak kısa dönem ve uzun dönem ayrımlarını yaygın bir biçimde kullanır. Buradaki "dönem" kavramı doğrudan takvim zamanına dönüştürebilecek bir kavramdan ziyade, ekonomik değişkenlerin nispi uyum hızları konusundaki ampirik yargılara dayanan bir zaman uzunluğunu tanımlamaktadır. Bu noktada şunu belirtebiliriz ki, geleneksel IS/LM makro iktisadi yapıdaki soyutlamalarla bir kısa dönem teorisi niteliğini açık olarak kazanmış durumdadır. Hatta yaşanan tecrübenin ışığında, sözkonusu soyutlamalarla bu teorinin bir "çok kısa" dönem teorisi olarak sınıflandırıldığını görüyoruz. Son yıllarda gerçekleştirilen birçok teorik ve ampirik ilerlemeler daha ziyade bir yandan geleneksel analizin "sabit tuttuğu" ekonomik değişkenlerin önemi ve zaman formunu incelerken diğer yandan da analizi, bu değişkenlerin tepkisi ve yarattığı geri-bildirimleri (feed-backs) kapsayacak şekilde genişleterek bu durumda modelin alacağı yeni özelliklerin neler olduğunu araştırmaya yönelmiştir.

Geleneksel IS/LM analizinin temel soyutlamalarından biri, bu modelde fiziksel ve mali asset stoklarının veri alınıp esas olarak akım dengelerinin belirlenmesiyle ilgilenilmesidir. Bu akım dengelerinde stok değişkenlerdeki değişimler sürmesine rağmen, yapılan soyutlamayla stoklardaki bu değişimlerin yarattığı etkiler ihmal edilmektedir. Buna neden olarak da, modelde kullanılan zaman periyodunun stoklardaki değişimlerden gelen bu geri-bildirimlerin ihmal edilmesine imkân verecek kadar kısa olması gösterilmektedir. Ancak geleneksel analizin yürütüldüğü kısa dönem, sözkonusu stok değişimlerinin etkilerinin dikkate alınmasına yetecek kadar uzundur. Eğer stoklardaki bu değişimler analiz dışı bırakılırsa yukarıda da belirttiğimiz gibi geleneksel analiz bir "çok kısa dönem" teorisi haline dönüşür.

Geleneksel analizin bu eksikliği asset birikiminin etkilerini açık bir şekilde inceleyen oldukça geniş miktarda çalışmada

(*) Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi.

eleştirilmiştir. Daha sonra Brainard ve Tobin ve May (1) gibi iktisatçılar tutarlı stok-akım makro modellerinin oluşturulması konusunda çalışarak geleneksel analizin bu yönde genişletilmesine çaba harcamışlardır. Bu çalışmalarda, özel kesim net servetindeki değişmelerin yarattığı etkilere (servet etkileri) de dolaylı olarak geniş yer verilmiştir. Diğer taraftan, servetle ilişkilendirilmiş tüketim ve harcama fonksiyonlarını içeren makroekonometrik modellerde stok değişmelerinin yarattığı geri-bildirimler daha açık bir şekilde yer almıştır (2).

Geleneksel IS/LM analizinin yaptığı soyutlamalara yeniden dönelim. Standart IS/LM modeli esas olarak bir mal piyasası, bir para piyasası ve bir de Walras Kanunu gereğince atılmış tahvil piyasasını gözönüne alır ve para talebi ve harcama fonksiyonlarında servet etkilerine yer vermez. Dolayısıyla, modeldeki zımnî tahvil talep fonksiyonu birime eşit bir servet esnekliğine sahiptir. Bunun anlamı özel kesimin net servetinde ortaya çıkacak bir artışın harcama ve para talebi davranışları üzerinde herhangi bir etki yaratmadan tümüyle tahvil stokunun artmasına yansıtacağıdır. Bir başka ifade ile özel sektör, net servetindeki artışın tümünü elindeki tahvillerin miktarını arttırarak absorbe edecektir. Bu durumda, örneğin hükümet bütçedeki açığı tahvil satışları ile finanse ettiği sürece IS/LM modelinin tanımladığı akım dengesinde herhangi bir bozulma görülmez.

Bu soyutlamayı gerçekçi kabul etmek mümkün değildir, zira bu durumda özel kesim net servet-gelir oranının özel kesim harcamalarında herhangi bir değişikliğe yol açmadan sınırsız olarak değişebileceğini varsaymamız gerekir. Bir başka ifade ile, insanların servetleri sürekli olarak artarken harcamalarında ve para taleplerinde hiç bir değişiklik olmayacağını kabul etmemiz gerekir.

Geleneksel modeldeki bu tutarsızlığı önlemek için harcama fonksiyonu ve para talebi fonksiyonlarından birine veya her ikisine birden servet etkilerini dahil etmek tutarlı olacaktır. Para talebi fonksiyonunda servet etkisinin yer alması, sürekli olarak tahvil miktarının arttırılmasının ancak para piyasasında sürekli bir değişme ile mümkün olabileceği anlamına gelir. Doğal olarak, para piyasasındaki sürekli değişme mal piyasasında da değişiklik yaratacaktır. Harcama fonksiyonundaki servet etkisi de servetteki değişmelerin harcamalar üzerindeki etkilerini gösterir. Asset

(1) W. Brainard and J. Tobin, "Pitfalls in Financial Model Building", **American Economic Review, Papers and Proceedings**, v. 58, 1968;

J. May, "Period Analysis and Continuous Analysis in Patinkin's Macroeconomic Model", **Journal of Economic Theory**, v. 2, 1970.

(2) J.S.E., Laury, G.R. Lewis and P.A. Ormerod, "Properties of Macroeconomic Models of the UK Economy: A Comparative Study", **National Institute of Economic Review**, no: 83, 1978.

stoklarındaki değişmelerin harcama ve para talebi davranışı üzerindeki etkilerini ele alan servet etkisi kavramının analize sokulması, 1970'li yıllardan itibaren elektronik bilgisayarların ampirik çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaya başlaması ve iktisadi hayat ile ilgili verilerin daha güvenilir bir şekilde ve sık aralıklarla kullanıcıya sunulması ile hızlanmıştır. Ampirik çalışmalardan elde edilen ilk bulgular konunun akademik bir egzersiz olmayıp uygulama açısından önemli sonuçlar doğurduğunu göstermiştir.

Geleneksel Keynesci analizin bu yeni gelişmelerle genişletilmesi doğal olarak yeni tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Tartışmanın odak noktası, servet etkisine neden olan özel kesim net servetinin hangi assetlerden oluştuğudur. Net servet tanımına para ve vadesiz mevduatların dahil edilmesi konusundaki tartışmaya, bütçe açığının finansmanı için çıkarılan devlet tahvillerinin net servet sayılıp sayılmayacağı tartışması da eklenmiştir. Özellikle devlet tahvilleri ile ilgili husus, giderek Monetarist-Keynesci tartışmasında yeni bir platform oluşturur duruma gelmiştir.

Makroiktisat politikaları alanında da benzer bir gelişme görülmektedir. Son zamanlarda Batı ekonomilerinde yaygınlık kazanan bütçe açıkları ve bu açıkların finansman metodları ilgi odağı durumundadır. Geleneksel Keynesyen analiz bütçe açıkları ve özellikle finansman yöntemlerinin etkilerini kapsam dışı bırakmıştı. Bu etkileri, açığa yol açan birinci tur etkilerle birlikte analiz edebilmek için, servet etkileri bu alana uygulanmıştır. Bu amaçla, geleneksel modele bir bütçe kısıtlaması eklenmiş, ayrıca harcama ve para tutma fonksiyonlarına net servet bir açıklayıcı değişken olarak sokulmuştur. Böylece, örneğin kamu harcamalarının kamu gelirlerinin ötesinde artırılmasının ekonomide yarattığı çoğaltan etkisi yanında, sözkonusu harcamanın finansman biçiminin ikinci turda yarattığı çoğaltan etkisi birlikte analiz edilerek ekonominin kalıcı bir denge olan akım/stok dengesine ulaşma koşulları incelenmeye başlanmıştır. Bu arada, bütçe açıklarının özel kesimde **crowding-out** etkisi yaratmasını önleyecek uygun finansman politikalarının tespiti konusu gündeme gelmiştir. Bu alanda da bir Monetarist-Keynesci tartışmasının başladığı görülmektedir. Monetaristler, bütçe açıklarının parayla finanse edilmesini para politikası sayarak, bu politikanın ekonomideki genişletici etkisinin tahville finansmana göre daha büyük olduğunu ileri sürmektedirler. Buna karşılık, Keynesci çizgideki iktisatçılar, sistemi kararlı bir dengeye yöneltmesi koşuluyla, tahville finansmanın parasal finansmandan daha genişletici olabileceğini söylemektedirler (3).

(3) Ayrıntılı bilgi için bak. H. Kazdağlı, "Makroekonomik Modellerde Servet Etkileri ve Bütçe Kısıtlaması: Teori ve Politikalar", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, H.Ü., 1986, Bölüm IV.

İlk ortaya atıldığında "akademik bir egzersiz" olarak nitelendirilerek adeta küçümsenen ve bu nedenle çoğu kez analiz dışı bırakılan **servet etkisi**, günümüzde iktisadi analizinin önemli kavramlarından biri durumundadır. Servet etkisinin ortaya çıkışı ve kaynaklarını kapsamlı bir biçimde ele alıp değerlendirmek çeşitli makro modellerde bu etkiye atfedilen değişmelerin birbirinden ayırt edilebilmesi ve uygun iktisat politikaları oluşturulabilmesi bakımından yararlı olacaktır. Bu makalenin izleyen kısımlarında böyle bir girişimde bulunulmaktadır.

2. Servet Etkisinin Doğuşu: Tarihsel Perspektif

J.M. Keynes 1936'da yayınladığı **Genel Teori**'sinde (4) ekonomilerin yalnızca tam istihdamda değil aynı zamanda düşük istihdam durumunda da dengeye gelebileceğini ileri sürmüştür. Keynes, Klasik Teoriyi temelden sarsan bu görüşünü belirtirken sadece 1929'da başlayan ve yedi yıl kadar süren Büyük Bunalım ve aynı dönemde İngiltere'de 10 yıl devam eden yüksek işsizlik olgusunun sağladığı ampirik bulgulara dayanmayıp, teorik olarak formüle edilebilen kararlı bir gayri-iradi işsizlik durumunu ortaya koymuştur. Genel Teori'nin ilk üç bölümünde emek ve diğer üretken kaynaklarda ortaya çıkan arz fazlasını (ya da talep noksanlığını) otomatik olarak ortadan kaldıran bir piyasa mekanizmasının varlığı reddedilmektedir. Keynes bu ünlü eserinde söz konusu mekanizmanın, fiyat sistemine yanlış bazı devlet müdahaleleri (asgari ücret ve benzerleri gibi) veya ticareti kısıtlayıcı özel birtakım birleşmeler (sendikalar ve sanayi kartelleri gibi) gibi nedenlerle tam olarak işlemediğinden söz etmemekte, bizi böyle bir mekanizmanın rekabetçi bir ekonomide var olmadığını ifade etmektedir. Onun eleştirdiği, Klasik İktisadın temel dayanağı olan rekabetin, bütün piyasalardaki arz ve talep fazlalarını ortadan kaldıracak şekilde fiyatları değiştireceği inancıdır. Dahası, piyasalarda çeşitli nedenlerle ortaya çıkan arz talep dengesizliğinin fiyat değişimleri yoluyla yeniden sağlanması uzun zaman gerektiren bir uyum süreci de değildir, zira Keynes böyle bir uyum mekanizmasının var olmadığını ileri sürmektedir.

Gerçekte, Klasik İktisat literatürü içinde Keynes'in Genel Teorisinde "hatalı ortadoks düşünce" olarak adlandırıp, eleştirdiği Klasik İktisadi tam anlamıyla temsil eden bir pasaj bulmak çok zordur. Birçok yazarın da belirttiği gibi Keynes, kendisi, somut olarak belirli bir kişi veya ekole tekabül etmeyen temsili bir "Klasik İktisatçı" tanımlamıştır. Burada kısaca Keynes'in ve Keynesci yaklaşımın sonraki temsilcilerinin karşı olduklarını söyledikleri Klasik Yaklaşımı ana hatlarıyla tanımlamakta yarar görüyoruz (5).

(4) J.M. Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, New York: Harcourt, Brace and World Inc., 1964.

(5) Bu kısım için M.J.C. Surrey, **Macroeconomic Themes, Edited Readings**, Oxford Univ. Press, Oxford, 1975. ss. 1-3'den yararlanılmıştır.

İlk olarak, analizin ilgili kısımları "kısa dönemi" kapsamaktadır. Kısa dönemden kasıt ekonomide net yatırımların gerçekleşiyor olmasına karşılık sermaye stokunda meydana gelen büyümenin etkisi ihmal edilebilir. Verilen bir dönemde "emek", homojen bir mal (ki şu an için bu malın tüketim malı veya yatırım malı olarak kullanılabilceğini varsayıyoruz) üretmek için mevcut sermaye stokuna uygulanır. Arzı "otoriteler"ce kontrol edilen bir para stoku mevcuttur ve bu stok yalnızca ekonomide gerçekleşen muameleleri finanse etmede kullanılır. Dolayısıyla ekonomide dikkate alınan üç piyasa vardır: emek piyasası, mal piyasası ve para piyasası. Emek piyasasında arz reel ücretin artan bir fonksiyonu olarak alınır. Talep tarafında ise, tamamen mükemmel rekabetçi koşullar varsayılır ve kârlar maksimize edilir. Sermaye stoku (ve teknoloji) veri iken reel hasıla, yalnızca istihdam seviyesine bağlıdır. İstihdam ve dolayısıyla hasıla emeğin marjinal fiziksel ürününün reel ücret haddi ile eşitlendiği noktaya kadar çıkarılır. Azalan verimler yasası altında emeğin marjinal fiziksel ürünü, veri sermaye stokuna daha fazla emek uygulandığında düşeceğinden, emek talebi, reel ücrete negatif yönde bağlı olacaktır. Dolayısıyla, arz ve talep şedüllerinin kesiştiği nokta reel ücret, istihdam seviyesi ve reel hasıla seviyesini verir.

Para talebi yalnızca muamelelerin değerine bağlıdır. Kurumsal düzenlemeler ve ödeme alışkanlıklarının değişmediği ve muamelelerin değerinin parasal gelir seviyesi arttıkça artacağı varsayımları altında para talebi sadece gerçek gelir ve genel fiyat seviyesinin çarpımından oluşan parasal gelire bağlıdır. Para arzı ise otoriteler tarafından tayin edilmiş bir seviyede sabittir.

Modelin geri kalan kısmının tek fonksiyonu geliri, tüketim ve yatırım arasında ya da bir başka açıdan bakıldığında tüketimle tasarruf arasında bölüştürmektir. Denge, faiz hadlerindeki değişmeler yoluyla sağlanır. Faiz hadleri düştüğünde, diğer koşullar sabitken, daha fazla yatırım projesinin gerçekleştirilmesi kârlı olacak, diğer taraftan da yüksek faiz hadlerinde tasarruf etmek için daha fazla teşvik ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, tasarruf ve yatırım şedüllerinin kesişme noktası gelirin, tüketim ve tasarruf-yatırım arasındaki dağılımını ve denge faiz hadlerini verir.

Bu basit, klasik model başlıca üç özelliğe sahiptir. Birincisi, yalnızca emek piyasasındaki koşullar reel değişkenlerin (istihdam, hasıla ve reel ücret haddi) değerlerini belirler. Emek arz ve talebi eşitlendiği için işsizlik sözkonusu değildir. Muhakkak ki emek, arz veya talep şedüllerinden birisinde bir kayma ortaya çıkarsa yeni bir denge reel ücreti ve farklı bir istihdam seviyesi görülecektir. Fakat, hâlâ "gayri-iradi" işsizlik anlamında bir eksik istihdam görülmeyecektir. İkinci olarak, paranın modeldeki tek analitik fonksiyonu fiyat seviyesini belirlemektir. Veri tam istihdam seviyesi reel hasılası için fiyat seviyesi o şekilde bir intibak sağlar ki, ekonomide oluşan parasal gelir seviyesinde para talebi para

arzına eşitlenir. Son olarak, faiz haddi parasal olmayan bir olgudur ve yalnızca tasarruf ve yatırım akımlarını eşitlemeye hizmet eder, mesela para arzındaki bir değişmeden etkilenmez. Dolayısıyla sistem, reel ve parasal sektörler olarak ikiye ayrılır. Buna klasik dikotomi adı da verilmektedir. Tobin'in belirttiğine göre Keynes daha sonraki yazılarında klasik iktisadın önde gelen temsilcisi olarak Cambridge Üniversitesinden aynı dönemde meslektaşı olan Profesör A.C. Pigou'yu göstermiştir (6). Keynes gayri-iradi işsizlik dengesi görüşünü başlıca iki temele dayandırmaktadır. Birinci husus, emek piyasasındaki arz fazlası durumunda emeğin fiyatının (parasal ücret) neden düşmeyeceğinin izahına ayrılmıştır. İkinci noktada ise, emek fiyatı düşse bile bunun istihdamı artırmayacağı fikri açıklanmaktadır.

Birinci noktayla ilgili olarak Keynes, işsizlerin, mevcut reel ücretin altında bir ücretten çalışmaya hazır olduklarını işverenlere duyurmak için etkin bir yola sahip olmadığını belirtmektedir. Zira parasal ücret işsizlerin birbirlerine ve halen çalışmakta olan işçilere karşı fiyat kırabileceği bir mezat piyasasında belirlenmemektedir. Parasal ücretin belirlenmesi ya işverenlerin tek taraflı kararları ya da örgütlenmiş veya örgütlü olmayan işçileriyle yaptıkları görüşmeler sonucu gerçekleşir. Her iki durumda da dikkate alınan esas nokta, fabrika kapılarında bekleyen ucuz işgücünün varlığı değil rakip firmalar veya benzeri meslek ve durumlardaki ücret seviyesidir. Halen çalışmakta olan işgücü, bireysel veya kolektif olarak, çalıştığı firmaya özel bir beceri ve tecrübe sahibi olduğu için özel bir üstünlüğe sahiptir. Önemli ölçüde inandırıcı olan bu gözlemlerin birçoğu, daha sonra, zımnî kontrat teorisi ve sermaye teorisi ile ikili monopol teorisinin işçi-işveren ilişkilerine uygulanmasıyla formelleştirilmiştir (7). Bu teoriler, Büyük Bunalım'da olduğu gibi, belirlenmiş ücret kalıplarının neden işsizliğin artmasıyla çok yavaş bir biçimde aşındığını açıklamaktadır. Ancak, bu teoriler parasal ücretlerin hiçbir şekilde erozyona uğramayacağını söylememektedir. Unutmamak gerekir ki, yüksek işsizliği yaratan ekonomik ortam aynı zamanda işverenlerin mevcut işçilerine yüksek ve giderek artan parasal ücretler verme imkânını da sınırlamaktadır. İşçi çıkarmaları, işyeri kapatmaları, iflaslar ve benzeri olayların tehdidi karşısında halen bir işte çalışan işçiler ücretlerinde biraz fedakârlık yapmakla işlerini kaybetmek arasında bir seçim

(6) J. Tobin, **Asset Accumulation and Economic Activity**, Basil Blackwell, Oxford, 1980, s. 2.

(7) Bu konuda geniş bilgi için bakınız.

M.N. Bailey, "Wages and Employment Under Uncertain Demand", **Review of Economic Studies**, January 1974; M.N. Bailey, "On the Theory of Layoffs and Unemployment", **Econometrica**, July 1977; C. Azariadis, "Implicit Contracts and Underemployment Equilibria", **Journal of Political Economy**, December 1977.

yapmak durumunda kalırlar. Büyük bunalım ve yakın geçmişte yaşanan nispeten derin bunalımlarda bu olayın birçok örneğine rastlamak mümkündür. Dolayısıyla, Keynes'in birinci noktası donmuş ücret seviyesini veya ücret artış eğiliminin aşınmasının oldukça zor ve yavaş bir süreç olduğunu vurgulamaktadır.

Düşük istihdam dengesi fikrinin dayandığı ikinci nokta, parasal ücret oranındaki azalmaların mal ve hizmetlere olan toplam talebi arttırmayacağı görüşüdür. Keynes'e göre bunu hem teorik hem de ampirik olarak ispatlamak mümkündür. Keynes fiyatların ücretlerle aynı oranda düşeceğini bu nedenle reel ücretler, reel kâr marjları ve bütün reel değişkenlerin fiyat değişmelerinden etkilenmeyeceğini ifade etmektedir (8). Dolayısıyla, ekonominin reel dengesi (üretim ve istihdam) parasal ücretler ve fiyatlar genel seviyesinden bağımsızdır. Sözkonusu denge, doğal olarak reel ücretlerden bağımsız değildir. İşverenler düşük bir reel ücret seviyesinde daha fazla işçi istihdam etmek isterler ve işçiler de bunu memnuniyetle kabul edebilirler. Ancak, parasal ücretlerin düşmesi toplam reel talebi arttırmadığı sürece düşük bir reel ücret seviyesinde daha fazla emek arz ve talep etmek konusundaki karşılıklı isteğin gerçekleşmesini sağlayacak bir mekanizma bulunmamaktadır. Buna, Keynesçi çıkmaz (the Keynesian Impasse) denir.

Aslında, Keynes'in kendisi bu çıkmazdan bir kurtuluş yolu göstermiştir. Gerçi bu yol, Keynes'in **Genel Teori**'nin birinci bölümünde iddia ediyor görüldüğü "genelliği" önemli ölçüde sınırlamaktadır (9). Keynes'in ortaya koyduğu ve bazen **Keynes Etkisi** olarak adlandırılan bu mekanizma şöyledir: Düşük parasal ücretler, fiyatlar ve gelirlerde para arzı reel hacim olarak ya da Keynes'in kendi ücret birimleri cinsinden daha büyük olacaktır. Bu durumda muamele saiki ile nakit para talebi daha küçük olacaktır. Eldeki nakit stoku fazlası faiz getiren menkul değerlerin fiyatlarını yükseltip, faiz hadlerini düşürecektir. Düşük faiz hadlerinde ise reel yatırımların hacmi büyüyecektir. Böylece, çoğaltan tarafından daha da arttırılan toplam talep, üretimi ve istihdamı genişletecektir. Dolayısıyla, ücret ve fiyat deflasyonu genişletici para politikasına eşdeğer olmaktadır. Bunlardan biri işliyorsa diğlerinin de işlemesi gerekir. İşte bu noktada ünlü likidite tuzağı ortaya çıkmaktadır. Keynes'e göre, likidite tuzağına düşmüş bir ekonomide, ister aktif merkez bankası müdahalesi isterse deflasyonla ortaya çıksın, reel para hacmindeki bir genişleme ekonomi üzerinde etkili olamayacaktır. Zira likidite tuzağında faiz hadleri yatırımlar bakımından inebilecekleri minimum seviyede

(8) F. Modigliani, "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", **Econometrica**, 1944, aynı zamanda M.J.C. Surrey, **Macroeconomic Themes**, a.g.e. içinde s. 42.

(9) Don Patinkin, **Money, Interest and Prices, Second Edition**, A. Harper International Edition, 1965, s. 22.

bulunmaktadır. Nominal faiz hadleri için mutlak taban sıfır, yani paranın getirisi kadardır. Halkın atıl para tutmakla faiz getiren menkul değerler satın almak arasında kayıtsız kaldığı efektif taban, Keynes'e göre, sıfırın biraz üzerinde olabilir. Muamele maliyetlerini, mükemmel olmayan likiditeyi ve riski karşılamak için kısa dönemli devlet bonoları bile paranın iddihar edilmesine göre asgari bir kazanç sunmak zorundadır. Cari ve gelecekte beklenen kısa dönem faiz hadlerinin bir ortalaması olan uzun dönem faiz hadleri, kısa dönem faiz hadlerinin gelecekte yükseleceği bekleyişi ya da korkusuyla, sıfırın üzerinde tutulabilir.

Genel Teori'nin yayınlanmasından kısa bir süre sonra Gottfried Haberler **Prosperity and Depression** adlı eserini yayınladı ve böylece servet etkisi doğmuş oldu. Haberler, likidite tuzağını pek fazla inandırıcı bulmadı ve buna cevap olarak şunları yazdı:

"Eldeki bu [parasal] miktarların büyüklüğü artacaktır...: bu miktarlar, fiyatlardaki düşme nedeniyle gerçek satınalma gücü cinsinden daha hızlı artacaktır. Bu parasal miktarlar gerçek gelir ve gerçek servet açılarından büyüyecektir... Likit kaynaklar servetin belirli bir yüksek oranına ulaştıktan sonra, sonunda likidite ihtiyacı tatmin edilmiş olacak ve insanlar ellerindeki parasal miktarı arttırmayı durduracaklardır... Daha sonra iki şeyden biri veya her ikisi gerçekleşecektir. Ya para sermaye piyasasında ödünç verilecek, bunun sonucunda faizler aşağı inmeye zorlanacak..., ya da insanlar tasarruf etmek için daha az istekli olacaklardır (Bay Keynes'in terminolojisi içinde, likidite tercihindeki azalmaya ilave olarak tüketim eğitimi artacaktır) ve tüketim mallarına olan talepteki düşme duracak ve belki de artışa dönüşecektir" (10).

Dolayısıyla Haberler, tüketim eğiliminin sadece insanların elde ettikleri gelir düzeyine bağlı olmadığını aynı zamanda insanların parasal ve reel servet düzeylerine bağlı olduğuna işaret etmiştir. Haberler, parasal servet üzerinde durarak parasal ücretler düştüğünde fiyatların da düşeceğini; ve fiyatlar düştüğünde de elde tutulan reel para balanslarının miktarlarının artacağını belirtmektedir. Bu durum insanları daha zengin yapmakta, sonuçta bu insanların tüketimleri artmaktadır.

Profesör Pigou da 1943'de yazdığı ünlü "The Classical Stationary State" adlı makalesinde Keynes'in meydan okumasını, benzer bir şekilde şöyle cevaplamıştır:

"Parasal ücret hadleri düştükçe (tasarrufların yatırımlardan büyük olması sonucunda ortaya çıkan arz fazlasına bir tepki olarak) parasal gelirin de düşmesi gerekir ve bu düşme devam eder. İstihdam ve dolayısıyla

(10) G. Haberler, **Prosperity and Depression**, League of Nations, Ceneva 1941, ss. 388-389.

reel gelir sabit tutulduğuna göre bu, fiyatların düşmesi neticesini verir ve fiyatlar düşmeye devam eder; ki bu da gerçek gelir cinsinden ifade edilmiş para stokunun arttığına bir başka anlatım yoludur. Fakat temsili adamın tasarruf etmeyi arzu etme derecesi gelecekteki gelir dışında kısmen, reel gelir cinsinden, mevcut varlıklarının (possessions) hacmine bağlıdır. Bu hacim arttıkça bu kişinin belirli reel geliri üzerinden tasarruf etmeyi arzu ettiği mikar azalır ve nihayet yok olur" (11).

Pigou'nun burada "varlıklar (possessions)" kelimesini kullanması bireyin tasarruf davranışını etkileyen ilgili servet değişkeninin bireyin toplam serveti olduğu sonucunu veriyor görünüyor da daha sonra Pigou, ilgili asset değişkenini reel para stoku olarak belirtmektedir (12).

1947'de Pigou, tasarruf fonksiyonuna para arzının tamamını dahil etmenin yanlış olduğunu belirterek şunları yazmıştır:

"Hatırlanması gerekir ki, gerçekte, halkın elindeki para stokunun tamamı onlar için bir net asset değildir. Bu stokun bir kısmı halkın bankalara avans ve iskontolar şeklindeki borçları nedeniyle düşülür" (13).

Pigou, servet etkisini bu şekilde ortaya attıktan ve bu etkinin Keynes'in ileri sürdüğü düşük istihdam dengesi durumunu ortadan kaldırdığını teorik olarak gösterdikten sonra, sözkonusu etkinin kantitatif olarak önemsiz, akademik bir egzersiz olduğunu söyleyen bir ifade kullanmıştır. Servet etkisini eleştiren iktisatçılar tarafından sık sık atıf yapılan servet etkisinin öncüsü Pigou'nun bu konudaki sözleri şöyledir:

"Dolayısıyla son bölümde ele aldığımız bilmeceleler belki düşüncelyi netleştirmede küçük bir faydası olan akademik egzersizlerdir, fakat bunların gerçek hayatta geçerlik şansı çok düşüktür" (14).

Daha sonra Don Patinkin para ve değer teorilerini bütünleştirmeyi amaçladığı ünlü eseri **Money, Interest and Prices** da servet etkisine merkezi bir önem vermiştir. Patinkin'in **reel balans etkisi** adını verdiği bu etkinin mal piyasasında bulunması ona göre para teorisinin vazgeçilmez bir unsurudur (15). Patinkin'in reel balans etkisi tıpkı Pigou'nun tanımladığı servet etkisine benzemektedir. Aradaki fark servetin tanımlanmasıyla ilgilidir.

(11) A.C. Pigou, "The Classical Stationary State", **Economic Journal**, No: 212, LIII, December 1943, s. 349.

(12) A.C. Pigou, **y.a.g.m.**, s. 350.

(13) A.C. Pigou, "Economic Progress in a Stable Environment", **Readings in Monetary Theory**, F.A. Lutz and Lloyd W. Mints (eds.), Richard D. Irwin Inc., Homewood, Illinois, 1951, s. 250.

(14) **y.a.g.m.**, s. 251.

(15) D. Patinkin, **Money, Interest and ...**, a.g.e.

Patinkin reel balans etkisini sabit parasal değerli mali assetlerin tüketim üzerindeki etkisi olarak tanımlamaktadır (16). Reel balanslara dışsal para (outside money) ve vadeli, vadesiz mevduatlar gibi sabit fiyatlı mali assetler girmektedir. Gerçekte Pigou etkisi terminolojisi ilk kez Patinkin tarafından 1948'de yazdığı bir makalede kullanılmıştır (17). Daha sonra Patinkin, yukarıda sözünü ettiğimiz eserde reel balans etkisiyle Pigou etkisinin birbiriyle eş anlamlı olduğunu ve "Pigou etkisi" ifadesinin kötü bir terminoloji olduğunu belirtmiştir (18).

Lloyd Metzler 1951'de yazdığı makalede, bundan sonraki kısımda yapacağımız sınıflandırma faiz uyarılı servet etkisi diye adlandıracağımız bir başka servet etkisini ortaya koymuştur. Metzler konuyu şöyle ifade etmektedir:

"... veri bir yaygın stok [Metzler'in terminolojisinde bütün beşeri olmayan gerçek servet "yaygın stok (common stock)" miktarıyla ölçülmektedir] değeri yürürlükteki faiz haddine ters yönde bağlıdır. Faiz haddi yükseldikçe elde tutulan yaygın stoğun reel değeri azalır, ya da tersi" (19).

Bu ifadeyi daha aşına olduğumuz terminoloji içinde ifade edecek olursak kısaca şunu söyleyebiliriz. Reel servet bir gelir akımı (y) oluşturur. Reel servetin değeri basit olarak bu akımın kapitalize değeridir. Yani $W = y/r$. Buna göre, bir depresyon durumunda yalnızca fiyat seviyesi değil aynı zamanda faiz hadleri de düşerse, faiz hadlerindeki bu düşüş servetten sağlanan gelir akımının iskonto edilmiş değerinin artmasına neden olur. Bunun sonucunda insanlar daha zengin duruma gelecekler ve tasarruf eğilimi azalacaktır.

Metzler, para arzını servetin bir parçası olarak tanımlamakta ve para dışındaki mali servet ile mali olmayan serveti ihmal etmektedir.

Aslında Keynes (20), Genel Teorisinde tüketimi etkileyen "temel objektif faktörler" arasında faiz haddini de saymakta ve faiz haddindeki değişmelerin tüketimi etkileyebileceği birçok kanalı tartışmaktadır (örneğin Windfall changes in capital values). Fakat faiz haddindeki değişmelerin etkisini "tali öneme" sahip olduğu gerekçesiyle analiz dışı bırakmaktadır. Daha sonra, Hicks'in Keynes'i yorumlayan "basitleştirici" makalesinde bu etki tamamen ortadan kalkmıştır (21).

(16) y.a.g.m.

(17) D. Patinkin, "Price Flexibility and Full Employment", **American Economic Review**, v. 38, 1948.

(18) D. Patinkin, **Money, Interest and ...**, s. 19, dipnot 13.

(19) L.A. Metzler, "Wealth, Saving and The Rate of Interest", **Journal of Political Economy**, No: 2, LIX, April 1951, s. 101.

(20) Keynes, **The General Theory ...**, s. 94.

(21) J.R. Hicks, "Mr. Keynes and Classics: A Suggested Interpretation", **Econometrica**, April 1967.

3. Servet Etkisinin Niteliği ve Kaynakları

Servet etkisini, kısaca özel sektörün net servetinin bu sektörün harcamaları üzerindeki etkisi olarak tanımlayabiliriz. Servetteki bir değişimin özel kesimin harcamalarını etkileyebileceği iki kanal vardır: servet-tüketim ilişkisi yoluyla ortaya çıkan servet etkisi ve portföy dengesi yoluyla ortaya çıkan servet etkisi.

Servetin, tasarruf-tüketim kararına etkisi Pigou (22) ve Patinkin (23) tarafından ortaya atılan geleneksel diyebileceğimiz kanalı oluşturmaktadır. Bu ilişkinin mikro temelleri Franco Modigliani ve Richard Brumberg (24) tarafından geliştirilmiştir. Modigliani ve Brumberg cari tüketim için talep fonksiyonunu, eldeki mevcut kaynaklar kısıtlaması altında, bireyin fayda fonksiyonunu maksimize ederek elde etmektedir. Bu analizde bireyin faydası onun bugün ve gelecek dönemlerdeki tüketiminin bir fonksiyonu kabul edilmektedir. Kaynaklar ise cari kazançlarla bireyin ömrü boyunca elde edeceği kazançların bugünkü değeri ve cari net varlığın toplamı olarak tanımlanmaktadır. Bu formülasyona göre bireyin cari tüketimi **kaynaklar**, sermayenin getiri oranı ve bireyin yaşının bir fonksiyonudur. Bireysel tüketim fonksiyonlarının bazı varsayımlar altında toplanmasıyla toplam tüketim fonksiyonuna ulaşılır. Toplam tüketim fonksiyonundaki bağımsız değişkenler de cari gelir, beklenen gelir ve servet olmaktadır. Modele göre servette ortaya çıkan herhangi bir artış bireyin kalan ömrü süresine dağıtılacaktır. Dolayısıyla servetteki bir artıştan kaynaklanan tüketim eğilimi, gelirdeki bir artıştan kaynaklanan tüketim eğiliminden daha küçük kabul edilmektedir (25).

Patinkin, servetteki değişmelerin özel kesim harcamalarını etkileyebileceği başka bir kanala daha işaret etmektedir. Patinkin'e göre, "bir parasal genişlemenin yaratacağı dolaysız servet etkisi kendini yalnızca tüketim malları talebinde göstermez, aynı

(22) A.C. Pigou, "The Classical Stationary State", a.g.m.

(23) Don Patinkin, **Money, Interest and Prices ...**, a.g.e.

(24) F. Modigliani and R. Brumberg, "Utility Analysis and The Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data", K. Kurihara (ed.), **Post-Keynesian Economics**, New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1954 içinde ss. 388-436.

(25) Modigliani ve Brumberg, Tüketim ile tüketim harcamaları arasında bir ayırım yapmaktadırlar. Tüketim, dayanıklı tüketim malları satın alımını kapsamazken, bu mallardan sağlanan hizmetlerin değerini kapsamaktadır. Dayanıklı tüketim malları talebi ise arzulanan tüketim seviyesine bağlıdır. Arzulanan tüketimde yalnızca küçük bir artış yaratan servetteki bir artış eğer tüketicileri ilave tüketim hizmetleri sağlamak için dayanıklı tüketim malları satın almaya yöneltirse, sonuçta tüketim harcamalarında büyük bir değişme görülebilir. Bir başka şekilde ifade edilecek olursa, servetteki bir değişme tüketim harcamaları üzerinde bir "hızlandırıcı" etkisine sahiptir.

zamanda bireyin asset portföylerini oluşturan malların talebinde de gösterir" (26). Servetteki değişmelerin sermaye talebi üzerindeki etkisi aynı zamanda Tobin (27) ve Foley ve Sidrauski (28) tarafından da inceleme konusu yapılmıştır. Bazen, portföylerin yalnızca mali assetleri içerdiği varsayılmaktadır. Mali olmayan asset stokları ile ilgili kararlar dar portföy kararı ile ilişkili bağımsız bir "yatırım kararı" olarak değerlendirilmektedir. Friedman ve Meiselman (29), Friedman ve Schwartz (30), Tobin (31), Foley ve Sidrauski (32) ve Patinkin (33) mali olmayan asset stokları ile ilgili kararları, mali asset kararlarının alındığı aynı portföy çerçevesinde içinde bütünleştiren genişletilmiş bir portföy analizi kullanarak servet etkileri ve faiz haddini analiz etmişlerdir. Servet sahipleri portföylerinde para, mali assetler ve mali olmayan assetler bulundurlar. Bu düşünceyi geliştirmek amacıyla para arzındaki bir değişimin etkilerini ele alalım. Para arzındaki bir artış, özel kesimin net servetini değiştirecektir (örneğin dış parada para yağmuru yoluyla meydana gelen bir artış). Bu durumda servet sahipleri, bütün assetlerin "normal" olduğu (yani bütün asset talebi fonksiyonları servete göre pozitif bir kısmı türeve sahiptir) kabulü altında, portföylerdeki bütün assetlerin talebini arttıracaktır. Sermaye talebi servete göre pozitif bir kısmı türeve sahip olduğu sürece, mali olmayan assetlerin talebi üzerinde dolaysız bir etki var olacaktır. Dayanıklı mallar üzerindeki harcamalar birimlerin portföy dengesini korumak amacıyla mali olmayan asset taleplerini artırma yönündeki hareketleriyle sonuçlanacaktır.

Bununla birlikte, portföy dengesi ilişkisiyle ortaya çıkan servet etkisi, genellikle tüketicilerin mali olmayan assetlerinin getirilerinin özel niteliğini incelemekte başarısız kalmaktadır. Dayanıklı tüketim malları, tipik olarak, sağladıkları tüketim akımı için satın alınırlar. Tüketici birim, tüketim hizmetlerinin belli bir arzulanan akımı üzerinde karar verir ve daha sonra da bu hizmetleri en iyi şekilde nasıl sağlayabileceğinin kararını alır.

(25) D. Patinkin, **On The Nature of The Monetary Mechanism**, Wicksell Lectures, 1967, Stockholm: Almqvist and Wicksell 1967, s. 24.

(27) J. Tobin, "An Essay On The Principles of Debt Management", **Fiscal and Debt Management Policies**, Commission On Money and Credit, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1963 içinde.

(28) D. Foley and M. Sidrauski, **Monetary and Fiscal Policy in a Growing Economy**, New York: The MacMillan Co., 1971.

(29) M. Friedman and D. Meiselman, "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the U.S., 1897-1958", **Stabilization Policies** Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1963 içinde.

(30) M. Friedman and A.J. Schwartz, "Money and Business Cycles", **Review of Economic Studies**, v. 45, Supplement February 1963, ss. 32-64.

(31) J. Tobin, **y.a.g.e.**

(32) Foley and Sidrauski, **y.a.g.e.**

(33) Patinkin, **y.a.g.e.**

Tüketici ya dayanıklı tüketim malını kiralayarak sözkonusu hizmeti satın alır, veya bu hizmetin kaynağını yani dayanıklı tüketim malının kendisini doğrudan satın alır. Dolayısıyla, böyle bir dayanıklı tüketim malına olan talep nihai olarak tüketim hizmetlerinin arzulanana akımına bağlanmalıdır ve servet etkisi de servet tüketim ilişkisi yoluyla işlemelidir. Ancak bu durum, bütün dayalıklı tüketim malları için geçerli değildir. Emlâk gibi bazı dayanıklı tüketim malları kiraya verilip parasal getiri sağlayan bir asset olarak satın alınabilmektedir. Bu bakımdan kanımızca Patinkin'in bu konudaki düşüncesi tamamen değersiz değildir ve bugün gördüğünden daha fazla ilgiye layıktır.

Bu noktada cevaplanması gereken temel soru özel kesimin net servetinin hangi assetlerden oluştuğudur. Ne yazık ki bu sorunun kesin bir cevabını verebilmek pek kolay değildir, çünkü bu konudaki tartışma günümüzde de sürmektedir. Ancak, ekonomideki sermaye stokunun ve yüksek güçlü para (baz para)'nın (34) servet tanımına sokulması konusunda hemen bir tartışma yok gibidir. Tartışmanın yoğunlaştığı alan devletin faiz yükü taşıyan tavillerinin net servete dahil edilmesi konusudur (35).

Bazı iktisatçılar devlet tahvilleri üzerindeki kupon ödemelerinin bugünkü değerinin bu ödemeler nedeniyle gelecekte ortaya çıkacak vergi yükümlülüklerinin iskonto edilmiş değerine eşit olduğu görüşünü ileri sürerek devlet tahvillerinin bir net servet unsuru olmadığını, dolayısıyla da net servet tanımına sokulmaması gerektiğini ifade etmektedirler. Bu ultra rasyonel görüşü eleştiren Keynesçi çizgideki iktisatçılar ise devlet tahvillerinin en azından kısmen, net servete dahil edilmesi görüşünü savunmaktadırlar.

Servetin tanımına ilişkin diğer bir tartışma konusu baz para yanında vadesiz mevduatların da net servete sokulması ile ilgilidir. Bu görüş Boris Pesek ve Thomas Saving adlı iktisatçılarla Don Patinkin tarafından farklı nedenlerle savunulmaktadır. Pesek ve Saving, bu konudaki tezlerini vadesiz mevduatların faiz yükü taşımayan niteliğine dayandırırken Patinkin görüşünü tekelleşmiş bir banka sektörünün kapitalize değerine dayandırmaktadır (36).

Bütün bu hususları aklımızda tutarak özel kesimin net reel servetini (W) şöyle ifade edebiliriz: $W = K + (A/P)$. Burada **K** sermaye stokunu, **A** dış mali assetlerin (outside financial assets) nominal stokunu, **P** fiyatlar genel seviyesini gösterir. Dış mali assetler, onları elinde tutan özel kesim üyeleri için mali asset fakat özel sektörün "dışındaki" sektör için (yani bunları çıkaran sektör) yükümlülük ifade etmektedir. Dış sektör olarak kamu kesimi ve

(34) Bu konu bak. B. Pesek and T. Saving, **Money, Wealth and Economic Theory**, The MacMillan Co., New York, 1967, Part II. ss. 67-77.

(35) Bu konuda geniş bilgi için bak H. Kazdağlı, "Makroekonomik Modellerde Servet Etkileri ve Bütçe Kısıtlaması: Teori ve Politikalar", **a.g.e.**, Bölüm III.

(36) **y.a.g.e.**, Bölüm II.

yabancılar alındığında, bunların çıkardığı her türlü yükümlülük (liabilities) özel kesim için bir asset niteliğindedir. Ancak yukarıda da değinildiği gibi, bunların net asset olması özel kesime bir başka şekilde yükümlülük getirmemesine bağlıdır. Bu konu, büyük ölçüde özel kesimin sözkonusu assetleri nasıl gördüğüne de bağlı olmaktadır (37). Kapalı bir ekonomi için A'yı

$$A = M + B$$

olarak tanımlayabiliriz. Burada M, baz para (M') artı vadesiz mevduatları göstermektedir. Eğer Pesek-Saving-Patinkin yaklaşımı kabul edilmezse $M = M'$ olmakta yani, M yalnızca baz paraya eşit olmaktadır. B ise, kamunun çıkardığı faiz yükümlülüğü taşıyan tahvillerin nominal değerini göstermektedir. Eğer ultrasonel hipotez geçerli olursa $B = 0$, aksi halde $B > 0$ olmaktadır.

Daha önceki tartışmalarımızda açıkça ortaya çıktığı gibi, özel kesimin reel net servetinde herhangi bir değişiklik asset ve mal piyasalarında servet etkileri ortaya çıkaracaktır. Bununla beraber, analitik bakımdan servetteki değişmelerin farklı nedenlerini ayırt etmek uygun olacaktır. Daha sonra üzerinde durulacağı gibi, bu konu özellikle uygun para ve maliye politikalarının seçimi bakımından önemlidir. Bu konuda literatürde ilk kapsamlı analizi yapanların Boris Pesek ve Thomas Saving (38) olduğunu görüyoruz. Tobin (39)de benzer bir yaklaşımla servet etkilerini sınıflandırma girişiminde bulunmuştur. Daha sonra Jess Yawitz (40), David Currie (41) sınıflamayı daha analitik hale getirmişlerdir.

Servetin reel değerinde değişmeye yol açabilecek başlıca iki farklı neden vardır. Birincisi, bir sistemde serveti oluşturan assetlerin **miktarındaki** bir değişimin servetin reel değerini değiştirmesi; ikincisi de sözkonusu assetlerin **değerinde** meydana gelen değişmelerin reel serveti değiştirmesi olarak belirtilebilir. Birinci yoldan ortaya çıkan servet değişmelerinin ekonomi üzerinde yarattığı etkiye dolaysız servet etkisi, ekonomideki mevcut assetlerin değerindeki değişmelerin neden olduğu servet değişmelerinin meydana getirdiği etkiye dolaylı servet etkisi adı verilmektedir. Bu terminoloji ilk kez Pesek ve Saving tarafından yukarıda anılan eserde kullanılmıştır.

Dolaysız servet etkileri, uygulanan iktisat politikaları ile

(37) *y.a.g.e.*, Bölüm III.

(38) B. Pesek and T. Saving, *y.a.g.e.*, Chapter 1.

(39) J. Tobin, "Keynesian Models of Recession and Depression", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, v. 88, 1975, ss. 195-202.

(40) Jess B. Yawitz, *Economically Relevant Wealth: Its Specification and Role in Consumption*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Washington University, St. Louis, Missouri, 1972, ch. 1

(41) David A. Currie, "Fiscal and Monetary Policy and the Crowding-Out Issue", M. Artis and M.H. Miler (eds.), *Essays in Fiscal and Monetary Policy*, Oxford University Press, 1981 içinde ss. 12-39.

ekonomideki birikimin değişmesi ve özel kesimin net servetini oluşturan assetlerin miktarını değiştiren diğer egzogen olaylardan kaynaklanır. Özel sektörün net servetini doğrudan değiştiren politika operasyonlarına örnek olarak "para yağmuru" şeklinde bir para politikası ve kamu harcamalarının arttırılması veya vergilerin düşürülmesi sonucu ortaya çıkan bütçe açığının yeni para basılması veya tahvil çıkarılması yoluyla finanse edilmesi şeklindeki maliye ve para politikası gösterilebilir. Doğal olarak mali olmayan reel assetlerin miktarının artması net serveti hiçbir kuşkuyla yer bırakmaksızın arttıracaktır. Bunların dışında, altın stokundaki değişmeler (keşifler veya ödemeler bilançosu yoluyla) ve gene ödemeler bilançosunun durumuna bağlı olarak döviz stokundaki değişmeler özel kesimin net servetinde değişmelere neden olur (genellikle bu değişme döviz ve altın alımı için baz paranın arttırılması yoluyla gerçekleşir). Daha önce de belirtildiği gibi, bütçe açığının finansmanında kullanılan devlet tahvillerinin özel kesimin net servetine sokulup sokulmayacağı konusu tartışmalıdır. Patinkin (42), fazla teorik tartışmaya girmeden ve herhangi bir ampirik bulguya dayanmadan bu konuda şunu önermektedir: özel sektör, bütçe açığını finanse etmek için çıkarılan devlet tahvillerinin gelecekteki yükümlülüklerinin tamamını değil bir kısmını iskonto edecektir. Bu durumda t'ye vergi iskontolama yüzdesi dersek bir devlet tahvilinin net "dışsalığı" ya da net servete dahil edilen kısmı şöyle gösterilir:

$$B^* = (1 - t) B$$

Diğer taraftan Pesek ve Saving ile Patinkin'in vadesiz mevduatları da özel kesimin net servetinin parçası sayan görüşü kabul edilirse vadesiz mevduatlardaki bir birimlik bir artış net serveti $(1 - d)$ kadar arttıracaktır (d rezervlerin mevduata oranını vermektedir).

Eğer devlet tahvilleri ve vadesiz mevduatla ilgili bu iki sonuç geçerli kabul edilirse Merkez Bankasının uyguladığı açık piyasa işlemleri (API) yoluyla da dolaysız servet etkileri meydana getirilebilir. Bilindiği gibi, açık piyasa işlemleri faiz yükü taşıyan devlet tahvilleri ile yüksek güçlü paranın değiştirilmesinden ibarettir. Bir başka ifade ile bu işlemlerle bir servet şekli bir başka servet şekliyle değiştirilmektedir. Patinkin'in devlet tahvilleriyle ilgili önerisi bakımından açık piyasa işlemlerinin dış mali assetlerin nominal stoku (A) üzerindeki etkisini şu şekilde gösterebiliriz:

$$\left. \frac{dA}{dM'} \right|_{API} = t$$

Eğer gelecekteki vergiler hiç iskonto edilmiyorsa $t = 0$ ve $dA/dM' = 0$ olur. Bu durumda devlet tahvilleri bütünüyle özel

(42) D. Patinkin, *On the Nature of Monetary Mechanism*, a.g.e.

kesimin net servetinin bir parçası kabul edilmektedir. Eğer tam iskontolama yapılıyorsa $t = 1$ dolayısıyla $dA / dM' = 1$ olur. Bu durumda bir açık piyasa işlemi özel kesimin net servetini baz paradaki artış kadar arttırır.

Vadesiz mevduatların özel kesimin net servetine dahil edilmesi durumunda açık piyasa işlemlerinin servet etkisi yaratıp yaratmayacağını görmek için bir para arzı mekanizması tanımlayalım. Nakit talebi (C) mevduat talebine (D) oransaldır.

$$C = cD$$

Bankalar mevduatlarının d oranı kadar rezerv (R) tutarlar.

$$R = dD$$

Baz para veya dış para (M') ya bankalar dışındaki halk tarafından nakit olarak ya da bankalar tarafından rezerv olarak tutulur.

$$M' = C + R$$

Para arzı nakit para ve vadesiz mevduatların toplamına eşittir.

$$M = C + D$$

Buradan para arzını politika enstrumanı olan baz paraya bağlayan bir para arzı fonksiyonu çıkarabiliriz.

$$M = \frac{1 + c}{c + d} M'$$

Burada c banka kesimi dışındaki halkın davranışını, d ise banka kesiminin davranışını özetlemektedir. Bu fonksiyonel ilişkiyi kullanarak bir açık piyasa işleminin (yani $dM' = dB$) servet üzerindeki etkisini hesaplayabiliriz. Yukarıda söylenenlerden de kolaylıkla anlaşılacağı gibi, bu durumda dış mali assetlerin nominal stoku

$$A = M + B$$

varsayılmakta yani A, para arzı artı devlet tahvillerinden oluşmaktadır.

$$\left. \frac{dA}{dM'} \right|_{APİ} = \frac{i - d}{c + d}$$

Açıkça görüldüğü gibi, bu durumda açık piyasa işlemleri dolaysız bir servet etkisi yaratmaktadır, çünkü baz paradaki değişme nedeniyle vadesiz mevduatlarda meydana gelen genişleme net servette bir artış olarak değerlendirilmektedir.

Dolaylı servet etkileri, özel sektörün elindeki asset stokunun

değerindeki değişmeler sonucu özel kesimin reel net servetinde meydana gelen değişmeler olarak adlandırılmaktadır. Mevcut assetlerin değeri, fiyatlar genel seviyesinin değişmesi (fiyat - uyarılı servet etkisi) ve ekonomideki gelir seviyesinin değişmesi (gelir-uyarılı servet etkisi) yoluyla ortaya çıkabilir.

Daha önce de belirtildiği gibi dış mali assetler stoku **A**, değeri nominal olarak belirlenmiş bir egzojen değişkendir. Reel tüketimin reel servete bağlı olduğu varsayıldığı için fiyat seviyesindeki bir artış, dış mali assetlerin reel değerini düşüreceğinden reel tüketimi de düşürür. Önceki kısımda gösterildiği gibi literatürde öncelikle Pigou ve Patinkin tarafından ortaya atılan servet etkisi mekanizması fiyat-uyarılı servet etkisi niteliğindedir. Bu tür servet etkisi, likidite tuzağı gibi uç bir Keynesci durumda bile, eğer piyasa mekanizması fiyat seviyesinde yeterli düşüşü yaratırsa tam istihdamın gerçekleşebileceği sonucunu vermektedir. Net reel servetin ($W = K + A / P$) değerinde meydana gelen fiyat uyarılı değişme şöyle hesaplanabilir:

$$\frac{dW}{dP} = -\frac{A}{P^2}$$

Görüldüğü gibi net servetin reel değeri genel fiyat seviyesiyle ters yönlü bir ilişkiye sahiptir. Burada dikkatten kaçırılmaması gereken nokta, sözkonusu etkinin derecesinin dış mali assetler stoku **A**'nın nasıl tanımlandığı ile ilgili olduğudur.

Faiz-uyarılı servet etkisi, piyasa faiz haddindeki değişmeler ile bu değişme sonucu reel servette ortaya çıkan değişmeler arasındaki ilişki olarak tanımlanmaktadır. Piyasa faiz haddindeki değişmeler genellikle mevcut devlet tahvillerinin ve sermaye stokunun değerindeki değişmelerle ilişkilendirilmektedir. Faiz-uyarılı servet etkisine ilk defa Keynes (43) tarafından değinilmiş ve bu etkinin bir makro modelle bütünleştirilmesi de ilk kez Metzler (44) tarafından gerçekleştirilmiştir. Daha sonra Franco Modigliani (45) Federal Reserve-MIT-Penn Modeli ile gerçekleştirdiği simulasyon denemelerinde, faiz-uyarılı servet etkisinin parasal değişiklik yoluyla toplam talebin etkilendiği önemli bir kanal olduğunu göstermiştir.

Faiz-uyarılı servet etkisinin işleyişini göstermek amacıyla net servetteki devlet tahvili ve sermaye değişkenlerini yeniden tanımlayalım. Önce devlet tahvillerini ele alalım. İki tür tahvilden

(43) J.M. Keynes, **The General Theory ...**, New York: Harcourt, Brace and World Inc., 1964, s. 94.

(44) L. Metzler, "Wealth, Saving and the Rate of Interest", **a.g.m.**

(45) F. Modigliani, "Monetary Policy and Consumption: The Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the Federal Reserve-MIT-Penn Model", **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Federal Reserve Bank of Boston, Monetary Conference Series no: 5, June 1971.

sözedebiliriz: Sabit kupon-değişken fiyatlı tahviller ve değişken kupon-sabit fiyatlı tahviller. Genelde kamu ve özel kesim borçlanması birinci tür tahviller şeklinde olur. Tahvil ihraç edildiğinde kupon sabit olduğu için, tahvil üzerindeki piyasa faiz haddi yalnızca tahvilin fiyatı değişirse değişebilir. Bu tür bir tahvilin fiyatı (P_b) ile piyasa faiz haddi (r) arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Eğer çıkarılan bu tahvil daimi bir tahvil (perpetuity) niteliğinde ise $P_b = b/r$ 'dir. Burada b sabit kuponu göstermektedir. Bu tanımlamayı yaptıktan sonra dış mali assetlerin nominal stoku A 'yı şu şekilde yazabiliriz:

$$A = M' + (b/r)$$

Burada b , mevcut kamu borçlarının üzerinden yapılan toplam kupon ödemelerinin miktarını göstermektedir. Buradan, dış mali assetlerin nominal değerinde meydana gelen faiz uyarılı bir değişmeyi şöyle gösterebiliriz.

$$\frac{dA}{dr} = -\frac{b}{r^2}$$

Diğer taraftan değişken kupon-sabit fiyatlı tahviller (tasarruf mevduatı gibi) genellikle basit makro modellerde açık veya kapalı bir şekilde varsayılan tahvil tipindedir. Bu tip tahviller bize makro modellerde faiz-uyarılı servet etkisini yok varsayma imkânını vermektedir. Gerçekten, değişken kupon-sabit fiyat durumunda uygulanan bir açık piyasa işlemi herhangi bir servet etkisi yaratmaz; yani

$$\left. \frac{dA}{dM'} \right|_{APİ} = 0.$$

Buna karşılık, sabit kupon-değişken fiyat durumunda bir açık piyasa işlemi servet etkisi yaratabilir. Bu etkiyi şöyle gösterebiliriz.

$$\left. \frac{dA}{dM'} \right|_{APİ} = -\frac{b}{r} \frac{dr}{DM'}$$

Bilindiği gibi IS-LM türü modellerde sermaye stokunun fiziksel miktar olarak sabit olduğu kabul edilmektedir. Bu varsayım, her ne kadar net yatırımlar gerçekleşiyorsa da, bunların sermaye stokunda meydana getirdiği değişikliğin, kısa dönemde, toplam arz üzerindeki etkisinin ihmal edilebilecek düzeyde olduğu düşüncesi ile rasyonalize edilmektedir. Ancak, sermaye stokunda değer cinsinden meydana gelen değişimleri dikkate almak mümkündür. Bir sermaye biriminin bugünkü değeri, bu sermayeden beklenen gelirler ve bu gelirlere uygulanan indirgeme faktörlerine bağlıdır. Servet sahipleri ellerinde hisse senedi (sermayeye sahip olduğunu gösteren belge) tutarlar ve hisse senetlerinin değerleri, beklenen gelirler ile indirgeme faktörüne bağlı olarak değişir.

Analizi basitleştirmek için sermayenin, devlet tahvilleri gibi, daimi bir asset (perpetuity) olduğunu varsayalım. Bilindiği üzere bu iki asset türü arasındaki fark, sermayenin devlet tahvili gibi sahiplerine sabit bir faiz ödemeyi taahhüt etmemesi ve sermaye üzerinden sağlanan getirilerin, belirsizlik taşımasına karşılık, fiyat seviyesindeki değişimlerden etkilenmeyen reel gelirler olmasıdır. Sermaye stoku (veya hisse senetleri stoku)'nun değerini (**K**) şöyle ifade edebiliriz:

$$K = \frac{k(X)}{r}$$

Bu ifadede pay, sermayeden sağlanan reel net getirinin toplam talep seviyesine bağlı olduğunu gösterirken, payda da bu getirilere uygulanan indirgeme faktörünü göstermektedir.

Piyasa faiz haddindeki değişimlerin sermaye stokunun değeri üzerindeki etkisi, sözkonusu değişimlerin devlet tahvilleri üzerindeki etkisine benzerdir. Ancak, devlet tahvilleri üzerindeki etki tahvilin tanımının bir sonucu olarak otomatik bir süreç şeklinde gerçekleşirken sermaye (veya hisse senedi piyasası) dikkate alındığında, sermayenin değerindeki değişme (veya hisse senedi fiyatlarındaki değişme) portföy davranışının bir sonucu olarak ortaya çıkar. Tahviller üzerindeki faiz haddinin yükselmesi durumunda, servet sahipleri hisse senetlerinden tahvillere kayacağı için, hisse senetlerinin fiyatları düşer. Sermayenin değerinde ortaya çıkan faiz uyarılı değişmeyi şu şekilde gösterebiliriz:

$$\left. \frac{dK}{dr} \right|_{\bar{X}} = -\frac{k(X)}{r^2}$$

Son olarak da, **gelir-uyarılı servet etkisi**'nden sözedebiliriz. Bazen bir sermaye birikiminin verimliliğinin değişmediğini göstermek üzere, sermayeden sağlanan reel getirinin sabit olduğu varsayılır. Bununla birlikte, sermaye belirli bir değişmeyen verimliliğe sahip olsa bile sermayenin değeri, ekonomik faaliyet seviyesindeki değişimler nedeniyle, sermaye kullanım oranının değişmesiyle değişme gösterebilir. Ekonomideki faaliyet düzeyinde bir düşme, sermaye kullanım oranlarında bir düşme anlamına gelir ve bu da sermaye malından sağlanan kazançlarda bir düşme demektir. Bu etkiyi, sermayeden sağlanan kazanç akımını üretimin bir fonksiyonu olarak ifade ederek gösterebiliriz. Dolayısıyla, sermayenin (hisse senetlerinin) değerinde ortaya çıkan gelir-uyarılı değişme,

$$\left. \frac{dK}{dX} \right|_{\bar{r}} = \frac{k_x}{r}, k_x > 0$$

olur.

KAYNAKLAR

- Azariadis, C., "Implicit Contracts and Underemployment Equilibria", **Journal of Political Economy**, December 1977.
- Bailey, M.N., "Wages and Employment Under Uncertain Demand", **Review of Economic Studies**, January 1974.
- Bailey, M.N., "On the Theory of Layoffs and Unemployment", **Econometrica**, July, 1977.
- Brainard, W. and Tobin, J., "Pitfalls in Financial Model Building", **American Economic Review, Papers and Proceedings**, v. 58, 1968.
- Currie, David A., "Fiscal and Monetary Policy and the Crowding-Out Issue", M. Artis and M. H. Miller (eds.), **Essays in Fiscal and Monetary Policy**, Oxford University Press, 1981 içinde.
- Foley, D. and Sidrauski, M., **Monetary and Fiscal Policy in a Growing Economy**, New York: The MacMillan Co., 1971.
- Friedman, M. and Meiselman, D., "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the U.S., 1877-1958, **Stabilization Policies Commission on Money and Credit**, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1963 içinde.
- Friedman, M. and Schwartz, A.J., "Money and Business Cycles", **Review of Economic Studies**, v. 45, Supplement February 1963.
- Haberler, G., **Prosperity and Depression**, League of Nations, Geneva 1941.
- Hicks, J.R., "Mr. Keynes and Classics: A Suggested Interpretation", **Econometrica**, April 1967.
- Kazdağlı, H., "Makroekonomik Modellerde Servet Etkileri ve Bütçe Kısıtlaması: Teori ve Politikalar", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Hacettepe Üniversitesi, 1986.
- Keynes, J.M., **The General Theory of Employment, Interest and Money**, New York: Harcourt, Brace and World Inc., 1964.
- May, J., "Period Analysis and Continuous Analysis in Patinkin's Macroeconomic Model", **Journal of Economic Theory**, v. 2, 1970.
- Metzler, L.A., "Wealth, Saving and The Rate of Interest", **Journal of Political Economy**, April 1951.
- Modigliani, F., "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", **Econometrica**, 1944.
- Modigliani, F., "Monetary Policy and Consumption: The Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the Federal Reserve-MIT-Penn Model", **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Federal Reserve Bank of Boston, Monetary Conference Series no: 5, June 1971.
- Modigliani, F. and Brumberg, R., "Utility Analysis and The Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data", K. Kurihara (ed.), **Post-Keynesian Economics**, New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1954 içinde.

Patinkin, D., **Money, Interest and Prices, Second Edition**, A. Harper International Edition, 1965.

Patinkin, D., "Price Flexibility and Full Employment", **American Economic Review**, v. 38, 1948.

Patinkin, D., **On The Nature of The Monetary Mechanism**, Wicksell Lectures, 1967, Stockholm: Almqvist and Wicksell 1967.

Pesek, B. and Saving, T., **Money, Wealth and Economic Theory**, The MacMillan Co., New York, 1967.

Pigou, A.C., "The Classical Stationary State", **Economic Journal**, No: 212, LIII, December 1943.

Pigou, A.C., "Economic Progress in a Stable Environment", **Readings in Monetary Theory**, (eds. F.A. Lutz and Lloyd W. Mints), Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1951.

Surrey, M.J.C., **Macroeconomic Themes, Edited Readings**, Oxford Univ. Press, Oxford, 1975.

Tobin, J., "An Essay On The Principles of Debt Management", **Fiscal and Debt Management Policies**, Commission On Money and Credit, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1963 içinde.

Tobin, J., "Keynesian Models of Recession and Depression", **American Economic Review, Papers and Proceedings**, v. 88, 1975.

Tobin, J., **Asset Accumulation and Economic Activity**, Basil Blackwell, Oxford, 1980.

Yawitz, Jess B., **Economically Relevant Wealth: Its Specification and Role in Consumption**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Washington University, St., Louis, Missouri, 1972.

