



Kriz Sonrası Para Politikasında Zor Seçimler

Müge Adalet[†]

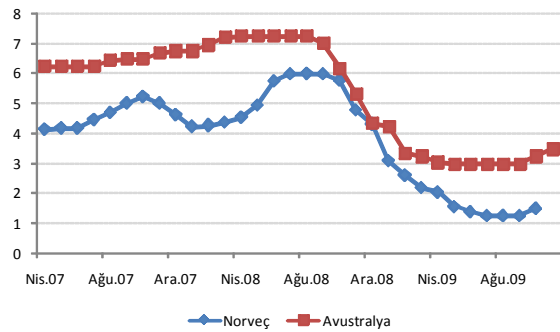
Küresel krize karşı bütün ülkeler hem mali hem de para politikaları yoluyla hızlı bir şekilde tepkide bulundu. Hızla daralan özel sektör talebine karşı hükümetler bugüne kadar görülmemiş boyutta yeni kamu tüketim ve yatırım paketleri açıkladılar. Merkez bankaları ise hem faizleri keskin düşürmek gibi geleneksel, hem de piyasalara doğrudan likidite sağlamaya yönelik daha önce denenmemiş politika uygulamalarını devreye soktu.

Her ne kadar kredi piyasalarındaki zayıflık ve yüksek işsizlik gibi krizin reel sektör üzerindeki etkileri devam etse de uygulanan politikaların da etkisiyle dünya ekonomisinde toparlanma başlamış bulunmakta ve büyüme hızı tahminleri yukarı yönlü güncellenmektedir. Bazı ülkelerde pozitif büyüme hızları gözlenirken, özellikle Asya ülkelerinde toparlanma daha hızlı olmaktadır. Bu

da gevşek para ve maliye politikalarından çıkış stratejileri tartışmasını beraberinde getirmiştir. Bu aşamada mali piyasalardaki iyileşmenin reel sektöre göre çok daha hızlı olması merkez bankalarının işini daha da zorlaştırmaktadır.

Küresel mali krizin reel etkilerini azaltmak için merkez bankaları politika faizlerini hızlı bir şekilde eş zamanlı olarak indirdiler. Ancak, yukarıda da vurgulandığı gibi, durgunluktan çıkışın ülkeler arasında farklılık göstermesi, politika faizlerinin kriz sonrasında normal değerlerine geri dönerken farklı yollar izlemesi beklenmektedir.

Şekil 1. Avustralya ve Norveç faiz oranları (%)

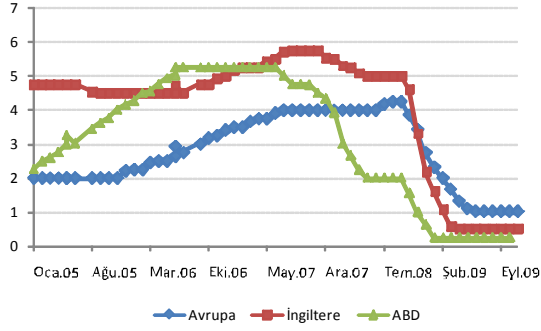


Kaynak: Datastream ve Uluslararası Finansal İstatistik Veritabanları

Örneğin, Kasım'da politika faizini %3,25'den %3,5'e yükselten Avustralya Merkez Bankası Aralık ayında da faizleri 3,75'e çıkardı. Avrupa'da faizleri yükselten ilk ülke Norveç oldu (Şekil 1). Buna karşılık, 4 Kasım'da yaptığı açıklamada ABD Merkez Bankası enflasyon ve enflasyon beklentilerinde bir değişiklik olmazsa, faizleri %0 ila %0,25 arasında uzun bir süre tutacağını belirtti. Benzer açıklamalar, faizleri halihazırda sırasıyla %0,1, %0,5, %1 ve %2,5 olan Japonya, İngiltere, Avrupa ve Yeni Zelanda merkez bankalarından geldi (Şekil 2).

[†] Dr., Koç Üniversitesi ve EAF, madalet@ku.edu.tr

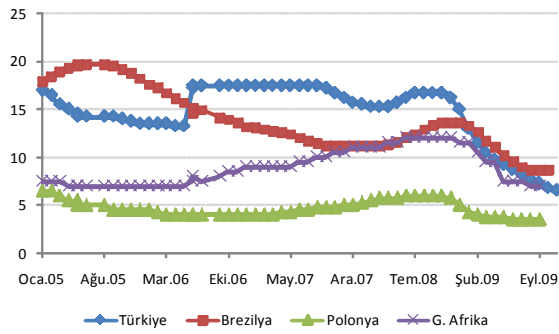
Şekil 2. Gelişmiş ülkelerde faiz oranları (%)



Kaynak: Datastream ve Uluslararası Finansal İstatistik Veritabanları

Yükselen piyasa ekonomilerinde de küresel kriz sırasında faizlerin düştüğünü gözlemlenmektedir (Şekil 3). Türkiye ve Brezilya gibi faiz oranları diğer ülkelere kıyasla daha yüksek seviyede olan ülkelerde bu düşüşün çok daha belirgin olduğu görülmektedir.

Şekil 3. Yükselen pazarlarda faiz oranları (%)



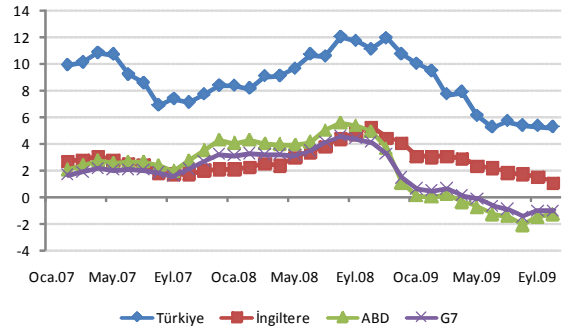
Kaynak: Datastream ve Uluslararası Finansal İstatistik Veritabanları

Türkiye’de Kasım ayında faiz oranları %6,75’den %6,50’e inerken, son aylarda izlenen para politikaları ülkeden ülkeye değişmektedir. Bu politika farklılıklarının altında kriz sonrası toparlanmanın simetrik olmaması yatıyor. Küresel krizde, birçok yükselen piyasa ekonomisi gelişmiş ülkelere kıyasla daha hafif bir durgunluk yaşadı ve şu anda gayrimenkul başta olmak üzere varlık piyasalarında balon oluşma tehlikesi ile karşı karşıyalar. Buna karşılık gelişmiş ülkeler

durgunluktan çıkmaya daha yeni başlıyorlar.

Yükselen piyasa ekonomilerinden ve tabii özellikle Çin ve Hindistan’dan gelen emtia ve petrol talebi Avustralya ve Norveç gibi bu ürünleri ihraç eden ülke ekonomilerini olumlu etkilemiştir. Beklenenin altında işsizlik ve üstünde enflasyon oranları nedeniyle faizlerini artıran bu iki ülke, para politikalarında yavaş yavaş başlayan bu sıkılaştırmayı hızlandıramayacaklardır, çünkü artan emtia fiyatları ve faizler, para birimlerinin değerinin artmasına ve büyümenin olumsuz etkilenmesine sebep olacaktır. Bir başka risk de, kriz öncesi gözlemlenen kur-faiz arbitrajından yararlanma eğilimlerinin tekrar ortaya çıkmasının sonucu olarak Avustralya ve Yeni Zelanda dolarlarının daha da değer kazanma olasılığıdır. Böyle bir ortamda bu ülkelerin ne tür bir para politikası izlemesi gerektiği çok açık değildir.

Şekil 4. Enflasyon değerleri (%)



Kaynak: Datastream ve Uluslararası Finansal İstatistik Veritabanları

Bu yüzden yatırımcılar, birçok merkez bankası tarafından yürütülmekte olan genişlemeci para politikalarından çıkış stratejileri ve enflasyon tartışmaları üzerine odaklanmışlardır. Tüketici talebi ve istihdamın düşmeye devam ettiği bir ortamda Amerika ya da Avrupa’da enflasyon riski bulunduğunu düşünmek zor (Şekil 4). Japonya’da

ise deflasyon büyük bir tehdit oluşturmaktadır.

Düşük enflasyon ve yüksek işsizlik göz önüne alındığında, Avrupa, ABD ve Japon merkez bankalarının genişlemeci para politikalarına devam etmeleri doğru görünmektedir. Bu ülkelerde çıkış stratejileri de yavaş ve temkinli olmalıdır.

Ancak, gelişmiş ülkelerdeki gevşek para politikaları istenmeyen sonuçlar da doğurmaktadır. Gelişmiş ülkelerden düşük faizlerle alınan krediler, yükselen piyasalarda yüksek kar getiren yatırımlarda kullanılmaktadır. Bu durum Çin başta olmak üzere yükselen piyasa ekonomilerinin varlık fiyatlarında özellikle de gayrimenkulde balonların oluşmasına yol açmaktadır. Bu tip kaygılar merkez bankalarına para politikalarını sıkılaştırma baskısını beraberinde getirirken, bu yola gitmeyenler, örneğin ABD merkez bankası, dünya ekonomisine yeni tehdit olacak bu köpüğe katkıda bulunmakla eleştirilmektedir.

Merkez bankalarının düştüğü bu ikilemin başlıca sebebi finansal piyasalardaki toparlanmanın reel ekonomideki toparlanmadan çok daha önde gitmesidir. Her ne kadar reel ekonomideki düzelmeye gecikmesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşek para politikalarına devam etmesini gerektirmekteyse de gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki yüksek sermaye hareketleri bu politikaların sorgulanmasına yol açmaktadır. Özellikle, küresel kriz öncesi uzun bir süre düşük tutulan ABD faizlerinin krizin sebeplerinden birisi olduğunu göz önüne alırsak, günümüz gevşek para politikalarının uzun süre devam etmesinin yeni bir krizin temelini oluşturma riskini daha iyi

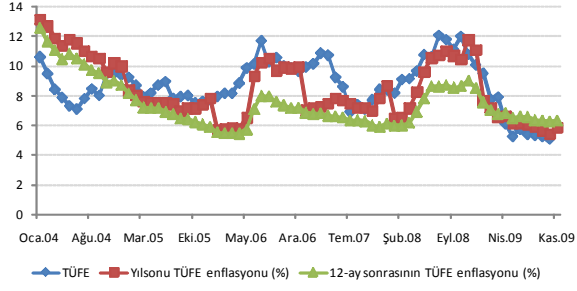
anlayabiliriz.

Krizin daha yumuşak yaşandığı ve dolayısıyla kriz sonrasında reel ekonomide toparlanmanın daha hızlı olduğu yükselen Asya ekonomilerinde, merkez bankalarının elleri bu şekilde bağlı değildir ve ülkelerinde oluşan balonlara müdahale etme görevi onlara düşmektedir. Ancak böyle bir para politikası sonucunda bu ülkelerin para birimlerinin değer kazanacak olması büyümelerini ihracat üzerine kurmuş ve dolar çıpasının verdiği güvenliğe alışmış olan bu ülkeler için rahatsız edici bir sonuçtur. Tehlikeli bir başka sonuç da sıkı para politikası izleyen ülkelere, para birimlerinin değer kazanacağı beklentisi ile sıcak para akışı olmasıdır. Köpüğü daha da artırma riski taşıyan bu tür para akışlarını kontrol etmek için Brezilya'nın Ekim ayında yaptığı gibi finansal sermaye kontrolleri devreye sokulabilir.

Kasım 2008'den itibaren enflasyon hedefleme politikası yürüten yükselen piyasa ekonomileri arasında faizleri en çok indiren ülke Türkiye olmuştur. Türkiye'de bu tür hızlı ve cesaretli bir para politikasının uygulanmasını mümkün kılan başlıca etkenler iç talebin azalması, emtia fiyatlarındaki düşüş, geçici vergi indirimlerinin enflasyona olumlu etkisi ve bankacılık sektörünün göreceli olarak sağlam olmasıdır.

Faiz oranı indirimlerini Kasım ayında da sürdüren Türkiye için bundan sonraki ideal para politikasını belirlemek oldukça güç. Düşük kapasite kullanım ve istihdam oranları ile talep yetersizliği, enflasyon üzerinde bir baskı olmadığına ve gevşek para politikasının devamının gerekliliğine işaret ediyor. Enflasyon beklentileri de yakın zamanda sıkı para politikasına geçişi gerektiren bir durum olduğunu göstermiyor (Şekil 5).

Şekil 5. Enflasyon değerleri ve beklentileri (%)



Kaynak: TÜİK

Ancak petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artış yanında küresel düzeyde bütçe açıklarının yükselmesi ve bundan çıkış stratejisinin henüz belirlenmemiş olması nedeniyle orta vadede enflasyon beklentilerinde ve dolayısıyla küresel faizlerde yükseliş olasılığı bulunmaktadır. Tüm bunlar, Türkiye’de enflasyon ve para politikasına yönelik bazı riskleri beraberinde getirmektedir. Bu yüzden de küresel gelişmeler çok yakından takip edilmelidir. Ayrıca Merkez Bankası’nın son enflasyon raporunda belirttiği gibi para politikası, orta vadede mali disiplin ve yapısal reformlarla desteklenmelidir.