

Nobel Ekonomi ödüllü Joseph E. Stiglitz, Columbia Üniversitesi'nde Ekonomi Profesörüdür. Serbest Düşüş: Serbest Piyasalar ve Dünya Ekonomisinin Batışı isimli kitabının karton kapaklı basımı bu ay yayımlanacaktır.

JOSEPH E. STIGLITZ

ABD Merkez Bankası'nın **geçerlilik sınavı**

Gelişmekte olan piyasalardaki merkez bankalarının balonlara veya enflasyona vereceği normal tepki, faizleri yükseltmek, böylece para birimlerinin değerini daha da fazla artırmak olur. ABD politikası böylelikle **rekabetçi devalüasyona çifte darbe** indiriyor. Doları zayıflatıyor ve rakipleri kendi para birimlerini güçlendirmeye zorluyor.

ABD Merkez Bankası ve diğer merkez bankaları, faiz oranları neredeyse sıfır düzeyindeyken, geçerliliklerini sürdürmekte zorlanıyor. Cephanelerinde kalan son kurşun nicel genişleme (QE) olarak adlandırılıyor ve muhtemelen Merkez Bankası'nın ABD ekonomisini canlandırmak için son yıllarda denediği diğer her şey gibi neredeyse etkisiz olacak. Daha da kötüsü, QE muhtemelen vergi mükelleflerine pahalıya patlayacak ve Merkez Bankası'nın etkinliğini önümüzdeki yıllar içinde azaltacak.

John Maynard Keynes, para politikasının Büyük Buhran sırasında etkili olmadığını savunuyordu. Merkez bankaları, kredi bulunabilirliğini kısıtlama veya ekonomide hüküm süren faiz oranlarını yükseltme yoluyla, piyasaların irrasyonel bolluk balonunu dizginleme konusunda, resesyonda yatırımları artırmaya göre daha başarılıdır. Bu yüzden iyi para politikası balonları oluşmadan önlemeyi hedefler.

Ancak yirmi yılı aşkın süredir piyasa köktencilerinin ve Wall Street çıkarlarının elinde olan Merkez Bankası, dizginleme konusunda başarısız olmakla kalmadı, aynı zamanda teşvik de etti. Mevcut karışıklığı yaratmada merkezi rol oynadıktan sonra, şimdi yeniden itibar kazanmaya çalışıyor.

KISA VADELİ FAİZ ORANLARININ DÜŞÜRÜLMESİ

2001'de faiz oranlarının düşürülmesi işe yarar gibi gözüktü ancak olması gerektiği kadar değil. Düşük faiz oranları, tesis ve ekipman yatırımlarını artırmak yerine bir gayrimenkul balonu yarattı. Bu da, varlık karşılığı olmayan bir borç yaratıldığı anlamına gelen, tüketimde aşırıya kaçılmasının ve fazla kapasitenin eritilmesinin yıllar alacağı gayrimenkule yönelik aşırı bir yatırımın önünü açtı.

Para politikası ile ilgili son birkaç yılda söylenebilecek en iyi şey, Lehman Brothers'ın çöküşünün ardından olabilecek en korkunç sonuçları önlediğidir. Ama kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesinin yatırımları teşvik ettiğini kimse iddia edemez. Gerçekte, özellikle küçük işletmelere verilen işletme kredileri hem ABD'de hem de Avrupa'da kriz öncesi seviyelerinin çok altında kalmayı sürdürüyor. ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası, bu konuda hiçbir şey yapmadı.

Her iki merkez bankası da hâlâ, tüm merkez bankalarının ekonomiyi harekete geçirmek için faiz oranlarını düşürmek zorunda oldukları, standart para politikası modellerine takılıp kalmış gözüküyor. Standart modeller krizi tahmin edemedi, yine de kötü fikirler kolay kolay ortadan kalkmıyor. Yani, kısa vadeli hazine bonosu faizlerini sıfıra yakın bir değere doğru aşağı çekmek başarısız olmuşken, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmenin ekonomiyi canlandıracağı ümit ediliyor. Bunun başarıya ulaşma şansı neredeyse sıfır.

Büyük şirketler nakit içinde yüzüyor ve faiz oranlarını düşürmek onlar için en küçük bir şey ifade etmeyecek. Devletin ödediği faizleri azaltmak da, finansman bulmakta zorlanan pek çok küçük şirketin faizlerinin düşmesine denk gelmiş değil. Bu konuyla daha fazla ilgili olan kredi bulunabilirliği. ABD'de çok sayıda banka kırılgan durumdayken, krediler muhtemelen sınırlı kalacak. Dahası çoğu küçük işletme kredileri teminata dayalı, ancak en yaygın teminat olan gayrimenkul değerleri yere çakılmış durumda.

FAİZ ORANLARINI AZALTMAK DÖVİZ KURUNU ZAYIFLATIYOR

Obama idaresinin gayrimenkul piyasasını düzeltme çabaları, belki yalnızca daha fazla düşüşü geciktirmeyi başararak, kasvetli bir hayal kırıklığı oldu. Ama



en iyimserler bile emlak fiyatlarının yakın zamanda önemli oranda yükseleceğine inanmıyor. Kısacası QE, (uzun vadeli bono ve mortgage satın alarak uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek) ticareti doğrudan canlandırmak için fazla bir şey yapmayacak.

Yine de iki şekilde işe yarayabilir. İlki, Amerika'nın rekabetçi devalüasyonunun bir parçası olarak, Amerika resmi olarak hâlâ güçlü doların faydalarından bahsediyor ama faiz oranlarını azaltmak döviz kurunu zayıflatıyor. Bunun döviz kuru manipülasyonu veya düşük faiz oranlarının arızi bir yan ürünü olarak görülüp görülmediğinin önemi yok. Düşük faiz oranlarının zayıf bir dolarla sonuçlanması, ABD'ye dış ticarette küçük bir rekabetçi avantaj sağlıyor.

Bu arada yatırımcılar daha yüksek getiriyi ABD dışında ararken, dolardan kaçış dünyanın gelişmekte olan piyasalarında döviz kurlarını artırdı. Kaygılarını hararetle dile getiren Breziya'nın belirttiği gibi gelişmekte olan piyasalar, yalnızca para birimlerinin artan değeri konusunda değil, ülkelerine para girişinin aktif balonlarını şişirme veya enflasyonu tetikleme tehlikesi olduğunu da biliyor ve bundan da rahatsızlık duyuyor.

Gelişmekte olan piyasalardaki merkez bankalarının balonlara veya enflasyona vereceği normal tepki, faizleri yükseltmek, böylece para birimlerinin değerini daha da fazla artırmak olur. ABD politikası böylelikle rekabetçi devalüasyona çifte darbe indiriyor. Doları zayıflatıyor ve rakipleri kendi para birimlerini güçlendirmeye zorluyor (bazıları karşı önlemler alıp kısa vadeli para girişinin önüne engeller koyuyor ve döviz piyasalarına daha doğrudan müdahalede bulunuyor).

ABD MERKEZ BANKASI'NIN HATALARI PAHALIYA MAL OLDU

QE'nin hafif bir etkiye sahip olmasının ikinci yolu, gayrimenkul fiyatlarının sürmesine yardımcı olacak mortgage faizlerini düşürmek. QE, böylelikle bir miktar, muhtemelen zayıf bilanço etkileri elde edebilir. Ancak olası yüksek maliyetler, bu küçük faydaları ortadan kaldırıyor. Merkez Bankası 1 trilyon doları aşkın mortgage satın aldı. Bu değer, ekonomi yeniden toparlandığında düşecek, tam da bu yüzden özel sektörden hiç kimse onları satın almak istemiyor.

Hükümet bir sermaye kaybı yaşamamış gibi davranabilir, çünkü bankaların aksine hükümetin gerçeğe uygun muhasebe yapmasına gerek yok. Ama Merkez Bankası vadelerinin sonuna kadar bonoları elinde tutsa da kimse aldanmasın. Zarar yazılmamasını garanti altına alma girişimi, Merkez Bankası'nı ağırlıklı olarak denenmemiş, belirsiz ve yüksek maliyetli para politikası araçlarına dadanmaya itebilir. Bankaların kredi vermesini tetiklemek için, yüksek faizler vermek gibi.

Merkez Bankası'nın kriz öncesindeki sönük performansında değişiklik yapmaya çalışması iyi bir şey. Ne yazık ki, daha önce ekonomiyi dengede tutma konusunda başarısız olmuş ABD Merkez Bankası'nın, düşünme şeklini ve modellerini değiştirdiğine ilişkin bariz bir gösterge bulunmuyor. ABD Merkez Bankası'nın geçmişteki hataları olağanüstü şekilde pahalıya mal oldu. Merkez Bankası faturayı saklamaya çalışsa da, yeni hatalar da pahalıya mal olacak.

Telif Hakkı: Project Syndicate, 2010.
www.project-syndicate.org

Breziya'nın belirttiği gibi, gelişmekte olan piyasalar yalnızca para birimlerinin artan değeri konusunda değil, ülkelerine para girişinin aktif balonlarını şişirme veya **enflasyonu tetikleme tehlikesi** olduğunu biliyor ve bundan da rahatsızlık duyuyor.