CUDES JOURNAL
CURRENT DEBATES IN SOCIAL SCIENCES

Özütler, H.Ş. (2019). Negatif Faiz Tartışmalarının Keynesçi ve Monetarist Yorumlarına Metaforik Bir Yaklaşım. *Journal of Current Debates in Social Sciences*, 2(2), 144-155.

Research Article

Negatif Faiz Tartışmalarının Keynesçi ve Monetarist Yorumlarına Metaforik Bir Yaklaşım

A Metaphorical Approach for Keynesian and Monetarist Critiques of Negative Interest Rates

Dr. Öğr. Üyesi Hatice Şehime ÖZÜTLER
İstanbul Aydın Üniversitesi
haticeozutler@aydin.edu.tr
https://orcid.org/0000-0002-2213-3483

DOI: 10.37154/ijopec.2019.1

Article Info

Received: 06.10.2019
Accepted: 14.12.2019

Keywords: Negative Interests, Central Banking, Helicopter Money, Binance, Basic Income

Abstract

Although the inflation-based interest rate theory that we use today is shaped by Friedman's Monetarist views, an alternative interpretation of the interest rate developed by the Keynesian school over the general level of prices, underemployment and full employment balance is possible. The credibility of inflation data and the change created by innovation on commodity and financial markets reinforce this trend. Therefore, interest rate policies that the standard theory relates to inflationary or deflationary processes need to be reinterpreted through the concept of binance derived from financial innovations. The study focuses on the negative deposit rates of Central Banks after 2008 crisis from this perspective, and examines the predictions of the two main schools on this issue. The relationship with negative interest rates from the Keynesian and Monetarist perspective is investigated through their views on endogenity of money supply, neutrality of money and the function of interest rates in general equilibrium. The diverged views of these schools in their negative interest rate forecasts are identified with the organizational forms they adopted in their market interpretations, and the results are revealed that the emergence of negative rate policy is not only related to deflationary expectations, but also to the Central Banks' lost sovereignty in liquidity management due to "binancial developments ".

Makale Bilgisi

Geliş: 06.10.2019
Onay: 14.12.2019

Anahtar sözcükler: Negatif Faiz, Merkez Bankacılığı, Helikopter Para, Binans, Temel Gelir

Öz

Günümüzde kullandığımız enflasyona endeksli faiz teorisi Friedman'ın Monetarist görüşleriyle şekillenmiş olsa da Keynesçi ekolün fiyatlar genel düzeyi, eksik ve tam istihdam dengesi üzerinden geliştirdiği alternatif bir faiz yorumu da mümkün. Enflasyon verilerinin güvenilirliği, inovasyonun mal ve para piyasaları üzerinde yarattığı değişim bu eğilimi güçlendirmektedir. Dolayısıyla standart teorinin enflasyonist ya da deflasyonist süreçler ile ilişkilendirdiği faiz politikalarının artık finansal inovasyonların türettiği "binans" kavramı üzerinden yeniden yorumlanması gerekmektedir. Çalışma 2008 krizi sonrası Merkez Bankalarınca benimsenen negatif referans faiz uygulamasını bu perspektiften değerlendirirken, iki temel ekolün bu konudaki öngörülerini mercek altına almaktadır. Keynesçi ve Monetarist ekolün negatif faizlerle ilişkisi para arzının endojenliği, paranın yanlılığı ve genel dengede faiz fonksiyonuna getirdikleri yorumlar üzerinden değerlendirilmiştir. Çalışmada iki ekolün negatif faiz öngörülerindeki farklılık, piyasa yorumlarında benimsedikleri farklı örgütlenme biçimleriyle özetlenmiş, negatif faiz politikasının yalnızca deflasyonist beklentilerle değil Merkez Bankalarının "binansal gelişmeler" nedeniyle likidite yönetiminde kaybettiği hükümranlık ile de ilgili olduğu tespit edilmiştir.

1. GİRİŞ

2009 küresel krizinin ardından FED'in faiz indirimi kararını takiben Merkez Bankalarının negatif faizleri bir politika aracı olarak benimseyip yaygınlaştırdıkları görülmektedir. (Stiglitz, 2014: 21) Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük enflasyon oranları ve sürekli taze tutulmaya çalışılan deflasyon tehdidi de bu çerçevede Merkez Bankalarının elini güçlendirmiştir. Her ne kadar reel faizlerin tarihte zaman zaman negatife döndüğü bilinse de finansal sisteminin sıfır alt sınırını politika faizleri için kaldırdığına ilk kez tanıklık ediliyor. Bu gelişim Friedman'ın kurduğu Monetarist paradigma etrafında değerlendirildiğinde, yaşanan gelişmeleri enflasyonist (deflasyonist) süreçlerle izah edip noktalamak mümkün görünse de eldeki doneler bunu tam olarak desteklemiyor.

1973 ile Bretton Woods'un çöküşünün ardından başlayan entegrasyon süreci artık kendi sınırlarının sonuna ulaşmakla kalmamış, yirmibirinci yüzyıla özgü iktisadi birim ve enstrümanlar aracılığıyla paranın endojenlik/egzojenlik ve yanlılık/yansızlık fonksiyonlarını da dönüştürmüştür. Bu nedenle gerek Keynesçi ve Monetarist ekolün (negatif) faiz olgusuna karşı yapısal yaklaşımları gerekse para ve mal piyasalarındaki bu dönüşümün faizler üzerinde yarattığı dinamiklerin tespit edilmesi veyahut yeniden tanımlanması gerekmektedir. Örneğin; şirket parası üzerinden işlem yapma, sanal para kullanımı, aracısız borçlanma veyahut alternatif kur sistemi hali hazırda aktifleştirilmiş yeni finansal ürün ve dinamiklerin sadece birkaçıdır. Çalışma bu nedenle, negatif faizleri Merkez Bankası politika aracı olarak Keynesçi ve Monetarist görüşler etrafında yorumlarken, her iki ekolün gelecek öngörülerini de mercek altına almaktadır.

Sonuçta; negatif faiz trendinin değişen finansal enstrümanlarla da yakından ilişkili oldukları çünkü, bu yeni finansal enstrümanların likidite yönetiminin dinamiklerini değiştirdikleri; "helikopter para" ve "temel gelir" politika önerilerinin Keynesçi ve Monetarist ekol ile ardıl bağlarının olduğu; negatif faizlerin aynı zamanda Merkez Bankacılığının değişen fonksiyonuyla da ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan, (negatif) faiz trendini tetikleyen bu inovatif dönüşümün Keynesçi yorumunun Monetarist yorumdan daha iyimser olduğu; çünkü Keynes'in genel teorisini işbölümü merkezli "karınca nişi" etrafında kurgularken, Friedman'ın genel dengeyi "karga nişi"ni andıran bölüşüm merkezli aktarım mekanizması üzerinden, parasal olarak yorumladığı vurgulanmıştır.

2. KEYNESÇİ VE MONETARİST FAİZ YORUMUNDA KIRILMA NOKTALARI

Keynesçi ve Monetarist ekolün negatif faizler bağlamında farklılaşmasının temel nedeni bu ekolleri şekillendiren üç kırılma noktasıdır. Bu kırılma noktaları; para arzının endojenliği ile paranın yanlılığı yorumu, para sistemi öngörüleri ve genel denge içerisinde faize atfedilen fonksiyondur. Keynes ve Friedman'ın bu temel bileşenler hakkındaki düşünceleri faizler bağlamında alt başlıklar halinde değerlendirilecektir.

2.1. Paranın Yansızlığı (Yanlılığı) ve Paranın Arzı Endojenliği (Egzojenliği)

Friedrich Hayek tarafından kuramsallaştırılan paranın yansızlığı kavramı piyasadaki para arzının üretim, istihdam ve faiz üzerindeki etkisini yansıtmak için kullanılır. Para yansızsa; para arzındaki artışın yalnızca fiyatlar genel düzeyini yükseltip enflasyon karşılığında nominal bir büyüme sağlayacağı, ama yok eğer yanlı ise para arzındaki değişimin faiz, çıktı ve istihdamı etkileyeceği kabul edilir. (Hayek, 1931: 31) Ancak yanlılık tartışması mutlak bir yorumu zorunlu kılmaz. Örneğin; Keynes'e göre ekonomi eksik istihdam dengesindeyken para kendinde taşıdığı değer nedeniyle kısa ve uzun dönem ayırımı olmaksızın yanlıdır. Oysa Monetarist görüşe göre para kısa vadede yanlı, uzun vadede yansızdır. (Friedman, 1982: 56,57)

Keynes paranın yansızlığının yalnızca varsayıldığını yoksa yansızlık kriterlerinin neler olduğunun aslen bilinmediğini ve bunun reel ekonomiyle parasal ekonomiyi eş kabul eden hatalı bir kabul olduğunu söyler. Keza nominal fiyat hareketleri genel denge modelinde "ısınma" ve "depresyon" dönemlerini izah edemediği gibi teorik olarak da imkansız kılar. Keynes'e göre Marshall'ın Genel Teorisinden hareketle paranın yansızlığını savunmak hatalı bir kabul olsa da bu "ısınma" ve "depresyon" dönemlerinin tamamen parasal bir problem olduğu anlamına da gelmez. Sadece, paranın yansız olmadığı bir ekonomide çözüm için bankacılık politikalarına işaret eder. (Keynes, 1963: 9) Çünkü para başlı başına bir mal olarak motivasyon ve karar süreçlerini etkiler. Onun nasıl davranacağını bilmeden ekonomik tahmin yürütülemez. (Keynes, 1963: 7) Bu ilişki en net faiz ve üretim düzeyi ile harcamalar arasındaki ilişkide görülür. (Keynes, 1963: 8)

Keynes'in piyasa motifinde para arzı endojendir; (Keynes, 1936: 123) para yanlıdır; (Keynes, 1963: 9) para talebi mübadele, ihtiyati ve spekülatif ankeslerden oluşup öngörülemezdir; (Keynes, 1936: 85) yatırım kararı ex-ante alınır; yatırımların faiz esneklikleri tasarrufların yani para talebinin faiz duyarlığından düşüktür. (Keynes, 1936: 124-127, 43-45 and Friedman, 1982: 56) Yani yatırımlar faiz hareketleri ve para politikalarıyla düşük oranda uyarılırken para talebi esnekliği ne derece yüksekse faizler de o derece istikrarlı olacaktır. (Friedman, 1982: 56) Keynesçiler ekonomik analizlerde toplam talebi oluşturan bölümlerin ayrıntılı analizini, özellikle stratejik konuma haiz sektörlerin ayrıntılı izlenmesi gereğini savunurlar ki örneğin bu stratejik sektör o yıllar için Keynesçilere göre inşaat sektörüdür. (Paya: 318) Çalışmanın üçüncü bölümünde yirmibirinci yüzyılda "binansal ürünler"in de bu kapsamda değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmıştır.

Monetarist teoride ise para arzı egzojen ve para yansız kabul edilir; (Friedman and Schwartz, 1982: 60) para talebi istikrarlıdır ancak ne miktar teorisyenlerinin savunduğu oranda istikrarlı ne de Keynesçilerin savunduğu oranda öngörülemezdir; (Friedman and Schwartz, 1982: 60) yatırım kararı büyük oranda ex-post alınır; yatırım faiz esneklikleri tasarruflardan büyük oranlı yüksektir. (Paya: 307-333) Friedman'a göre para talebinin istikrarı da istikrarsızlığı da gelir düzeyi ile ilişkilidir. Çünkü para talebinin öncelikli nedeni değişim aracı motifi olsa da ikinci nedeni gelecek için rezerv oluşturmaktır ki paranın değer saklama yanında varlık yaratma güdüsüyle talebini de bu kapsamdadır. Buna bağlı olarak toplam para talebi nominal milli gelirin belirli bir oranına denk düşer ki Friedman'a göre bu oran yıllık bazda yaklaşık 5.2 haftalık gelire denk düşer. (Friedman, 1969: 1-5) Friedman burada meşhur helikopter örneğinden yola çıkarak nominal miktarının para arzı ve reel para miktarının ise para talebiyle belirlendiği tezini savunur. Söz gelimi bir helikopter ansızın gökyüzünden para dağıtmaya başladığında bireyler bunun tek seferlik bir aksiyon olduğunu biliyorlarsa rezerv para taleplerinde bir değişme olmaz ve piyasadaki nominal para miktarı yükselmiş olsa da reel para talebi etkilenmez. Eğer bireyler bunun tek seferlik veyahut süreğen bir gelişim olup olmadığını bilmiyorlarsa bu durumda eski gelir düzeyine denk bir düzeyde yeniden nakit dengelerini tanımlarlar ki mutlak nakit dengesi değişir olsa da nakit dengesi oransal olarak sabit kalır. Yani bireyler yalnızca fiyat dalgalanmalarını offset ederler ancak, bu dengelenme uzun döneme yayılacak konjonktür dalgalanmaları barındırır. Ayrıca helikopter yardımından eş-oranlı faydalanamama durumunda bireylerin nakit dengeleri farklılaşırken konjonktür dalgalanmalarının kazananları daha çok harcayıp daha az üretirken, kaybedenleri daha çok üretip daha az harcarlar. Diğer taraftan bunun sürekli gerçekleşeceği bilinirse, fiyatlar genel düzeyini yükselse de konjonktür dalgalanmalardan uzak bir dengelenme yaşanır. (Friedman, 1969: 4-15) Görülüğü gibi Friedman burada paranın egzojenliğini yani Merkez Bankalarının para arzı üzerindeki otoritesini vurgularken bu sistemin sermaye-yoğun üretimin lehine işleyeceğini de açıkça ifade eder.

Paranın günümüzde nasıl hareket ettiğini kavramak için üç sorunun cevaplanması lazım gelir: ülke özelinde para arzı ne derece endojen (egzojen), küresel para arzı ne derece endojen (egzojen), ulusal para arzının küresel para arzı karşısındaki endojenlik (egzojenlik) derecesi nedir? Örneğin Türkiye; finansal açıdan küresel piyasalara entegre olup küresel parametrelerin etkisi altındadır. Ancak zayıf finansal derinlik nedeniyle ne ulusal para otoritesinin ne de finansal aracıların para arzı üzerinde tam güç ve yetkisi yoktur. Yani para arzının Merkez Bankasından ziyade ulusal ve ulus aşırı finansal kurumlarca yönlendirilebilirliği nedeniyle para arzı görece endojendir. Başka bir ifadeyle özelde Türkiye, genelde küresel para arzı birbirlerinden azade olarak endojendir. Keza OECD verilerine göre 2018'de Türkiye'den 44,5 Milyar$ sermaye çıkışına karşılık 142 Milyar$ sermaye girişi olmuştur. Bu durumda Türkiye'de para arzının göreli endojenliği nedeniyle para otoritesinin geleneksel para politikası yorumunu benimseyip faiz indirimleri ile mesafesini koruduğu görülürken, Türkye'nin sermaye akımınlarının net faydacısı olduğu anlaşılır.

2.2. Para Sistemi ve Merkez Bankacılığı

Keynesçi Genel Teori yalnızca Büyük Buhranın çıktısı değil, aynı zamanda, II Dünya Savaşı arasında şekillenen siyasi evreni yönetmeye aday ekonomik sistemin de yansımasıdır. 1883'te doğup 1909'da Economic Journal Dergisi'nde ilk makalesini yayınlayan Keynes, 1911'de aynı Derginin editörü olmakla kalmamış, 1919'da Britanya Hazinesinden gelen teklifle burada göreve başlayıp aynı yıl düzenlenen Versailles Barış Konferansı'nda İngiltere delegasyonunu temsil etmiştir. Cambridge Üniversitesinde iktisat profesörü olan baba Neville Keynes; ünlü iktisatçı Alfred Marshall'ın kürsü arkadaşı ve Cambridge'in ilk kadın belediye başkanı Florence Ada Keynes ise Keynes'in annesidir. (Skousen, 2007:367-372) Özetle Keynes; Adam Smith'in dünyada hakim kıldığı ana-akım klasik ekolü,

I. (ve sonrasında II.) Dünya Savaşıyla tesis edilegelen yeni siyasa-ekonomik haritanın ihtiyaçlarıyla uyumlaştırıp, yaşanan dönüşümü anlamlandırabilecek bir maliyeciydi.

Bunun içindir ki savaş ekonomisini bir maliyeci gözüyle okuyan Keynes, 1936 tarihli İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi'nde benimsediği katı endojenlik yorumunu sonrasında esnetip Merkez Bankası politikalarına kapı aralarken, benzer bir dönüşüm Monetarizmin katı egzojenlik yorumunda da yaşanmıştır. Bu dönüşümde 1960'lar öncesinde devletle sınırlı olan özel sektör finansman kaynaklarının, finansal aracılar ve şirket öz kaynaklarıyla genişlemesinin etkisi büyüktür. Ayrıca savaş sonrası boşalan devlet kasaları nedeniyle dibe vurmuş devlet ekonomileri de para piyasalarıyla eş-zamanlı gelişme imkanı yakalamıştır.

Aslında Milton Friedman'ın hayat hikayesi de dönemin koşullarını yansıtır niteliktedir fakat, büyük resmin ne kadarını yansıttığı tartışılır. Keza Friedman sınıfsal bir tanımlama yapılacaksa bir prolaterdi; üstelik başarılı bir proleter. Öyle ki Batı Avrupa'dan New York'a göç etmiş, küçük bir tatlıcı dükkanı işleten göçmen bir ailenin 1912'de dünyaya gelen dördüncü çocuğuydu. Kendisi üniversite bursu kazanana değin garsonluk, satış temsilciliği gibi işlerde çalışmaya devam etti. Chicago Üniversitesi'nde tanıştığı eşinin Üniversitenin en liberal görüşlü hocalarından Aaron Director'un kız kardeşi olması nedeniyle Friedman'ın Monetarist görüşleri bu yıllarda şekillenmeye başladı. Diğer taraftan Friedman'ın Yahudi kökeni 1940'lı yıllarda mesleki yaşantışını olumsuz etkilemiş; Wisconsin Üniversitesindeki çalışmalarını üniversite içinden yükselen yahudi karşıtlığı nedeniyle yarım bırakmıştır. Skousen'in aktarımlarına göre bazı özel grupların bu dönemde Keynes ve Friedman doktrinlerini, ekonomi politikalarından öte siyasi doktrinlere evirmeye çalıştıkları görülür. Öyle ki Keynes ve Veblen öğretisinin hakim olduğu ekonomik atmosfere muhalif giden Friedman, yükselen siyasi konjonktür içinde Nazi-karşıtı yeni İngiliz doktrini olarak tanımlanırken Keynes taraftarlarının iktisadi yorumları farklı saiklerle araçsallaştırılmaya başlamıştır. (Skousen, 2005: 440-442) Friedman'ın içine doğduğu atmosferde de eksik-istidam problemi ve sermayenin birikimi sorunu devam edegelse de Friedman ısrarla parasal akımları iktisadi analizin merkezinde tutar. Bu tercih Friedman'ın bireye kıyasla piyasa dinamiklerine duyduğu görece yüksek güveni yansıtır.

Klasik teoride eksik istihdam ve ücret katılığı olmadığından faiz oranları da belirli bir arz edilebilir fon ile talebince belirlenir. Dolayısıyla, Keynes'in kendi ifadesiyle, otomatik tam istihdam dengesi belirli bir gelir artışı ile yatırım-tasarruf dengesi arasında doğrudan ilişki kurmadığı için faiz oranını refere edemez. (Keynes, 1936: 97-100) Stiglitz de Monetarist teoriyi Klasik sentez üzerinden eleştirirken bu noktaya vurgu yapar. Hatta konuyu bir adım öteye taşıyıp Merkez Bankacılığının fonksiyonlarının hem finansal sistem hem de gelir dağılımı üstündeki etkisine dikkat çeker. Stiglitz'e göre Klasik dönem ile 1960 sonrası Monetarizminin ortak noktası; önceliği arz-mekanikli bir yaklaşımla enflasyona vermiş olmalarıdır ki bunun parasal sistemdeki tezahürü Merkez Bankasının asli görevinin fiyat istikrarı ile sınırlanmasıdır. Oysa ki paranın aktarım mekanizmasının mimarı; aksiyomları Keynes'in genel teorisini çürütmek üzerine kurulu olan Friedman değil, iktisadın ağırlık merkezini mikro ölçekten makro perspektife çeviren Keynes'tir ki bunun nedeni piyasaların kusursuz olduğu ön kabulüdür. Bu nedenle Keynes eksik istihdam dengesinden yola çıkarak ücretler genel düzeyi ile işsizliğe odaklanırken, ki bu 1930 dünya buhranının tezahürüdür, Friedman 1960'lar sonrası küreselleşen finansal kurumlar, çok uluslu şirketler ve para piyasalarının istikrar ve genişlemesini merkeze alan bir tutumla fiyat istikrarını refere etmiştir. (Stiglitz, 2014: 2-8)

Aslında Friedman'ın Monetarist tezleri 1960'larla yükselişe geçtiğinde, sistemin sürdürülebilirliğini sağlayacak zaruri para politikası araçları da Milletler Cemiyeti periferisinde belirli bir metodolojiyle şekillenmeye başlamıştır. Örneğin Friedman'ın "helikopter para" örneği aslında Merkez Bankacılığı ile likidite yönetiminin önemine dikkat çeker. Çünkü Friedman özelde Merkez Bankacılığının genelde banka ve finansal aracıların sermaye birikiminde üstlendikleri butik fonksiyonlar kavranmadan ne parasal sistemin ne de paranın aktarım mekanizmasının kavranamayacağının farkındadır. Merkez Bankacılığının bir kurum olarak, ülkelerin sermaye birikimlerinde üstlendiği fonksiyonu göz ardı etmek hayati bir hatadır. Çünkü kurumsal politikalar, tarihsel yetkinlikle birleştiğinde yapıcı olduğu kadar yıkıcı motivasyonlar da yaratabilir. Örneğin Bank of England bugünkü anlamıyla milli Merkez Bankası hüviyetini 1946'da almış olsa da kurumun Merkez Bankacılığı hüviyeti 1694 ile başlar. Aynı tarihsel kırılmalar Almanya için 1957 ve 1875, İtalya için ise 1893 ve 1928'dir. Modern Merkez Bankacılığını dünyaya ithal eden ABD'nin Merkez Bankaları Sistemi "FED" 1913'te kurulurken (Bank of Italy, 2019: 1-6), Türkiye Cumhuriyeti bu anlamda Osmanlı'dan

oldukça kötü bir miras devralmıştır. TCMB 1931'de kurulmuş olup geçmişi Osmanlı'nın ilk özel bankası Dersaadet ile ilişkilendirilir. Duyun-ı Umumiye yıllarını kapsayan dönemde Dersaadet'in teşekkülü, Galata Bankerlerine Osmanlı borçlarının finansmanında yasal kimlik kazandırmanın ötesine geçememiş olsa da Osmanlı modern bankacılık ile tanışmıştır. (Pamuk, 115-117) Dolayısıyla iki Dünya Savaşına bağlı eşitsiz başlangıç koşulları kadar, Merkez Bankacılığı ve bankacılık faaliyetleri kapsamında ülke tecrübelerinden süzülen yetkinlik de para politikası yönetiminde oldukça önemlidir.

Stiglitz'e göre makroekonominin en garip tarafı; Merkez Bankalarının dahi banka ve finans piyasalarını "yansız" kabul eden temsili yatırımcı modelleriyle çalışmasıdır. Bu ifadeyle Stiglitz başlangıç koşulları da dahil her türlü fonksiyonel ve yapısal farklılığın önemine de işaret eder. Örneğin; ona göre 2008 krizi AB genişlemesine bağlı entegrasyon dinamikleri, küresel para sistemi ve fonksiyonlarını yerine getiremeyen Avrupa Merkez Bankası arasındaki gerilim nedeniyle derinleşiyor. Yani entegrasyon dinamikleri, küresel para sistemini fonksiyonlarını taşıyamayan Avrupa Merkez Bankası üzerinden tetikleyip zorluyor. Çünkü AB'nin genişleme politikası güçsüz üyelerin güçlü üyeler ile rekabet edebilmesi için onlara ücret ve maaşları baskılamaktan başka çare bırakmıyor. Sonuçta, güçsüz ekonomilerde sürekli düşen gelir düzeyiyle beraber borç yükü tırmanışa geçip Birlik içinde suni bir "rekabetçi devalüasyon" yaratıyor, ve toplam talep de doğal olarak bundan olumsuz etkilenip daralıyor. Dolayısıyla bir Birlik olarak AB'nin yaşadığı kriz Birliğin "komşuyu fakirleştirme politikası"ndan kaynaklanan eksik istihdam krizidir. Ancak başlangıçta krizin mağdurları yalnızca güçsüz üyelerken, daralan toplam taleple beraber Birliğin para politikası etkinliğini yitirip tüm üyeleri hatta global ekonomiyi etkisi altına almıştır. Çünkü Maastricht normları finansal entegrasyon ve ortak Merkez Bankacılığı faaliyetleri için engel teşkil eden derin yapısal farklılıkları yönetmek adına yetersizdir. (Stiglitz, 2014: 11-15) Keza bilanço açısından avantaj sahibi büyük finans kurumları gerek ince ayar-kur dalgalanmaları gerekse faiz politikalarından küçük oyuncular derecesinde etkilenmezler. Çünkü bilanço avantajıyla sunulan fon arzı, fon ihtiyacına göre değil en yüksek getiri esasına göre hareket edip zayıf ekonomilerin borç yükünü derinleştirir. Sonuçta, daralan toplam talep nedeniyle büyük oyuncular daha kırılgan hale gelse de düşen faizler oranınca daha fazla yayılma avantajı kazanırlar. Aslında bu geleneksel iktisadın fayda maksimizasyonu ilkesinin kaçınılmaz sonucudur. Fayda maksimizasyonu ilkesi bir yandan büyük oyuncular üzerinden para sistemini şekillendirirken, diğer taraftan da yapısal kırılmalar yaratıp kendisini iktisadi kriz olarak gösteriyor. Tüm bu nedenlerle 2008 krizi aslında Euro ile dengelenemeyen para sisteminin krizidir. (Stiglitz, 2014: 18-23)

Kriz kavramının tanımı; sistemin kendisini taşıyamama hali olduğuna göre sistem tartışmasındaki en önemli nokta, gelecekte finansal sistemde nasıl bir dönüşüm beklendiğidir. Bu dönüşüm finansal sistemin binansal sisteme doğru evrilmesi şeklinde özetlenebilir. Çünkü parasal sistemin gittikçe dijitalleşeceği konusunda bir tereddüt yok.

Örneğin; Euro bölgesinde M1 tanımlı nakit kasası 1980'den günümüze %23'ten 14'e düşmüştür. 2017 itibariyle yine Euro bölgesindeki tüm para transferlerinin parasal değer karşılıklarının %54'ü halen nakit olarak gerçekleşse de bu tablonun temassız ödeme sistemlerinin yaygınlaşmasıyla hızla değişmesi bekleniyor. Çünkü Euro bölgesi istatistikleri dijital ödemelerin %81'inin 25 Euro'nun altındaki harcamalardan oluştuğunu gösteriyor ve yalnızca temassız ödeme sistemi kullanımındaki artışın dahi elektronik transferleri hızla yükseltmesi beklenmekte. Ayrıca kripto para birimleri de kendi platformlarıyla beraber gelişirken hali hazırdaki alternatif kur sistemlerini kurdular bile. Bu nedenle çok da uzak olmayan bir gelecekte para sistemi ve politikalarının dört başlık etrafında şekillenmesi bekleniyor: elektronik paranın nakit parayı ikame oranı; kripto para birimlerinin geleneksel bankacılığı (para birimi ve hesap türleri olarak) ikame oranı; uluslararası rezerv bağlamında banka depozitolarının merkez bankası depozitolarını ikame oranı; ve son olarak da dijital platformların sağladığı aracısız borçlanma işlemlerinin banka borçlanmalarını ikame oranı. Eğer beklenen değişim gerçekten yeni nesil çözümler lehinde işlerse bireyler negatif faizden kaçınmak gayesiyle Merkez Bankası nezdinde tanımlı hesaplarının altında yeni nesil para birimlerini hatta bunlara bağlı nakitlerini biriktirecektir. Tabii bu durumda Friedman'ın "helikopter para"sı bir politika aracı olarak devreye girebilir. (Bofinger, 2018) Diğer taraftan hanehalkı tüketiminin negatif faiz ile olan ilişkisinin karşısında reel ekonomi, yani girişimci kesim ile olan ilişkisi de muhtemeldir ki farklılaşacak. Çünkü yüksek ihtimal ile B2B iş süreçleriyle gelişen akıllı sözleşme ve sanal para işlemleri sıfır alt sınırı problemini genişleyen kredi imkanıyla anlamsızlaştıracaktır. (Fisher, 2016: 39-42)

2.3. (Negatif) Faiz ve Genel Denge

Piyasa faizi nihai fon arz ve talebi tarafından belirlense de genel ekonomik denge içerisinde işleyen bir aktarım mekanizması vardır ve bu aktarım mekanizması içerisinde parasal akımların yönetiminden Merkez Bankaları sorumludur. Merkez Bankaları gösterge niteliğinin yanı sıra ticari bankaların likidite pozisyonlarını da etkileyen depozito faiz oranları üzerinden piyasa nakit akışını etkilerler. Açık piyasa işlemleri de en çok kullanılan politika araçlarından birisi olmakla beraber, son tahlilde kurala bağlı bir araç olmayıp politika faizinin kontrolü altında gelişirler. (BIS, 2019: 8-13)

Ancak güncel faiz tartışmalarının bu kez çok farklı dinamiklerle ilerlediği unutulmamalı. Nasıl ki yirminci yüzyılın son elli yıllık serüveninden bugüne kadar para piyasalarını şekillendiren Monetarist teori sermaye birikimini öncelemek gayesiyle kendi politika araçlarını tanımladıysa, bugün de yeni nesil teknolojiler kendi sistem ve politika araçlarını sistem üzerinden yeniden tanımlamaktadır. Monetarist para politikaları dönemin neo-klasik kalkınma anlayışıyla uyumlu olduğu için zamanla sistemin merkezine yerleşmiş olsa da piyasanın Monetarist bir bakışla okunması yalnızca bir politika tercihidir, ve ekonomik kabuller zamanla farklılaşabileceği gibi hepten bambaşka da olabilir.

Örneğin, 2008 sonrası değişen para politikaları hakkında hali hazırda çatışan üç farklı yaklaşım vardır. Bir grup teorisyen negatif faiz politikasının Anglosakson ekonomiler ve Japonya'da denenmekte olmasına rağmen aslında krizi derinleştirdiği, belki de krizin kaynağı olduğu, ve bunun yerine enflasyon hedeflerinin yukarı taşınmasını savunurken, bu sayede Merkez Bankası ve finansal aracıların piyasalara nefes aldırabileceğine inanıyor. Çünkü aksi halde Merkez Bankası negatif faiz politikasının nominal faizleri aşağı taşıyıp bankacılık karlılığını düşüreceği, bireylerin nakit tutma eğiliminin yükselip resesyonun derinleşeceği savunuluyor. Farklı bir akım ise açık piyasa işlemlerinin genişleyici para politikası aracı olarak kullanılmasını savunurken buradaki amaç ekonomik aktivite ile beraber finans sektörünü de ayakta tutmak. Bir diğer sav, beklenti yönetimine dayalı, geleneksel olmayan bir politika aracı olarak Merkez Bankasının "sözle yönlendirme" politikasını benimsemesidir. (Ball vd, 2016: 12-42) Çatışma halindeki üç öneriden ikisi geleneksel Paracı yaklaşımla uyumluyken negatif faizler hali hazırda yıkıcı veyahut sonu belirsiz politika araçları olarak sunuluyor. (Alper, 2018) Dikkatten kaçmamalı ki market dinamikleri faizleri aşağı yönlü baskılayıp borçlanmanın maliyetini düşürecek uygun likiditeye sahipse bir de deflasyonist baskı mevcutsa reel faizler zaten negatife dönme eğilimindedir. Bu durumda yapısal olarak tartışılagelen aslında likidite tercihleri üzerinden paranın endojenliği ve yansızlığı tartışmasıdır. Tam da bu nedenle Keynes ve Monetarist görüşün (negatif) faizler ve likidite yorumları gözden geçirilip yeniden yorumlanmalı.

Aslında Keynes bu bağlamda paranın hem uzun hem kısa dönemde yanlı olduğunu savunurken faizler ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki bu eş yönlü ilişkide aşağı yönlü değil fakat yukarı yönlü baskıların tehlikesine işaret eder. (Keynes, 1936: 123-127)

Keynes'e göre faiz teorisi aslında zaman ve likidite tercihinin bileşenidir ve son tahlilde her şeyin başlangıcı tüketim eğilimidir. Gelecek dönem tüketimi bugün nasıl değerlendirilecek; bugünkü gelirden mi yoksa geçmiş dönem tasarruflardan mı, vade yapısı ne olacak? Faiz oranlarında ihmal edilen nokta budur. Evet hep zaman refere edilir ancak, likidite etkisi ihmal edilir. Oysa ki M=L(r)'dir. (Keynes, 1936: 83,84) Faiz yatırım için talep edilen kaynaklar ile vazgeçilen tüketimi dengeleyen fiyat değildir. Zenginliği nakit tutma arzusunu cari nakitlerle dengeleyen fiyattır. Örneğin, faizler düşükken yani nakitten çıkışın getirisi düşükken toplam nakit talebi özellikle de kamunun nakit talebi, arzı aşar. Eğer faizler yükselmişse zaten kimsenin elinde tutmak istemeyeceği nakit fazlası piyasaya sürülmüş olur. Sonuçta, para miktarı ve likidite tercihi beraberce faizleri etkiler. Likidite tercihi; mevcut faiz düzeyinden kamunun tutacağı para miktarını düzenleyen potansiyel ve fonksiyonel bir eğilim olarak M=L(r)'dir. Yani faiz; likidite tercihinin fonksiyonudur çünkü para talebinin üç temel nedeni: a) ödeme amacı, b) ihtiyat güdüsü ve c) spekülasyondur. (Keynes, 1936: 84,85) Likidite tercihleri göz önünde tutulursa para talebi fonksiyonu M=M1+M2=L1(Y)+L2(r)'ye döner. Yani mübadele ve ihtiyat güdüsüyle tutulan (L1) ankesini gelir düzeyi (Y) belirlerken, kar ve spekülasyon motifiyle şekillenen (L2) ankesi (r) faiz düzeyince belirlenir. Piyasa faizi ise aslen bireylerin beklentileriyle tanımladığı "normal" kabul ettikleri bir düzeyin etrafında salınır. Faizler normal düzeyin çok altına inince faizlerin gelecek dönemde yükseleceği beklentisiyle bireyler sermaye kayıplarını önlemek ister ve tahvil alımından kaçınıp paraya yönelir. Çünkü Keynes'in para talebi modelindeki tek alternatif paradır. Tersi durumdaysa, yüksek faiz hadlerinin gelecek dönemde düşüp tahvil fiyatlarının yükseleceği beklentisi tahvil alımlarını teşvik edip paranın dolanım hızını olumsuz etkileyecektir. Piyasalar eksik istihdam

dengesinde olduğu için önemli olan piyasa faizinin tam istihdam dengesinin üzerinde kurulmasıdır. Çünkü aksi halde ekonominin ısınmaya başlamasıyla likidite artacak buda enflasyonun dolayısıyla fiyatlar genel seviyesinin yükselip yatırımın cazibesini yitirmesine neden olacaktır. Ama eğer faiz oranı tam istihdam dengesinin üzerinde kurulursa bu uzun dönem para politikasının yönetimine beklentilerin yönetimi açısından büyük bir hareket kabiliyeti kazandıracaktır. (Keynes, 1936: 97-104) Dikkat edilirse Keynes'in vurgu yaptığı nokta yüksek faiz oranı değil; reel ve nominal faizler arasındaki makastır. Keynes açıkça Merkez Bankasının beklenti yönetiminde avantaj kazanması gerektiğini, ve bu avantajı kazanmak için ilk olarak tam istihdam düzeyine, sorasındaysa beklenti yönetimine izin verecek manevra alanının önemine işaret etmektedir.

Bu durumda; para talebi, gelir, piyasadaki para miktarı ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki nominal ilişki Paya'nın vurguladığı gibi spekülasyon güdülü para talebi nedeniyle kopmuş olur. Çünkü faiz mekanizması finansal portföyün tümden paraya geçip ekonomideki para miktarıyla efektif talep (nominal gelir) arasındaki ilişkinin kopmasına neden olur. (Paya: 77-81) Diğer taraftan Keynes, L1 ankesinin gelire duyarlı kabul edilmesine rağmen nakit tutma maliyetindeki herhangi bir değişimden etkileneceğini vurgular. (Keynes, 1936: 98) Yani Keynes'e göre Merkez Bankası politika faizlerinin negatife dönmesi de çok net şekilde ankeslerin gelirden bağımsız şekilde yapısal olarak yeniden tanımlanmasına yol açabilir.

Her ne kadar ertelenmiş tüketimin getirisi olarak tanımlansa da faiz de nihayetinde bir fiyattır. Reel faiz oranları cari dönemi yansıtırken nominal faiz oranları teknik olarak beklenen enflasyon oranınca primlenir. Dolayısıyla nominal-reel faiz arasındaki makas aslında bireyin enflasyonist veyahut deflasyonist hareketlere karşı sigortasıdır. Yani son tahlilde fiyatlar genel seviyesi faiz üzerinde etkilidir. Fakat paranın aktarım mekanizması tartışmalıdır. Stiglitz de "Makroekonomik Teoriyi Ekonomi Politikalarının Yönetimi için Yeniden Tanımlamak" isimli çalışmasında 2008 krizine uzanan süreci paranın aktarım mekanizmasının hatalı yorumuyla ilişkilendirir. Dahası Stiglitz bu hatalı yorumun aslında politik bir tercihi yansıttığını ve hatanın önce Klasiklerin sonrasındaysa Friedman'ın Monetarist yorumlarıyla teorik olarak derinleştiğini vurgular. (Stiglitz, 2014)

Friedman ve Keynes'in faiz yorumları Philips eğrisi ve Gibson paradoksu ekseninde farklılaşır. Şöyle ki Keynes'in eksik istihdam dengesi dahil fiyatlar genel düzeyi ve çıktı düzeyi arasında savunduğu pozitif yönlü ilişki Phillips eğrisinin enflasyon-işsizlik arasındaki öngördüğü ters yönlü ilişkiyi desteklese de enflasyon ancak tam istihdam dengesinin aşılmasıyla gerçekleşeceği için Phillips eğrisi yorumu bu anlamıyla zafiyete düşer. Keynessçi teori ücretlerin düşeceği bir minimum olsa da resesyon dönemlerinde ücretlerin arttırılması gerekliğini savunarak, ve genel teoriyi enflasyonun tam istihdama yaklaştıkça baş göstereceği kabulüyle aşar. (Paya, 1998: 289-293) Oysa ki Friedman'a göre fiyatlar ile çıktı düzeyi arasındaki ilişki; toplam talebin bireylerin beklentileriyle gecikmeli olarak düzenlenmesi nedeniyle pozitif değil negatif yönlü ve konjonktür dalgalanmalara koşuttur.(Friedman, 1982: 622) Yani parasal genişleme uzun vadede yalnızca enflasyona neden olup işsizliği gidermemektedir. (Paya, 1998: 292)

Konunun bir diğer tarafıysa fiyatlar genel düzeyi ve faiz ilişkisidir. Keynes ve Friedman'ın faiz yorumundaki farklılık kendisini Phillips yaklaşımı kadar Gibson Paradoksunda da gösterir. Alfred Gibson 1923 tarihli çalışmasında Ortodoks görüşe hilaf olarak fiyatlar genel düzeyi ile faizler arasındaki pozitif yönlü ilişkiye dikkat çekmiş olsa da bu görüş Keynes'e kadar taraftar bulmamıştır. Keynes bu ilişkiyi eksik-istihdam dengesi üzerinden desteklerken, mevcut durumu "Gibson paradoksu" olarak nitelemiştir. (Friedman, 1982: 622-632) Diğer taraftan Friedman ABD ve İngiltere'de gelir, fiyat ve faizleri incelediği çalışmasında Irving Fisher'ın yorumunu benimsediğini çünkü, rakamların Fisher'ı desteklediğini söyler. Friedman'a göre faizler ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki faizler ile kısa ve uzun vadede beklenen enflasyon arasındaki ilişkinin ispatıdır. Diğer taraftan Keynes; faizler ile fiyatlar genel seviyesi arasındaki ilişkiyi ticari bankalar kanalıyla hem fiyatlar hem de nominal faizlere içerilmiş olan "sermayenin reel getirisi" ile ilişkilendirir. Çünkü para miktarını kontrol eden banka kesimi aynı zamanda reel getirilerin nominal faizler üzerindeki etkilerini de geciktirmiş olur. (Friedman, 1982: 586) Phillips ve Gibson paradoksunda farklılaşan Monetarist ve Keynesyen yorum kendini faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkide gösterir ki burada tarih (Friedman'a göre) Fisher'ı haklı çıkarmıştır. (Friedman and Schwartz, 1974: 288-291) Friedman'a göre Keynes para arzı ile faizler arasındaki negatif yönlü ilişkiyi likidite tercihleri üzerinden isabetle okusa da Keynes'in teorisi "likidite tuzağı"nda hatalıdır. Çünkü piyasa faizleri ile para arzı arasındaki ilişkide faiz; nominal değil reel para arzının ve

dahası gelirin fonksiyonudur. Nominal gelirdeki artış sürekli gelirdeki artıştan kaynaklıysa, bu durumda, likidite eğrisi yukarı kayacak ve faiz oranlarının yukarı yönlü yapışkanlığı istenmediği halde artacaktır. Ayrıca reel para arzı faiz oranlarının aşağı yönlü trendine imkan tanırken ödeme ve ihtiyat güdülü L1 ankesi kendi içinde farklı getiri etkileri barındırır. Örneğin; yabancı para, vadesiz hesaplar veya sabit getirili varlıklar bu kapsamdadır. (Friedman, 1982: 479-497)

Diğer taraftan Friedman faiz oranlarının üretim tekniklerindeki gelişmelere veyahut da inovatif yatırım talebine bağlı olarak da tırmanabileceğini vurgular. Bu durumda nominal gelir, paranın dolanım hızı ile beraber yükselse de ilk etapta sadece üretimdeki (büyümedeki) artış fiyat artışını (enflasyon) aşar ve uzun vadede fiyatlar kendini yeniden tanımlar. Sonuçta çıktı (büyüme) düzeyi fiyat artışının (enflasyonun) altına düşerken faizler daralan üretim nedeniyle aşağı baskılanıp başlangıç koşullarına dönülür. (Friedman, 1982: 498, 499) Oysa Keynes kitabının dördüncü bölümünde sermayenin birikimi ve faizin doğası üzerine düşüncelerinin, ilk çalışmasından bu yana fazlasıyla değiştiğini hatta "normal faiz düzeyi"ne dahi mesafesini arttırma eğiliminde olduğunu açıkça vurgular. Keynes'e göre sermaye birikiminde yaşanan başarısızlığın nedeni eskiden toprağa bağlanan likit primlerin bankacılığın modernleşmesiyle beraber paraya bağlanmasıdır ve böyle bir ortamda piyasada belirlenen tek bir "normal faiz oranı" olduğu varsayımı yanıltıcıdır. Aslında ekonominin hipotetik gerçekliği eksik istihdam dengesi olduğundan sübjektif kararlarla şekillenen sayısız "normal faiz oranı"-"istihdam" kombinasyonu vardır. Bu nedenle, yaşanan dönüşümlerin ardından piyasada "normal" değil "yansız" bir faiz oranı hedeflenmelidir. Keynes bu oranı tanımlarken "statüko" kelimesini tercih etmiş olsa da kullandığı vurgu çok önemlidir. Çünkü ona göre genel ekonomik dengedeki tek statüko tam istihdam düzeyinde istihdamın esnekliğinin sıfırlayan "yansız faiz oranı" olabilir. (Keynes, 1936: 119-122)

3. (NEGATİF) FAİZLERİN GÜNCEL DİNAMİKLERİ

Güncel negatif faiz tartışmalarında yaşanan kısır döngünün temel nedeni Keynesçi ve Monetarist yorumların süreğen rakip tezlere indirgenip, ilkinin tümden devlet, ikincisinin ise tümden piyasa yanlısı ekoller kabul edilmesidir. Oysa ekonominin gelişimi geriye doğru başa sarılacak olsaydı gelişim çizgisinin Keynesçi para talebi ile uyumlu ilerlediği, üstelik ironik şekilde Keynes'in vurguladığı piyasa boşluklarının, Keynes muhalifi politika enstrümanlarına dönüştürülmesiyle sağlandığı görülür.

Misalen; emeklilik-sağlık vb. sigorta onları yada mortgage sistemi son tahlilde "yatırım fonları" kapsamında ihtiyat veyahut spekülasyon motifini öncelerken, bir yandan küresel refaha hizmet etseler de diğer taraftan dünya ekonomisini krizlerin eşiğine kadar taşımışlardır ki paradoks da buradadır. Örneğin, 2008 krizinin başlangıç ve gelişimi rakamlarla değerlendirildiğinde Keynes'in bireye duyduğu güven ve piyasaya duyduğu güvensizlikte haklı çıkarken, Friedman'ın piyasaya duyduğu yüksek güven ve bireye duyduğu güvensizlikte haksız çıktığı görülür. 2008 yılında ABD'nin en büyük dördüncü yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın batışı ile adım adım ilerleyen Küresel Kriz aslında Monetarist para piyasası araçlarıyla politika araçlarının sağlıksız gelişiminin en yeni örneğidir. Bu çöküş sonrası FED konjontür karşıtı olarak faiz indirimlerine başlamış olsa da negatif politika faizinin ilk uygulayıcısı İsveç Ulusal Bankası (Riksbank) olmuş ve döviz piyasasındaki dalgalanmaların önlenmesi amacıyla Merkez Bankası politika faizleri %-0,25 bandına çekilmiştir. Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası 2014 ikinci çeyreğiyle beraber %-0,1'e indirdiği politika faizlerini 2016 sonunda %-0,4'e kadar geri çekerken uzun dönemli enflasyon beklentilerini öncelemiştir. Danimarka, İsviçre ve Japonya Merkez Bankaları da deflasyonist beklentilere bağlı olarak negatif faiz politikasına dönerken ABD Merkez Bankası da 2018 son çeyreği itibariyle politika faizini %0,25'e kadar çekmiştir. Diğer taraftan Türkiye ve Arjantin ekonomilerinde politika faizleri sırasıyla 2008 ve 2018 için sırasıyla %17,5 ile %25,5 ve %8 ile %25 bandında izlemiştir. (BIS, Fitch) 2019 Ağustos itibariyle ise negatif getirili varlıkların hacmi 17 Trilyon Dolardır. (Fitch, 2019)

Diğer taraftan inovatif ve teknolojik gelişimin faiz oranlarındaki etkisi hususunda Friedman açıkça yukarı yönlü bir yapışkanlık beklerken, uzun vadede piyasanın üretimde yaşanacak daralmayla bunu dengeleyeceğini savunur. Oysa bugün içerisinde bulunulan negatif faiz-getiri atmosferi büyük ölçüde inovasyon dinamiklidir ve hem iktisadi aktivite, hem de faiz oranları aşağı yönlü baskılanmaktadır. Friedman'ın burdaki hatası teknolojinin para sisteminde yaratacağı etkiyi öngörememesidir.

Bugünlerde "helikopter para" politikası olarak önerilen çözüm; küresel Merkez Bankası benzeri bir oluşumla bireylere kripto sistem uygulamalarıyla para transferi öneren bir politikadır. (Bofinger, 2018) Ayrıca "helikopter para politikası" ile "evrensel temel gelir politikası" arasındaki büyük benzerlik de dikkat çekicidir. Bu noktada "temel gelir politikaları"nın "evrensel gelir politikası"ndan farkılaştığı unutulmamalı. (Bkz: Özütler, 2018: 65-75) Sunulan politika çözümlerinin ironik tarafı şu ki Friedman taraftarı Monetarist ekol devletin üstlenmesi gereken bir fonksiyona Keynesyen bir refleksle sahip çıkma arzusunu dillendirmiş oluyor. Bu nokta ise "evrensel temel gelir" ile "helikopter para" arasındaki farkın ayırımını vurgular nitelikte. Şu anki veriler "helikopter para politikası"nın insan faktörünü finansal sistemin aracı kılarken, "temel gelir politika"larının finansal sistemi "sosyal devlet"in hizmetine sunma eğiliminde olduğunu gösterir nitelikteler.

Nasıl ki altın standardını takip eden Bretton Woods düzeni 1960-1973 yıllarında kendini kambiyo rejimleri üzerinden tanımlamışsa, yirmi birinci yüzyılın parasal sistemi de kendini kripto para birimlerine koşut negatif faizlerle inşa sürecindedir. Üstelik görünen odur ki ibre hali hazırda Keynes'in lehinedir. Keynes'e göre yatırım kararları spekülatif ve ihtiyat güdülü para talebinden bağımsız hareket ettiği için yatırımların faiz duyarlılıkları zayıftır. Çünkü yatırım kararı yatırım atmosferine bağlı olarak ex-ante alınır. Dönem sonunda gerçekleşen ve planlanan yatırımlar arasında da yüksek oranlı farklar olmaz. Yani belirli oranda bir para arzı, para talebi ile beraber faizi belirlerken aslında geçmiş dönem yatırımları sermayenin marjinal etkinliğince belirlenmiş olur. Son tahlilde para talebi faizlere yüksek oranda duyarlıyken, yatırımlar faizlere karşı görece duyarsızdır. Oysa Monetarist görüş tam tersi olarak yatırım kararlarının ex-ante değil tamamen sermayenin marjinal etkinliğince belirleneceğini öngörür. Sonuçta yatırımların faiz duyarlılığının, para talebinin oldukça üzerinde olması beklenir. Rakamlara bakacak olursak, IMF verilerine göre 17 Trilyonluk negatif getirili finansal varlık portföyüne karşın 2000-2009 arası yüzde 3,9 büyüyen dünya ekonomisi, resesyon beklentisinin aksine 2018'de de yüzde 3,9 büyümüştür. Bu dengelenmede finansal doygunluğa erişen ekonomilerin büyümeden aldıkları payın daralırken, finansal anlamda az gelişmişlerin büyümeden aldıkları payın yükseldiği görülüyor. (IMF, 2019) Bu durum para politikalarının etkisizliğini değil tam tersi olarak kendisinden beklenen aracılık faaliyetlerine zorunlu yönelimini işaret ediyor. Bu gelişimi tetikleyen dinamik negatif getiriler üzerinden yarattıkları vergi etkisiyle izah edilebilir. Merkez Bankası bağlamında uygulanan negatif göstergeler, aracıların pozitif getiri değil vergi etkisi yaratan kesintiler nedeniyle uzun vadeli çıkarlarına odaklanmalarına ve piyasada marjinal getirisi en yüksek yatırımları öncelemelerine, yani finansal kurumların spekülasyon motiflerine kar güdüsünün ikamesine neden olmuştur. Çünkü finans kurumlarının kesintilerle uzlaşması ve faaliyet dışı kayıplarını kapatması için en uygun politika; portföylerin getiri oranının yanında gelir odaklı istihdam dostu yatırım pazarlarına yönlendirilmesidir.

Keynes ve Monetarist görüş rakip tezler olarak konumlanırsa, negatif göstergeler üzerinden yürüyen tartışmanın aslen yapısal olduğu anlaşılır. Şöyle ki Keynes negatif faize kategorik olarak karşı olmadığını fakat bunun yapısal bir değişime eş olduğu için dönemin yüksek işsizlik, deflasyon ve düşük sermaye birikimiyle uyumlu ilerlemesinin o günlerde imkansız olduğuna işaret ederken Gesell'in görüşlerinin tümden tutarsız olmadığını açıkça vurgular. (Keynes, 1936: 175-188) Oysa Friedman beklentileri sistemin merkezine koymuş olmasına rağmen negatif getiri nominal anlamıyla sisteme duyulan güven nedeniyle mümkün değildir. Çünkü fiyat yapışkanlığı ve işgücü katılığının olmadığı bir sistemde, üretim düzeyi ile fiyatlar sermayenin getirisini her daim optimize eder.

Tüm bu tartışmaların ardından Keynes ve Friedman'ın ekonomik birimlere farklı yapısal kodlar izafe ettikleri ve gelecekte bizleri bekleyen para sisteminin kendisini negatif faizler üzerinden inşa etmeye başladığı anlaşılıyor. Sistemi bu dönüşüme zorlayan öncelikli neden farklılaşan ödeme sistemleriyle, hatta para birimleriyle kendini yeniden tanımlayan para arzı tanımıdır. Para arzının endojenliği tartışması bir tarafa, Bofinger'in özetlediği dört temel parametrenin gerek likidite yönetimi gerekse faizler üstündeki baskısının gün geçtikçe artması muhtemeldir. Daha açık bir ifadeyle, elektronik para/nakit ikame oranı; (blockchain ve akıllı sözleşmeler dahil) aracısız borçlanma imkanları; merkez bankaları ile (yeni nesil dahil) ticari banka ve finansal aracıların rezerv (döviz, kripto paralar dahil) ilişkileri aslında Merkez Bankacılığı ve faizlerin fonksiyonlarını dönüştürmeye başlamıştır.

4. SONUÇ

Günümüzde gözlemlenen negatif faiz eğilimi kendisini tanımlamakta olan yeni para sisteminin ayak sesleri olsa da, bu durumu eski paradigmalar üzerinden okuma eğilimi oldukça yüksek. Üstelik negatif faizlerin bankacılık sektörü için olumsuz etki yaratacağına inanan Monetarizm savunucuları hem

oldukça ironik şekilde Keynes'in o günlerde (reel faizlerin zaten sıfırın altında izlediği) savunduğu maliye politikalarının görece üstünlüğü tezinin arkasına sığınıp, hem de "helikopter para politikası"nı Merkez Bankası bağımsızlığı adına destekliyorlar ki bu etkin piyasa tezinin iflasıdır.

Merkez bankası nezdinde uygulanan referans negatif getirili tahvil ve faizlerin Keynes'in eksik istihdam dengesine engel teşkil etmediği hatta küresel dengelenmede çıpa etkisi yarattığı da söylenebilir. Çünkü Keynes likidite tuzağında dahi sıfır alt sınırının aşılamayacağı türünden bir ön kabulü savunmamış, fakat bunun ancak yapısal bir dönüşümle mümkün olduğunu açıkça belirtmiştir. Kendi platformlarıyla gelişmeye devam eden sanal para sistemleri, Keynes'in umduğu yapısal dönüşümü sağlamakla kalmayıp sıfır alt sınırını da küresel dengelenme adına kaldırmıştır.

Merkez Bankaları açısından ise likidite yönetimi gittikçe daha kritik hale gelmiştir. Çünkü, para arzı yaşanan teknolojik dönüşümlerle gittikçe Merkez Bankası kontrolünden çıkmış ve negatif faizler, deflasyonun ötesinde, yeni teknolojilerin zorunlu kıldığı bir para politikası aracı olarak ön plana çıkmıştır. Yani inovasyonlar bu kez mal piyasalarını değil, blockchain, kripto para birimleri, B2B, akıllı sözleşme uygulamaları vb. ile para piyasalarını dönüştürüp, likiditeyi tanımsızlaştırmıştır. Bu durumda bireylerin likidite tercihi fonksiyonları, sanal finans (binans) nedeniyle yeniden tanımlanmış ve küresel dengelenme negatif faizleri tetiklemiştir. Özellikle kriz sonrası tartışmaya açılan "helikopter para" ve "temel gelir" yaklaşımları ise devlet ve Merkez Bankalarının fonksiyonel işlerliğine dönük politikalar olarak beliriyor.

Diğer taraftan Keynesçi ve Monetarist görüşün para arzının endojenliği, paranın yansızlığı, genel denge ve yapısal dönüşümler çerçevesinde farklılaşan (negatif) faiz yorumları; Keynes ve Friedman'ın aktarım mekanizması boyunca benimsediği farklı psiko-ekonomik kodlar ile açıklanabilir.

Keynes'in temsili evreni komün düzeninin esas olduğu "karınca nişi"ne benzer. Ağırlığının on katı kaldıraç kuvveti olan karınca komünü işçi, asker ve üretken karıncalardan oluşur. İşçi karıncalar tıpkı büyük ölçekli reel yatırımcılar gibi kıtlık zamanları için tarım yapıp mantar üretirler. İstilacı karıncaların etkinliği tıpkı finansal aracı(kurum)lar gibi sahip oldukları kaldıraç kuvvetinden gelmekle beraber spekülatör, manipülatör ve arbitrözlerin yapıcı olduğu kadar yıkıcı faaliyetlerini de içerir. Popülasyonun devamlılığını sağladığı kabul edilen üretken karıncalar ise tıpkı küçük ve orta boy işletmeler gibi düşük risk iştahlarıyla mal ve emek piyasalarına nefes aldırırlar ki bu nokta Keynes'in eksik istihdam dengesi için önemlidir. Keynes'in likidite tuzağına bağlı olarak o dönemde negatif getirileri mümkün görmeyip, paranın ödeme aracı fonksiyonundaki yapısal bir dönüşümle bunun olabilirliğine işaret etmesi ise oldukça önemlidir.

Friedman'ın Monetarist evreni ise dinamik sosyal ağlar etrafına kurulu ama düzenli komün modelinden uzak "karga nişi"ni andırır. Çünkü zaman zaman ekin zararlıları, zaman zaman kendi avları, güçlerini aşan avcılık faaliyetlerindeyse akbabalarla kurdukları işbirliğiyle beslenen, organizasyon kabiliyetleri kadar hafızaları da kuvvetli hep obur "karga nişi"nde işbölümüne dayalı komün düzeni değil komensal (çıkara dayalı) bölüşüm esastır. Paranın yansızlığını savunan Monetarist ekol, bireyin konjonktür dalgalanmaları kadar geçmiş dönem kayıtlarına da duyarlı olduğunu savunurken hafıza kayıtlarıyla organize olan "karga nişi"yle uyumludur ve bu nedenle kısa vadeli nominal hareketlerin, uzun vadeli dinamiklerle törpüleneceği öngörülür. Verimli-verimsiz, inovatif yatırım ayırımı niş içindeki zararlı besinlerin ıslahı prensibiyle uyumluyken, Friedman bu türden rekabetlerin faizler üzerinde yukarı yönlü baskı unsuru olduğunun altını çizer. Kendi avıyla meşgul popülasyon; spekülasyon motifinin altında değerlendirilen kar güdülü üretici kesimin, aracı kuruluşlarla ortak bir gelişim hedefini paylaşarak uzun dönem karlılıklarını piyasa anomalilerinden değil istikrardan temin ettiğini yansıtır. Niş içindeki komensal işbirlikleriyse Merkez Bankacılığının aracılık faaliyetlerindeki gerekliğinin altını çizerek, spekülatif motif altındaki agresif ve manüpulatif eğilimlerle benzeştir. Friedman'ın kurduğu arz mekanikli denge modeli, tıpkı "karga nişi"nin alt türleri imha politikası gibi zayıf oyuncuları para piyasasından dışlamak üzerine kuruludur ki bu nedenle para sistemi negatif getiriyi mümkün kılmaz. Negatif getiriler bu anlamıyla etkin piyasa tezinin iflası olup, Monetarist teori çerçevesinde tanımsızdır. Günümüzde Merkez Bankalarının uyguladığı sıfır altı referans faizlerin, çalışmada da yararlanılan Merkez Bankası raporlarında "tanımsız topraklar" olarak anılması bununla ilişkili olup, hakim Monetarist görüş bizlere daha karamsar bir tablo sunmaktadır.

Sonuçta inovatif dönüşümün Keynesçi yorumunun, negatif faizler bağlamında, Monetarizmden daha iyimser bir gelecek öngördüğü anlaşılmaktadır. Çalışmada bu farklılığın nedeni, son söz olarak,

Keynes'in genel teorisinde benimsediği işbölümü merkezli "karınca nişi"'ne karşılık, Friedman'ın aktarım mekanizmasından yola çıkıp benimsediği bölüşüm merkezli "karga nişi" ile özetlenmiştir. Ayrıca, küresel (negatif) getiri eğiliminin yalnızca deflasyon ve borç finansmanı ile değil; Merkez Bankalarının "binansal gelişmeler" sonucunda likidite yönetiminde kaybettiği hakimiyet ile ilişkili olduğu savunulmuştur. Şirket parası üzerinden işlem yapma, sanal para kullanımı, aracısız borçlanma, alternatif kur sistemi vb. uygulamalar hali hazırda aktifleşmiş ürünlere yalnızca bir kaç örnektir. Bu inovatif ürünlerin her birisi geleneksel para talebi fonksiyonunu, hatta tüketim ve yatırım eğilimlerini yeniden tanımlamaktadır. Bu nedenle, çalışma (negatif) faizler üzerinden kendisini tanımlamakta olan bu dönüşüm sürecini, makro iktisadın kurucusu olan iki ekol ekseninde değerlendirip, yapısal kırılma noktalarının altını çizmiştir.

KAYNAKÇA

Alper, Ahmet Murat. (19.03.2018). Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedefi Artırılarak Sıfır Alt Sınırı Sorunu Aşılabilir Mi?. TCMB. Retrieved 01 November 2019 from http://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/gelismis_ulkelerde_enflasyon_hedefi.

Bank of Italy. (2019, 26 October). History. Retrieved 26 October, 2019 from https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1.

Ball, L., Gagnon, J., Honohon, P. ve S. Krogstrup. (2016). "What Else Can Central Banks Do?". Geneva Reports on the World Economy. No. 18. ICMB & CEPR.

Borfinger, Richard. (2018). Digitalisation of money and the future of monetary policy. VOX-CEPR Policy Portal. Retrieved 1 October, 2019 https://voxeu.org/article/digitalisation-money-and-future-monetary-policy.

Fischer, Stanley. (2016). Monetary Policy, Financial Stability, and the Zero Lower Bound. American Economic Review. 106 (5): 39-42.

Fitch Ratings. (12 August 2019). Negative Yields Do Not Necessarily Support Sovereign Credit. Retrieved 01 November 2019 from https://www.fitchratings.com/site/pr/10085962.

Friedman, Milton and Schwartz, Anna. (1982). Monetary Trends in the United States and United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975. University of Chicago Press. Retrieved 1 October, 2019 from https://www.nber.org/books/frie82-2.

Friedman, Milton. (1969). The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago.

Friedman, Milton and Schwarts, Anna. (1974). From Gibson to Fisher. (in) Explorations in Economic Research. Volume 3. Number 2. Retrieved 1 October 2019 from https://www.nber.org/books/unkn76-1.

Hayek, Firedrich. (1967). Prices and Production. Augustus Kelly-Publishers New York.

IMF. (2019). World Economic Outlook. Retrieved 20 November 2019 from https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/index.aspx.

Keynes, John Maynard. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. Retrieved 20 October, 2019 from International Relations and Security Network, www.isn.ethz.ch.

Keynes, John Maynard. (1939). On the Theory of a Monetary Economy. Nebraska Journal of Economics and Business, Vol. 2, No. 2 (Autumn, 1963), pp. 7-9. Retrieved 10 October, 2019 from https://www.jstor.org/stable/40472251.

OECD. (2019). OECD-Data. Retrieved 21 November 2019 from https://data.oecd.org/.

Özütler, Hatice Şehime. (2018). Türkiye Ekonomisinde Kapsayıcı Büyüme ve Cari Açık İlişkisinin İncelenmesi. İ.Ü.S.B.E. Basılmamış Doktora Tezi.

Pamuk, Şevket. (2017). Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi. İstanbul. Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Paya, Merih. (1993). Para Teorisi ve Para Politikası. Türkmen Kitabevi.

Skousen, Mark. (2007). İktisadi Düşünce Tarihi: Modern İktisadın İnşası. Adres-Liberte Yayınları.

Potter, Simon and Smets, Frank. (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. BIS. Retrieved 1 October 2019 from https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf.

Stiglitz, Joseph. (2014). Reconstructing Macroeconomic Theory to Manage Economic Policy. NBER-20517.