

İÇSEL PARA TEORİSİ'NE GENEL BİR BAKIŞ

Gökçer ÖZGÜR*

Öz

Bu çalışmanın ana amacı içsel para teorisinin kökenlerini incelemek ve bu konudaki güncel tartışmalara ışık tutmaktır. İçsel para yaklaşımı temel bir önermeye dayanmaktadır: Reel ekonomide faaliyet gösteren işletmelerin kredi talebi, bankalar tarafından karşılandıkça bankacılık sektöründe yeni mevduatlar oluşur. Bu yeni mevduatlar için gerekli rezervlerin bulunması ile de para arzı genişlemeye başlar. Merkez bankası bu sürece müdahale edebilse de tamamen kontrol edemez.

İçsel para yaratım süreci konusunda da tam bir fikir birliği yoktur ve bu teorisinin savunucuları arasında canlı bir tartışma devam etmektedir. Bu çalışmanın amacı söz konusu tartışmaların miadını doldurduğunu ve değişen finansal yapı içinde geçerliliğini kaybettiğini ortaya koymaya çalışmaktır. Bu tartışmalar, teorisinin evrilip gelişmesine yol açmış olsa da son yıllarda finansal alanda yer alan yenilikleri gözden kaçırmıştır. Bu nedenle söz konusu teorisinin bir kez daha gözden geçirilerek günün şartlarına uyumlu hale getirilmesi gerekmektedir. Bu amaçla, bu çalışmada öncelikle içsel para teorisinin gelişimi incelenecek ve ardından teorisinin günümüzde eksik kalan yönlerine değinilecektir.

Anahtar Sözcükler: İçsel para, para arzı, faiz oranları, kredi.

Abstract

A General Outlook to the Endogenous Money Theory

The purpose of this study is to shed light on the origins of the endogenous money theory and analyze the current debates on this topic. Endogenous money approach depends on a fundamental postulate: As banks meet the credit needs of non-financial businesses, new deposits emerge in the banking sector. Similarly, as the necessary reserves found for these new deposits the broad money expands as well. Even though the central bank can intervene into this process it cannot fully control it.

There is not a clear-cut consensus on the endogenous money creation process and a lively debate among the proponents of the theory still continues.

*Dr., Hacettepe Üniversitesi, İktisat Bölümü, Beytepe/ANKARA, gozgur@hacettepe.edu.tr

The purpose of this study is to reveal that such debates have outlived their shelf time, and lost their validity in the changing financial structure. Even though these debates enabled the theory to evolve and develop, they have disregarded the recent developments in financial markets. The theory needs to be brought up to date by incorporating the important transformations that have been taking place in the financial markets.

Keywords: Endogenous money, money supply, interest rates, credit.

GİRİŞ

Bu çalışmada içsel (endogenous) para teorisinin kökenlerini incelenecek ve bu sayede, değişen ekonomik ve finansal yapı içinde teorinin eksik kalan yönleri açığa çıkarılmaya çalışılacaktır. İçsel para anlayışı zaman içinde önemli dönüşümler geçirmiş olsa da günümüz koşullarında kendini bir kez daha yenilemek durumundadır. Bu ihtiyacın bütün yönleriyle ortaya konulabilmesi için içsel para anlayışının tarihsel gelişiminin de incelenmesi gerekmektedir.

Bir ekonomi içindeki para arzının kredi mekanizması tarafından içsel olarak yaratıldığı anlayışı çok eskilere dayansa da sözkonusu anlayışın bir para teorisi olarak ortaya çıkması 1970'lerde olmuştur.¹ Özellikle de *Journal of Post Keynesian Economics* dergisinin etrafında toplanmış olan Post Keynesçi iktisatçılar içsel para teorisini bağlı buldukları düşünce okulunun temel para anlayışı olarak ortaya koymuştur. Farklı yorumları bulunan bu teori basit bir önermeye dayanmaktadır: Finansdışı özel sektörün kredi talebi bir ekonomi içindeki para arzını büyüten asli güçtür. Bankaların bu sektöre verdiği krediler bankacılık sektörü içinde yeni mevduatların oluşmasına neden olur, bankalar da bu yeni oluşan mevduatlar için türlü kaynaklardan rezerv sağlayarak² para arzının genişlemesine yol açarlar. Merkez bankaları ise bu sürece dahil olabilseler de sürecin kendisini tamamen kontrol edemezler.

İktisat yazınının en tartışmalı konularından biri de para teorisi olmuştur. Faiz oranları, tahvil fiyatları ve enflasyon gibi konuların dolaşımdaki para miktarı ile doğrudan ilişkili olması nedeniyle paranın nasıl tanımlandığı sorusu iktisadın temel inceleme alanlarından biri olagelmiştir. Para sadece bir dolaşım aracı ise herhangi bir *mal* biçiminde ortaya çıkabilir veya merkezi bir otorite tarafından *fiat* olarak belirlenebilir. Merkezi bir otorite tarafından belirlenmesi durumunda para miktarının bu otorite tarafından kontrol edilmesi akla uygun gelebilir. Ancak paranın ortaya çıkışının arkasında bir kredi mekanizması bulunması durumunda bu kontrol gücü ortadan kalkacaktır; zira kredi veya borç gelecekteki bir ödeme sözü ile yapılan işlemdir ve bunlar da başka sözler ile takas edilebilir. Bu durumda verilmiş olan sözler paranın işlevlerini yerine

getirebilir. Para kavramına böylesine geniş bir çerçeveden bakılması durumunda ise merkezi bir otoritenin bu işlemleri veya para arzını kontrol edebilmesi mümkün görünmemektedir.

Monetaristler ve Neoklasik-Keynesçi Sentez gibi çeşitli ana akım (orthodox) iktisat okulları ile Post Keynesçiler arasında 'para arzının kontrol edilip edilemeyeceği' konusunda süregiden tartışmalar aslında 19. yüzyılda Nakit Okulu (Currency School) ve Bankacılık Okulu (Banking School) arasında gerçekleşmiş olan tartışmaların yeniden su yüzüne çıkmasıdır. Paranın kökeninin kredi mekanizmasında yattığını iddia eden Bankacılık Okulu, tıpkı modern Post Keynesçiler gibi, kredi talebi olduğu müddetçe paranın ekonomik sistem içinde *içsel* olarak yaratıldığını savunmuştur. Bunun neticesinde ise para arzının merkezi bir otorite tarafından *mutlak* olarak kontrol edilemeyeceğini ileri sürmüştür.

Aslında gerek 19. yüzyılda gerekse de günümüzde tartışılan konu, paranın kaynağının kredi mekanizmasının olup olmadığı değil, kredi genişlemesi sonucunda ortaya çıkan paranın para otoritesi tarafından kontrol edilip edilemeyeceğidir. Örneğin, günümüzde hakim olan ana iktisat okulları, kredi genişlemesinin para arzı üzerindeki rolünü yadsımamakta ancak modern bir merkez bankasının bankacılık sektörü üzerindeki düzenlemeleri sayesinde bu genişlemeyi kontrol edebileceğini iddia etmektedir. Gertler ve Gilchrist (1994) ile Bernanke ve Gertler (1995) tarafından yapılan ve para politikası aktarım mekanizmasını inceleyen her iki çalışma da merkez bankasının kredi genişlemesini kontrol edemeyeceğini ortaya koymuştur. Diğer taraftan paranın içselliği konusuyla Yeni Keynesçi okul da Post Keynesçi okuldan bağımsız olarak ilgilenmeye başlamıştır (Rochon, 2001a: 120).

Buna rağmen iki nedenden ötürü bu çalışma Post Keynesçi çerçevede içsel para konusunu inceleyecektir. Öncelikle, birçok farklı iktisat okulu zaman zaman paranın içselliğini analizine katmışsa da sözkonusu içselliği kredi talebi üzerinden inceleyen ilk düşünce okulu Post Keynesçi iktisat olmuştur (Dow, 2006: 35). İkinci olarak da içsel para arzı yaklaşımını başlı başına bir teori olarak inceleyen yine modern Post Keynesçi iktisat okulu olmuştur. Ancak merkez bankasının para arzını dışsal (exogenous) biçimde kontrol edemeyeceğini iddia eden Post Keynesçi içselci para yaklaşımı, para arzının nasıl bir içsellik içerdiği konusunda da fikir ayrılıkları yaşamaktadır. Yani tartışmanın bir boyutunu paranın içsel mi yoksa dışsal mı olduğu şekillendirirken diğer bir boyutunu da bu içselliğin nasıl ortaya çıktığı belirlemektedir.

Söz konusu teorinin kapsamı ve bu konudaki güncel tartışmaları inceleyen bu çalışmanın birinci bölümü Post Keynesçi düşüncedeki İçsel Para

Teorisi'nin genel çerçevesini vermeyi amaçlamakta, ikinci bölüm Post Keynesçi düşüncedeki ayrılıkları vurgulamaktadır. Üçüncü bölüm Likidite Tercih Teorisi ile içsel para yaklaşımı arasındaki ilişkiyi sorgulamakta ve bu alandaki tartışmaların nasıl bir tikanıklığa dönüştüğüne işaret etmektedir. Dördüncü bölüm ise bir önceki bölüm ile birlikte bu çalışmanın ana iddiasını, içsel para üzerindeki tartışmaların ekonomik ve finansal yapıdaki değişimi nasıl gözden kaçırdığını ve teorinin yeniden düzenlenmesi için nelerin yapılması gerektiğine işaret edecektir. Bu amaçla son yirmi yılda yaşanan finansal serbestleşme ve deregülasyonlar ile bu değişimin kredi yaratma sürecine etkisine değinilecektir. Beşinci bölüm ise bu çalışmanın kısa bir özetini sunacaktır.

1. POST KEYNESÇİ DÜŞÜNCE'DE İÇSEL PARA TEORİSİ

Çeşitli okullar arasında yıllardır süregelen tartışmalarda para arzının içsel mi yoksa dışsal mı olduğu konusunda bir ortak anlayış hiçbir zaman olmamıştır. Para arzının dışsal olduğu biçimindeki ortodoks anlayış ise iktisat yazınına ancak II. Dünya Savaşı'nın ardından ortaya çıkan Neoklasik-Keynesçi Sentez ve 1970'lerde güçlenen Monetarizm ile yerleşmiştir; sözkonusu döneme dek para arzının dışsallığı hakim görüş değildir. Bu dönemde yerleşen ortodoks anlayış ise kredi mekanizmasını bir kenara iterek parasal büyüklükler üzerine yoğunlaşmayı seçmiştir. Keynes dahi ilk yazılarında, özellikle de 1930 yılında basılan "A Treatise on Money" (Para Üzerine İncelemeler) kitabında, içsel bir para anlayışına sahip olsa da "The General Theory of Employment, Interest, and Money" (İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi) kitabında merkez bankasının kontrolü altındaki dışsal para arzı görüşüne meylenmiştir.³ Neoklasik-Keynesçi Sentez'in "Basit Keynesçi Modeli" ve Monetarizmin doğuşu paranın tamamen dışsal bir etken olduğu görüşünü yerleştirmiştir; bu görüşe göre para tamamen merkez bankasının kontrolü altındadır (Lavoie, 1996: 150).⁴

Bu anlayışa göre, para arzı ekonominin kendi işleyişinden bağımsız, tamamen merkez bankası tarafından belirlenmiş bir *araçtır* ve reel ekonomik büyüklükleri veya ilişkileri asla etkileyemez. Modern içsel para teorisi ise bu Monetarist açıklamalara tepki olarak çıkmış ve enflasyonun sadece para olgusu tarafından açıklanamayacağını göstermeye çalışmıştır. İçsel Para Teorisi'nin öncülerinden Moore'a göre, Monetaristlerin yaptığı çalışmalarda önemli bir eksiklik de bulunmaktadır. Para arzı büyüme oranı ile enflasyon oranı arasında varolan istatistikî ilişki, bu iki değişken arasındaki nedenselliğin yönünü göstermez.⁵ 1970'li yıllardaki enflasyon para tabanındaki büyümeden dolayı değil, maliyetlerin özellikle de ücretlerin artmasından dolayı gerçekleşmiştir. Yani sözkonusu Monetarist çalışmalar para arzının enflasyon nedeniyle büyüdüğü anlamına da gelebilir.⁶ Bu nedenle içsel para teorisi para arzının nasıl ve ne biçimde ortaya çıktığını incelemeye başlamıştır.

Modern içsel bakış açısına göre “...finansal piyasalar içinde içsel olarak ortaya çıkan güçler para arzı büyümesindeki çalkantıların ve daha kapsamlı olarak da mevcut kredi miktarının ana belirleyenisidir” (Pollin, 1996: 494). Paranın kendisi de diğer ekonomik ilişkiler gibi ekonominin kendi işleyişi tarafından belirlenmektedir ve bu belirlenme sürecinde paranın da diğer ilişkiler üzerinde bir etkisi mutlaka vardır.

Post Keynesçi içsel para teorisinin ana eksenini kredi mekanizması oluşturur; para arzının içselliği, yeni kredi talebi ve finansal araçlar üzerine kurulmuştur. Ancak paranın içsel olduğunu savunan Post Keynesçiler arasında da keskin ayrılıklar mevcuttur. Rousseau (1986) ve Pollin'in (1991) de belirttiği gibi Post Keynesçi gelenek içinde iki ayrı içsel para yaklaşımı bulunur. Öncelikle her iki yaklaşım da para arzının büyüme oranının ekonomi içinde mevcut olan kredi hacmine dayandığını ve bu kredi mekanizması içinde can alıcı noktanın bankaların davranışları olduğunu savunur (Pollin, 1996: 495). Ortodoks iktisat anlayışına göre ticari bankalar pasif bir biçimde mevduatları kabul edip bu mevduatların bir kısmı ile rezervlerini oluşturur kalanını da kredi olarak verir; Post Keynesçilerin temel eleştirisi ve itirazı işte bu ortodoks anlayışa yöneliktir. Post Keynesçilere göre mevduat ve kredi arasındaki nedensellik ilişkisi ortodoks anlayışın iddiasının tam tersi yöndedir; yani nedensellik ticari banka bilançolarının varlıklarından (aktiflerinden) yükümlülüklerine (pasifleri) doğrudur. Diğer bir ifadeyle, bankalar piyasadan gelen kredi talebini karşılar ve bu yeni krediler de bankacılık sistemi içinde yeni mevduatların oluşmasına yol açar. Yeni mevduatlar ortaya çıktıktan sonra bankalar artan rezerv ihtiyaçlarını karşılamak için fon aramaya başlarlar.⁷ İşte Post Keynesçiler arasındaki temel görüş ayrılığı da bu rezervlerin nereden ve nasıl sağlanacağı sorusu üzerine şekillenmiştir.

İlk iddiaya göre, mevduat bankalarının rezerv ihtiyacı ortaya çıkması durumunda merkez bankası bu ihtiyacı karşılamak için gerekli olan fonları sözkonusu bankalara sağlar veya onların rezerv ihtiyaçlarına *uyum* (accommodate) gösterir, aksi halde bankaların yeterli rezerve sahip olmaması durumunda ekonomik sistemin istikrarı tehlikeye girebilir. Merkez bankası mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarını iki yolla sağlayabilir: açık piyasa işlemleri sayesinde bankacılık sistemi içindeki borç-alınmamış rezerv⁸ miktarını artırabilir ya da bankaları reeskont kredileri kullanmaya teşvik edebilir. Merkez bankasının –ekonomik istikrar için- mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarını karşılamak gibi bir yükümlülüğü olduğu kabul edilirse, her hangi bir miktar kısıtı olmadan, mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarına *uyum* sağlamak durumundadır. Bu nedenle, bu yaklaşım *uyumcu para arzı içselliği* (accomodative endogeneity) olarak adlandırılmıştır (Pollin, 1996: 495).

Alternatif görüş ise piyasada rezerv olarak kullanılacak fonların üzerinde miktar kısıtı olduğunu ve merkez bankalarının bu rezerv ihtiyaçlarını zaman zaman karşılamayacağını iddia eder. Ayrıca merkez bankaları açık piyasa satışları sayesinde bankalararası piyasada bulunan borç-alınmamış rezerv ya da likidite miktarını kısıtlar ve bu durumda da reeskont kredileri borç alınmamış rezervlerin bire bir ikamesi olamaz. Sonuç olarak merkez bankaları mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarını daima karşılamak zorunda değildir, dolayısıyla mevduat bankaları da rezerv ihtiyaçlarını karşılamakta zaman zaman sıkıntıya düşebilir. Ancak böyle bir sıkıntının başgöstermesi durumunda dahi bankalar *yenilikçi borç yönetimi* (liability management) ile rezerv ihtiyaçlarını kısmının bir yolunu bulabilirler. İnterbank piyasalarının, Eurodolar hesaplarının ve mevduat sertifikalarının doğuşu bu ihtiyaçtan kaynaklanmıştır. Bu yaklaşım da *yapısal para arzı içselliği* (structural endogeneity) olarak tanımlanmıştır (Pollin, 1991: 368).

2. UYUMCU VE YAPISAL İÇSELLİK

Modern içsel para anlayışının 1959'da Britanya'da Radcliffe Komitesi ile başladığı söylenebilir. Bu komite II. Dünya Savaşı sonrası İngiliz ekonomisindeki yüksek likidite miktarının daraltıcı para politikaları ile kısıtlanıp kısıtlanamayacağını incelemek amacıyla oluşturulmuştu. Bürokratlar arasında yaygın olan endişeye göre, ekonomi içindeki yüksek likidite miktarı aşırı harcamaya ve enflasyona yol açabilirdi ve bu olasılığın incelenmesi amacıyla da Radcliffe Komitesi'nin kurulmasına karar verildi. Ancak beklenilenin aksine komite, harcamaların daraltıcı para politikalarıyla kısıtlanamayacağını çünkü harcamaların dolaşımında bulunan para miktarına bağlı olmadığını iddia etti. Komite üyelerinden Nicholas Kaldor, "para arzındaki bir değişimin harcamalar üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağını" sadece "paranın dolanım hızını (velocity) değiştireceği" düşüncesindeydi.⁹ Kaldor, ayrıca, paranın dolanım hızı arttığı müddetçe harcamaların da artacağı iddiasındaydı. Yani, daraltıcı bir para politikası rejimi altındaki bir ekonomi, varolan likiditeyi kullanmanın alternatif yollarını arayacak ve hatta toplam likidite miktarında herhangi bir artış olmadan dahi varolan likiditenin dolanım hızını artırarak harcamaları artırabilecekti. Kaldor'a göre, merkez bankası para arzını kontrol edebilse bile paranın dolanım hızını kontrol edemeyecektir, ayrıca da paranın dolanım hızının her hangi bir üst limiti olduğunu gösteren tarihsel bir kanıt da bulunmamaktadır. Kaldor'a göre tarihsel olaylar onu doğrulamış; İngiltere ekonomisinde para arzının yeterli büyümediği 1950'li yıllarda paranın dolanım hızında önemli artışlar olmuştur (Kaldor, 1980: 129).

1970'li yıllarda Kaldor para arzı ve paranın dolanım hızı hakkındaki görüşlerini değiştirdi.¹⁰ 1970 tarihli çalışmasında paranın dolanım hızının

değişkenliğinden çok para arzının içsel olarak yaratılmasına vurgu yaptı. Kaldor'a göre, kredi talebi para arzı artışının kökenini oluşturmaktadır; bankacılık sistemi yeni kredi talebini karşıladıkça yeni mevduatlar yaratır; dolayısıyla parayı yaratan bankacılık sisteminin kendisidir. Harcamalar ile para arzı arasındaki istikrarlı ilişki ise, Kaldor'a göre, bu mekanizmanın varlığını gösteren tarihsel bir kanıttır.¹¹ Buna göre para genişlemesinin sınırını kredi talebinin büyüklüğü belirlemektedir. Kaldor, bir merkez bankasının bu süreci doğrudan değil sadece dolaylı olarak etkileyebileceğini de iddia etmekteydi. Kaldor'a göre, bir ekonomide harcamaları yavaşlatmanın yolu faizleri yükselterek kredi talebini düşürmekten geçiyordu. Ancak bu amaçla faizler yeterince yükseltirse ekonomi de bir durgunluğa girebilirdi (Wray, 1990: 134).

Kaldor, ayrıca, para arzının daraltıcı politikalar sırasında dahi artacağını iddia etmişti. 1980'li yıllarda ABD ve İngiltere'deki Monetarist deneylerin bu görüşünü doğruladığını söylüyordu; daraltıcı para politikası uygulanmasına rağmen her iki ülkede de para arzı bu dönemde artmıştı. Diğer taraftan Monetaristler ise bu çelişkili durumun para arzının yeterince kısılmadığından kaynaklandığını iddia etmiş ve merkez bankaları yöneticilerini suçlamışlardı. Kaldor'a göre ise sözkonusu yöneticileri para arzının artışından sorumlu tutmak yersizdi; zira daraltıcı para politikaları faiz oranlarının yükselmesine, dolayısıyla da banka mevduatlarının diğer yatırım araçlarına oranla cazibesinin artmasına yol açmıştı. Bu artan mevduat bolluğu içinde bankalar da yeni kredi talebini karşılayarak yeni mevduatların oluşmasının yolunu açmıştı. Sonuç olarak, faiz oranlarının artmasına rağmen kredi verilebilecek güvenilir firmalar olduğu müddetçe para arzı büyümeye devam edecekti.

Wray'a göre (1990: 134), Kaldor'un içsel para anlayışı daha sonra Moore ile yaygınlık kazanmaya başlayan uyumcu içsel para anlayışına yakındı: "Gerek Kaldor'a gerekse de Moore'a göre bankalar rezerv miktarı açısından sıkıntıya düşmez çünkü merkez bankası eninde sonunda bankaların rezerv ihtiyacını karşılayacaktır." Dolayısıyla para arzının genişlemesinin önünde hiçbir kısıt bulunmaz ve para arzı ana akımcı teorilerin tersine dikey değil yataydır. Para arzının daima yatay olması gerektiği fikrinden dolayı Kaldor'un başlattığı ve Moore'ın geliştirdiği içsel para yaklaşımına *yataycı* (horizontalist) içsel para teorisi de denir.¹²

Bu görüşlere alternatif olan içsel para yaklaşımı ise Minsky ile başlamış ve *yapısalcı* (structuralist) içsel para anlayışı olarak adlandırılmıştır. 1957 yılındaki çalışmasında Minsky, paranın içsel olarak yaratılma sürecini finansal yeniliklere (inovasyona) bağlamıştır (Minsky, 1957). Minsky'nin iddiasına göre bankaların daha yüksek kâr elde etme arayışı onları finansal yenilikler yapmaya iter ve bu yenilikler de daha önceden var olmayan para yaratılma süreçlerini ortaya çıkarır. Minsky, ayrıca, daraltıcı para politikalarının finansal yenilikleri

hızlandırdığını da iddia etmiştir (Minsky, 1957: 185). Sonuç olarak, merkez bankaları para tabanı üzerindeki kontrollerini arttırdıklarında mevduat bankaları bu kısıtları aşmanın yasal boşluklarını bulmaya çalışacaklardır.

Minsky de daraltıcı para politikalarının etkili olabilmesinin, merkez bankasının faizleri artırarak yeni kredi talebini azaltmasıyla mümkün olacağını iddia etmiştir. Faizler arttıkça ekonomi içindeki likidite azalsa bile finansal sistem daima bu azalan likiditeyi daha verimli kullanmanın yollarını bulacaktır. Diğer bir deyişle, para piyasalarındaki daralma (veya yüksek faizler) yeni kredilere olan talebi düşürmeyi başaramazsa finansal sistem varolan likiditenin dolanım hızını artırarak yeni kredi talebini karşılamaya çalışacaktır. Daraltıcı para politikalarının uygulanması, yatırımcıların ve girişimcilerin beklentilerini otomatik olarak olumsuz yönde etkileyip kredi taleplerinin düşmesine yol açmayabilir. Aslında artan faiz oranlarına rağmen kâr beklentileri yeterince yüksek ise faizler artsa bile kredi talebi de artmaya devam edecektir. Böyle bir durumda artan faiz oranlarını sadece finansal sektörün likit hesaplarını etkileyecek ve paranın yaratılış süreci ise bu durumdan pek de fazla etkilenmeyecektir. Aslında artan faizlere rağmen yeni kredi talebini karşılamak –yüksek kârlılık nedeniyle- finansal sistemin çıkarına olacaktır. Böyle bir durumda finansal sistem yeni kredi talebini karşılamak için varolan likit kaynaklarını daha verimli kullanmaya çalışacak ve sıkı para politikası koşullarında dolanım hızını artırmayı sağlayacak yenilikler yapmanın yollarını arayacaktır.

Minsky'ye göre bankalar ellerinde bulunan likidite ile daha fazla harcama yapabilmek için finansal yeniliklere giderler; bu değişim ise aslında merkez bankasının koyduğu parasal kısıtlar karşısında doğal bir tepkidir (Minsky 1957: 184). Yani, artan banka mevduatlarını daha az miktardaki rezervler ile desteklemek mümkün olabilir.

Sıkı para politikaları ile parasal genişlemeyi durdurabilmenin tek yolu, faiz oranlarını girişimcilerin geleceğe ait kâr beklentilerini yok edecek seviyeye dek artırmaktır; kâr beklentileri ortadan kalktıktan sonra kredi talebi düşecektir. Ancak böyle bir durumda da parasal genişlemeyi yavaşlatan unsur sıkı para politikasının kendisi değil, bu politikanın firmaların planlanmış harcamaları üzerindeki olumsuz etkisidir. Sonuç olarak sıkı para politikasının başarılı olabilmesi için ekonomik durgunluğa yol açması gerekmektedir.

Kaldor ile başlayan yataycı görüş veya uyumcu içsellik yaklaşımı 1980'lerden itibaren Basil Moore tarafından geliştirilmiştir. Moore'un temel vurgusu merkez bankacılığı sistemi ve fiat para üzerine olmuştur. Moore içsel paranın modern bir olgu olduğunu ve meta para dönemlerinde varolamayacağını iddia etmektedir. Moore'un çıkış noktası ise yine kredi mekanizması olmuştur:

“Para basit olarak bir kimsenin diğerine yaptığı ödeme taahhütüdür. Ödemelerin yapılabileceği (değerli) metal paranın bulunmaması durumunda yapılan bütün taahhütler, bir taahhütün başka bir taahhülle değiştirilmesinden başka birşey değildir...” (Moore 1985: 7) Merkez bankası kredi talebini kontrol edemeyeceğinden para arzının büyüme oranını da kontrol edemez (Moore 1979: 66-7). Bu prensibi takip edecek olursak bir merkez bankasının geleceğe dair verilen bütün taahhütleri kontrol edemeyeceği sonucuna ulaşırız, bu açıdan kredi kanalları varolduğu müddetçe para arzını kontrol etmek pek kolay olmayacaktır.

İçsel paranın bu temel prensibini ortaya koyduktan sonra Moore, teorisini kredi talebi etrafında kurar: Diğer bütün içsel para yaklaşımları gibi yeni kredi talebi, Moore'un yataycı yaklaşımında merkez konumda bulunur, ancak borçlular ve bankalar arasındaki ilişki Moore'un bakış açısında özel bir yere sahiptir. Öncelikle, daha önceden yapılmış pazarlıklar nedeniyle, krediler borç alanların inisiyatifinde yapılır. Moore'a göre, özellikle, endüstriyel ve ticari krediler “kredi kartı gibidir;” yani kredi pazarlıkları yapıp kredi limiti bir defa belirlendikten sonra bankalar yeni kredi talebini pasif bir biçimde karşılamak zorundadır ve bu süreçte pek de bir söz hakkında sahip değildir (Moore 1989: 76). İkinci olarak, bankalar bu kredileri verip bilançolarının varlıklarına bir kere ekledikten sonra portföylerini değiştirme şansına sahip değildir. Merkez bankası para arzını azaltmaya karar verirse bu politikanın etkinliği bankaların varlıklarını küçültüp küçültemeyeceğine bağlıdır. Moore şu sebeplerden dolayı mevduat bankalarının kredi varlıklarını küçültemeyeceğine inanır: (1) 1960'lardan itibaren bankalar nakit ve hazine bonusu varlıklarını azaltmış ve bunun sonucunda da banka varlıklarının büyük kısmını krediler oluşturmuştur; ancak (2) kredileri ikinci piyasalarda satmak mümkün olamayacağından bankalar istese bile kredi varlıklarını azaltamazlar.¹³ Bunların sonucunda ise “...para stoğunun büyüme oranını kısıtlayabilme dirayetleri açısından para otoriteleri ...aciz” kalabilir (Moore, 1985: 12).

Moore'a göre, kredi miktarının belirlenmesinde bankaların herhangi bir rolü yoktur ve kredi miktarını –yani ne kadar kredi verileceğini- firmaların kredi talebi belirler (Moore 1979). Ancak bankalar kredi faizlerini istedikleri gibi belirleyebilir ve borçluların bu oranlar üzerinde herhangi bir belirleyici gücü bulunmaz (Moore and Threadgold, 1985: 73-74). Bu işlemlerin sonucunda bankalar da ‘son borç verme merciinden,’ yani merkez bankasından reeskont kredileri veya açık piyasa işlemleri üzerinden kredi talep eder; bankaların merkez bankasından borçlanması durumunda ise bankalar miktarı merkez bankası da faiz oranını belirler. Moore'un anlayışına göre borç alan miktarı, borç veren ise faizi belirlemektedir.

Moore, bir bankanın kendi kaynaklarından daha fazla miktarda kredi verebileceğine de işaret eder, böyle bir durumda ise sözkonusu banka gerekli olan kaynağı merkez bankasından borçlanarak elde eder. Merkez bankasından alınan borcun faizini de merkez bankası belirler. Bu banka merkez bankasından borçlanarak elde ettiği kaynakla kendi müşterilerine yeni kredi verir. Bankanın verdiği kredinin faiz oranı ise bankanın kendi ödediği faiz artı bir kâr marjını (mark-up) içermesi gerekmektedir. Bu borç ilişkilerinin sonucunda merkez bankası paranın ya da kredinin “toptancı” faizini belirler, bankalar ise bu toptancı faizinin üzerine bir kâr marjı ekleyerek “perakende” faizi belirleyerek piyasaya kredi sağlar. Yani, bankaların piyasaya verdikleri faiz oranı merkez bankası faiz oranı artı kâr marjı ilişkisi sayesinde belirlenir (Moore and Threadgold 1985: 65).

Gerek bankalar gerekse de merkez bankası talep olduğu müddetçe pasif bir şekilde istenilen krediyi sağlar, bu kuruluşları kontrol etmenin tek yolu kredi faiz oranlarını değiştirmektir. İşte bu nedenle Moore, para arzının belirlenmiş bir faiz oranı için mutlak olarak yatay olduğunu iddia etmektedir, sözkonusu faiz oranı ise temelde merkez bankası tarafından belirlenmiştir. Buna göre reeskont faiz oranı bir merkez bankasının sahip olabileceği yegane para politikası aracıdır.

Bu yataycı görüşün bir diğer çeşidi ise Marc Lavoie tarafından temsil edilen “kredi akışı” (flow of credit) anlayışıdır. Lavoie, neoklasik dışsal para teorisi ile Post Keynesçi içsel para teorisi arasındaki temel farkın paranın verili bir portföy içindeki bir stok mu yoksa kredi akışı olarak mı algılandığında yattığını iddia eder. Kredi akışı görüşüne göre neoklasik anlayış parayı stok değişken olarak görür, ancak içsel para kredi akışları üzerine inşa edilmiştir ve dolayısıyla da para akışkan bir değişken olarak görülmelidir.

Lavoie’ya göre, kapitalistler üretime başlamadan önce kredi sayesinde harcamalarını yaparlar; bu nedenle içsel para anlayışı da fonlar akışı üzerinden kredi genişlemesi üzerine kurulmalıdır. Bir firmanın harcama yapabilmek için yeni borç bulması para teorisinin asıl bakması gereken noktadır. Borçların ödenerek hesabın kapatılması ise borç ilişkisinin bitmesine yol açacağı için para teorisi için önem teşkil etmez. İçsel para anlayışı için temel nokta borçlanarak harcamaların finansmanı yani fonların akışıdır, para stoğu ise fonlar akışı kadar önemli değildir (Wray 1990: 152).

Lavoie (1996: 278) yapısalıcı içsel görüşü de reddeder ve bu görüşe sahip olan iktisatçıları eleştirir. Lavoie’ya göre heterodoks iktisatçılar pedagojik sebeplerle içsel para teorisini kabul etmekte ancak aynı isteği uyumcu yataycı anlayış için göstermemektedir. Lavoie’ya göre içsel para anlayışını kabul edip uyumcu görüşü reddedenler şöyle düşünmektedir: “...para tamamen yatay ve

içsel olursa monetarizmin neresi kötüdür?" (Lavoie, 1996: 278) Yani, para arzı tamamen reel ekonomi tarafından belirleniyorsa, paranın kendisi monetarizmin iddia ettiği gibi etkisiz ve önemsizdir. Lavoie'ya göre heterodoks iktisatçıların yatay para arzı görüşünü kabul etmemelerinin altında bu endişe yatmaktadır. Ancak Lavoie, yatay para arzı anlayışının paraya pasif bir rol yüklediğine şiddetle karşı çıkmaktadır (Lavoie, 1996: 278).

Moore gibi Lavoie da "taban faiz oranının bir piyasa kavramı olmadığını" bu oranın yalnızca "merkez bankası bürokrasisi tarafından belirlendiğini" iddia etmektedir. Ancak Lavoie, merkez bankası tek bir reeskont oranı belirleyerek ticari bankaların rezerv ihtiyaçlarını bu oran üzerinden karşıladığı iddiasında değildir. Farklı dönemlerde farklı oranlar belirlenebilir. Lavoie'ya göre merkez bankasının tek bir reeskont oranı belirleyip sonsuza dek bu orandan borç vereceği düşüncesi gerçekdışı bir iddiadır. Diğer taraftan, "merkez bankasının belirlemiş olduğu her bir reeskont oranı farklı bir para politikasına veya rejimine işaret etmektedir" (Lavoie, 1996: 279). Dolayısıyla, reeskont oranı tarafından belirlenen "her bir para rejimi farklı bir yatay kredi-para arzı doğrusu tarafından temsil edilebilir" (Lavoie, 1996: 279).

Uyumcular ile yapısalcılar arasındaki bu tartışmalar halen devam etmektedir ve her iki taraf da hazırladığı ampirik çalışmalar ile bu tartışmayı sürdürmektedir. Örneğin Pollin (1991) yaptığı bir çalışmada uyumcu yaklaşımı destekleyecek hiçbir ampirik desteğin olmadığını iddia etmiştir. Moore (1991: 412) ise Pollin'in bulduğu sonuçları abarttığını, iki yaklaşım arasında büyük bir fark olmadığını belirterek bu tartışmaya müdahil olmuştur. Benzer bir biçimde Renservez de her iki yaklaşımın da iyi ve kötü yönleri olduğunu hangi yaklaşımın *doğru* olduğunu test etmenin yanlış bir tutum olduğunu belirtmiştir.¹⁴ Renservez'e göre hangi yaklaşımın mutlak doğru olduğunu incelemek yerine hangi yaklaşımın hangi dönemi daha iyi açıkladığını incelemek daha doğru olacaktır (Pollin, 1996: 501). Pollin'e yapılan bir diğer eleştiride Pollin'in bulduğu sonuçları yanlış yorumladığı, verilerin daha dikkatli incelenmesi durumunda sonuçların uyumcu görüşü destekleyeceği iddiasıdır (Moore, 1991 ve Palley, 1991).

Pollin'in ((1991) ve (1996)) yaptığı çalışmalar ile içsel para teorisindeki iki farklı bakış açısı belirlenmiş ve farklılıklar da vurgulanmıştır. Buna göre her iki yaklaşım da kredi genişlemesi sonucunda bankacılık sektöründe mevduatın artışı olacağını dolayısıyla da para arzının genişeyeceğini belirtse de iki akım arasında temel olarak Tablo 1'de belirtilen ayrımlar göze çarpar.

Tablo 1. Uyumcu ve Yapısalıcılar Bakış Açılarının Karşılaştırılması

	Banka Rezervleri	Faiz Oranları
Uyumcu	Merkez bankası tarafından karşılanır.	Merkez bankası tarafından belirlenir.
Yapısalıcı	Yenilikçi uygulamalar (inovasyon) sayesinde bankalar tarafından karşılanır.	Piyasa içindeki likidite tercihine göre belirlenir.

Tablo 1’deki ayrımın sınırları belli olduktan sonra iki düşünce okulu arasındaki tartışmalar artarak devam etmiş ancak son yıllarda bu ayrımın sınırları da muğlaklaşmaya başlamıştır. Bu durumun iki sebebi vardır. Öncelikle, Post Keynesçiler arasındaki fikir ayrılıklarının aslında sorun olmadığı görüşü savunulmaya başlanılmıştır; gerek uyumcu gerekse de yapısalıcı okul kendilerinin yanlış anlaşıldığını iddia etmektedirler. İkinci olarak, her iki okul da diğerini haksız eleştiriler yöneltmekle suçlanmaktadır.

İlk bakış açısına göre, Post Keynesçi para teorisinde ortaya çıkan “yapısalıcı ve uyumcu ikiliği” teorisinin gelişmesini sağlamıştır. Özellikle Fontana’ya (2003: 292) göre para genişleme sürecinin farklı yönlerine eğilmeleri sayesinde her iki yaklaşım da diğerinin eksiklerini kapatmış ve birbirine tamamlayıcı hale gelmiştir. Bu nedenle her iki bakış açısı arasındaki ayrımı vurgulamak yerine farklı bakış açılarının Post Keynesçi düşünceye getirdiği açılımların ve yeniliklerin öne çıkarılması gerekmektedir.

Ancak uyumcu bakış açısının günümüzdeki temsilcilerinden Lavoie (2006: 18) gibi Post Keynesçilere göre, Fontana’nın iddiası kısmen doğru kabul edilse de Fontana uzlaştırıcı olmaktan çok uyumcuları göz ardı eden bir tutum takınmaktadır. Lavoie’ya göre Fontana’nın bu yanlış tutumunun gerisinde uyumcuları anlamamış olmak yatmaktadır ve uyumculara bu nedenle getirilen eleştiriler yersizdir (Lavoie, 2006: 18-19). Aynı entellektüel mirasın takipçilerinden Rochon’a (2001b: 31) göre de uyumcular hakkındaki yersiz iddialar uyumcuların anlaşılmasından kaynaklanmaktadır.

Lavoie (2006) ve Rochon (2001b) göre uyumcuların yanlış anlaşılması sonucunda şu haksız itirazlar kendilerine yöneltilmiştir: (1) merkez bankalarının mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarını daima karşılayacağı iddiası gerçekçi değildir; (2) bankaların borç yönetimi (liability management) yapması ve zaman zaman da kredi kısıtlamasına gitmesi göz ardı edilmiştir; (3) kısa dönem faizlerinin dışsal olarak görülmesi yanlıştır ve uzun dönem faizleri göz ardı edilmiştir; (4) risk olgusu göz ardı edilmiştir.

Her iki iktisatçıya göre de bu iddialar kısmen yersizdir ve kısmen de yanlıştır, tarihsel olaylar da uyumcuları haklı çıkarmıştır. İlk iddiaya cevap olarak gerek Lavoie gerekse de Rochon, merkez bankalarının mevduat bankalarının rezerv ihtiyacını yüzde yüz karşılamayacağını kabul etmektedir (Rochon 2001b: 44 ve Lavoie 2006: 24). Buna göre merkez bankaları iki tür rezerv politikası uygulayabilir: (1) savunmacı para politikası ile ekonomideki likidite miktarını sabit tutmayı amaçlayabilir; (2) uyumcu para politikası ile ekonomideki likidite miktarını gözardı ederek bankaların rezerv ihtiyacını karşılamayı seçebilir.¹⁵ Merkez bankasının savunmacı para politikası uygulaması durumunda merkez bankası banka rezervlerini karşılamayıp bankalararası piyasadaki faizleri hedefleyebilir.¹⁶ Dolayısıyla merkez bankası her durumda bankaların rezerv ihtiyaçlarını karşılamayabilir.

Rochon ve Lavoie'nun bu açıklamaları kabul edilebilse de sözkonusu açıklamalar uyumcu bakış açısının temel taşlarından biri olan Moore (1979) çalışması ile çelişki içindedir. Sözkonusu çalışmada Moore, finansal kriz olmaması için merkez bankasının mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarını daima karşılayacağı açıkça belirtmiştir (Moore, 1979: 66-67). Dolayısıyla uyumculara yöneltilen eleştirilerin literatür içinde bir haklılık payı vardır, ancak zaman içinde uyumcular rezervlerin kaynağı konusunda daha esnek bir tutum kazanmışlardır. Bu esnekliğin nedeni ise merkez bankasının asli politika uygulama gücünün faiz oranlarını belirlemek olduğu görüşünün yaygınlaşması olmalıdır.

Rezervlerin nasıl karşılanacağı konusundaki bu esnek tutumun bir nedeni de rezervlerin ortadan kalkmaya başlamış olmasıdır. Lavoie'ya göre Kanada, İsveç, İsviçre, Avustralya ve Yeni Zelanda merkez bankalarının mevduat bankalarının rezerv zorunluluklarını kaldırmış olmaları uyumcu görüşün tarihsel haklılığını göstermiştir (Lavoie, 2006: 19). Lavoie'ye göre sözkonusu ülkelerin merkez bankaları rezerv yükümlülüklerini kaldırarak mükemmel bir uyum politikası hazırlamışlardır. Rezerv yükümlülüklerinin halen sürdüğü ABD ekonomisinde ise rezerv yükümlülüklerinin önemli bir etkisinin kalmadığı da sık sık dile getirilmektedir (D'Arista, 2002: 7; ve Brandley ve Shibut, 2006:18). Ancak gerek ABD'de rezervlerin önemini kaybetmesinin gerekse de kimi ekonomilerde rezerv yükümlülüklerinin kalkmasının nedeni finansal inovasyonlar ve borç yönetimi sayesinde mevduat bankalarının bu yükümlülükleri boşa çıkarabilmiş olmasıdır.¹⁷

Sonuç olarak rezervlerin nasıl karşılandığı konusunda Post Keynesçi iktisatçılar arasında bir uzlaşma bulunmamaktadır. Bu eksikliğin bir nedeni uyumcu ve yapısalcı iktisatçıların farklı teorik önermelerden yola çıkmalarıdır. Bir diğer nedeni ise rezervlerin önemini kaybetmesi ve merkez bankası para politikasının temelini faiz belirleme gücünün oluşturduğuna dair yaygın

inanıştır. Faizlerin nasıl belirlendiği, bankaların borç yönetimi ve risk olgusu konusundaki farklı bakış açıları bir sonraki kısmın inceleme konusu olacaktır.

3. LİKİDİTE TERCİHİ VE İÇSELLİK

Faiz oranları ile finansal yatırım araçları fiyatlarının nasıl belirlendiği Post Keynesçi para teoricienleri arasındaki en önemli tartışma noktalarından biri olagelmıştır. Yukarıda belirtildiği gibi, yataycı veya uyumcu yaklaşım taban faiz oranının –yani reeskont oranlarının- dışsal bir biçimde merkez bankası tarafından belirlendiğini, ticari bankaların ise bu oranın üzerine bir kâr marjı koyarak piyasa kredi faiz oranını belirlediğini iddia edegelmiştir. Lavoie'nın (1996: 278) belirttiği üzere: “Yataycılar için *taban* [reeskont] faiz oranı bir piyasa kavramı değildir. [bu oran] bürokrasi tarafından belirlenen bir fiyattır, [bu süreç] siyasi güçler ya da finans lobileri tarafından etkilenebilir veya etkilenmeyebilir.” Bu nedenle yataycılar Keynes'in likidite tercih teorisinin içsel para teorisi açısından gereksiz olduğunu iddia etmektedir (Wray, 1990: 155).

Lavoie'ya (1992: 195) göre likidite tercih teorisinin değerini anlamak için geçici ve kalıcı faiz oranları arasındaki farkı kavramak gerekmektedir. Likidite tercih teorisi sadece geçici veya kısa dönemli faiz oranlarını açıklayabilir, çünkü uzun dönem veya kalıcı faiz oranları merkez bankası tarafından dışsal olarak belirlenir: “ticari bankalar ve piyasa, merkez bankası tarafından belirlenen faizi normal faiz oranı olarak gördüğü sürece bu oran kalıcı faiz oranıdır; yani varolan koşullar devam ettiği sürece değişmeyecek olan orandır. Faiz oranı kalıcı seviyesine ulaştığı vakit likidite tercihi her hangi bir rol oynayamaz” (Lavoie, 1992: 195).

Uyumcu yaklaşımın likidite tercih teorisini reddetmesinin bir diğer nedeni de Keynes'in “The General Theory of Employment, Interest, and Money” kitabında yer alan likidite tercih teorisi ile dışsal para arzı arasındaki ilişkidir. Örneğin, Kaldor, birçok vesile ile, likidite tercih teorisinin Monetarizm'in yolunu açtığını belirtmiştir. Kaldor'un bu anlayışını eleştiren Tracey Mott (1985-86: 223) Kaldor'un çıkış noktasını şöyle açıklar: “Para talebinin *sonsuz esneklikten* küçük olduğu ve para arzının da para talebinden bağımsız olarak belirlenebileceği istatistiki olarak gösterilebildiği sürece Milton Friedman da para arzının ekonomik faaliyetlerinin asli belirleyeni olduğunu iddia edebilecektir.”¹⁸ Bu nedenlerle, uyumcu yaklaşım likidite tercih teorisi ile dışsal para arzının teorik düzeyde birbirinden ayrılamaz bir bütün olduğuna inanmıştır.

Ancak gerek Kaldor gerekse de takipçileri likidite tercih teorisini yanlış yorumlamış olmakla itham edilmişlerdir. Dow ve Dow (1989: 148) likidite tercih teorisinden “sadece faiz getirmeyen parayı anlamının” yanlış olduğunu belirtmiştir. Bu teori para-bono ikilemine indirgenemez, her hangi bir ekonomi içinde birbirinden farklı likidite seviyesine ve getiri oranlarına sahip birçok finansal araç bulunur. Likidite tercih teorisi, bu farklı likidite seviyelerine sahip finansal araçların arasında yapılan seçimi açıklamaya çalışır. Dolayısıyla “...likidite tercih kavramı en geniş anlamıyla likit araçların –bono, hisse senedi, ticari veya sanayi kredileri veya sermaye malları gibi- likit olmayan araçlara tercih edilmesinin bir göstergesi olarak anlaşılmalıdır” (Dow and Dow, 1989: 148-149).

Bu alternatif anlayışa göre likidite tercih teorisi içsel para yaratılması sürecinde merkezi bir yer tutar. Örneğin Wray (1990: 158) bankacılık sisteminin merkez bankasından reeskont faizi ile borç alıp bu oranın üzerine bir kâr marjı ekleyerek piyasaya kredi vermesinden çok daha fazla iş yaptığını söylemektedir. Ticari bankalar piyasanın kredi ihtiyaçlarını pasif bir biçimde karşılayan kuruluşlar değil kredi genişleme sürecini aktif olarak belirleyen finans kuruluşlarıdır. Bu görüşe göre, bankaların kredi açıp açmama kararı modern bir ekonomide faiz oranlarının belirlenmesinde temel bir rol oynar. Ancak bankaların karar verme süreci ile ticari kredilerin hazır olup olmamasının ödünç verilebilir fonlar yaklaşımından tamamen farklı olduğunu da belirtmek gerekmektedir. Buna göre artan kredi talebi –ödünç verilebilir fonlar yaklaşımının iddia ettiği gibi- faiz oranlarının otomatik olarak artmasına yol açamaz.

İçsel para yaklaşımının temel anlayışına göre yeni krediler bankacılık sistemi içinde yeni mevduatların oluşmasına yol açacağından, artan kredi talebi faizlerin yükselmesi yönünde bir baskıyı oluşturmayabilir. Artan likidite bankacılık sistemi içinde dolaştığı ve varolan ekonomik ve finansal koşullar devam ettiği müddetçe bankalar artan kredi talebini faizleri yükseltmeden karşılayabilir. Ancak, bankacılık sisteminde oluşabilecek bir likidite sızıntısı veya bankaların kredi vermek istememeleri faiz oranlarının artmasına yol açabilir. Böylesi bir durumda bankalar atıl rezerv tutarak istif yapmaya (hoarding) başlar ve sonucunda da yeni krediler için gerekli olan likidite miktarını kısırlar. Sonuç olarak faiz oranları ne ödünç verilebilir fonlar yaklaşımının iddia ettiği gibi tasarruf ve yatırım miktarları ile ne de uyumcuların iddia ettiği gibi taban faiz oranı artı kâr marjı ile belirlenmez. Dolaşımdaki likidite miktarı bir ekonomideki faiz oranlarını belirler. Wray'ın (1990: 158) belirttiği üzere:

Keynes tasarruf eksikliğinin hiçbir zaman yatırımları durduramayacağını söylerken [likidite eksikliği nedeniyle] ortaya çıkabilecek finansman eksikliğinin yatırımları sınırlayabileceğini de belirtmişti. (...) Keynes'in açıklamaya çalıştığı durum, harcamaların finansmanı için verilen krediler yeni mevduatlar olarak bankacılık sektörüne döndüğü sürece aynı devre içinde bulunan kredi talebi ile arzının faiz oranları üzerinde bir baskı oluşturmayacağı idi. Ancak ve ancak, bankacılık sektöründen bir likidite sızıntısı veya likiditenin [banka tarafından boşta] tutulması durumunda faiz oranları üzerinde bir baskı oluşacaktı.

Bu alternatif anlayışa göre likidite tercih ile içsel para teorileri birbirini tamamlamaktadır. Likidite tercihi, bir taraftan bankaların kredi artırma istekleri ile diğer taraftan da kârlı yatırım beklentileri tarafından belirlenmektedir. Aslında her iki davranış türü de birbirine sıkı sıkıya bağlıdır. Bu bakış açısına göre faiz oranları bir ekonomi içindeki bütün bileşenler tarafından belirlenir. Bu nedenle ne merkez bankası ne de mevduat bankaları bu süreçte birbirinden bağımsız olamaz; kredi talebinin karşılanması sürecinde gerek borçlular gerekse de alacaklılar müşterek bir biçimde faiz oranlarının belirlenmesinde rol oynar (Dow, 2006: 37).

Ancak Keynes'in likidite tercih terorisinin bu alternatif yeni yorumunun eksik kalan yönleri de vardır; bu eksiklik de rezerv sıkıntısı çekmeyen ticari bankaların neden fazla rezerv tutmaya yöneldiklerinin ya da bankaların kredi vermeme isteksizliğinin hangi şartlar altında oluştuğunun açıklanmamış olmasıdır. Birçok Post Keynesçi bu soruyu cevaplamak için Minsky'nin "finansal istikrarsızlık hipotezi"ni kullanır. Bu görüşe göre, ekonomik genişleme dönemlerinde finans dışı özel sektörün kâr beklentilerinin artması sonucunda bankalar bu sektöre verdiği kredileri artırmaktadır. Ancak sözkonusu sektörün sermaye-borç stoğu (leverage) oranlarının artması bankacılık sektörünü şüpheye düşürerek verilen kredilerin kısılmasına neden olmaktadır (Wray, 1990: 136-137). Bunun neticesinde ise bankacılık sektöründe likidite tercihi hızla artar ve faiz oranlarının yükselmesine yol açar.

Bu görüşe ek olarak Keynes'in "A Treatise on Money" kitabında bu soruna daha derin bir açıklama getirdiğini de belirtmek gerekir (Keynes, 1971: 222-30). Yani, rezerv zorunluluklarını sağlamış olan ticari bankaların elinde bulunan likiditeyi fazla rezerv olarak neden boşta tuttuğunu incelemek gerekmektedir. Bu süreç sonucunda kısıtlanan likiditenin faizler üzerinde büyük bir baskı yaptığını, ardından faizlerin artmasına yol açtığını ve artan faiz oranlarının da kredi verme isteksizliğini artırdığını belirtmek gerekir. Gootzeit (1997: 516) bu süreci "banka istiflemesi" (bank hoarding) olarak adlandırır ve bu istiflemenin nakit paranın istiflenmesinden farklı olmadığını iddia eder. Her

iki durumda da ekonomi içindeki likidite seviyesi daralmakta, bu nedenle de likidite tercihi ve faiz oranları daha da artmaktadır.¹⁹

Keynes, “banka-istifi” kavramına “A Treatise on Money”de yer vermemiştir, ancak bankacılık sektöründe boşta duran likiditenin artışıını açıklamak için benzer bir çerçeve kullanmıştır. Bu çalışmasında Keynes para dolaşımını iki başlık altında tanımlamıştır: üretime bağlı olan “sanayi dolaşımı” ve finansal işlemlere bağlı olan “finansal dolaşım.” Keynes, konjunktür dalgalarının (business cycle) farklı dönemleri ile ilişkili olarak da finansal piyasalar için dört tip spekülasyon beklenti tanımlamıştır. Bu yaklaşımın can alıcı noktası parasal sistemin potansiyel olarak birbirine rakip iki dolaşım sistemi tarafından oluştuğu iddiasıdır. İlk olarak tahvil piyasaları yükselmeye eğilimli (boğa eğilimi) ve kâr beklentileri yüksekken likidite boşta duran finansal tasarruf mevduatlarından aktif durumdaki işlem mevduatlarına kayar. Daha sonra fiyatların düşeceği beklentileri (ayı eğilimi) piyasaya hakim olmaya başladığında ise sanayi dolaşımındaki likidite azalır, tahvil fiyatlar düşer ve tasarruf mevduatları artar (Keynes, 1971: 222-30).

Gootzeit'in de (1997: 518) belirttiği gibi tasarruf mevduatları büyüdükçe banka-istifçiliği de başlar. Ayı eğilimi finans piyasalarına hakim oldukça spekülasyonlar tahvil piyasalarındaki açık pozisyonlarını kapatır ve paralarını daha güvenli olan tasarruf mevduatlarına kaydırır. Bir taraftan bu yeni tasarruf mevduatları ticari bankalar için daha fazla rezerv ihtiyacı anlamına gelir, diğer taraftan da bankalar bu yükselen ayı eğilimine kapılarak kredileri kısarlar ve fazla rezerv tutmaya başlar. Sonuç olarak bu yeni tasarruf mevduatları kredi olarak verilmez ve ticari bankacılık sistemi içinde “istiflenir.” Beklentilerin tam tersine dönerek boğa eğiliminin geri dönmesi durumunda ise bu fazla rezervler yeni krediler olarak piyasaya verilebilir.

Bu durum sanayi ve finansal dolaşımların birbirine bağlı olduğunu ve birinde ortaya çıkacak bir değişikliğin diğerini de etkileyeceği anlamına gelmektedir. İşte bu çerçeve içsel para tartışmalarına yeni bir boyut katmaktadır. Minskyci gelenek “kredi-mevduat-rezerv” devresinde oluşan sızıntıların faiz oranları üzerinde baskı yaratarak faizlerin artmasına yol açtığını iddia ederken Keynes ise “A Treatise on Money” çalışmasında bu sızıntıların neden ve nasıl ortaya çıktığını açıklamaya çalışmaktadır. Keynes'e göre tahvil fiyatlarının aşırı değerlendirilmiş olduğu düşüncesinin finansal piyasalara hakim olması sonucunda ayı eğilimi ortaya çıkacaktır, bu beklentiler bir taraftan riskli yatırım araçlarından riski daha düşük tasarruf mevduatlarına yönelişi başlatırken diğer taraftan da bankalar yine aynı ayı eğilimi nedeniyle kredi musluklarını kısacaktır. Bu açıdan bakıldığında tahvil fiyatlarındaki bir düşüş, likiditenin sanayi dolaşımından finansal dolaşıma kaymasına ve sonucunda da kredi daralmasına yol açabilmektedir. Aslında bankaların kredi verme kararları da

piyasadaki genel beklentiler tarafından belirlenmekte, yani bankalar da verildikleri kararlarda aslında finansal piyasaları takip ederek likiditeyi kısılabilmektedir. Böyle bir durumda ise bankalar fazla rezerv tutarak likiditeyi saklamaktadır.

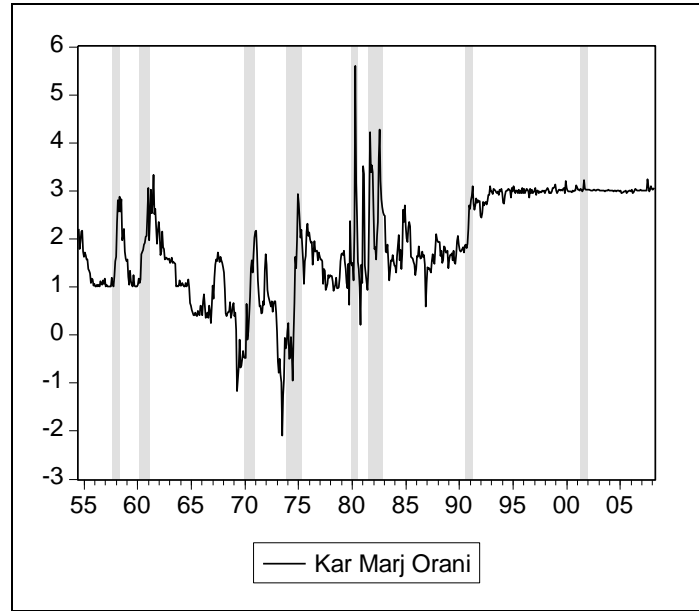
Likidite tercihi konusunda henüz bir uzlaşma sağlanmış değildir. Ancak, bir önceki kısımda da belirttiğimiz gibi, iki bakış açısı arasındaki farklar da, özellikle faiz oranlarının belirlenmesi konusunda- muğlak bir hal almıştır. Yukarıda bahsedilen çalışmaların aksine son yıllarda uyumcu okul kendilerinin faiz konusunda getirdiği açıklamaların yanlış anlaşıldığını iddia etmektedir. Bu iddiaya göre uyumcu okul, (1) faiz oranının daima merkez bankası tarafından taban faizi üzerinden belirlendiğini iddia etmemiş, istisnai durumlar olabileceğini de kabul etmiştir; (2) taban faiz oranı belirlendikten sonra mevduat bankalarının taban faizine ekleyeceği kar marjının da risk, bankaların kredi vermek istememesi gibi şartlardan etkilenebileceğini kabul etmektedir. Gerek Lavoie (2006: 18-19, 22) gerekse de Rochon'a (2001b: 45-48) göre uyumcular bu olasılıkları hiçbir zaman reddetmemişlerdir. Uyumcu bakış açısının ve hatta Post Keynesçi içsel para yaklaşımının kurucularından Moore (2001: 13) da bu görüşlere katılmaktadır. Diğer taraftan önde gelen yapısalcılardan Wray de (2004: 4) Moore'un çalışmalarının ve dolayısıyla da uyumcu okulun faiz konusundaki görüşlerinin yanlış anlaşıldığını kabul etmektedir. Wray'e göre, taban faizine bankaların kar marjı ekleyerek kredi faizinin belirlenmesi anlayışı statik bir zamanda gerçekleşebilir, dinamik bir zamanda ise gerçekleşmemesine Moore'un da bir itirazı olmayacağını söyler.

Gittikçe karmaşık bir hal alan tartışmanın ana konusu merkez bankasının mı faizleri belirlediği yoksa faizlerin mi merkez bankası faizlerini belirlediği noktasıdır; yani kredi mekanizması içinde faizlerin dışsal (exogenous) mı yoksa içsel (endogenous) mu olduğudur. Bu konuda Moore (2001: 15) daha da ileri giderek bu konunun açık ve net bir biçimde ortaya konamayacağını iddia eder. Bütün bu karışıklıklara rağmen yine de temel bir düşünce farklılığı halen mevcuttur. Uyumculara göre faizler halen dışsaldır ancak zaman zaman içsel özellik gösterebilir. Yapısalcılara göre ise faizler kredi sistemi içinde içsel olarak belirlenir ancak zaman zaman dışsal özellikler gösterebilir.

Uyumcular sabit kar marjı oranlarına bakarak faizlerin ağırlıklı olarak dışsal olduğunu ileri sürer.²⁰ Örneğin, Atesoglu'nun (2003-4: 359) çalışması ABD ekonomisi için sabit bir kar marjı oranı göstermesi bakımından uyumcu iddiaları güçlü bir şekilde desteklemektedir. Ancak Wray'in (2004: 1) de işaret ettiği gibi kar marjının sabit ya da değişken olacağı dönemlere bağlı olabilir. Atesoglu'nun çalışması aslında sadece 1990 ile 2000 yılları arasında sabit bir kar marjına işaret etmektedir. Grafik 1'de de görüldüğü gibi mevcut datanın tamamı böylesine sabit bir orana işaret etmemektedir. Kar marjı oranları

ekonomik genişleme dönemlerinde azalıp bunalım dönemlerinde hızla artmakta, 1990 öncesinde istikrarlı bir hareket sergilememektedir. Grafiğe göre riskin arttığı dönemlerde bankaların kar marjı artarken riskin azaldığı dönemlerde kar marjı da azalmaktadır. Risk dönemlerinde bankaların kredileri azaltığı ya da kestiği göz önünde bulundurulursa aşağıdaki grafik uyumcu bakış açısını desteklemekten uzaktır.²¹

Grafik 1: ABD Ekonomisinde Kar Marj Oranı*
(Prime ile Federal Funds Oranları Arasındaki Fark)



* Gölge alanlar ekonomik durgunluk dönemlerine işaret eder.

Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED 2 Data Seti'nden hesaplanmıştır.

Yukarıdaki grafiğin ışığında literatüre yeniden bakacak olursak Wray (2004: 4) ve Dow (2006: 37) gibi Yapısalcılar merkez bankasının *zaman zaman* faiz oranlarını belirleyeceğini, Moore (2001: 13), Fontana (2003: 292), Lavoie (2006: 18-19, 22) ve Rochon (2001b: 45-48) gibi önde gelen uyumcular ise merkez bankasının *zaman zaman* bankaların rezerv ihtiyaçlarını karşılamayacağını kabul etmektedir. Dolayısıyla, Post Keynesçi içsel para teorisinin geldiği son noktada iki bakış açısı arasındaki ayrım oldukça belirsizleşmiştir. Aradaki tek fark merkez bankasının faizi belirlemesinin ya da banka rezervlerini karşılamamasının hangi sıklıkla olduğu noktasındadır.

Bu nedenle Wray'in (2004) belirttiği gibi Post Keynesçilerin yapması gereken hangi dönemlerde ne tür merkez bankası politikalarının uygulandığı ve bu politikaların kredi yaratma sürecine olan etkilerini incelemek olmalıdır. Son dönemde ABD ekonomisinde bankacılık sektörünün finansal piyasa içindeki payı hızla azalmış bu nedenle merkez bankasının bankacılık sektörü üzerinden ekonomiyi etkileyebilmesinin araçları ve gücü eksilmiştir.²² Günümüzde Post Keynesçiler açısından yapılması gereken uyumcu mu yapısalcı mı tartışmasının ötesine gitmek ve bu değişikliklerin kredi yaratma sürecinde ne gibi değişikliklere yol açtığını incelemektir.

Azalan rezerv yükümlülükleri, finansal deregülasyon ve elektronik paranın ortaya çıkışı bankaların rezerv ihtiyaçlarını hızla azaltmıştır. Böylesine bir ekonomik çerçevede merkez bankasının eski para politikası gücüne sahip olup olmadığı da akıllara gelmesi gereken bir konudur. Bu konuya uyumcu çerçeveden bakan Fullwiler'a (2006: 496) göre, bütün bu değişime rağmen, merkez bankası halen eski gücüne ve etkinliğine sahiptir. Ancak Fullwiler'ın (2006) bakış açısında önemli bir eksiklik bulunmaktadır; Fullwiler hala mevduat bankalarının kredi yaratma sürecinde başat bir rol oynadığı varsayımı ile hareket etmektedir.

Özgür ve Ertürk'ün (2008: 12-13) iddialarına göre ise deregülasyon ve inovasyon nedeniyle mevduat bankalarının ABD ekonomisi içindeki ağırlıkları hızla azalmakta ve bu kurumların yerini diğer finans kuruluşları ve doğrudan finans etkinlikleri almaktadır. Dolayısıyla ticari bankaların kredi yaratma sürecindeki payı hızla azalmıştır ve bu durum da içsel para teorisi tarafından göz ardı edilmiştir. Böyle bir çerçevede bankaların rolünün azalması merkez bankasının da politika uygulama gücünün azalmasına yol açmıştır. Buna göre merkez bankası faiz oranlarını etkileyebilmekte ancak istediği gibi kontrol edememektedir.²³

Sonuç olarak, yapısalcı ya da uyumcu iddialar bir dönem için geçerli olmuş olsa da değişen ekonomik yapı içinde bu eski tartışmalar geçerliliğini yitirmeye başlamıştır. Wray (2007), Dow (2006), Özgür ve Ertürk (2008) çalışmalarının da işaret ettiği gibi finansal deregülasyon ve liberalizasyon sonucunda bankacılık sektörünün kredi yaratma süreci içindeki payı azalmış; ancak bu gelişmeler içsel para teorisi tarafından yeterince incelenmemiştir.

4. GSYİH'YE GİRMEYEN (GSYİH-DIŞI) İŞLEMLER VE KREDİ GENİŞLEMESİ

Son yıllarda finans sektöründeki genel değişiklikler ve bankaların bu sektördeki azalan rolü yeterince incelenmemiş olsa da artan finansal işlemlerin kredi mekanizması üzerindeki etkisi içsel para yaklaşımının ilgisini çekmiştir.

Bu amaçla kredi talebini ortaya çıkaran bileşen daha detaylı olarak incelenmeye başlanmış ve finansal işlemler de kredi talebini doğuran etkenlerden görülmeye başlanmıştır.

Finansal işlemleri İçsel Para Teorisi'ne dahil etme düşüncesi yeni değildir. Minsky'nin yaklaşımını takip eden Dow ve Dow (1989: 159) menkul piyasalarda ortaya çıkan değer artışlarının “üretim artsa da artmasa da” kredi talebini yükseltebileceğini açık bir biçimde ortaya koymuştur.²⁴ Benzer bir biçimde Palley de (1995) para talebinin ev ve hisse senedi fiyatları gibi GSYİH'de yer almayan işlemler tarafından da etkileneceğini belirtmiştir. Howells ve Hussein de (1999) GSYİH-dışı işlemleri daha öncül bir konuma getirerek içsel para yaratım sürecinin GSYİH-dışı işlemlerle ciddi bir bağlantısı olduğunu iddia eder. Howells ve Hussein'e (1999) göre Post Keynesçi içsel para yaklaşımı sadece “ticaretin durumu” (state of trade) ile yani sanayi ve ticaret sektörlerinin kredi ihtiyacı ile ilgilenmektedir. Bu tutum, sanayi ve ticaret sektörlerinin kapitalizmin ana hareket unsurlarını oluşturduğu geçmiş dönemler için doğru olsa da günümüz koşullarında geçerliliğini yitirmiştir. Tutsat (mortgage) ve finansal işlemlerin finansmanı için ihtiyaç duyulan kişisel krediler, günümüz kredi piyasalarında başat bir role sahip olmuştur. Kredi sadece yeni üretilmiş ürünler için değil hali hazırda mevcut olan varlıkların finansmanı için de kullanılabilir (Howells and Hussein, 1999: 442). Bu nedenden dolayı Howells ve Hussein bir taraftan içsel para teorisinin temel iddiaları kabul ederken diğer taraftan da sözkonusu teorisinin “ticaretin durumu”na yaptığı vurgunun günümüz için yanlış bir tanımlama olduğuna işaret etmektedir.

İçsel para teorileri, kredi genişlemesini açıklarken daima finans dışı özel sektörün kredi talebi ile “ticaretin durumu”na vurgu yapmıştır. Bu yaklaşımın çeşitli sebepleri vardır. Öncelikle, sanayi ve ticari sektörün ekonomik hayata hakim olduğuna inanılmıştır. İkinci olarak da özel sektör için dış finansmanın birbirine rakip iki kaynağı olduğu düşünülmüştür: (1) bono veya hisse senedi satarak doğrudan finans, ya da (2) bankadan kredi almak.

Özel şirketler açısından bakıldığında tahvil çıkarmanın banka kredilerine alternatif olabileceği doğrudur. Ancak bu tahviller bir kez halka arz edildikten sonra ortadan kaybolmaz, bu tahviller için ikincil piyasalar bulunur. Tahvil piyasaları sadece yeni arz edilmiş tahvillerden oluşmaz ve aslında *geçmişte arz edilmiş* tahviller finans piyasalarına hükmetmektedir. Bu ikincil piyasalarda yer alan finansal işlemler doğrudan ya da dolaylı olarak kredi sistemi ile bağlantılıdır. Örneğin, ABD ekonomisinde 1980'lerde yaygın olarak görülen şirket birleşmeleri ve ele geçirmeleri (mergers and acquisitions) ile 1990'larda şirketlerin kendi hisse senetlerini piyasadan satın almaları çeşitli kredi kalemleri sayesinde mümkün olmuştur. Diğer taraftan şirketler hisse fiyatlarındaki

değişmelerden dolayı olarak da etkilenebilir. Hisse senedi fiyatlarındaki en ufak bir dalgalanma bile şirketlerin bilançolarını ve özellikle de sermaye-borç (leverage) oranlarını etkileyebilir; diğer taraftan bu değişkenler ise şirketlerin kredibilitelerini belirlemektedir. Bu nedenlerle, Lowenstein'in (2004) kitabında da belirttiği gibi, şirketler ikincil piyasalardaki hisse senetlerinin fiyatlarını yükseltmek için borç alıp kendi hisselerini piyasadan satın alabilirler. Dolayısıyla, böylesine "saf" bir spekülasyon faaliyet dahi önemli bir kredi talebi yaratabilir. Bunlara ek olarak spekülasyon faaliyetlerinin kendisi de borç sayesinde finanse edilebilir. Böyle bir durumda boğa eğilimi spekülasyonun borç almasını kolaylaştırabilir, ayı eğilimi ise zorlaştırabilir.

Tahvil piyasaları ile kredi arasındaki ilişkinin bir diğer yönü de alacakların menkul kıymetlere dönüştürülmesi (securitization) faaliyetleridir. Tutsat, araba kredisi ve hatta kredi kartları borçları gibi likit olmayan kimi finansal alacaklar borç senetlerine dönüştürülerek –gelişmiş ekonomilerde sıkça rastlanıldığı üzere- tahvil piyasalarında satılabilir. Bu menkul kıymetlere dönüştürme faaliyetlerinin kendisi de aracı kurumların borçlanması sayesinde sürdürülebilmektedir. Örneğin, ABD ekonomisinde yer alan devlet-destekli girişimler (government-sponsored enterprises) ve ajans destekli tutsat havuzları (agency backed mortgage pools) ticari bankaların çeşitli kredi alacaklarını satın alarak bunları tahvile dönüştürür ve tahvil piyasalarında satar. Sonuç olarak modern bir kapitalist ekonomide finansman ihtiyacının kendisi dahi borç senetleri sayesinde finanse edilebilmektedir. Bu faaliyetler sayesinde de bankacılık dışı finansal kurumlar tahvil piyasalarından elde ettikleri kredileri ticari bankalara aktarmakta ticari bankalar da piyasaya verdikleri kredileri artırmaktadır.

Sonuç olarak bir taraftan finansal spekülasyon faaliyetleri banka borçları ile finanse edilebilirken diğer taraftan da tahvil piyasaları üzerinden bankalar da finanse edilebilmektedir. Dolayısıyla kredi ve GSYİH-dışı faaliyetler arasındaki ilişki "birbiriyle rekabet eden iki tür finansman türü" anlayışından çok daha karmaşıktır. Özellikle de son yirmi yılda yapılan finansal deregülasyonlar ve yenilikler bu ilişkileri daha da karmaşık hale getirmiş, finansal faaliyetler hem kredi talebi hem de bankalar için likidite yaratan bir ilişkiler ağını ortaya çıkarmıştır.

SONUÇ

Bu çalışmada Post Keynesçi düşüncede yer alan içsel para teorisinin temel önermeleri incelenilmeye çalışılmıştır. Bu konuda farklı iktisatçılar arasında var olan bazı ihtilaflara rağmen, banka kredisindeki genişlemenin para arzında genişleme yaratacağı biçimindeki içsel para teorisinin temel ilkesi son

yirmi yıldır değişmemiştir. Bu temel ilkeye göre mevduat artışı banka kredi genişlemesini takip eder ve ardından da bankaların rezerv ihtiyacı artar. Bankaların artan rezerv ihtiyaçlarını nasıl karşıladığı sorusu Post Keynesyen iktisatçılar arasındaki temel ihtilaf noktasıdır. Bu ihtilafın, alandaki gerek ampirik gerekse de teorik çalışmalara hükmettiğini söylemek yanlış olmaz. Söz konusu ihtilaf, içsel para teorisinin gelişimini sağlamışsa da bu tartışmalar günümüzde miadını doldurmuştur. Finansal sektördeki başdöndürücü gelişmeler ve kredi genişleme mekanizmasının aldığı yeni durum büyük ölçüde göz ardı edilmiştir.

Öte yandan GSYİH-dışı faaliyetlerin kredi genişlemesi üzerindeki etkisini inceleyerek söz konusu teoriye yeni bir boyut katmaya çalışan çabalar da son yıllarda ortaya çıkmıştır. Bu yeni çalışmalarda, ticari ve sanayi krediler, kredi genişlemesinin asli unsuru olarak görülmez. Ancak bu yeni çalışmalarda da bankacılık sistemi içsel para yaklaşımının temelini oluşturur. Bu durum da bir diğer önemli eksikliklerdir.

Bankacılık sisteminin kredi genişleme sürecinde sahip olduğu rol son yıllarda büyük bir değişime uğramış, ancak bu değişim içsel para teorisyenleri tarafından gerektiği ölçüde incelenmemiştir. Bu nedenle söz konusu teorisinin yeniden gözden geçirilerek günün değişen ekonomik şartlarına uyumlu hale getirilmesi gerekmektedir. Böyle bir değişiklik için de geleneksel bankacılığın ötesine geçilmelidir. Bu çerçevede bankaların türev piyasaları, bilanço-dışı işlemler gibi yeni finansal alanlarda yaptığı işlemlerin ve bankacılık sistemi dışındaki aracı finans kuruluşlarının verdiği kredilerin incelenmesi gerekmektedir. İçsel para teorisinin özünü oluşturan bankaların özel sektöre verdiği krediler ve bu kredilerin yarattığı mevduatlar, gelişmiş ülke ekonomileri içinde marjinalleşmeye başlamıştır. Bir taraftan bankacılığın kendisi değişirken diğer taraftan da bankaların kredi yaratma sürecindeki ağırlığı azalmış, sonuç olarak da içsel para teorisi bu yeni dönemi açıklayamaz hale gelmiştir.

Bütün bu gelişmelere ek olarak finans dışı özel sektörün ve hanehalkı sektörünün kredi talebinin bileşenleri de hızlı bir değişim göstermiştir. Finans dışı özel sektör, reel üretimin ötesinde finansal piyasalarda da aktif bir rol oynamaya başlamış, hanehalkı sektörü ise tutsat ve tüketim kredileri sayesinde kredi genişlemesinde ön plana çıkmıştır. Bu değişikliklerin küreselleşme sürecinde ve bu süreçte ortaya çıkan finansal yenilikler ve deregülasyonlar ile baş döndürücü bir hıza eriştiğini iddia etmek abartı olmaz. Bu değişikliklerin ampirik olarak incelenmesi daha sonra yapılacak çalışmaların konusu olmalıdır.

NOTLAR

¹ Marx, Wicksell, Schumpeter, Kalecki ve Robinson, içsel kredi anlayışına sahip iktisatçılara örnek olarak gösterilir ve bu iktisatçıların çalışmaları, modern içsel para teorisinin ilk örnekleri olarak görülür (Fontana, 2003: 291; Howells, 2006: 53; Rochon, 2001c: 287; Wray, 1990: 99).

² Bankaların yeni mevduatlar için rezerv ihtiyaçlarını nereden ve nasıl karşıladığı sorusu içsel para teorisinin başlıca inceleme alanlarından biridir ve bu konu aşağıda ayrıntılarıyla incelenecektir.

³ “A Treatise on Money” kitabının “The Classification of Money” (Paranın Sınıflandırılması) adlı ilk bölümünde Keynes içsel bir para anlayışına da sahip olduğunu belirtir (Keynes, 1971: 3-5). Ancak daha sonraları özellikle de “The General Theory of Employment, Interest, and Money” çalışmasında tamamen dışsal bir para anlayışını kullanır (Keynes, 1997: 166-172). Keynes’in para arzına yaklaşımındaki değişimi Wray (1990: 116-123) ayrıntılı olarak incelemiştir.

Diğer taraftan, Keynes’in daha çok pragmatik nedenlerden dolayı böyle bir karar değişikliğine gittiği düşünülebilir. “A Treatise on Money” kitabında para, faiz ve menkul varlıkların değerinin belirlenmesi ve bu belirleniş süreci ile reel ekonomi arasındaki dinamik ilişkiyi incelemeye çalışmıştır. İlk olarak 1936 yılında basılan ve Keynesçi iktisadi doğruran “The General Theory of Employment, Interest, and Money” kitabında ise bunları ikinci plana bırakarak Büyük Bunalım’dan çıkış yolları üzerinde durmuştur (Ertürk, 1998 ve Vicarelli, 1984).

⁴ 1960 ve 1970’li yıllarda enflasyonun tüm dünyada başat bir sorun haline gelmesi nedeniyle bu alandaki ampirik araştırmalarda müthiş bir artış olmuş ve bu çalışmalar da “tarihsel olarak enflasyonun artışı ve azalışının para stoğunun büyüme hızındaki artış ve azalışlarla bir arada yürüdüğü göstermiştir” (Moore, 1979: 49). Enflasyon ile para arzı arasındaki bu ilişki istatistiksel olarak gösterildikten sonra anti-enflasyonist politikalar para arzının büyümesinin engellenmesi üzerine kurulmuştur.

⁵ Moore (1979: 55-56) ve Kaldor (1982: 22) bu olasılığın incelenmesi gerektiğini vurgular. Ayrıca Moore (1983) ve Cuthbertson (1985) gibi bu alandaki ilk yayınların amacı enflasyonun sadece parasal bir olgu olmadığı göstermek ve para arzının merkez bankası kontrolünde olmadığına işaret etmektir.

⁶ Bu çalışmaların öncüsü ve en ünlüsü Friedman ve Schwarz (1963) çalışmasıdır.

⁷ Pollin’in (1996: 495) de değindiği gibi; “New York Federal Reserve Bank”ın eski kıdemli başkan yardımcısı Alan Holmes’e (1969: 73) göre ‘gerçek hayatta bankalar kredi vererek süreç içinde mevduat yaratırlar ve rezervleri daha sonra düşünürler.’”

⁸ Borç-alınmamış rezervden kasıt “Merkez Bankası’ndan reeskont kredileri cinsinden borç alınmamıştır” ifadesidir.

⁹ Radcliffe Committee (1959: 146) zikreden Wray, L. R. (1990: 132).

¹⁰ Kaldor (1970) zikreden Wray, L. R. (1990: 132).

¹¹ Kaldor and Trevithick (1981: 6) zikreden Wray, L. R. (1990: 132).

¹² İçsel para teorisinde mevcut olan iki rakip akımı, her ne kadar Pollin (1991) “uyumcu” ve “yapısal” olarak isimlendirirse de “uyumcular” kendilerini “yataycı” olarak adlandırır ve “uyumcu” tabirinin kendi görüşlerini yansıtmadığını iddia eder. Bu konuda bakınız: Moore, 2001; Rochon, 1999; ve Rochon, 2001.

¹³ Moore'a göre kredilerin özel veya kişisel bilgiye dayanması ve üçüncü şahısların bu bilgiye sahip olamaması bankaların verdiği kredilerin ikinci piyasalarda satışını imkansız kılar. Ancak Moore'ın imkansız dediği bu türden işlemler 1990'ların ikinci yarısından itibaren gerçekleşmeye başlamıştır.

¹⁴ Zikreden Pollin, 1996: 501.

¹⁵ Savunmacı ve uyumcu para politikası ayrımını her iki yazar da aynı farklı bir iktisatçının Eichner (1987: 847) çalışmasından almıştır (Zikreden Rochon, 2001: 43 ve zikreden Lavoie, 2006: 22).

¹⁶ Tablo 1'de belirtildiği gibi uyumcu okulun diğer bir iddiası da bankalar arasındaki faizin merkez bankası tarafından belirlenerek bu faiz oranının ekonomi içindeki diğer faiz oranlarını belirlemesidir. Bu görüş de türlü eleştirilere maruz kalmıştır. Ancak uyumcular bu konuda da yanlış anlaşıldıklarını iddia ederler (Rochon, 2001b ve Lavoie, 2006); bu konu ise bir sonraki kısımda incelenecektir.

¹⁷ D'Arista (2002: 7), Bradley ve Shibut (2006: 18), Teles ve Zhou (1995: 50) ile Bennett ve Peristani'nin (2002: 1-2) yaptığı çalışmalar rezervlerin önemini azaltmasında finansal inovasyonun başat bir rol oynadığını göstermiştir. Bu nedenle en azından ABD ekonomisindeki değişim Lavoie'nin iddialarını desteklememektedir.

¹⁸ Mott'un işaret ettiği ve Kaldor'un sakıncı olduğu anlayış, bugün bütün makroekonomi ders kitaplarında yer alan dikey para arzı ve negatif eğimli para talebi üzerine kurulmuş para piyasası görüşüdür.

¹⁹ Keynes'in *Genel Teori*'den sonra yayımladığı makalelerinde de belirttiği üzere: "...parasal bir üretim ekonomisinde sermaye birikimi, 'klasiklerin' veya ödünç verilebilir fonlar kuzenlerinin iddialarının aksine, hiçbir zaman 'tasarruf arzı' eksikliği nedeniyle sınırlanmaz, ancak *likidite* eksikliği nedeniyle sınırlanabilir: 'genel olarak, bankacılık sektörü, düşük bir ekonomik faaliyet seviyesinden daha yüksek bir faaliyet seviyesine geçişte anahtar mevkiyi tutar' (Keynes 1937c; *JMK* 14: 222)." Zikreden Bibow (2000: 559).

²⁰ Bu konuda bakınız: Rochon, 1999; Rochon, 2001a; Lavoie, 2006; Ateşoğlu, 2003-4 ve Fullwiler, 2006.

²¹ 1990'dan itibaren kar marjının sabitletmesinin nedeni ise yeni finansal araçların ortaya çıkması nedeniyle bankaların borç verme piyasasında paylarının azalması ve kar marjını artıracak gücü kaybetmeleri olabilir. Özgür ve Ertürk (2008: 3-6) yaptığı çalışmaya göre finansal inovasyon ve deregülasyon sonucunda ABD bankalar ekonomi içindeki güçlerini büyük ölçüde yitirmiş ve doğrudan finansman ile bankacılık-dışı finansal araçlar banka kredilerinin yerini almıştır.

²² Dow, 2006: 38-40; Wray, 2007: 12-16.

²³ Bu anlayış ise iktisat literatüründe sıkça karşımıza çıkmaktadır. Sözkonusu tartışmalar için bakınız: Friedman, 1999; Friedman, 2000; D'Arista, 2002; Sardoni, 2007. Ayrıca *International Finance* dergisi 2000 yılında bu konuda bir sempozyum düzenlemiş ve 3. cilt 2. sayısını bu tartışmalara ayırmıştır.

²⁴ Dow ve Dow kredi genişlemesinin "yeniden üretilemeyen varlıkların ticaretinin finansmanı" üzerinde yoğunlaşması durumunda kredi genişlemesinin tahvil fiyatlarının şişmesine yol açabileceği uyarısında da bulunmuşlardır (Dow and Dow, 1989: 160).

KAYNAKÇA

- Ateşoğlu, S. (2003-4) “Monetary Transmission - Federal Funds Rate and Prime Rate”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 26(2), 357-62.
- Barber, R.; and T. Ghilarducci (1993) “Pension Funds, Capital Markets, and the Economic Future”, in G. A. Dimsky, G. A.; G. Epstein and R. Pollin (eds.), *Transforming the U.S. Financial System*, **Economic Policy Institute Series**, Armonk: M.E. Sharpe, 287-319.
- Bennett, P., and S. Peristani (2002) “Are U.S. Reserve Requirements Still Binding?” **FRBNY Economic Policy Review**, (May), 1-16.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (1995) “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 27-48.
- Bibow, J. (2000) “On Exogenous Money and Bank Behaviour: The Pandora’s Box Kept Shut in Keynes’ Theory of Liquidity Preference”, **European Journal of History of Economic Thought**, 7(4), 532-568.
- Bradley, C. M., and L. Shibut (2006) “The Liability Structure of FDIC-Insured Institutions: Changes and Implications”, **FDIC Banking Review**, 18(2), 1-37.
- Cuthbertson, K. (1985) “Sterling Bank Lending to UK Industrial and Commercial Companies”, **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 47(2), 91-118.
- D’Arista, J. (2002) “Rebuilding the Transmission System for Monetary Policy”, **Financial Markets and Society**, (November), 1-28.
- Dow, S. C. (2006) “Endogenous Money: Structuralist”, in P. Arestis and M. Sawyer (eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham: Edward Elgar, 35-51.
- Dow, A. C., and S. C. Dow (1989) “Endogenous Money Creation and Idle Balances”, in J. Pheby (ed.), *New Directions in Post-Keynesian Economics*, Aldershot: Edward Elgar, 147-64.
- Ertürk, K. (1998) “From the Treatise to the General Theory: The Transformation of Keynes’ Theory of Investment in Working Capital”, *Cambridge Journal of Economics*, 22(2): 173-85.
- Fontana, G. (2003) “Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: A Time Framework Explanation”, **Review of Political Economy**, 15(3), 291-314.

- Friedman, B. (1999) "The Future of Monetary Policy: The Central Bank as An Army with only a Signal Corps?", **International Finance**, 2(3), 321-38.
- Friedman, B. (2000) "Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking", **International Finance**, 3(2), 261-72.
- Friedman, M. and A. Schwarz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Fullwiler, S. T. (2006) "Setting Interest Rates in the Modern Money Era", **Journal of Post Keynesian Economics**, 28(3), 495-525.
- Gertler, M., and S. Gilchrist (1994) "Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms", **Quarterly Journal of Economics**, 109(2), 309-40.
- Gootzeit, M. J. (1997) "Hoarding in Banks and Keynes' Short Run Theory of Interest", **Economic Notes**, 26(3), 515-530.
- Howells, P. (2006) "The Endogeneity of Money: Empirical Evidence", in P. Arestis and M. Sawyer (eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham: Edward Elgar, 52-68.
- Howells, P. ve K. A. Hussein (1999) "The Demand for Bank Loans and the 'State of Trade'", **Journal of Post Keynesian Economics**, 21(3), 441-54.
- Kaldor, N. (1980) *Origins of New Monetarism*, Cardiff: University College Cardiff Press.
- Kaldor, N. (1982) *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press.
- Keynes, J. M. (1971 [1930]) "A Treatise on Money," in D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Cilt V, Londra: MacMillan.
- Keynes, J. M. (1997 [1936]) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Amherst: Prometheus Books.
- Lavoie, M. (1992) *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Hants: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (1996) "Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk", **Scottish Journal of Political Economy**, 43(3), 275-300.
- Lavoie, M. (2006) "Endogenous Money: Accommodationist", in P. Arestis and M. Sawyer (eds.) içinde, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham: Edward Elgar, 17-34.

- Lowenstein, R. (2004) *Origins of the Crash*, New York: The Penguin Press.
- Minsky, H. (1957) "Central Banking and Money Market Changes", **The Quarterly Journal of Economics**, 71(2), 171-187.
- Moore, B.J. (1979) "The Endogenous Money Stock", **Journal of Post Keynesian Economics**, 2(1), 49-70.
- Moore, B.J. (1983) "Unpacking the Post Keynesian Black Box: Bank Lending and the Money Supply", **Journal of Post Keynesian Economics**, 5(4), 537-56.
- Moore, B. J. (1985) "Wages, Bank Lending, and the Endogeneity of Money", in M. Jarsulic (ed.), *Money and Macro Policy*, Hingham: Kluwer-Nijhoff Publishing, 1-28.
- Moore, B.J. (1989) "The Endogeneity of Credit Money", **Review of Political Economy**, 1(1), 65-93.
- Moore, B.J. (1991) "Money Supply Endogeneity: 'Reserve Price Setting' or 'Reserve Quantity Setting'?", **Journal of Post Keynesian Economics**, 13(3), 404-13.
- Moore, B. J. (2001) "Some Reflections on Endogenous Money", in L. P. Rochon and M. Vernengo (eds.), *Credit Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham: Edward Elgar, 11-30.
- Moore, B.J., and A.R. Threadgold (1985) "Corporate Bank Borrowing in the UK, 1965-1981", **Economica**, 52(February), 65-78.
- Mott, T. (1985/86) "Towards a Post-Keynesian Formulation of Liquidity Preference", **Journal of Post Keynesian Economics**, 8(2), 222-32.
- Özgür, G. and K. Ertürk (2008) "Endogenous Money in the Age of Financial Liberalization", University of Utah Department of Economics Working Paper Series, No: 2008-06.
- Palley, T. (1991) "The Endogenous Money Supply: Consensus and Disagreement", **Journal of Post Keynesian Economics**, 13(3), 397-403.
- Palley, T. (1995) "The Demand for Money and Non-GDP Transactions", *Economics Letters*, 48(2), 145-54.
- Pollin, R. (1991) "Two Theories of Money Supply Endogeneity", **Journal of Post Keynesian Economics**, 13(3), 366-96.

- Pollin, R. (1996) "Money Supply Endogeneity: What are the Questions and Why do They Matter", in G. Deleplace, and E. J. Nell (eds.), *Money in Motion: The Post Keynesian and circulation Approaches*, New York: St. Martin's Press, 490-515.
- Rochon, L. P. (1999) *Credit, Money and Production: An Alternative Post Keynesian Approach*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L. P. (2001a) "Horizontalism and New Keynesian Economics: The Role of Scarcity, Savings and Sticky Wages", in L. P. Rochon and M. Vernengo (eds.), *Credit Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham: Edward Elgar, 120-139.
- Rochon, L. P. (2001b) "Horizontalism: Setting the Record Straight", in L. P. Rochon and M. Vernengo (eds.), *Credit Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham: Edward Elgar, 31-68.
- Rochon, L. P. (2001c) "Cambridge's Contribution to the Endogenous Money: Robinson and Kahn on Credit and Money", **Review of Political Economy**, 13(3), 287-307.
- Rousseas, S. (1986) *Post Keynesian Monetary Theory*, New York: M. E. Sharp.
- Sardoni, C. (2007) "Why Central Banks (and Money) 'Rule the Roost'", The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper, No. 457.
- Teles, P. and R. Zhou (2005) "A Stable Money Demand: Looking for the Right Monetary Aggregate", Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, (Quarter 1), 50-63.
- Vicarelli, F. (1984) *The Instability of Capitalism*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- Wray, L. R. (1990) *Money and Credit in Capitalist Economies*, Hants: Edward Elgar.
- Wray, L. R. (2004) "When are Interest Rates Exogenous", Center for Full Employment and Price Stability, University of Missouri- Kansas City, Working Paper, No. 30.
- Wray, L. R. (2007) "Lessons from the Subprime Meltdown", The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper, No. 522.