



ESAGEV

Ekonomik ve Sosyal Düşünce Araştırma Geliştirme Vakfı

FED'İN FAİZ ARTIRIMI KARARI VE SONRASI

Dr. Bilal Bağış

Fed kararı sonrası yeni bir döneme mi girdik?

Fed, 16 Aralık 2015 Çarşamba akşamı, tarihi bir faiz artırım kararı verdi. Neredeyse 10 yıl sonra ilk kez bir faiz artışı kararı verilirken; ABD’de, son 7 yıldır kesintisiz süren sıfır faiz dönemi de sona ermiş oldu. Karar sonrası ise, bu durumun **yeni bir döneme mi işaret ettiği** sorusu akıllarda kaldı. Henüz emin olmak için çok erken gibi görünüyor. Ancak, kesin olan bir şey var: 15 Aralık akşamı açıklanan Fed faiz artırım kararı, önümüzdeki dönem için daha sert politika değişikliği tartışmalarının da habercisi gibi görünüyor. Daha özelde de, tahminim, önümüzdeki dönem 1980 sonrası egemen olan Neo-liberal enflasyon odaklı duruşa eleştiriler yoğunlaşacaktır.

Fed’in faiz kararlarının, enflasyon, büyüme ve işsizlik verilerine bağlı olduğu biliniyor.¹ 1980- 2008 arası dönemde de çoğunlukla bu üçlüden enflasyon hedefi merkezli bir bakış hakim oldu. 2008 krizi sonrası ise, bu enflasyon odaklı bakış derin yara aldı. 2009’dan bu yana da, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamada ölü durumda. Nitekim, kriz sonrası hayata geçirilen parasal genişleme adımları da, normal şartlar altında enflasyonist olarak düşünülür ve klasik ekonomistlerce de sürekli eleştirilir. Ancak, bu parasal genişleme adımlarına rağmen, enflasyon bugüne dek oldukça düşük seviyelerde seyretti.

Hali hazırda, büyüme rakamları istenen seviyeyi yakalamış ve işsizlik rakamları da uzun vadeli seviyelere inmiş iken; enflasyon oranı %0,25 ile %2’lik hedefin oldukça altında. Hatta bazılarının göre, deflasyon endişesi riski bile sürüyor. Dolayısıyla da, Fed’in faiz kararlarında baz aldığı iki temel değişkenden enflasyon hala %2’lik hedefin çok çok altında iken; faiz artırım kararı verilmiş oldu. Dahası, Fed başkanı Yellen, enflasyondaki gelişmelerin de yakından izleneceğini belirtse de, temelde, *“büyüme hayal kırıklığı yaratırsa faiz artışları muhtemelen daha yavaş olur”* diyor. 1980 sonrası egemen olan, Neo-liberal merkez bankacılığının söylemi ile bire-bir uyumlu bir ifade değil bu...

Son faiz artırım kararı

Fed, son açıklaması ile, kısa vadeli faizlerin bandını 25 baz puan artış ile 0,25-0,50 aralığına çekti.² %0,25’lik artış kararı da oybirliği ile ve de piyasadaki beklentilerle uyumlu olarak alındı. Dolayısıyla beklenen bir karar idi. Bu değişikliğin ardından, %0 ile %0,25 arasında değişen büyük bankalar arası piyasadaki kısa vadeli hedef faiz 25 baz puan artmış oldu. Türkiye’deki faiz koridoruna da örnek

¹ Bkz. örneğin Taylor kuralı.

² Burada, % 0,50’lik üst limit, rezervlere ödenen faizi; % 0,25’lik faiz de ters-repo piyasasında ödenen faizi temsil ediyor. Efektif faiz oranı da bu iki faiz arasında dalgalanır.

teşkil eden bu bant (aralık) uygulaması ise, 2008 krizinden sonra aktif olarak uygulanmaya başlanmıştı.

Faiz artışı beklenen bir karar olmakla birlikte; tarihi bir adım olarak görülmelidir. Hem merkez bankacılığı, hem finansal piyasalar için tarihi bir dönüm noktası oldu. Bundan sonraki süreçte, faiz artışının patikası önemli olacak. Açıklamaların ayrıntıları da, normalizasyon sürecinin, hızlı ve ani hareketlerle gerçekleşmeyeceğini ve ekonomik verilerin yakından takip edileceğini gösteriyor. Nitekim, Yellen, bu faiz artışlarının kademeli ve verilere bağımlı olacağını açıklamış durumda.

Bu faiz artışı, şüphesiz, ABD ekonomisinde gidişatın olumlu seyrettiğini gösteriyor. Normalizasyonun, biraz daha ötelenmesi, hem yarattığı belirsizlik ile gelişmekte olan ülkelerde kızgınlığa neden olur, hem yurtiçinde beklentilerin yönetimini olumsuz etkileyebilirdi. Aynı zamanda, ileride mecbur kalınacak sert düşüş hareketlerinden de kaçınılmış olundu.

Beklenen etkiler

Faiz artışının ekonomiye genel etkisi, şüphesiz en önemli konudur. Tüketici harcamaları, sabit ticari yatırımlar, konut sektörü, finansal piyasalar, ithalat ve ihracatın (küresel talep ve kur seviyesi ile hareket eder) nasıl etkileneceği önemli bir tartışma konusudur. Hem teorik hem pratik olası sonuçlar ile ilgili projeksiyonlar bir bir dökülüyor. Ancak, beklenen etkilerin her zaman teorideki beklentilerle uyumlu hareket edemeyebileceği, 1990'lar ve 2000 sonrası tecrübelerde sıklıkla rastlanan bir durum.

Yine de, şurası da kesindir ki, küresel likidite arzı gittikçe azalacak. Bu durumun üstesinden gelmek için de, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, iç tasarruf ve yabancı yatırımlar mutlaka artırılmalıdır. İç tasarrufların, yeni teşvik paketleri ile artırılmasına çalışılmalıdır. Dış finansmana ihtiyacı azaltmak için zaruri bu. Yine, iç piyasalara ve ülke içine yatırım talebini artırmak da oldukça önemlidir.

Bu noktada, faiz artırımının, artışın gözlendiği ülkelerin ekonomileri üzerindeki teorik etkisi incelenmeyi hak ediyor. Faizlerin yükselmesinin, reel ekonomi üzerinde, teorideki en önemli etkisi **tüketimin azalmasıdır**. Artan faizlerin bir sonucu olarak, maliyeti artan tüketimin (ve hatta yatırımın) azalması beklenir. Tüketimdeki azalış da, getirisi yükselen tasarrufların artması anlamına gelir.

Bankalar arası piyasada gecelik borçlanma faizleri yükseldiği zaman; piyasadaki faizler de yükselecek ve bu da paradan para kazanmak isteyen piyasa oyuncularının işine yarayacaktır. Ancak, faizler arttığı zaman, borçlanma maliyetleri artan bankalar, bu yüksek maliyeti, müşterilerine yansıtacaktır. Böylelikle, **piyasadaki tüm faizler yükselir**. Paranın maliyeti, hem

bankalar, hem sıradan vatandaş için artmış olacak. Bu doğrultuda, konut kredisi, tüketici kredileri, taşıt kredisi gibi faizler de yükselir.

Piyasadaki faizler artacağı ve bankalar ile şirketlerin gelirleri etkileneceği için hisse senetlerinin de olumsuz etkilenmesi beklenir. Böylelikle, normal şartlar altında, **borsa da negatif etkilenir**. Artan faizler, şirketlerin üretim maliyetlerini yükseltir ve bu da orta vadede fiyatlara yansyarak; enflasyonu artırıcı etki gösterebilir. Yine, yükselen faizler, finansal piyasalarda faizleri yukarı çekerek ve getirilerin bugünkü değerini gerileterek, **varlıkların değerlerini düşürür**. Fed faiz artışı, diğer faizleri de artırarak; örneğin **bono faizlerini yükseltir**. Piyasadaki likidite sıkışıklığı üzerinden bonoların fiyatı geriler. Böylelikle de faizleri yükselmiş olur.

Diğer yandan; Dolar'a talep artacağından, Dolar endeksi DXY de yükselir. Orta vadede de, faiz artışına paralel, dolar değer kazanmaya devam eder. Diğer bir ifade ile, Amerikan finansal piyasalarına artan talep ve sermaye akışı, **doların fiyatını yükseltir**. Değerli dolar da hem altın gibi dolara endeksli değerli madenlerin fiyatlarının yükselmesini sağlar, hem ithal ürün fiyatları üzerinden enflasyonda aşağı yönlü baskı kurar.

Fed kararı sonrası, asıl merak edilen konulardan biri de, bu faiz artışının ABD dışında, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde ne tür etkilerinin görülebileceği tartışmasıdır. Her şeyden önce; bu karar, yukarıda da bahsi geçen GOÜ merkez bankaları başkanlarının ifadesinden de anlaşılacağı üzere, artık bıkmaya giden GOÜ'lere **bir rahatlama** getirecektir. ABD'de faizler arttıkça, ona paralel olarak ve faiz paritesi teorisine göre (en azından teoride), GOÜ'lerde de **faizler yükseliş** eğilimi gösterecektir. Dolar endeksi yükseldikçe de, dolar üzerinden borçlanan GOÜ'lerin **borçlanma yükü ağırlaşacak** ve bu da ek sıkılaştırma getirecektir. Özel sektörün döviz cinsi borçlarının yüksek olduğu Türkiye gibi GOÜ'ler için, bu durum, daha önemli bir unsurdur.

İki önemli nokta

ABD özelinde, bundan sonraki süreçte, enflasyonun seyrinin ne kadar önemli ve politika kararlarında ne kadar etkili olacağı önemli bir konudur. Son faiz artırım kararı, doğrudan enflasyona bağımlı bir politika güdülmemesi ve enflasyonun nispeten gözden düşmesi anlamında da önemli bir adım oldu.

ABD ekonomisinde, yakın dönemde, maksimum istihdam ve %2 enflasyon hedeflerinden sadece birincisi tutturulmuş durumda. ABD'de, istihdam piyasası son birkaç yılda iyi toparlandı. Yellen'in ifadesi ile, istihdamda *"kayda değer artışlar"* gözleniyor. İşsizlik oranı %5 ile uzun vadeli ortalamaya yakın. Ekonomideki büyüme istenen seviyede olmasa da, görünüm gittikçe iyileşiyor. GSYH, 2015'in ilk 3 çeyreğinde %2,25 ile son 5 yılın ortalaması seviyesinde. 4. çeyrekte de bu

trendin devamı bekleniyor. 2016 için de beklentiler olumlu. Ancak, Fed enflasyon hedeflerine bir türlü ulaşamadı.

Diğer yandan, manşet enflasyon %0,25 ile %2'lik hedefin çok altında. Enerji fiyatlarındaki sert gerileme bunun temel nedenlerinden biri. Gıda ve enerji fiyatlarını içermeyen çekirdek enflasyon da %1,25 seviyesinde. İş piyasasındaki iyileşme ve petrol fiyatları da, enflasyon görünümü için önemli. Ekonomideki canlanmanın enflasyonu hedefe yakınlaştırması bekleniyor. %2'lik enflasyon hedefi de 2018'de yakalanabilir diye umut ediliyor. Ancak, gelinen noktada Fed bir nebze enflasyonu umursamaz bir tavırdadır. Yellen, enflasyonun yükselmesini beklemek zorunda değil diyor.

1980 sonrası egemen Neo-liberal merkez bankacılığı; yüksek enflasyonu düşürmek için faiz enstrümanına başvururken, bugün enflasyon seviyesi pek umursanmadan faizler artmış olacak. Fed, işsizlik ve büyüme gibi reel ekonomik verilere sürekli dikkati çekiyor. Konvansiyonel merkez bankacılığında, faiz artırımı, normal şartlar altında ve temelde enflasyon seviyesindeki artışa paralel gerçekleşirdi. **Enflasyon, olması gereken seviyenin altında iken de, faizlerin gerilemesi veya ek parasal genişlemeler beklenirdi.** Şimdi ise, Fed, düşük seviyedeki enflasyonu bir anlamda dikkate almıyor. Bu, Fed kararlarında birinci önemli farklılık. Beklenti, ekonominin enflasyon hedefine kendi kendine varması. Zamanla canlanacak ekonomide; yükselen talebin, enflasyon oluşturacağı düşünülüyor.

İkinci önemli nokta da, globalleşen dünyada, elin merkez bankasının kararı, artık bizim de kaderimizi belirleyebiliyor. Globalleşme, artık hem olumlu hem olumsuz etkileriyle hayatımızın içinde. ABD'ye kızarak veya dışarıya gözümüzü ve kulağımızı kapatarak kendi işimize bakamıyoruz ve yaşayamıyoruz artık.

Önümüzdeki dönem ile ilgili beklentiler

Yukarıda da değindiğimiz gibi, Fed faiz artışı uzun bir dönemdir bekleniyordu. Hatta bir çok GOÜ merkez bankası başkanının da belirttiği gibi, piyasalarda, artık gelsin de belirsizlik sonlansın, kurtulalım havası hakimdi.³ Faiz artışı beklendiği için de, son adımın piyasada, ani ve dramatik bir etki oluşturması beklenmemelidir.

Açıkçası, önümüzdeki dönemlerde de, %1 seviyelerindeki faizin piyasada çok ciddi bir etkisi olmayacaktır. Ancak, faiz artışının izleyeceği yol oldukça önemli. Fed FOMC üyelerinin tahminleri, 2016 sonunda Fed faizinin %1,375; 2017 sonunda %2,375 ve 3 yıl içinde de %3,25 olacağı yönünde.

³ <http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1126662-faiz-artisi-cagrisi>

Bu da, yakın dönemlerdeki sınırlı faiz artışının piyasada ciddi bir etkisinin görülmeyebileceği anlamına geliyor.

Faiz artışının, önümüzdeki dönemler, kademeli ve verilere bağımlı olacağı açıklanmış durumda. Fed, bu anlamda, piyasaları ve ekonomik verileri takip edecek. Zaten, Yellen de, dolardaki değerlenme de göz önüne alınarak; faizlerin, kademeli ve yavaş artırılacağını açıkladı. Bu durum, kararın, piyasada çoğunlukla güvercin olarak algılanmasına yardımcı oluyor.

Aynı zamanda, Fed'in bilançosu 4,5 trilyon \$ ile hala devasa büyüklükte. Bunun normal şartlar altında olması gereken seviyelere inmesi de oldukça uzun bir zaman alacaktır. Olumsuz etkilerden kaçınmak için, bu süreç, uzun bir zaman almalıdır da.

Doğrusu, Avro birliği parasal genişlemeye giderken ve hatta Japonya ve Çin gibi ülkeler parasal genişlemeye giderken, Fed'in sürekli bir sıkılaştırma politikası gütmesi; ABD'nin işine gelmeyecektir. ABD'nin parasal bir sıkılaştırma sürecine girmesi, hem ihracat üzerinden büyümesine, hem değerli dolar üzerinden enflasyon politikasına sert darbe vurur. Ancak, Fed, enflasyonu tamamen gözden çıkardı ise, o zaman iş değişir...

Yrd. Doç. Dr. Bilal Bağış
E-mail: bilalbagis@gmail.com