



Jeffrey D. Sachs Columbia Üniversitesi'nde Sürdürülebilir Kalkınma Profesörü, Sağlık Politikası ve Yönetimi Profesörü ve Dünya Enstitüsü Direktörüdür. Ayrıca Birleşmiş Milletler Genel Sekreteri'ne Milenyum Kalkınma Hedefleri konusunda Özel Danışmanlık yapmaktadır.

Prof. JEFFREY D. SACHS

Avrupa Merkez Bankası'nın yeni makroekonomik gerçekliği

Bütün büyük Merkez Bankaları'nın genişlemeci para politikaları izlediği, petrol fiyatlarının hızla düştüğü ve bilgi teknolojisinde devam eden devrimin yatırım fırsatlarını kışkırttığı bir dönemde, 2015 ve ötesine dair ekonomik büyüme tahminleri kötümserlere görüldüğünden daha iyi. **2015 yılında, akıllı diplomasi ve akıllı para politikaları sayesinde refaha giden yol açılabilir.** Her iki bileşeni de doğru yönetirsek geniş kapsamlı iyileşme uzakta değil.

Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank/ECB) nihayet bir parasal genişleme (QE) politikası başlattı. Bu aşamadaki temel soru Almanya'nın bu parasal genişlemeyi yeterli cesaretle uygulamak için gereken manevra özgürlüğünü ECB'ye tanıyıp tanımayacağı.

Parasal genişleme uzun vadeli büyümeyi sağlamasa da, 2008 yılından bu yana Euro Bölgesi'ne nefes aldırmanın sürekli gerilemeye son vermek için çok şey yapabilir. QE beklentisiyle Avrupa'da borsanın rekor seviyelere çıkması sadece güvenin arttığını göstermekle kalmaz, aynı zamanda parasal genişlemenin hem yatırımı hem de tüketimi artırması için doğrudan bir kanal olduğunu gösterir. Ama Nobel Ödüllü Paul Krugman ve ABD eski Maliye Bakanı Larry Summers gibi bazı gözlemciler QE'nin gerçekten etkili olup olmayacağı konusundaki şüphelerini hâlâ koruyor. Krugman'ın geçenlerde ifade ettiği gibi, bir "deflasyon girdabı" dünya ekonomisinin büyük bölümünü aşağı sürüklüyor ve düşen fiyatlar talepte aşağı yönde kaçınılmaz bir spiral oluşturuyor. Her ikisi de büyüme tahminlerini birkaç derece aşağı çeken Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) da aynı fikirde gibi görünüyor.

Kötümserler dünya ekonomisindeki toplam talep eksikliğinin aşılamaz olduğunu, yeni bir "seküler durgunluğa" götürdüğünü iddia ediyor. Nominal faiz oranlarındaki adı çıkmış sıfır alt sınırı (ZLB) nedeniyle para politikasının nispeten etkisiz olduğu görülüyor. Söylendiğine göre politika faiz oranlarını sıfıra yaklaştıkça, merkez bankaları deflasyon girdabından kaçınmada neredeyse çaresiz duruma geldi ve ekonomiler utanç verici likidite tuzagında sıkışıp kaldı. Bu senaryoda, talep ye-

tersizliği kendi kendinden beslenerek fiyatları aşağı çeker, reel (enfasyona göre düzeltilmiş) faiz oranlarını yükseltir ve talebi daha da düşürür.

Bu bakış açısı 2008 yılından bu yana ABD'deki ve Birleşik Krallık'taki Keynesçi ekonomistler arasında öne çıkmakta. Krugman Japonya'nın 1990'larda kronik deflasyona yenik düşen büyük ekonomilerin yalnızca birincisi olduğunu ve bunu şimdi Avrupa Birliği'nin (AB), Çin'in ve Frank'taki tırmanış ve fiyatlardaki düşüşle beraber son olarak da İsviçre'nin takip ettiği iddia edilmekte. Bu bakımdan ABD de kötümserler tarafından ZLB'de, para politikasının tersine, özellikle yararlı bulunan mali uyarıcıların artırılması için Keynesçileri tekrarlı çağrılar yapmaya kışkırtmasıyla hâlâ girdabın ağzında.

KRİZE DOĞRU TEŞHİS KONAMAZSA ETKİLİ BİR TEDAVİ YAPILAMAZ

Bence, kötümserler deflasyonun risklerini abartmıştır ve son yaptıkları tahminler de bu sebeple isabetsiz oldu. En dikkat çeken şey ise hem ABD'de hem de İngiltere'de açıklar azalsa da büyümenin artmasıyla ve işsizliğin düşmesiyle meydana gelen geri tepmeyi tahmin edememiş olmaları. 2008 krizine doğru teşhis konamazsa, etkili bir tedavi yapılamaz.

Kötümserlere göre, Keynes'in tanımladığı "ekonomik moral" kaybına benzer bir biçimde yatırım isteğinde büyük bir düşüş meydana geldi. Bu görüşe göre, faiz oranları çok düşük olsa bile yatırım talebi düşük seviyesini koruyacak, bundan dolayı toplam talep de yetersiz olmaya devam edecek. Deflasyon nedeniyle işler daha da kötüye gidecek, geriye sadece talep boşluğunu kapatan büyük mali açıklar kalacak.

Ama 2008'deki ciddi durgunluğun nedenleri daha kendine özgüydü ve çözümleri de daha hedefe yönelik olmak zorunda. 2008 krizinden önce, krizden en çok etkilenen ülkelerde (ABD, İngiltere, İrlanda, İspanya, Portekiz ve İtalya) büyük bir emlak balonu vardı. Friedrich Hayek'in 1930'larda uyarısını yaptığı gibi, böyle yanlış yerleştirilmiş bir yatırım sürecinin sonuçlarının çözülmesi, özel sermayede (bu durumda, konut stokunda) zamanla meydana gelecek arz fazlası nedeniyle, uzun zaman alır.

Ancak, emlak balonundan daha yıkıcı olan bir şey varsa o da Lehman Brothers'ın çöküşünden sonra dünya çapındaki sermaye piyasalarının yalandığı mali panikti. ABD Merkez Bankası'nın (FED) ve ABD Hazinesi'nin Lehman'ın çöküşüne izin vererek piyasalara bir ders verme kararı felakete yol açacak kadar kötü bir çağrıydı. Merkez bankalarının son çare olarak başvurulacak borç verenler olarak esas rollerini oynamalarını gerektiren panik şiddetli ve yoğun oldu.

ABD Merkez Bankası Lehman Brothers'ın çöküşünden önceki yıllarda ne kadar kötü performans gösterdiyse, bunun sonrasında da paniği yatıştırmak için piyasaları likiditeye boğarak o kadar mükemmel performans gösterdi. İngiltere Merkez Bankası da, biraz daha yavaş tepki vermekle beraber, aynı şeyi yaptı.

Japonya Merkez Bankası (BOJ) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB), kendi politika oranlarını daha uzun süreyle yüksek düzeyde tutmaları ve QE girişimini ve diğer olağandışı likidite tedbirlerini daha ileri tarihe bırakmalarıyla, karakteristik olarak en yavaş tepkiyi verenler oldu. Aslında, her iki kurumda da para politikasını nihayet doğru yola sokabilmek için yeni liderlerin gelmesi gerektiği (BOJ'de Haruhiko Kuroda ve ECB'de Mario Draghi).

İşin iyi tarafı ise para politikasının ZLB yakınlarında bile işe yaramasıdır. QE öz kaynak fiyatlarını yükseltir, uzun vadeli faiz oranlarını düşürür, dövizlerin değer kaybetmesine yol açar, faiz oranları sıfıra yakın olsa bile kredi daralmalarını rahatlatır. ECB ve BOJ'in sıkıntısını çektiği şey reflasyon araçlarının yokluğu değil, uygun tedbirlerin alınmamasıydı.

PARA POLİTİKASININ ETKİLİ OLMASI İYİ HABER

Para politikasının etkili olması iyi haber, çünkü mali uyarıcı kısa vadeli talep yönetimi için zayıf bir araç. Krugman'ın 1998 yılında yazdığı etkili bir makalede bunun nedenini açıklaması da ironik. O tarihte ve benim görüşüme uygun şekilde, uzun vadeli vergi indirimlerinin ve transferlerinin harcanmayıp kısmen biriktirilmesi gerektiğini, kamu borcunun katlanarak mali denge ve ekonomi üzerinde uzun vadeli bir gölge meydana getireceğini savundu. Faiz oranlarının şu anda düşük olsa bile yükseleceğini



ve yeni birikmiş borcun üzerindeki borç yönetimi yükünü artıracaklarını belirtti.

Bütün büyük Merkez bankalarının genişlemeci para politikaları izlediği, petrol fiyatlarının hızla düştüğü ve bilgi teknolojisinde devam eden devrimin yatırım fırsatlarını kısırttığı bir dönemde, 2015 ve ötesine dair ekonomik büyüme tahminleri kötümserlere görüldüğünden daha iyi. Kârlar artıyor, işletmeler için makul yatırım beklentileri, Avrupa ve ABD'nin hemen her yerinde birikmiş altyapı harcamaları ve Sahra Altı Afrika gibi düşük gelirli bölgelere yapılan ana mal ihracatını finanse etme ve tüm dünyada düşük karbonlu yeni bir enerji sistemine yapılacak yatırım ihtiyacını karşılama fırsatı var.

Eğer özel yatırımlarda bir eksiklik varsa, burada sorun iyi projelerin olmaması değil, politikaların net olmaması ve bunları tamamlayacak uzun vadeli kamu yatırımlarının olmaması. Avrupa Komisyonu Başkanı Jean-Claude Juncker'ın nispeten küçük miktardaki kamu fonlarını kullanıp, özel sermaye akışını çoğaltarak Avrupa'daki uzun vadeli yatırımları finanse etme planı da bu nedenle doğru yönde atılmış önemli bir adım.

Elbette, politika yapımcıların kötü durumları daha da berbat etme (örneğin, Yunanistan'da borç yönetimini sosyal hoşgörü sınırlarının ötesine zorlama) becerisini küçümsememeliyiz. Ama bu yıl büyümeyi tehdit eden, örneğin Yunanistan'ın çözülmemiş borç krizi, Rusya-Ukrayna anlaşmazlığı ve Orta Doğu'daki karmaşa gibi başlıca faktörlerin makroekonomikten çok jeopolitik mahiyette olduğunu kabul etmeliyiz. 2015 yılında, akıllı diplomasi ve akıllı para politikaları sayesinde refaha giden yol açılabilir. Her iki bileşeni de doğru yönetirsek geniş kapsamlı iyileşme uzakta değil.

Eğer özel yatırımlarda bir eksiklik varsa, burada sorun iyi projelerin olmaması değil, politikaların net olmaması ve bunları tamamlayacak uzun vadeli kamu yatırımlarının olmaması. Avrupa Komisyonu Başkanı Jean-Claude Juncker'ın nispeten küçük miktardaki kamu fonlarını kullanıp, özel sermaye akışını çoğaltarak Avrupa'daki uzun vadeli yatırımları finanse etme planı da bu nedenle doğru yönde atılmış önemli bir adım.

Telif Hakkı: Project Syndicate, 2014.
www.project-syndicate.org