

Küresel toparlanmanın yerini sabit enflasyon hedefleri alırsa ne olur?



COVID 19

COVID-19'un yıkıcı etkilerini bir kenara bırakıp, yeni bir küresel ekonomiye kavuşmak için elindeki zamanı efektif bir şekilde kullanmak zorunda olan küresel ekonominin oyuncularını, 2022 yılını jeopolitik söylemler eşliğinde çatışmaya kurban veriyor. Çünkü 2021 yılında piyasayı yönsüz bırakan belirleyici merkez bankalarının hatalarına ilave savaşın yıkıcı etkisi enflasyonu durdurulamaz bir boyuta getiriyor.

2022



Önce Kazakistan krizi ardından Rusya-Ukrayna Savaşı derken dünyada gıda ve enerji fiyatları eşi benzeri görülmemiş bir şekilde arttı. Yine emtia grubundaki fiyat yükselmeleri de cabası. Peki mevcut durum itibarıyla küresel ticarete yön veren merkez bankaları, “Enflasyonla savaş açacağım” söyleminin ardına sığınarak, küresel toparlanmayı öteleyecek mi? Çok değil bundan bir yıl öncesine giderek, piyasayı belirleyen ülke bankalarının nasıl bir tutum ve kendini beğenmişlik örneği sergilediğini hatırlamaya başlamanın zamanı geldi de geçiyor bile...

EKONOMİK TOPARLANMA YA DA ENFLASYON İŞTE BÜTÜN MESELE...

Önümüzdeki yıllarda gelişmiş ekonomiler için enflasyonun kalıcılığına bakmak için öncelikle piyasada belirleyici olan ve Türkiye'nin de yakın ticari ilişkiler içinde olduğu iki kıtaya bakmakta yarar var. Bugün itibarıyla ABD, Avrupa ve diğer gelişmiş ekonomilerde fiyatlar tarihte hiç görülmediği kadar hızlı yükselmeye başladı. Savaşın ve bozulan tedarik zincirinin etkisiyle gelişmiş ekonomilerde daha pahalı petrol ve gazdan söz ediliyor. “Peki bu durum hangi devlet kuruluşu için işleri karmaşık bir hale getirdi?” diye bir soru sorsak aslında cevap gayet basit: “Artık piyasayı belirleyen ülkelerin merkez bankaları için işler daha da karmaşık bir hal aldı.”

Para politikası yapımcıları yakında ekonomik toparlanmayı durdurmak ve enflasyon beklentilerini sabitlemek arasında tatsız bir seçim yapmak zorunda kalabilir. İşte bu açmaz küresel ekonominin gelir eşitsizliğine hizmet vermesini sağlayabilir. Yani zengin ve fakir arasındaki makas zengin lehine açılmaya devam edebilir. Çünkü COVID-19 tüm dünyaya gelir adaletsizliği ve gıdaya erişim bakımından derin farkların olduğunu göstermişti. Ya da tersi bir duruş sergilenip, politika yapımcılar küresel toparlanmayı destekleyebilir. Bu sayede gelir eşitsizliğinin daha fazla açılmasının önüne geçilmiş olur. Çünkü şu anda piyasada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yüksek irtifada seyreden enflasyon, zenginleri ultra zengin, orta gelir sarmalına yakalanmış ülkeleri ise daha da bir kırılgan yapıyor. İşte piyasa yön veren ülkelerin merkez bankaları, izleyecekleri politikalarla



daha iyi bir dünya hedefini ya zenginler lehine ya da adalet isteyen çoğunluk lehine değiştirmenin eşiğinde...

OPTİMAL OLMAYAN KARARLAR HATALAR ZİNCİRİNE NEDEN OLDU

Küresel ekonomide enflasyonla savaş-tan aslına bakılırsa kademeli bir geçiş hali söz konusu olacak gibi duruyor. Fakat pi-

yasaya yön veren ekonomi yönetimlerinin birbiri ardına yaptığı hatalara da bakmak gerekiyor. Öncelikle ABD Merkez Bankası'nın (Fed) son zamanlardaki enflasyon hataları dizisi, bir sonraki politika kararının da muhtemelen optimalin altında olacağı anlamına geliyor. Ayrıca ABD'deki yüksek enflasyon genel servet eşitsizliğinin de tavan yapmasını sağlıyor. Fed'in son 12 ayda



Fed, son zamanlardaki enflasyon hataları dizisi, bir sonraki politika kararının da muhtemelen optimalin altında olacağı anlamına geliyor. Ayrıca ABD'deki yüksek enflasyon genel servet eşitsizliğinin de tavan yapmasını sağlıyor. Fed'in son 12 ayda enflasyonla ilgili optimal olmayan kararlar dizisi, bir sonraki politika kararının da yetersiz olacağı anlamına geliyor.

olarak yüksek enflasyon dinamiklerinin kanıtları giderek daha görünür hale gelse de Fed bu işaretleri defalarca reddetti ve en önemlisi, firmalar tarafından birbirini ardına gelen kazanç çağrısına ilişkin uyarılara dahi kulak asmadı.

Fed'in enflasyon konusundaki ilk yanlış adımının arkasında ne olduğu tam olarak belli değil. Şaşırtıcı olan şu ki 2021'in çoğu için politika yapıcılar, enflasyon tahminlerinin tekrar tekrar ve olağanüstü bir şekilde yanlış olduğu ortaya çıkarken alçakgönüllülük göstermek yerine geçicilik iddialarının arkasında durmaya devam etti. Yetkililer bugün bile, uzun süredir devam eden bu hatayı neden yaptıklarını açıklamayarak, Fed'in ciddi şekilde zedelenen güvenilirliğini yeniden kazanmasını engelliyor yorumunu yapmak hiç de abartı olmaz.

Sürecin ne kadar vahim bir şekilde ilerlediğini görmek açısından 2021 yılının Kasım ayı beklendi. Fed Başkanı Jerome Powell, enflasyon için geçici ifadesini emekli etmenin zamanının geldiğini dile getirdi. Fakat bu uyarışın ardından Fed yeniden uykuya dalıp, optimal olmayan hatalarına yeni halkalar ekledi. Neydi bu hatalar? Hemen hatırlayalım!

Powell'in açıklamasını izleyen politika ayarlamaları son derece mütevazıydı ve Fed, yalnızca niceliksel genişleme (QE) olarak bilinen geniş ölçekli varlık satın alma programının Mart 2022'ye kadar tamamen sona ereceğini duyurdu. Bu karar, Fed'in enflasyon referansını geri kazanmak ve politika anlatımı üzerinde yeterli kontrolü elinde tutmak için aslına

enflasyonla ilgili optimal olmayan kararlar dizisi, bir sonraki politika kararının da muhtemelen yetersiz olacağı anlamı taşıyor. Burada optimal olmayan bir kararın bir dizi sonraki kötü karara yol açmasının muhtemel sonuçlarından söz ediyoruz. Ekonomistler buna "çoklu denge" diyor. Ancak dünyanın en etkili para kurumu olan ABD Federal Rezervi, optimal olmayan kararları

yüzünden kendini böylesi bir savaşın içinde buldu denilebilir.

YANLIŞ TANIMLAMA HATASI YAPILDI

Öncelikle bundan bir yıl öncesine dönerek Fed'in optimal olmayan hatalar zincirini sırasıyla irdelemekte fayda var. İlk olarak 2021 yılının 11 ayı boyunca fiyat artışlarının geçici olduğu savunuldu. Sürekli



bakılırsa dünyanın geri kalanı için yeterli değildi. Çünkü Fed, ısrarla enflasyon tahmininin hakkındaki büyük yanlışlığı getiren modellemeyi terk etmediği görülüyordu. Bu belirsizlik ortamında gelişmekte olan ekonomilere rehberliği de bırakan Fed bir bakıma herkesi kendi kaderine terk etmiş oluyordu.

KARA DELİK OLUŞTU, ENFLASYON SON 40 YILIN ZİRVESİNİ GÖRDÜ

Kendi içinde de çelişkilerini devam ettiren Fed, QE likidite enjeksiyonlarının para politikalarına hakim olduğu gerçeğini ise 2022 yılı Şubat ayı enflasyonunda net bir şekilde görmüş oldu. Çünkü söz konusu tarihte ABD'nin enflasyonu yüzde 7.5 seviyesinde açıklandı. Bu oran son 40 yılın en yüksek seviyesiydi. Bu dönemde ilginç olan bir dipnot ise "geliyorum" diyen felaket Aralık ve Ocak aylarında hissedilmiş, piyasadan QE'nin derhal durdurulması talebi geldi. Fakat bu çağrıya da kulak asmayan Fed, optimal olmayan kararlar bütünüyle de varlık alımlarını kısıtladığı, kademeli faiz artırımı sinyali verdiği gergin bir piyasa yapısının doğmasını sağladı.

STAGFLASYON RİSKİ VAR MI?

Piyasayı tedirgin eden diğer bir gelişme ise Rusya ve Ukrayna arasındaki savaşla ilgili. Çünkü Rusya'nın Ukrayna'yı işgali stagflasyon şoku riskini artıracak bir gelişme olarak değerlendiriliyor. Bu arada Fed yetkilileri, merkez bankasının hem

faiz artırımlarına nasıl yaklaşması hem de şişmiş 9 trilyon dolarlık bilançosunu küçültme konusunda kamuoyuna farklı görüşler sundu. Fed'den herhangi bir uygun yönlendirmeden yoksun olan piyasa, yalnızca 2022'de 7-8 faiz artırımını fiyatlamak için acele etti. Bazı Wall Street analistleri, Fed'in Mart ayı ortasındaki toplantısında 50 baz puanlık bir artış da dahil olmak üzere, 10'a kadar çıktı. Diğerleri, Fed'i toplantı içi acil oran artışı uygulamaya çağırdı.

Sonuç olarak politika yapıcıların ekonomik gerçeklerin ne kadar gerisinde kaldıkları göz önüne alındığında, Fed'in ilk en uygun politikayı hayata geçirmesinin önünde de zihniyet bakımından engellerden söz edilebilir. ABD'de piyasayı elinde tutan sermayedar grubuna göre ise ABD ekonomisi için yumuşak bir iniş sağlamak yerine, Fed şimdi en az zararlı alternatifi neyin oluşturduğuna karar vermeli. Böyle bir seçim, zaten kirli bir gömleği seçmeye zorlanmak gibi çünkü artık temiz gömlek yok. Dolayısıyla iyi bir görünüm elde etmek için öncelikle 2021 yılında boşa geçen 11 ayın bilançosu ödenmeli.

MERKEZ BANKALARININ PİYASAYI AYAKTA TUTMADAKİ ROLLERİ İSTENMEYEN SONUÇLAR DOĞURUYOR

Buraya kadar Fed'in piyasanın gözünden kredibilitesini hangi kararlarla tükettiğini analiz edip, yorumlamaya çalıştık. Buradan sonrasını ise belirleyici merkez bankalarına ayırmakta yarar var. Geçmiş-

Fed, QE likidite enjeksiyonlarının para politikalarına hakim olduğu gerçeğini ise 2022 yılı Şubat ayı enflasyonunda net bir şekilde görmüş oldu. Çünkü söz konusu tarihte ABD'nin enflasyonu yüzde 7.5 seviyesinde açıklandı. Bu oran son 40 yılın en yüksek seviyesiydi. Bu dönemde ilginç olan bir dipnot ise "geliyorum" diyen felaket Aralık ve Ocak aylarında hissedilmiş, piyasadan QE'nin derhal durdurulması talebi gelmişti. Fakat dinleyen olmadı.

teki enflasyon savaşlarının gazilerinin bildiği gibi merkez bankacıları asla gardlarını düşürmemeli çünkü canavar her zaman orada ve inatla bir açılış bekliyor. Merkez bankası yetkilileri, sonunda sorunun üstesinden geldiklerini düşünürken, COVID'in de etkisiyle alışkanlıkların piyasada işlememesi gibi başat bir etmen yüzünden bugün birçok gelişmiş ülke enflasyonu yeniden keşfetmiş gibi görünüyor.

Şu noktaya dikkat çekmekte fayda var. Enflasyon sıklıkla, COVID-19 gibi geri dönüşünü kolaylaştıran ve politika yapıcıları karmaşık takaslarla karıştıran müttefikleri yüz yıllardır bulmayı başardı. Çünkü kimi bankalar pandeminin getirdiği şokun etkisi ya da sınırsız para basıp, piyasayı sübvans etme isteğiyle yazılı olmayan bazı konsensüsleri hiçe saydı:

- 1 Enflasyon riskini asla küçümseme.
- 2 Bununla mücadele etmek için yalnızca değişen koşullara yanıt olarak kararlı olmanız yetmez oyunun çok ilerisinde olmalısınız.
- 3 Eğer en iyi seçeneklerinizi daha iyi bir gün için saklıyorsanız, çoktan geride kalmış olabilirsiniz.
- 4 Enflasyonla mücadeleyi erteleyemezsiniz, çünkü sorun oldukça görünür ve hızla yerleşebilecek bulaşıcı beklentiler yaratır.

5 Tereddüt ederseniz, her zaman mücadeleyi daha uzun ve daha maliyetli hale getirecek olan güvenilirliğinizi kaybetme riskiyle karşı karşıya kalırsınız.

6 Tarihte yüksek enflasyon yaşayan bir ülke iseniz, erken enflasyonist semptomların göz ardı edilemeyeceğini de bilmeniz gerekir.

2008 MALİ KRİZİNDEKİ GENİŞLEMECİ POLİTİKALAR ELBETTE TIKANACAKTI

Hatırlanacağı üzere COVID-19 ile birlikte yoğun karantina günleri başlamış ve şirketlerin önemli bir kısmı zarar açıklamak durumunda kalmıştı. Hattı işler o kadar kötüye gidiyordu ki ekonomi haberleri 2020 yılı sonu itibarıyla piyasa dengesini bozan zombi şirketlerin varlığından söz ediyordu. Bu durumu aşmak isteyen gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ise 2008-2009 mali kriziyle mücadele etmek için kullanılan aşırı genişlemeci politikaları büyütüp, bunun yeni sürümü ile piyasayı dengede tutmaya çalıştılar. Fakat bu anlayışa oldukça büyük bir mali bileşen eklendi. Bu yaklaşım genel olarak dünya çapında büyük bir ekonomik çöküşü önlemede ve toparlanmayı kolaylaştırmada başarılı oldu.

Gelişmekte olan piyasalar da 2020-21 boyunca (çoğu yakın ekonomik tarihlerinde ilk kez) güçlü bir döngüsel karşı tepki oluşturabildi. Gelişmiş ekonomilerdeki genişlemeci politikalardan kaynaklanan olumlu yayılmalar ve başta ABD Federal Rezervi ve Avrupa Merkez Bankası olmak üzere büyük merkez bankalarından para takaslarının mevcudiyeti nedeniyle bunu yapabildiler. Yükselen piyasa hükümetlerinin daha sınırlı mali alanı ve güvenilirliği, bu politika tepkilerinin doğal olarak daha küçük olduğu anlamına gelse de pandeminin ekonomik zararını önemli ölçüde azalttı. Buraya kadar işler normal gözükmeyle birlikte çoğu gelişmiş ekonomi merkez bankası enflasyonu yanlış anlayarak piyasayı sarsan fitili olimpiyat meşalesinin temsili gibi el birliğiyle ateşledi.

Enflasyonun pandemiden çok önce sessiz kalmasıyla, politika yapımcılar fiyat üzerindeki yukarı yönlü baskının yalnızca pandemi ile ilgili aksaklıklardan kaynaklanan geçici olacağından emindi. Bu



sorunlar çözülecek ve ortadan kalkacaktı ve parasal ve mali genişlemeleri dizginleyerek toparlanmayı tehlikeye atmayı haklı kılmazdı. Ancak enflasyon rakamları onlarca yıllık rekorları kırmaya devam ederken, merkez bankaları nihayet birkaç ay önce reddettikleri daha agresif bir yola geçmek zorunda kaldılar.

Son enflasyonist artışın büyüklüğünü ve hızını kabul eden Fed, 26 Ocak'ta varlık alımlarını (sözde niceliksel genişleme veya QE) azaltacağını ve Mart ayında faiz artırımlarına hazırlanacağını sinyallerini verdi. Politika duruşunu değiştirmiş olan Fed, eninde sonunda durum üzerindeki kontrolü yeniden kazanmayı başaracak. Ancak o ve diğer büyük merkez bankaları, enflasyonu önceden tahmin edememeleri ve enflasyonu erken kontrol altına alma konusundaki kararlılıkları nedeniyle zaten bir miktar güvenilirlik kaybetti.

GÜVEN KAZANILDI VE KAYBEDİLDİ

Daha da kötüsü, 2008-09 krizinin ardından elde edilen kanıtlar, QE'den çıkmanın politik olarak zor olacağını gösteriyor. Diğer büyük merkez bankaları gibi Fed'in de kamuoyunun güvenini yeniden tesis etmesi gerekiyor ve bunu yapmak için cesur, kararlı ve acil adımlar atması, hatta söz konusu olduğunda hedeflerini aşarak bile harekete geçmesi gerekiyor. Daha

kademeli olarak yanıt verirse, eğrinin daha da gerisine düşebilir ve bu da gelecekte daha da keskin bir düzeltme ihtiyacını ima eder. Bu, güvenilirliğine bir başka, daha da büyük darbe vurma anlamına geliyor.

Fed, enflasyonu kontrol etmeye, toparlanmayı desteklemeye ve muazzam ve duyulmamış bir makroekonomik dengeyle uğraşmaya devam etmesi çağrısı ise ABD senatosunun istekleri arasında gösteriliyor. Buna göre Fed'in para politikalarını normalleştirmek için belirli bir program üretmesi gerekiyor. Güvenilir bir programın zor ama gerçekçi olması gerekir. Enflasyonun belirsizlikleri göz önüne alındığında, Fed, kesin sayıda faiz artırımını gibi somut, zamana bağlı niceliksel hedefler koymasını isteyenleri görmezden gelmeli. Aynı zamanda aylık varlık alımlarını da bir an önce durdurması gerekiyor.

Ayrıca, Fed şimdi, hedefin altında bir enflasyon döneminden sonra bir dereceye kadar hedefin üzerinde enflasyona izin veren yeni "ortalama enflasyon hedeflemesi" parasal çerçevesinin ilk büyük testinde başarısız olduğunu kabul etmeli. Çünkü 2021'de yaşanan hedefin üzerinde fiyat artışının enflasyon beklentilerinden koptuğu görülüyor. İşte tüm bu tespitler toparlanmak isteyen küresel ekonominin yeni bir kısır döngüye doğru ittirildiğini bizlere gösteriyor.