

# Para Niçin Önemli?\*

Yazan: Anna J. Schwartz

Çeviren

Hakan Şahin

Bu yıl Ağustos ayı meşhur Radcliffe Raporu'nun onuncu yılı olacak. Bu rapor, yüzyılın bir önceki çeyreğinde basmakalıp bilgi haline gelen para politikasının önemsiz olduğu iddiasını yüceltmişti. Radcliffe Komitesi'ne göre Bank of England'ın para arzı üzerinde etkin bir kontrolü yoktu. Fakat para arzının ekonomide kritik bir rolü olmadığı için bunun bir sonucu yoktu. Aslında önemli olan "finansal kurumların ve firmaların likidite pozisyonu ve insanların reel kaynaklara para harcama arzusuydu." (par. 397)

1950'lerden itibaren gerçeklere muhalif hipotezlere ilişkin testler hem devletleri hem de ekonomi alanındaki akademik çalışmaları şekillendirdi. Buna rağmen bahsi geçen raporda belirtilen görüşler, İngiltere'deki para arzının veya para talebinin gerçek davranışına ilişkin herhangi bir analizle desteklenmedi. *Radcliffe Raporu* gerçekten de para miktarına ilişkin hiçbir istatistik içermez. O zamanlar, paranın etkisine dair komitenin vardığı sonuçları sorgulamaya zemin hazırlayacak çok az deneysel araştırma vardı. Bugün ise durum oldukça farklıdır. Amerika'da paranın etkisine dair kapsamlı tarihsel ve istatistiksel araştırmalar yapıldı. Bu araştırmalar *Radcliffe Raporu*'nda öne sürülen görüşleri desteklememiştir. Amerika'da olduğu gibi, İngiltere'de de bulgular para miktarının iktisadi faaliyet üzerinde kayda değer bir etkisi olduğu yönündedir.

Bu makalenin devamındaki dört bölüm *Radcliffe Raporu*'nda ortaya konan meselelerle ilgili çalışmaları özetlemektedir: Merkez bankası para miktarını kontrol edebilir mi? Para miktarı ile gelir arasında doğrudan bir ilişki var mıdır? Parasal değişiklikler ile gelir değişikliği arasındaki bağlantı nedir? Parasal değişiklikler ile finansal piyasalar arasındaki bağlantı nedir? Bunların çoğu Amerika ile ilgilidir, ancak son bölümde, 1880'den bu yana İngiliz parasal tecrübesi hakkındaki bir çalışmadan çıkartılan ön sonuçlar yer almaktadır.

\* "Why Money Matters", *Money in Historical Perspective*, Ed. Anna J. Schwartz, National Bureau of Economic Research, 1987, ss. 167-182.

## Merkez Bankası Para Miktarını Kontrol Edebilir mi?

Amerika için bu sorunun cevabı net bir ‘evet’tir. Ticari bankalar, halk ve merkez bankası hep birlikte dolaşımda olan para miktarını etkilerler, fakat merkez bankası tek başına diğer ikisine baskın gelebilir. Para arzı büyük oranda aşağıdaki üç faktör tarafından belirlenir:

1. “Güçlü yüksek para” (buna bazen parasal taban da denir) halkın nakit varlıkları, ticari bankaların “zorunlu” ve “fazla” rezervleri olarak hizmet etmeye üzere merkez bankasının belirlediği miktarlarda sunulur. Zorunlu rezervler (veya munzam karşılıklar) bankaların vadeli ve vadesiz mevduat karşılığında kanunen tutması gereken asgari rezerv miktarıdır. Fazla rezervler ise zorunlu olan kısmın üzerinde kalan fiili rezerv miktarıdır.
2. Mevduatların rezervlere olan oranı bankalar tarafından kanuni (ya da örfi) rezerv gereksinimleri, nakit akış beklentileri ve faiz oranlarına bakarak belirlenir. Mevcut finansal koşullar dikkate alındığında rezervlerdeki bir artış bankaları gelir getiren varlıklar edinmeye, dolayısıyla mevduatlarını artırarak arzu edilen mevduat/rezerv oranını yeniden kurmaya sevk eder.
3. Mevduat/nakit oranı halk tarafından faiz oranları, gelir düzeyi ve nakit talebi göz önünde bulundurularak belirlenir.

Amerika’da güçlü yüksek para miktarındaki büyüme uzun dönem para miktarındaki büyümeyi etkisi altına aldı. Mevduat oranları para stokundaki bu döngüsel değişikliklerde daha önemli bir rol oynadı. Fakat buna rağmen banka mevduat oranları merkez bankasının para miktarı üzerindeki etkisini kısa vadede ortadan kaldırmaz. Çünkü merkez bankası eğer isterse harekete geçebilir ve mevduat oranlarının yarattığı etkiyi telafi edebilir.

Amerika’da son yüzyıl içerisindeki para miktarında yaşanan büyük değişiklikleri çevreleyen şartlara ilişkin bir araştırma, para miktarı ile güçlü yüksek para arasında kısa vadedeki yakın ilişkiye dair bu delili güçlendirmektedir. Para miktarındaki bu büyük değişiklikler iş dünyasındaki eşzamanlı değişikliklerden büyük ölçüde bağımsız olup, 1914’ten itibaren Federal Rezerv Sistemi tarafından alınan kararların net bir sonucu durumundadır.

Bazı iktisatçılar güçlü yüksek paranın merkez bankası marifetiyle kontrol edilmesinin toplam miktarını kontrol etmek anlamına gelmeyeceğini savunmaktadır. Onlara göre merkez bankası tam etkisini, belli türde menkul kıymetleri, onları elinde tutanları satmaya teşvik ederek açık piyasa işlemleriyle satın aldığı gösterir. Fakat bu sadece satıcıların ilk anlık gösterdiği tepkidir. Onlar bu menkul kıymetleri parasal varlıklarını artırmak için değil, değişen şartlar ışığında portföylerini yeniden ayarlamak için satarlar.

Aldıkları para, elde ettikleri getirinin, yeni bir yatırıma dönüşüncüye kadar geçici süreyle kalacağı bir mesken gibidir. Para, her zamanki gibi, satma eylemiyle satın alma eylemini birbirinden ayırma görevini yürütmektedir. Mevcut deliller, bu süreçte gücü yüksek paradaki değişimin, bankaların ve halkın buna verdiği tepkilerle para miktarında anlık ve öngörülebilir bir değişime dönüştüğünü göstermektedir.

Merkez bankasının para miktarını denetleme kabiliyeti elbette para politikası hedefinin daima para miktarını değiştirmek olduğunu göstermez. Bankanın kur fiyatlarını veya hazine bonusu fiyatlarını sabit tutmak gibi başka hedefleri de olabilir. Böyle durumlarda para miktarı bu alternatif hedeflerle uyumlu olması gereken miktar ne ise o olmalıdır. Örneğin Amerika'da şu anki politika, belli kısa vade faiz oranlarını, Federal Açık Piyasa Komitesi'nin üç haftada bir karar verdiği bir aralıkta tutmayı hedeflemektedir. Komite, New York Federal Rezerv Bankası ticaret masası müdürüne belli faiz oranlarını istenen aralıkta tutmak üzere açık piyasa işlemleri yapması talimatını verir. Eğer bu çok hızlı bir kredi genişlemesi yaratırsa bu sefer yöneticiden faizlerin belirlenen aralığın üstüne çıkmasına izin vermesi istenir. Eğer bu büyüme hızını yavaşlatırsa bu sefer de faizlerin belirlenen aralığın altına düşmesine izin vermesi istenir. Fakat hazine, kuponlu menkul kıymet ihraç etmek istediğinde hazine kâğıtlarının fiyatlarını makul bir aralıkta sabit tutmak, bankaların kredi genişleme hızını belirlenen sınırlar içinde tutmaktan daha öncelikli olabilir. Böyle bir durumda şu anki politika, rezerv akışını ve dolayısıyla para miktarının artış hızını, hazine finansmanı olmadığı durumda istenen seviyenin üstüne çıkarmayı hedefler. Bunun sonucu olarak Federal Rezerv Sistemi'nin periyodik aralıklarla Hazine'nin kümülatif etkilerine karşı gösterdiği özel tepkiler olur. Bu periyodik tepkiler (mesela) 1966'nın son üç çeyreğinde ve 1968'in sonundan itibaren olduğu gibi rezerv akışının ve para miktarındaki artış hızının daraltılmasını da içerebilir.

Federal Rezerv Sistemi, eğer isterse para miktarını kontrol edebildiği halde son on yılda en iyi ifadeyle bunu gelişigüzel bir şekilde yapmıştır. Büyüme oranı çoğunlukla para politikasının doğrudan hedefi olmayıp bir yan etki olarak, kasıtsızca belirlenmiştir.

İngiltere için de neredeyse aynı durumun geçerli olduğu söylenebilir. Bank of England eğer isterse para miktarını kontrol edebilir. Fakat genelde ya da en azından son zamanlarda devlet borçlarını arzu edilen faiz aralıklarında sabit tutmak için gereken para miktarını arz etmeye odaklanmıştır.

İngiltere'nin para stokunu neyin belirlediğine dair deneysel bir analiz henüz mevcut değildir. Bunun bir sebebi tüm ticari bankalara dair, bırakın sık

aralıkları, bir yıllık detaylı bilginin dahi toplanmasındaki zorluk olsa gerektir. Yine de Radcliffe Raporu'ndaki *Bank of England'ın para miktarını kontrol edemediğine ilişkin* iddianın eksik yönlerini ortaya koyan teorik analizleri güçlendirmek için böyle bir analize ihtiyaç olduğu açıktır.

## Para Miktarındaki Değişiklikler ve Gelir

Amerika'nın iki dramatik dönemi son zamanlarda kamuoyu ilgisinin, para miktarındaki değişimler ile onu izleyen gelir seviyesindeki değişimler arasındaki ilişki üzerinde yoğunlaşmasını sağladı. Gelir seviyesindeki değişimler tabii üretim ve fiyatlarda yaşanan değişimlerin bir kombinasyonu olarak karşımıza çıkmaktadır.

İlk dönem 1966'da yaşandı. Nisan 1966 ile Ocak 1967 arasında sıkı para politikası uygulanıyordu: para miktarının yüzde 6 büyüdüğü bir yılın ardından daha fazla büyümesine izin verilmiyordu. Bu dokuz ay içerisinde mali politika hayli genişleyiciydi: federal hükümetin (yüksek istihdam) bütçesi denge konumundan yıllık 11 milyar dolar açık veren bir pozisyona sapsmıştı ve açık 1967'nin geri kalanında da bu seviyenin üzerindeydi. Oysa Ekim 1966 ile Temmuz 1967 arasındaki dokuz ay boyunca hem üretim seviyesi hem de fiyatlarda sert bir yavaşlama gözlemlendi. Bir önceki yıl %9,6 artış gözlenen üretim %2,6 düşüş gösterdi. Önceki yıl %3,7 yükselen tüketici fiyatları %2,4 ile yükselmeye devam etti. Bu dönem, daha önceki çok sayıda emsalin de gösterdiği gibi, parasal büyüme oranındaki bir düşüşün, yüksek derecede genişleyici bir mali politikaya rağmen başladığı andan itibaren birkaç çeyrek içerisinde üretimi daraltacağını ve fiyat artış hızını azalacağını göstermektedir.

İkinci dönem 1968'in sonunda, önceki 23 ay boyunca para miktarının yılda %6,8 düzeyinde olan büyüme oranının yaklaşık yılda %3'e düşürülmesiyle başladı. 1968'de para politikası hayli genişlemeci iken, maliye politikası daraltıcı hale getirildi: federal hükümetin (yüksek istihdam) bütçesi mevsimsel ayarlanarak ikinci çeyrekte yıllık 16 milyar dolar açık gösteriyor iken, 1969'un ilk yarısında 5 milyar dolar artacağı öngörülen küçük bir fazla ile yılı kapattı. Para miktarını dikkate almayan ekonomistler 1968'in ortasından itibaren üretimde ve fiyatlarda bir azalma olacağını tahmin ettiler. Hiçbiri olmadı. Ardından 1969'un ilk yarısında iktisadi faaliyette bir yavaşlama, ikinci yarısında ise bir artış tahmin ettiler. Para miktarındaki değişikliklerin önemini vurgulayan ekonomistler ise tam tersine 1968'de veya 1969'un ilk yarısında iktisadi faaliyette bir daralma olmayacağını, eğer olarsa 1969'un ikinci yarısında bir yavaşlama olabileceğini tahmin ettiler. Yılın ortasına gelindiğinde ilk grup ekonomistlerin tahminleri gerçekleşmedi. Bu dönem de yine daha önceki çok

sayıda emsalin gösterdiği gibi, yüksek parasal büyüme hızının, güçlü derecede daraltıcı bir mali politikaya rağmen geri çevrilene kadar en az birkaç çeyrek boyunca üretimi ve fiyat artış hızını yükselteceğini göstermektedir.

Bu dramatik dönemler dışında da pek çok bulgu para miktarındaki değişimler ile parasal gelir arasındaki yakın ilişkiyi desteklemektedir. Amerika açısından 1870'ten 1963'e kadarki 94 yıl içerisinde para miktarındaki değişimler ile gelir düzeyindeki değişimler arasında yıl yıl birbirini takip edecek kadar yakın bir ilişki olmuştur. Benzer sonuçlar İngiltere için de 1881 ile 1967 arasındaki 77 yıllık dönemde, savaş yıllarını göz ardı etmek şartıyla, yıllık yüzdelik değişimlerde daha iyi görülebilir.<sup>1</sup> Amerika para stokundaki değişimler her bir çeyrek için, iki çeyrek sonrasındaki gelir düzeyinde görülen değişimlerle güçlü şekilde ilişkilendirilebilir.

Para ve tüketimdeki değişimlerin, yatırım harcamalarındaki ilgili müstakil değişimlerin olağan sonuçları olduğunu düşünmek ilkesel açıdan bir hayli yanıltıcıdır. Bu yaklaşıma göre yatırım harcamaları mevcut iş etkinliğinden bağımsız olarak belirlenir. (Oysa) pratikte bu ihtimalin doğru olmadığı gözlenmiştir. Çok sayıda istatistiksel çalışma paranın, etkisi daha az güçlü ve daha az kalıcı olan bu tip harcamaların gizli bir yansımasından ibaret olmayıp kendi başına etki yarattığını göstermektedir.

Yakın zamanda St. Louis Federal Rezerv Bankası tarafından yürütülen bir çalışma para ile gelir arasındaki yakın ilişkiyi daha da detaylı bir şekilde belgelendirdi. 1952'nin ilk çeyreğinden 1968'e kadar olan dönemdeki mali ve parasal hareketlerin, gayrisafi milli hasılanın üç aylık değişimlerini haber verme konusundaki nispi gücüne dair istatistiksel bir test, iktisadi faaliyetin, mali hareketlerle kıyaslandığında parasal hareketlere verdiği tepkilerin çok daha hızlı, geniş ölçekli ve öngörülebilir olduğuna işaret eden sonuçlar verdi. Teste konu mali hareketler federal hükümetin (yüksek istihdam) gelirleri, harcamaları ve aralarındaki farklardan oluşmaktaydı. Çalışmanın mali hareketlerle ilgili sonucu şu şekildeydi: "Ya maliye politikasının etkisi hususunda yaygın olarak kullanılan ölçekler böyle bir etkinin gücünü ve yönünü belirlemede yetersiz kalmış ya da incelemeye konu olan dönem içerisinde maliye politikasının toplam harcama üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamıştır." Teste konu parasal hareketler ise parasal taban, dolaşımdaki kâğıt ve madeni para ile cari hesaplardan oluşan (dar tanımlı) para miktarı ile vadeli banka hesaplarını da içeren geniş tanımlı para miktarındaki değişimlerden oluşmaktaydı. Çalışmanın parasal hareketlere dair sonucu ise parasal hareketler ile iktisadi faaliyet arasında güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koydu.

1 Gerçek uyum değerleri Amerika için 0,70, İngiltere için 0,77 olarak tespit edilmiştir.

Başka bir grup çalışma ise para ile iktisadi faaliyet arasındaki ilişkinin farklı bir boyutunu ele almıştır. Bu çalışmalar para miktarı ile genel iktisadi faaliyet arasındaki döngüsel modelleri mukayese etmektedir. Geçtiğimiz yılda Amerika'da parasal istatistiklerde görülen iniş çıkışlar, iktisadi faaliyette gözlemlenen, her bir döngüde değişken olmakla birlikte ortalama 17 aylık çıkışlar ve 13 aylık düşüşlerden oluşan yirmi küsur sıra dışı iniş çıkış döngüsünü önceden işaret etmiştir. Keskin eğilimleri içeren periyotlarla ilgili daha açıklayıcı başka bir mukayese ise parasal büyüme hızındaki değişim düzeyi (yüksek düzey artıştan düşük düzey artışa veya düşük düzey artıştan yüksek düzey artışa kaymalar) ile iş etkinliğindeki genel iniş çıkışlar arasında geçen zaman aralıklarını konu almaktadır. Bu mukayeseye göre parasal istatistikler, yine hayli değişken olmakla birlikte, çıkışlarda ortalama 7,5 ay, inişlerde ise ortalama 4,5 ay önden gitmektedir. Amerika dışındaki ülkeler için de benzer mukayese çalışmaları yapılmıştır. Bu çalışmalar Amerika için yapılanlar kadar kapsayıcı olmasa da sonuçlar oldukça benzerdir. Aynı sonucu veren üçüncü bir mukayese türü ise paradaki değişim hızı ile gelirdeki değişim hızının dönüm noktaları arasında yapılan mukayese olmuştur.

Bu mukayeseler kendi başına etkinin yönü konusunda kesin kanıt sayılmaz. Yukarıda parasal istatistiklerdeki çıkışın öncülük ettiği müteakip döngü çıkışı olarak tasvir edilen durum aynı şekilde kendinden önceki döngü inişini takip eden parasal çıkış olarak da tasvir edilebilir. Alternatif olarak hem parasal değişimler hem de iktisadi faaliyet, paranın sadece daha hızlı tepki verdiği üçüncü bir değişkenin ortak sonucu da olabilir. Bu ve benzer ihtimaller kapsamlı şekilde araştırılmıştır. Çok sayıda istatistiksel kanıt göstermektedir ki ekonomide gözlemlenen sonuçlar, bu teoriler tarafından gerçekçi şekilde izah edilememekte, parasal değişkenlerin bağımsız etkisinin bir yansıması olarak daha kolay biçimde izah edilebilmektedir.

Özetleyecek olursak döngüsel çalışmalar, parasal büyüme hızındaki değişimlerin, bir konjonktür döngüsünün farklı aşamalarını kapsayan gelir artışındaki değişimler için gerek ve yeter şart olduğunu göstermektedir. Parasal büyümedeki kısa vadeli değişimlerin üretimde büyük bir etkiye, fiyat değişimlerinde ise hafif bir etkiye neden olduğu görülmektedir. Bu, uzun vadeli ilişki de elde edilen bulgunun tam tersidir. Parasal büyüme hızındaki kalıcı değişimlerin sonucu olan parasal gelirdeki uzun vadeli değişimler farklı çıktı büyüme oranından daha ziyade farklı fiyat davranışı olarak ekonomiye yansımaktadır.

## Parasal Değişimler ile Gelir Değişimi Arasındaki Bağlantı

Parasal büyüme oranındaki bir değişim, toplumun sahip olduğu gerçek para miktarı ile sahip olmak istediği para miktarı arasında bir uyumsuzluk meydana getirir. Toplumun bu uyumsuzluğu gidermek için yaptığı şeyler parasal değişim ile gelir değişimi arasındaki bağlantıyı yaratır. Bunun olası sonuçlarını incelemek için öncelikle insanların ne kadar para tutacağına nasıl karar verdiklerini ele almak gerekmektedir.

Para tutanlar için gerçekte önemli olan şey paranın *nominal* miktarı değil, reel miktarıdır. Toplumun bütünü için paranın reel miktarı, onun kaç haftalık üretime denk geldiğidir. Paranın reel miktarına dair bu ölçünün tekabül ettiği kavram “paranın dolaşım hızı”, yani yıllık gelirin para miktarına oranıdır. Bu hız, hesabın yapıldığı tarihte cari olan fiyatlar üzerinden tespit edilir. Bu fiyatlar paranın reel ve nominal miktarları arasındaki köprüdür. Paranın reel miktarını ifade etmenin bir diğer yolu ise nominal miktarı uygun bir fiyat endeksine (deflatör) bölmektir.

Toplumun, elinde tutmak istediği reel para miktarını iki temel değişkene göre belirlediği tespit edilmiştir: reel gelir ve paraya alternatif varlıkların getirisi. Para talebi, reel gelir arttıkça artar. Çünkü reel gelirin artması daha fazla servet tutmayı mümkün kılar ve para, serveti saklama formlarından biridir. Öte yandan para talebi, faiz oranları arttıkça azalır. Çünkü faiz oranlarının artması para tutmayı diğer varlıklara kıyasla daha az cazip kılar.

O halde belirli şartlar altında insanların tutmak istediği az çok belli bir reel para miktarı bulunmaktadır. Diyelim ki insanların elinde tuttuğu nominal para miktarı, cari fiyatlara göre tutmak istedikleri reel miktarın üzerinde. Böyle bir durumda fazla para olarak gördükleri miktarı ellerinden çıkarmak isteyeceklerdir. Dolayısıyla gelirlerinin üzerinde harcama, bağış yapma veya borç vermeye çalışırlar. Fakat bir kişi elindeki nominal para miktarını, ancak başka birini, kendi elindeki miktarı artırmaya ikna ederek azaltabilir. Toplum kazandığından daha fazlasını haralayamaz. Bunu yapmaya çalışmak gelir ve harcama hacmini artıracak, fiyatların yükselmesini sağlayacak ve belki de üretimi artıracaktır. Paranın nominal miktarında bir değişiklik olmadığında ilk baştaki fazla para miktarı; ya fiyat artışının bir sonucu olarak mevcut reel para miktarını azaltmak ya da üretim artışının bir sonucu olarak talep edilen reel para miktarını artırmak suretiyle ortadan kaldırılmış olacaktır.

Aksi durumda, yani insanların elinde tuttuğu nominal para miktarının, tutmak istedikleri reel miktarın altında olduğu durumda ise gelirlerinin altında harcama, bağış yapma veya borç verme davranışı göstereceklerdir. Bunu toplu



halde yapamazlar. Fakat bu çabaları süreç içerisinde gelir ve harcamaları azaltacak, fiyatları ve üretimi aşağı çekecektir. Paranın nominal miktarında hiçbir değişiklik olmadığında ilk baştaki eksik para miktarı; ya fiyatların düşmesinden ötürü sahip olunan reel para miktarını artırmak ya da üretimdeki düşüşten ötürü talep edilen reel para miktarını azaltmak suretiyle giderilmiş olur.

Görüldüğü üzere prensipte, gelir düzeyindeki değişimler ya insanların talep ettiği reel para miktarındaki değişimler ya da onlar için elde edilebilir durumdaki nominal para miktarındaki değişimler tarafından üretilebilir. Mevcut deliller (reel) para talebindeki değişimlerin pratikte yavaş gerçekleştiğini ya da arzdaki değişimlerin sonucu olduğunu; oysa mevcut nominal para miktarındaki değişimlerin talepteki herhangi bir değişimden bağımsız olarak gerçekleşebildiğini ve sıklıkla da böyle olduğunu göstermektedir.

Parasal değişim ile gelir değişimi arasındaki bağlantıyı tasvir etmek bu ayarlanma sürecini detaylarıyla bildiğimiz anlamına gelmez. Ortodoks iktisat geleneği nominal para miktarındaki değişimin öncelikle tahvil pazarına etki edeceğini öngörür. Buna göre para miktarındaki artış tahvil fiyatlarını artırır ve dolayısıyla faiz oranlarını düşürür. Öte yandan para miktarındaki düşüş tahvil fiyatlarını düşürür ve dolayısıyla faiz oranlarını yükseltir. Faiz oranlarındaki bu değişimlerin mevcut ve arzu edilen para miktarlarını uyumlaştıracığı (yani paraya dair arz ve talebi dengeleyeceği) varsayılır. Dolayısıyla olayların akışı finansal piyasalardan finansal olmayan piyasalara doğru takip edilir. Nominal faiz oranlarındaki değişimlerin yatırım harcamalarındaki değişimlere (yatırım harcamaları faiz oranlarındaki değişimlere tepki verdiği sürece) öncülük ettiği ve yatırım harcamalarının gelir düzeyine yönelik çarpan etkisinin de en sonunda üretim ve tüketim mallarına yönelik daha yüksek bir harcama düzeyine yol açtığı düşünülür.

Hakim görüşe göre nominal para miktarındaki değişimler reel para miktarındaki değişimler ile aynıdır. Parasal değişimden kaynaklanan fiyat değişimleri para talebini arzla uyumlaştırma konusunda bir rol oynamaz. Uyumlaştırma yalnızca faiz oranlarındaki değişimler tarafından üretilir. Para talebi, faiz oranlarındaki belirli değişimlere ne kadar tepkili olursa faiz oranları o kadar az değişerek uyumlaştırma sağlayabilir. Benzer şekilde hakim görüşe göre parasal değişimler ile reel gelir arasındaki tek bağlantı faiz oranıdır. Yatırım, faiz oranlarındaki belirli bir değişime ne kadar az tepki gösterirse faiz oranlarındaki değişim reel gelire o kadar az etki eder. Dolayısıyla eğer faiz oranındaki değişimlere karşı yatırım tepkisizken para talebi güçlü tepki verirse para arzındaki değişimin çoğu, talep edilen miktarda onu karşılayan bir değişim tarafından emilir ve bunun reel gelir ya da fiyatlara çok az yansımaları olur.



*Radcliffe Raporu* tarafından benimsenen görüş buydu. Buna göre para miktarındaki değişimler, ancak insanların para veya başka likit varlıklara sahip olma kararını etkileyen tek şey olan faiz oranlarındaki değişimlere etki ettiği oranda önem arz eder. Toplam servetin likit olmayan kısmındaki reel sermaye kârlılığın nispetle toplam servetin likit kısmındaki piyasa faiz oranlarında görülen değişimler, harcamalardaki değişimlerin transfer edildiği kanal olarak görülmektedir. Dolayısıyla faiz oranları, arz edilen varlıklar ile talep edilenler arasında uyumlaştırma sağlayan tek gerçek piyasa değişkeni olarak görülmektedir. Fakat bu yaklaşımın doğru olduğuna dair hiçbir kanıt yoktur. Bir yanda faiz oranlarındaki değişimin hızı ya da düzeyi, diğer yanda nominal gelir, üretim ve fiyat düzeyindeki değişimlerin bulunduğu ilişkiler; para miktarındaki değişim ile bu büyüklükler arasındaki ilişkilerden çok daha kötü görünmektedir.

Radcliffe görüşüne alternatif parasal analiz, para miktarındaki değişimlerin hem fiyatlarda hem de üretimde değişimlere yol açtığına dair delillere dayanmaktadır. Fiyat değişimleri, reel para miktarını nominal para miktarındaki değişimlere ayarlayan kanallardan biridir. Faiz oranı değişimleri ve reel üretim değişimleri ise diğer kanallardır. Gerçek ve talep edilen para miktarları arasında dengesizlik bulunduğu muhtemel bütün nakit akışları dengeyi yeniden kurma amacıyla gerçekleşen finansal ve finansal olmayan varlıkların mülkiyetindeki değişim sürecinden etkilenebilir.

Bu alternatif görüşe göre paradan tahvillere, faiz oranlarına, yatırım harcamalarına ve oradan da gelire doğru giden mekanik akış, parasal değişimin gelir değişimine etkisini yansıtabildiği yalnızca bir tek kanaldır. Bunun başka etki kanallarını dışladığını düşünmek için hiçbir sebep yoktur. Mevcut ve talep edilen para miktarları arasındaki bir uyumsuzluk, her türden mal ve hizmetlere yönelik anlık harcama etkisiyle de bertaraf edilebilir. Böyle bir uyumsuzluk dayanıklı ve dayanıklı olmayan mallara yönelik harcamaları, eğitime veya dayanıklı sermaye mallarına yönelik yatırımı, sadece tahvilleri değil, hisse senetlerini, hayat sigortalarını ve gayrimenkul ipoteklerini de içeren geniş ölçüdeki finansal varlıklara yönelik yatırımı da etkileyebilir. Bu etkiler daha sonra mevcut mal ve hizmet üretimindeki talep kaymaları ve yeni verimli hizmet alanları arasında dağılır. Etki intikalinin kesin sırası, paradaki değişimin ilk etkisinin görüldüğü noktaya bağlı olduğu için zamana göre de değişiklik gösterebilir. Yine de parasal değişimler ile gelir değişimleri arasındaki ilişkinin yeknesaklığına dair önermeye göre ortaya çıkan ilk etkilere, parasal değişimin başlattığı daha genel ve yaygın olan etkiler egemen olur.

Para ile parasal gelir arasındaki ilişkiye dair bu bahsi kapatmadan önce paradaki değişimler ile fiyat ve üretim arasındaki gelir değişiminin nasıl bölündüğü arasındaki bağlantıyı tartışmak gerekmektedir. Bu bölümü neyin belirlediğine dair en yaygın görüş muhtemelen bunun kapasite kullanım (istihdam) düzeyine bağlı olduğu yönünde olacaktır. Gelir değişikliği insanların ve makinelerin istihdam düzeyinin çok düşük olduğu durumlarda öncelikle üretim artışı tarafından emilecek ve fiyatlar bir nebze yükselecektir. Yüksek istihdamın ve kapasite kullanımının olduğu durumlarda ise üretim seviyesinde orta düzeyli bir değişim olacak gelir değişiminin kalan kısmı fiyatlar tarafından emilecektir. Yakın zamanda yapılan bazı çalışmalar cari fiyatların artışında eski fiyat hareketlerinin de en azından kapasite kullanımı kadar etkili olduğuna işaret etmektedir. Buna göre örneğin yüzde 5'lik bir parasal büyüme, fiyatların istikrarlı olduğu bir dönemin arkasından değil de fiyatların yüzde 5 artış gösterdiği bir dönemin arkasından gelmesi halinde daha hızlı bir fiyat artışı ve daha düşük bir üretim artışı anlamına gelmektedir. Fakat eski fiyat hareketleri de daha önceki parasal büyüme oranlarıyla ilişkilidir. Dolayısıyla bu açıklama dolaylı olarak fiyatlar ve üretim arasındaki parasal gelir değişiminin mevcut dağılımını daha önceki parasal değişimin bir fonksiyonu haline getirmektedir. Bununla birlikte kapasite kullanım etkisi ile daha önceki fiyat hareketlerinin net kapsamının ne olduğu hâlen incelenmekte olan bir konudur. Doğrusu fiyatlar ile üretim arasındaki gelir değişiminin dağılımını belirleyen güçler meselesi belki de parasal ilişkiler ve etkiler hususunda mevcut bilgilerimizdeki en büyük boşluk olabilir.

## Parasal Değişimler ile Finansal Piyasalar Arasındaki Bağlantı

Para politikası genelde para miktarına olan etkisinden ziyade krediye olan etkisi üzerinden incelenir. Bu görüşe göre merkez bankasının temel fonksiyonu kredi ve yatırım formundaki ticari banka varlıklarını, kredi piyasasındaki vadeleri ve yaygın olarak alınıp satılan birkaç menkul kıymetin getirisini kontrol etmek olarak görülür. Para politikasının para miktarına olan etkisine özel bir önem gösterilmez.

Fakat merkez bankası hareketlerinin kredi boyutlarındaki yoğunlaşmanın, para politikasının etkisine dair pek de güvenilir olmayan bir karine teşkil edeceğine inanmamız için pek çok neden bulunmaktadır. Merkez bankası operasyonlarının varlık hedefine atfedilen önem, bankacılık sisteminin varlık yaratım süreciyle ilgili "ilk" satış turunun özel bir öneme sahip olduğu görüşünü yansıtmaktadır. Böyle bir ilk turun harcamalar açısından yaratıldığı sonuçların, varlıklardaki değişime dair parasal etkiyi tamamen ortaya

çıkarttığı varsayılmaktadır. Özel sektör kredilerinin burada kritik bir rol üstlendiğine inanılmaktadır. Çünkü bu tip fonların mübadele hacminin, banka mevduatlarının hazine bonoları veya toplumun elindeki başka menkul kıymetlerle değiş tokuşundan çok daha yüksek olduğu varsayılmaktadır. Bankaların harcamaları etkilediği ana kanal olarak kredilere önem verilmesi, kredi piyasasının parçalı olduğu ve kredi talebi reddedilmiş olanların finansman aradıkları yatırım planlarını çaresiz ertelemek veya terk etmek zorunda oldukları varsayımına dayanır.

İlk turun, varlık değişimindeki parasal etkileri tamamen ortaya çıkarması muhtemeldir. Varlık yaratımıyla ilişkili para arzındaki bir değişim tam olarak para talebindeki değişime denk geliyorsa durum böyle olur. Fakat para arzındaki bir değişim toplumun mevcut ve talep edilen para miktarları arasında bir uyumsuzluk yaratmışsa dolaşım sürecinin takip eden aşamalarında başka etkiler ortaya çıkacak ve bu etkiler, hedefleri yalnızca banka varlıklarına odaklanmış bir merkez bankasının gözünden kaçacaktır.

Her hâlükârda kısa vadedeki rezerv değişimleriyle belirli gelir getiren varlıkların hacmi arasındaki bağlantı epey zayıftır. Gelir getiren varlıkların likit varlıklara, diğer yatırımlara ve kredilere dağılımı ilk aşamada bankaların denetimine tabidir. Benzer şekilde kısa vadedeki rezerv değişimleri ile faiz oranları ve kredi şartları arasındaki bağlantı da epey zayıftır. Faiz oranları ve kredi şartları merkez bankasının katılmadığı veya katılıyorsa da hâkim olmadığı piyasalardaki arz ve talep ilişkisinin sonuçlarıdır. Kredi veya yatırım formundaki banka varlıkları toplam ödenmemiş kredi hacminin küçük bir bölümünü oluşturur. Amerika için paradaki değişim oranıyla ölçülen merkez bankası eylemlerinin, iş etkinliğindeki iniş çıkışlar açısından faiz oranları seyrinin ancak bir kısmından sorumlu olduğu ve faiz oranlarındaki hareketlerin döngüsel değişiminin ancak çeyreğini açıklayabildiği gösterilmiştir. Merkez bankalarının kredi şartları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu açıktır, fakat kontrol ettiğini söylemek zordur.

Ayrıca şartlarına veya faiz oranlarına göre belli kredi türlerinin veya toplam kredi hacminin gösterdiği değişimler para politikasının mevcut durumuna dair kötü bir dayanak teşkil eder. Para nasıl tanımlanırsa tanımlansın, belli kredi türlerinin veya toplam kredi hacminin gösterdiğinden çok daha farklı tarzda bir değişim gösterdiğine dair kanıtlar oldukça nettir. Kredi şartlarının ise tam ve net bir ölçütü yoktur. Krediler ancak darlığı ve bolluğu gibi kalitatif derecelerle ifade edilebilir ve hangi kredi şartlarının “uygun” olduğunun tespiti de bir o kadar belirsizdir. Faiz oranları nispeten belli bir aralıkta seyrettiği için bu aralığın üst sınırının kredi darlığına, alt sınırının ise kredi bolluğuna

işaret ettiği yönünde yaygın bir hatalı varsayım söz konusudur. Fakat bolluk ve darlık mutlak değil, göreceli kavramlardır. Talebin güçlü olduğu bir anda yüksek bir faiz oranı kısıtlayıcı olmayabileceği gibi talebin zayıf olduğu bir anda aynı oran hayli kısıtlayıcı olabilir.

Yakın zamanda yapılan çalışmalar, para miktarını artırmak suretiyle faiz oranlarını düşürmenin gelir ve fiyatlarda yarattığı etkilerin, birkaç ay içinde bu düşüşü telafi ettiğini göstermiştir. Para miktarının azaltılmasında da bunun tam tersi olmaktadır. Bu yüzden ticaretin genişlediği dönemlerde yüksek parasal genişlemenin gecikmeli bir sonucu olarak yükselen faiz oranları, ticaretin daraldığı dönemlerde de düşük parasal genişlemenin gecikmeli bir sonucu olarak düşen faiz oranları gözlemleriz. Yüksek veya düşük parasal genişlemenin faiz oranları üzerindeki ilk etkileri geçicidir: sonradan gelen kredi talep artış ve azalışları ile fiyat beklentilerinin etkileri onları bastırır. Fiyatların genel olarak düşüşte olduğu duruma göre fiyatların genel olarak yükselişte olduğu durumlarda borçlu ve alacaklıların, paranın satım alım gücündeki değişimleri öngörebildiği oranda tahvil fiyatları azalır, nominal getiriler yükselir. Çünkü anaparanın gerçek değerindeki düşüş (veya yükseliş) ödenen nominal faizden bir eksiltme (veya ona ekleme) anlamına gelir. Sonuç olarak merkez bankaları, faiz oranlarının düzeyi veya onlardaki değişimi, kendi politikalarının genişlemeci mi, daraltıcı mı olduğuna dair bir işaret olarak gördükleri takdirde yanılmış olurlar.

Faiz oranlarının para talebi ve para arzı üzerinde bir etkisi varsa da, fiyatlar ve üretimden paranın nominal miktarındaki değişimlere etki eden birtakım etmenler kuşkusuz varsa da; para miktarındaki büyüme oranının, parasal şartlara dair nispeten daha net bir gösterge olduğu yönündeki önermeyi destekleyen kanıtlar daha fazladır. Paranın büyüme hızındaki sürekli bir artış ya merkez bankasının tek başına bir parasal genişleme yarattığı ya da başka faktörler tarafından harekete geçirilen bir parasal genişlemeye muvafakat ettiği anlamına gelir. Benzer şekilde paranın büyüme hızındaki sürekli bir düşüş ya merkez bankasının tek başına bir parasal daralma yarattığı ya da başka faktörler tarafından harekete geçirilen bir parasal daralmaya muvafakat ettiği anlamına gelir.

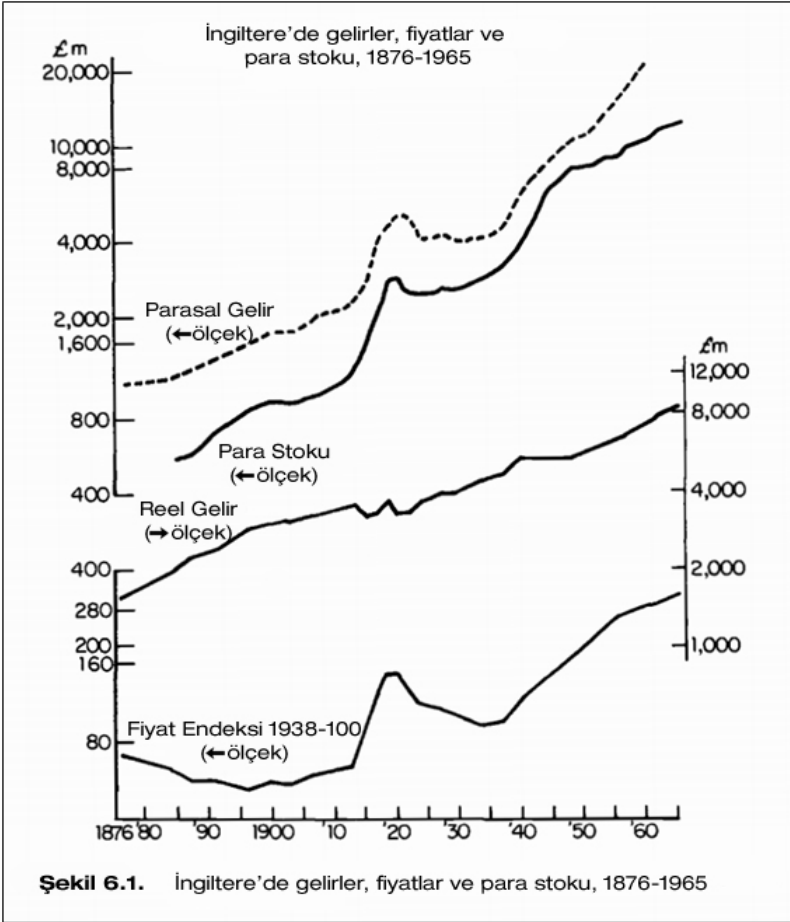
Savaş sonrası dönemde Bank of England operasyonlarının bir hedefi de bankalar tarafından özel sektöre sağlanan kredileri temizlemektir. Amaç banka kredilerindeki artışı belli bir dönem için belirlenmiş bir yüzde değeri ile kısıtlayarak özel sektör borçlanma düzeyini kontrol altında tutmaktır. Bunun amacı ise özel sektör borçlanma düzeyinin yakından ilişkili olduğuna inanılan ithalat talebini ve yurtiçi harcamalarını düşük tutmaktır. Özel sektör

borçlanmaları yakın zamanda para miktarını kısmak için de düzenlendi. Bankalar belirlenen hedefi tuttursa (yani sınırın altında kalsa) bile borçlanmaları kontrol etmek, para miktarını kontrol etmenin kötü bir yoludur. Çünkü borçlanmalar ile para arzı arasındaki bağlantılar çok gevşektir. Para arzının büyüme oranını dizginlemek için gereken esas Şey parasal tabanı kontrol etmektir. Bu ise en iyi Şekilde Bank of England'ın, rezervlerin bankalara akışını etkileyen eylemleriyle yapılabilir.

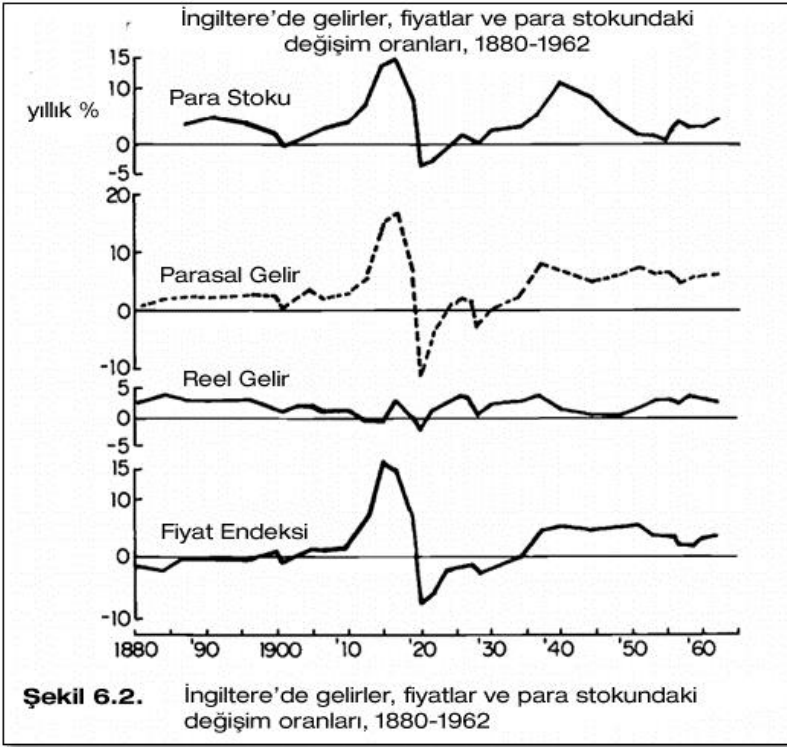
## İngiliz Parasal Deneyimi

İngiltere'deki para miktarına dair gerçekçi yıllık veriler 1880-1967 yılları arası için mevcuttur. Parasal gelir, fiyatlar ve reel gelire dair kıyaslanabilir yıllık veriler daha da uzun bir dönem için mevcuttur. Bu serilerdeki uzun dönemli hareketlere dair bir analiz Őu an itibarıyla New York'taki Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu (NBER) tarafından sürdürülmekte, ancak Őu aşamada bu analizin sonuçları değil, yalnızca üzerinde çalıŐılan temel veriler sunulabilmektedir. Yine de bu giriŐ düzeyindeki malzemeden dahi parasal değişimler ile diğer ekonomik büyüklükler arasındaki ilişkiye dair İngiltere için ortaya çıkan göstergelerin Amerika için ortaya çıkanlarla geniş ölçüde uyuŐtuėu söylenebilir.

Uzun dönemli hareketlere dair bir çalışma için konjonktür dalgalarının kısa vadeli hareketlerini mümkün olduğu kadar veriden çıkartmak arzu edilir. On dokuzuncu yüzyılın ortasından ikinci dünya savaŐına kadar İngiltere'deki konjonktür dalgalarına dair standart bir kronoloji çalıŐması yakın zaman önce 1960'lara kadar uzatıldı. Bu temele dayanarak İngiltere yıllık verileri, konjonktür dalgalarının dip noktasından tepe noktasına giden yayılma aŐamasını ve tepe noktasından dip noktasına giden daralma aŐamasını birbirini takip eden safhalar halinde gösteren serilere dönüŐtürülebilir. Para serilerinin gösterdiği ilk aŐama bir tepe noktasından baŐlayan 1883 ile 1886 arasındaki daralmadır. Diğer serilerdeki ilk aŐama 1873'teki bir tepe noktasından 1879'daki bir dip noktasına doğru giden bir daralmadır. Gelirler, fiyatlar ve para stokuyla ilgili ortalama değerler Şekil 6.1'de gösterilmektedir.



Şemada görüldüğü gibi para miktarının akışı ile parasal gelirin akışı arasında çarpıcı bir benzerlik bulunmaktadır (korelasyon katsayısı: 0,972). Para miktarı ile fiyat eğrilerinin de birbirine bir o kadar yakın hareket ettiğini görmek herhalde şaşırtıcı değildir (korelasyon katsayısı: 0,976). Şaşırtıcı olan uzun vadeli eğilimlerdeki farklılıklara rağmen para seviyeleri ile reel gelir arasında kayda değer bir ilişki bulunmasıdır (korelasyon katsayısı: 0,970).



Bu serilerin mutlak düzeylerine ek olarak Şekil 6.2'de görülen değişim oranlarını da incelemek faydalıdır. Değişim oranları şok edici biçimde benzerdir. Para stoku çizgisinde herhangi bir boyutta hiçbir çizgi yoktur ki parasal gelir çizgisinde bir karşılığı olmasın (korelasyon katsayısı: 0,742). Bu iki seri arasındaki benzerlik, ortak veriye dayanmaktan kaynaklanan herhangi bir yapay korelasyonu yansıtmamakta, hatta her iki seriye kaynaklık eden veri üzerinden yapılan ölçümlerdeki bağımsız hata paylarına rağmen ortaya çıkmaktadır. Şekil 6.1'deki para ile fiyatlar arasındaki ilişki (korelasyon katsayısı: 0,798) paradaki değişim oranlarıyla parasal gelirdeki değişim oranları arasındaki ilişkiden bir miktar daha yakın durmaktadır. Paradaki değişim oranında görülen savaş zamanına ilişkin iki adet tepe noktası fiyatlardaki değişim oranında yansıma bulmaktadır. Reel gelir ilk tepe noktasını muhtemelen sessiz şekilde kopyalamakta, ikinci dünya savaşındaki ise hiç yansıtmamaktadır. Savaş zamanlarını göz ardı edersek, para stoku ile reel gelir büyüme oranları arasındaki ilişki (korelasyon katsayısı: 0,362) parasal değişim ile fiyat değişimi arasındaki kadar iyi değildir.



İngiltere'nin para stoku hareketleri ile parasal gelir hareketleri arasında kaydedilen bu yakın ilişki iktisadi terimlerle izah edilmesi gereken bir iktisadi olaydır. Bu ilişki hem döngüsel hem de uzun vadeli dönemlerde incelenecek veri bulunan herhangi bir zaman aralığı boyunca devam etmiştir. Amerika için söz konusu olan verilere yönelik çalışmada parasal etkilerin uzun gecikmelerle inceden inceye, ancak hayli düzenli ve anlaşılabilir bir modele göre sonuç verdiği ortaya çıkmıştır. İngiliz parasal deneyiminin bu sonuca bir istisna teşkil edeceğini düşünmek için hiçbir sebep yoktur.