

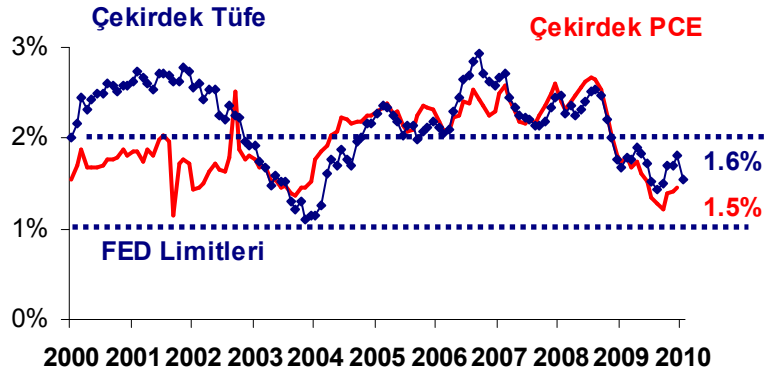
### Makro Ekonomi ve Strateji

#### İşin Rengi Belli Olmaya Başladı !...

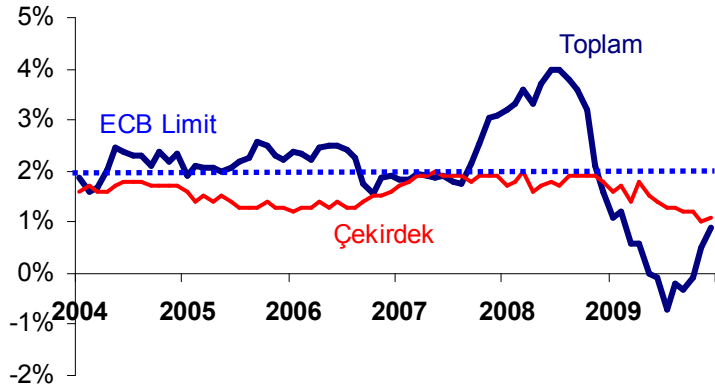
Türkiye'nin yoğun politik gündeminden başını kaldırabilenler son günlerde yurtdışında enflasyon üzerine giderek ateşlenen bir ekonomik tartışmaya şahit oluyorlar. Tartışmalara en son IMF Baş Ekonomisti (ve MIT Profesörü) Olivier Blanchard (iki diğer IMF ekonomisti ile birlikte) katıldı ve gündemi daha da hareketlendirdi (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>). Ortaya koydukları görüşün özeti (bu özeti basitleştirecek bir kaç ek bilgi ve yorumlarımız ile birlikte ve sadece enflasyon ile ilgili kısmı olarak) şöyle:

Global kriz öncesinde çekirdek (tarım ve enerji fiyatları ayıklanmış) enflasyon endeksleri gayet yatay seyretti ve genellikle %2'lik enflasyon hedefinin tehdit edildiği düşünülmedi (ABD'de çekirdek kişisel harcamalar fiyat endeksinin, Euro Bölgesi ve İngiltere'de ise tüketici fiyat endekslerinin %2'nin üzerine kalıcı olarak geçmemesi hedeflenir). Bu nedenle enflasyon hedefleyen merkez bankaları para politikalarını çok fazla sıkma (Türkçesiyle kısa vadeli politika faizini yükseltme) ihtiyacı hissetmediler. Finansal kriz şiddetlenip ekonomileri resesyona sokunca da merkez bankalarının elindeki ekonomilerini stimüle edecek silah olan faiz indirimi imkanı azaldı. Faizler hemen sıfırlandı ama doğal olarak sıfırdan öteye geçilmesi mümkün olmadı. Ama resesyon ve deflasyonist baskı o kadar güçlendi ki aslında faizlerin negatif olmasını gerektirecek bir destek ihtiyacı oluştu. Ekonomistlerin para politikalarında kabul ettiği rehber mekanizmalardan biri olan Taylor modeline göre, FED'in kendi analizleri 2009 ortasında gecelik FED FUNDS faizinin -%5'e indirilmesi gerektiğini gösteriyordu. Bunu yapamayan merkez bankaları (İngilizcesiyle Quantitative Easing, Türkçesiyle nicel genişleme adı verilen) parasal genişlemeye gitmek zorunda kaldılar (bir anlamda para basarak kamu ve hatta özel sektörün finansman ihtiyacını makul maliyetlerde finanse ettiler. Bunun yanında çeşitli bütçe teşvikleri ile reel

#### ABD Enflasyonu



#### Euro Bölgesi Enflasyonu (% HICP, Yıllık)



sektöre destek verilerek resesyonun depresyona (ağır bir resesyona) dönüşmesi engellenmeye çalışıldı.

Eğer enflasyon hedefi (gelişmiş ülkelerde genelde) %2 gibi bir düşük oran yerine daha yüksek örneğin %4 gibi rakam olsaydı merkez bankalarının daha fazla faiz indirecek yeri olurdu (bir anlamda reel sektörü ve bankacılık sistemini desteklerken enflasyona daha az önem vermek ve bu uğurda daha az itibar kaybetmek zorunda kalırlardı). “Sıfır Faiz Sınırı”na takılmaktan kurtulunurdu. O nedenle de bundan sonra **enflasyon hedefinin (daha ziyade gelişmiş ülkeler kastedilerek) %2’lerin çok daha üzerinde belirlenmesi** gelecekte yaşanacak benzer krizlere para politikası reaksiyonunun manevra alanını büyütecek ve gücünü arttıracak.

Blanchard ve refiklerinin ortaya koyduğu en ilginç iddia ise mevcut durumda bütçe vergileri ödeyecek olan kamuoyu için enflasyon vergisi ile bütçe vergisinin yer değiştirmesinin fazla sıkıntı yaratmayabileceği.

### Bu Görüşü Destekleyen Çok...

“Bundan sonra yaşanacak krizlerde para politikasının reaksiyon gücünü arttırmak için bugün enflasyon hedefini yükseltelim” görüşünü destekleyen sadece Blanchard değil. Hatta ilk ortaya atan da değil. Daha önce özellikle MIT ekolünden bazı ünlü ekonomistler bu konuda benzer görüşleri ortaya koymuşlardı.

Bunlardan biri olan ve geçmişi akademik başarılarla dolup son yıllarda magazinsel yönünü de görmeye başladığımız **Kenneth Rogoff** (ABD’de yüksek iktisat eğitimi almış hemen her makroekonomist Maurice Obstfeld ile birlikte yazdığı “Uluslararası İktisat” ders kitabını iyi bilir) geçen yıl başında bu tartışmayı gündeme getirmiş ve FED’in enflasyon hedefini gelecek 2 yıl için %5-6 aralığına çıkarması gerektiğini dile getirmişti. Tezi Blanchard’a çok benziyordu ama gelecekteki bir krizden ziyade bugünün sorunlarına çözüm getirme amaçlıydı. O dönemde ABD ekonomisinin depresyona doğru hızla yol aldığı tartışıldığı için Rogoff enflasyon hedefinin yükseltilmesi sayesinde FED’in normalden çok daha uzun süre faizleri düşük tutabileceğini, böylece kamunun borçlanma maliyetini azaltabileceğini ve istihdam kaybını engelleyeceğini savunmuştu.

Blanchard’a hemen destek veren (ve MIT’li olduğu için şaşırtmayan) bir başka ekonomist son dönemin ateşli Keynezyeni Nobel sahibi **Paul Krugman** oldu. Blanchard’a ek olarak enflasyon hedefini yüksek tutmanın sadece krize karşı bir silah amacı taşımaması gerektiğini, bugünkü enflasyon hedeflerinin çok düşük olduğunu, biraz yükseltildiğinde istihdam üzerinde kalıcı olumlu katkılar yapacağını gösterdi (akademik destekli elbette). Bunun özellikle Euro bölgesi için geçerli olduğunu ve Euro bölgesine dahil olan ülkelerin bölgeye (makroekonomik) yakınlaşma sürecindeki deflasyon sıkıntılarını bu yolla hafifletebileceğini de savunuyor. Yunanistan örneğinde Krugman’ın aslında doğru bir hususu vurgulamakta olduğu görüldü.

Görüşü (biraz dolaylı) destekleyen bir başka iktisat gurusu, Harvard Profesörü **Gregory Mankiw**. FED’in daha yüksek enflasyonu hedeflemesinin aşırı istihdam kaybına ve bütçe teşvikleri ile gelecekte hızla büyüyecek olan kamu borçlarına göre daha tercih edilebilecek bir strateji olabileceğini savunuyor. Bunu ABD’nin geçmişte depresyondan çıkmak için altın standartından çıkmasına benzeten Mankiw bu hareketin o dönemde depresyona karşı çok etkili olduğunu gösteriyor.

### Görüşün Sorunları...

Her zaman olduğu gibi tersini savunan da çok. Örneğin, Kansas City FED guvernörü **Thomas Hoenig**, enflasyon hedefini yükseltme görüşünün kısa vadeli sorunlara kısa vadeli çözümlere üretme gibi bir yanlış düşünceden kaynaklandığını, kolaya kaçılmaya çalışıldığını ve ekonomiye uzun vadede başka zararlar vereceğini iddia ediyor. Yine eski FED guvernörü William Poole 1970’lerin ekonomik sorunlarını yaşayanların böyle bir öneriyi yapamayacaklarını, enflasyondaki artışın uzun vadeli göstergeleri bozarak arzu edilen faydaları sağlayamayacağını savunuyor.

Doğal olarak, bu konuya yapılacak en kolay ve jenerik itiraz şekli bu. “Belki bugünü kurtarıyoruz ama gelecekte başka sorunlar yaşarız” bağınazlığı (bugün yoksa zaten gelecek yok ki, Keynes’in dediği gibi uzun vadede herkes ölmeyecek mi?) Kendilerine enflasyonu misyon edinen merkez bankaları her zaman ve her yerde kamuoyunu bu “afaki” gelecek tehdidiyle korkutarak destek sağlamaya çalışırlar.

Öte yandan biraz daha ayakları yere basan itirazlar yapmak da mümkün. Bugün dünyada merkez bankalarının enflasyonu kontrol altında tutabildiklerine yönelik genel bir inanış var. Her ne kadar altı doldurulsa da genelde enflasyon hedeflerinin yükseltilmesi merkez bankalarının kamu çıkarlarını ön plana çıkardıkları, bağımsızlıklarından ödün verdikleri ve enflasyonla mücadelelerinde başarısız oldukları inancını oluşturmaya başlayacak. **“Gelecekte ne zaman enflasyon sıkıntısı olsa merkez bankaları yine hedef yükseltir, o nedenle ben iyisi mi bugünden önlemimi alayım”** denmeye başlayacak. Acaba merkez bankaları hedefi %2’den %4’e çıkartırken beklentileri %4’lerde tutmayı başarabilecekler mi ?

Bir çok başka alanda olduğu gibi bu konuda da ülkeler büyük olasılıkla belli bir konsensüs oluşturamayacaklar. Bazı bölgeler enflasyon hedefini yükseltirken bazıları kamuoyu tepkisinden çekinerek yükseltmeyecekler. Bugünün globalizasyon şiddetinde bu tür “asimetrik” bir hareketin etkileri istenen boyuta ulaşamayacak.

Ayrıca bu görüşü savunanlar daha fazla enflasyonla merkez bankalarının faiz indiriminde esneklik ve mesafe kazanacağını iddia ediyorlar ama bugün faizler zaten sıfırlanmış durumda. Böyle bir uygulamaya geçildiğinde faizler ne kadar yükselebilecek ve yükselirken de ne gibi tahribatlar yapacak gibi soruların (bize göre) cevabı şimdilik yok.

## Perde Arkası...

Son global kriz sonrasında bu görüşlerin giderek artmaya başlaması artık **“işin renginin belli olmaya başladığını”** ve bundan sonra yaşanacakların neler olabileceğini açıkça gösteriyor.

Bu kadar akli başında bilgili iktisatçı boş yere bu görüşleri dile getirmiyorlar. Global krizin dünya ekonomisini depresyona götürmemek için yapılanların gelecekte ne tür sorunlar yaratacağını çok iyi kavramış durumdadır. **“Panik içerisinde”** bu sorunları nasıl aşabileceklerini düşünüp bir çözüm mekanizması geliştirmeye çalışıyorlar (panik içerisinde kısmına dikkat). Dünya ekonomisi depresyona gitmediyse bunun sebebi kamu sektörlerinin özel sektörlerin kaldırıcısını (borçluluğunu) üstlenmiş olmaları. Bu kaldırıcı gelecekte devam ederse özel sektörün yaşadıklarını aynen kamu sektörleri yaşayacaklar ve bu sefer de (örneğin 3-5 sene sonra) bankaların değil devletlerin batışlarını görmeye başlayacağız. Yok eğer, kamu sektörleri duvara çarpmayacaksa kamu sektörlerinin zaman içerisinde kaldırıcılarını makul seviyelere indirmeleri ve/veya yeniden özel sektöre devredilmeleri gerekiyor.

Kamu sektörü kaldırıcı azaltmak zorunda kalırsa bu dünya ekonomisinin uzun süre arzu edilen büyüme oranlarını yakalayamaması demek. Üstelik bu kaldırıcıdaki düşüşün zamana yayılması durumunda geçerli olan senaryo. Eğer kaldırıcı hızla ve ani şekilde düşerse bu sefer bugün yaşanmayan depresyon yeniden gündeme gelecek (yani sonuçta değişen bir şey olmayacak).

Eğer kaldırıcı zaman içerisinde yeniden özel sektöre devredilecekse bir an evvel özel sektörün kendisine bir büyüme motoru yaratması gerekiyor. Raporlarımızda düzenli bir şekilde gösterdiğimiz gibi, bu motor Asya ülkeleri liderliğinde gelişmekte olan ülkelerin iç tüketim harcamaları olmak durumunda (şimdilik başka alternatif yok). Bu yönde çok cesaret verici gelişmeler de var. Türkiye’nin de iç çekişmelerle vakit kaybetmeyip bundan faydalanan gruba dahil olmaya çalışması gerekir.

Bazı ülkeler var ki, özel sektörlerinin bu kaldırıcı yeniden üstlenecek gücü yok (Yunanistan’ın sorunlarının bu kadar büyütülmesinin sebebi var). O nedenle bu transformasyon o kadar rahat ve kolay olmayacak. Arada bayağı fırtınalar kopacak.

Enflasyon yükseldiğinde acaba oynaklığı da artar mı? Artarsa risk primi de artacağı için stratejinin öngörülen faydası azalır (IMF çalışmasında buna da dikkat çekiliyor).

Blanchard ve diğerleri biliyorlar ki, enflasyon hedefini yükseltmek kamu sektörlerinin kaldıraçlarını özel sektöre aktaramadıkları durumda yaşanacak krizin acısını azaltacak. Kamu sektörlerinin borçları enflasyon yoluyla ödenebilir hale gelecek. Ve bu açık seçik söylenemez. Çünkü kamuoyu önceden bunun farkına varır ve önlemini alırsa başarıya ulaşamaz. Birileri enflasyondan faydalanırken birilerinin zarar görmesi gerekir ki enflasyondaki artış işe yarasın. O nedenle ellerinden geldiği kadar bu uygulamanın yararından çok zarar olacağı ve beklenen olumsuz etkilerinin olmayacağı şeklinde altını doldurmaya çalışıyorlar.

### Uygulamaya Geçilirse Piyasalarda Ne Olur ?...

İşin belki de en önemli kısmı bu (her zaman olduğu DenizBank Ekonomi Bülteni'nin asıl amacı ve farkı geleceğe ışık tutmak, geçmişte olanları özetleyip herkesin bildiklerini tekrarlamak değil). Son dönemde çok daha sık ve ciddi bir şekilde tartışılmaya başlayan bu görüş gerçekten uygulanmaya başlarsa piyasalara kısa vadede ne tür etkileri olabilir? İlk akla gelenleri şöyle özetlemek mümkün:

- Öncelikle merkez bankaları “çıkış stratejileri” için zaman kazanmış olurlar. Birdenbire piyasaların “çıkış” zamanlamaları değişir ve vadesi uzar. Faizler gelişmiş ülkelerde uzun süre düşük seviyelerde kalır. Bu Türkiye’de de Merkez Bankası’nın elini güçlendirir.
- Bugün yükümlülüklerini faiz artışına karşı hedge etmiş olan yatırımcılar ciddi zararlar yazarlar.
- Enflasyon beklentileri yükselir ve uzun vadeli faizler artar. Enflasyona endeksli enstrümanlara olan talep artar. Getiri eğrileri dikleşir. Ama bu çok fazla olmaz çünkü ülkelerin borçlarını ödenebilir hale getireceği düşünülür ve özellikle bu risk primini halen yansıtmakta olan uzun vadeli faizler fazla oynamaz. Ayrıca enflasyondaki artışı tamamen telafi etmez. Tasarruf fazlası olan Asya ülkeleri uzun süre daha büyük gelişmiş ülkeleri finanse etmeye devam ederler. Ellerindeki fonların plasman alternatifleri sınırlı olduğu için buna mecbur kalırlar (bu ekonomilerini dışardan içeri yönlendirirken yumuşak bir geçiş yapmaları için de gereklidir).
- Bu sayede hisse senedi, gayrimenkul ve emtia piyasaları dirilirler (enflasyona karşı en etkili hedge mekanizmaları). Bu özellikle ABD’de başlı başına olumlu bir etki yaratır ve özel sektörün kaldırıcı yeniden üstlenebilmesini kolaylaştırır.
- AB her zaman olduğu gibi bu tür radikal bir kararı alamaz. Almak için kendi içinde konsensüs sağlayamaz. Bölgenin enflasyon konusunda en şahin ülkesi olan Almanya buna razı olmaz. O nedenle böyle bir uygulama faiz farkları üzerinden Dolar ve Pound ikilisini destekler, Euro’yu zayıflatır.