

Japonya, sıfır faiz politikası ve parasal genişleme çıkmazında

Likidite tuzağı, genel olarak faiz oranlarındaki düşüşün muhtemel fon kullanıcılarını tatmin etmediği durumlarda ortaya çıkıyor ve deflasyonu yok etmek yerine, onu destekleyici etkiler ortaya çıkarabiliyor.

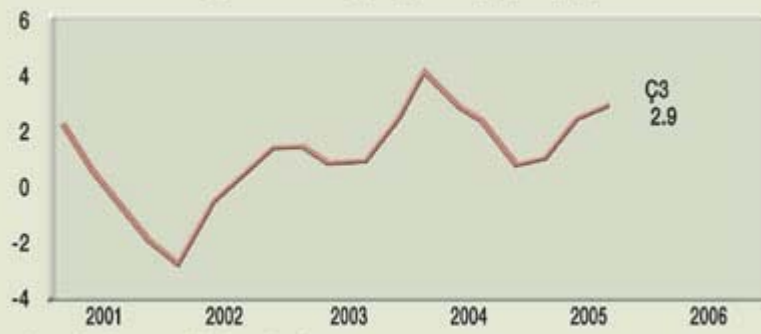
Active ACADEMY Araştırma Merkezi

Geride kalan 5 yıla göre güçlü büyüme sinyalleri gösteren Japonya ekonomisi, yaşadığı resesyonun ardından, yapacağı atılıma uygun bir para politikası gömleği arayışına girdi. Tokyo, geçtiğimiz sene içerisinde, 1986'dan bu yana en parlak günlerini yaşamıştı. Bununla birlikte, borsalardaki hareketlenmenin ve son ekonomik verilerin arkasında ne olduğu incelendiğinde, dünya ekonomisinin sorunsuz bir büyüme yoluna girmek yerine, yeni bir "derin dengesizlik" dönemine girdiği görülüyor. Ayrıca Japon hükümetinin, para piyasalarında sunduğu göstergelerde, yaptığı müdahalelerle, özellikle 2003 yılında 20 trilyon yenlik harcama rakamıyla, yenin dolar karşısındaki güçsüzlüğünü korumaya çalıştığı çok açık olarak görülüyor. Yen bazlı borçlanabileceği tutarı ve yen bazlı borçlanma sınırlarını son yıllarda devamlı genişleten Japonya hükümeti, Yen'e yapacağı müdahalelerde kararlı gözüküyor.

Bu noktada önemli olan, son yıllarda dünya ekonomilerinde görülen talep yönlü enflasyon beklentisinden nasibini alan Japon ekonomisinde, hükümetin parasal genişleme politikasında ters bir akım yaratmayı planlayan Japonya Merkez Bankası (JMB) nazarında kurmaya çalıştığı baskı oldukça önemli bir noktaya ulaştı. Bu baskının devam eden dünya para piyasaları trendi açısından sürdürülebilirliği ya da kendine destek bulup bulamayacağı oldukça kritik konu olarak küresel ekonominin karşısında duruyor.

Financial Times Yazarı David Pilling'in değindiği gibi, birtakım ekonomik koşulları gösteren yüzde oranlar arasında, "yüzde 0" değerini görmek çok olası değil, hatta yüzde 0,1 bile şaşkınlığa düşmek için yeterli bir oran olarak kabul edilebilir. Fakat bu, Japon tüketici fiyat endeksini ifade ediyorsa, her ne kadar 0'a yakın olsalar da eksi değerde olmayanlar dışında pek de şaşırtıcı değil. Çekirdek enflasyonun geçtiğimiz dönemlerde yüzde 0 dolaylarına "yükselmesi", deflasyon etkisinin sistemden yavaş yavaş ve kalıcı olarak çıkmaya başladığı şeklinde yorumlara neden oluyor. Bu da JMB para politikalarında, ekonomiyle birlikte oluşacak değişim trendinin hangi yönde oluşacağı tartışmalarını açığa çıkarırken, diğer taraftan da deflasyon döneminde uygulanan politikaların irdelenmesini gerektiriyor. 1990'ların sonlarında görülmeye başlayan deflatif etki, ekonomide yaşanan büyük resesyonun ve küçük büyüme oranlarının başlıca nedenleri arasında kabul ediliyor.

Grafik 1: GSYİH büyüme önceki yıla göre değişim (%)



Kaynak: Japonya Merkez Bankası

2005 yılının başında Japonya'da etkisini sürdüren sıfır-faiz politikası, deflasyonun hakim olduğu ekonomilerde, ekonominin kendisini bu deflatif etkiden kurtarma süresince uygulanan etkili bir politika olarak görülüyor. Japonya Merkez Bankası (JMB) sıfır-faiz politikasının uygulanmasına hazırlandığı bir dönemde yaptığı çalışmalar ışığında; sıfır-faiz politikasının başarıya ulaşması için, bu politikanın devamı yolunda

verilen taahhütlerin, politikanın uygulandığı dönemdeki ekonomik koşullarla uyum içerisinde olması gerektiğine ulaştı. Doğrusal olmayan para politikaları, nominal faizlerin sıfıra yaklaşmasıyla devreye sokulmuş olan parasal genişleme sayesinde, güvenilir olmaları şartıyla, açık bir taahhüt

içermeseler bile başarıya ulaşabilmek için gerekli görülüyor. Bununla birlikte yalnızca enflasyon oranı temelli sıfır-faiz politikası, uzun dönemli ele alındığında, ekonomik istikrarı desteklemede iyi bir performans göstermek durumunda olmazken sıfır-faiz uygulaması, ortaya çıkan deflatif etkinin üstesinden gelindiğinde vazgeçilecek "geçici" bir parasal politika olarak yorumlanması halinde etkili olabileceğine ulaşıldı. Ayrıca JMB sıfır-faiz uygulamasının içeriği, ya da diğer bir deyişle sıfır-faiz uygulamasından çıkmanın önkoşulu sayılabilecek eşik enflasyon oranının, ekonomik koşullara (uygulama yürürlüğe konulduğunda ortaya çıkacak arz-talep şoklarının boyutu ve devamlılığına) dayanarak optimal olarak seçilebileceğine dikkat çekiyor. Enflasyon oranı yerine, fiyat düzeyini temel alan bir sıfır-faiz oranı uygulaması varsayımına gidilebileceği, ancak böyle bir taahhütün yaratacağı etkinin, optimal olarak ayarlanmış enflasyon oranı temelli uygulamadan daha küçük olacağına dikkat çeken JMB, bu noktada optimallığe erişmiş doğrusal olmayan politikaların geniş talep şoklarını yaratacak yeterli güveni kazanmalarından sonra, politika üzerinde yapılacak değişikliklerin uygulamanın kazandıracağı faydayı yükseltmeyeceğine dikkat çekiyor.

Esasında ortaya çıkan bu sonuçlar, JMB'nın ekonomiyi, dünya ekonomilerinde son dönemde görülen enflasyon yönlü hareketlenmenin öncesinde girdiği deflasyon ve resesyon batağından çıkarma politikalarının izlerini taşıyor.



JMB'nin para politikasının etkinliği

Temelde hem sıfır-faiz politikası hem de parasal gevşeme politikası, enflasyon oranları 0 düzeyine ya da 0'ın üzerine çıkıncaya kadar, kısa dönem faizleri yüzde 0'da tutabiliyor. Bu sadece sıfır-faiz uygulamasının tek başına yaratabileceği parasal genişleme etkisinden daha güçlü bir etki yaratılmasını sağlıyor. Ünlü iktisatçı

Paul Krugmann, bu politikanın etkinliğini tartışanların başında geliyor. Krugmann'a göre, para arzında yaşanabilecek bir daimi artış, enflasyon beklentilerini ve de cari harcamaları yukarıya çekecek potansiyel etkiye sahipti. Ancak kısa soluklu bir parasal genişleme faiz oranlarını düşürecek etkiyi yaratamayacağından etkin bir yol değildi. Buna karşılık eğer ilerideki faiz oranlarının ekonomiyi likidite tuzağından çıkarmaya yetecek düzeye çıkma olasılığı varsa, o zaman para arzında beklenen artış, gelecekte beklenen fiyat düzeyini bugünden etkileyebiliyor. Özetle, reel faiz oranları yükselinceye kadar faiz oranlarının düşük tutulması taahhüdü yetersiz



kalırken, JMB para politikasının etkinliği giderek azalıyor.

Sonuç itibarıyla, JMB para politikası 1999'dan bu yana taahhüt kanalıyla çalıştı. JMB tarafından açıklanan vaatler, kısa-dönem faiz oranlarındaki beklentiye ve devlet faizlerinin orta-uzun dönem faizlerini etkiledi. Bunun yanında piyasa işlemleriyle devlet tahvili satın alımlarının, bu tahvillerin risk primleri üzerindeki direkt etkileri zayıf kalmıştı. Ayrıca, JMB cari

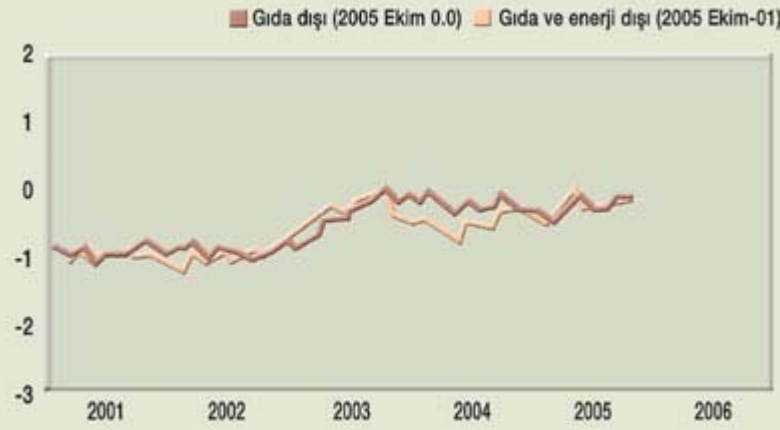
denge hedeflerindeki artış, bankanın sunduğu program taahhütlerinin güvenilirliğini üst seviyelere çekmişti. Ancak 1990'ların sonuna doğru ortaya çıkan deflasyon sorununu aşabilmek için JMB tarafından uygulanan politikalardan ne sıfır-faiz uygulaması ne de onun bir parçası ve devamı olarak parasal genişleme politikası genel anlamda amacına hizmet edemedi.

Şimdiye kadar uygulanan politikaların Japonya ekonomisini bir 'likidite tuzağına' sürüklediği açık. Likidite tuzağının Japonya ekonomisinde kendine yer bulmasının, ekonominin kendi karakteristik yapısıyla da ilgili olduğu görülüyor. Ancak 'likidite tuzağı', genel olarak faiz oranlarındaki düşüşün muhtemel fon kullanıcılarını tatmin etmediği durumlarda ortaya çıkıyor. Bu tatminsizlik, faiz

oranlarının düşüşüne devam edemeyeceği inancının ortaya çıkardığı bir durum olarak göze çarpıyor.

Diğer taraftan, düşük getirili varlıklara olan talebin düşüşe geçmesi de olası bir durum olarak karşımıza çıkıyor ve 'likidite tuzağını' hazırlayan unsurların başında geliyor. Bu tuzak, Japonya ekonomisinde olduğu gibi, ekonominin durağan ve faiz oranlarının yüzde 0 düzeyinde ya da buna yakın bir değerde bulunduğu dönemlerde ortaya çıkıyor ve potansiyel yatırımların önüne geçerek, yatırımcıların sermayelerini yatırıma dönüştürmelerini cazibesiz bir durum haline getiriyor. Bu durumda doğal olarak deflasyonla mücadele etmek isteyen para politikası düzenleyicilerinin işini de bir hayli zorlaştırıyor.

Grafik 4: Çekirdek TÜFE-önceki yıla göre değişim (%)



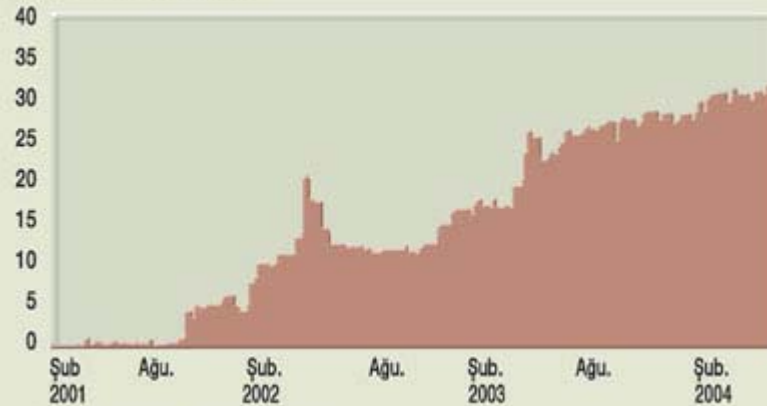
Kaynak: Japonya Merkez Bankası

JMB'den faiz artırımını gelecek mi?

Genel olarak ekonomide son zamanlarda yaşanan canlanmanın, gelişmiş bir Japonya ekonomisini temsilen JMB politikalarını ve bununla beraber JMB'nın hükümet kanadıyla olan ilişkilerini yakından etkilemesi bekleniyor. Pilling, yazısında, JMB'nın para politikasını biraz daha sıkıya hazırlanabileceği ihtimaline karşılık buna şiddetle karşı çıkarak böyle bir duruma tolerans tanımayacakları konusundaki kararlılıklarını vurguladıklarını belirtiyor. İki ay önce, iktidardaki Liberal Demokrat Parti'den Hidenao Nakagawa, çok

hızlı yaşanacak bir parasal daralma durumuna karşılık, merkez bankasını, bağımsızlığını kaldırmakla tehdit edecek kadar ileri gitti. Ona göre, JMB, ekonomide görülen kırılgan canlanmayı tehlikeye sokacak ya da hükümetin sürdürülebilir büyümeyi sağlama konusundaki gayretleri ile çatışacak bir para politikasından sakınmalı. Nakagawa, pek yalnız gibi görünmüyor. Japonya Başbakanı Junichiro Koizumi de hemen hemen aynı fikirde. Deflasyon tam olarak yok olmadan uygulanacak daralmanın zamansız olacağını söylemesinin altında yatan neden de bu. İktidarın önde gelen diğer isimleri de JMB'nın para politikasında yaşanacak daralma yönlü bir durumun olumsuz sonuçlar çıkarabileceği noktasında anlaşmış durumdalar. Onlara göre endeksin yüzde 0 düzeyini görmesinin altında, enerji fiyatlarındaki artış yatıyor ve aslında fiyatlar halen her yıl yüzde 0,3 düzeyinde bir düşüş yaşıyor. Kısacası Japonya'da hükümet, JMB'nın deflasyonun sistemden çıktığı yolunda yapabileceği olası politika değişikliklerine şimdiden tepki gösterme yoluna girdi.

Grafik 5: Rezerv fazlası



Kaynak: Japonya Merkez Bankası

Merkez bankaları ile iktidar arasında yaşanacak böyle bir tartışma ve restleşmeler, siyasi baskı altına giren merkez bankasının yanlış da olsa bazı politikaları devam ettirmesi ya da bu dış etkiye karşı bir politika uygulama çabasına girmesi gibi büyük tehlikeleri de beraberinde getiriyor.

Tartışmayı geçici olarak da olsa sonlandıran JMB başkanı Toshihiko Fukui oldu. Başbakanla görüşme yolunda telkinlerde bulunulan Fukui, parasal daralama anlamında bir politika hazırlıklarının henüz

bulunmadığını, ekonomik düzene ve istikrarlı fiyatlara kavuşmadan da aşırı rezervleri geri çekmeyeceklerini belirterek, bu görüşme teklifini geri çevirdi. Aslında buradaki sorun, Fukui'nin böyle bir politika geçişini düşünmediklerini söylemesiyle ters düşer bir şekilde, ekonomik koşulların hâlihazırda başarı için hazır olduğunu belirtmesi olarak görülüyor. Demokrat parti

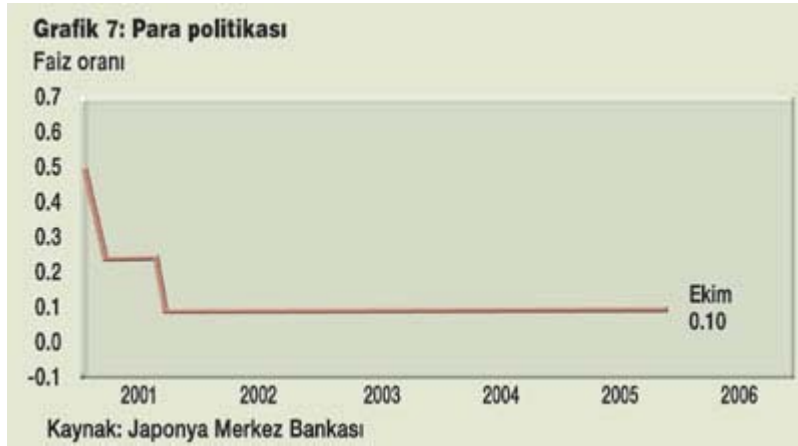
bunun, pazarı olası bir politika geçişine hazırlamak amacıyla söylenmiş olduğuna dikkat çekiyor. Onların bu endişesini haklı çıkarırcasına, Fukui, parasal genişleme politikasının sona ermesi için geri sayımın başlaması gerektiğini herkesin görebilecek durumda olduğunu ve çekirdek enflasyon



oranının önümüzdeki ilk çeyrekte de büyük ihtimalle pozitif bölgede kalacağını belirtti. Bu sözler, JMB'nın en geç önümüzdeki ilkbaharda bir politika geçişine başlayacağını bir göstergesi olmakla birlikte, iktidarın sinirlerini de bir hayli geriyor. Korkulan ise, parasal daralma yönündeki hızlı bir geçişin uzun dönem faiz oranlarında ortaya çıkaracağı aşırı yükseliş. Bu sadece ekonomik büyümeyi yavaşlatmakla kalmayacak, diğer yandan hükümetin borçlarını finanse etme yolundaki maliyetleri de katlayacak.

Hali hazırda kamunun borç servisi yıllık 18,4 trilyon yen dolaylarında seyrediyor.

Japonya 2001 yılından bu yana mevcut geniş parasal politikasını uyguluyor. JMB bu süreçte piyasayı aşırı likit tutmayı ilke edindi ve likidite fazlasının kısmen reel ekonomiye sızacağını ümit ederek sıradışı bir uygulama sürecine girdi. Likidite hedefi ise zaman içerisinde 30-35 trilyon yen düzeyini gördü. Gecelik faizleri yüzde 0'a getirmek için yaklaşık 6 trilyon yenlik bir likidite gerekliliğinden söz edildiğine göre bu oldukça büyük bir rakam gibi duruyor.



Enflasyona dayalı olası politika değişikliği

JMB raporlarına göre, bankanın böyle bir dönüşüme hazır olduğunu ima etmesi, en az iki JMB yönetim kurulu üyesinin bu politik dönüşüm sürecinin taraftarı olduğunu gösteriyor. Bu taraftarların savunduğu nokta, finansal yapının eski sıhhatine kavuşması nedeniyle, artık piyasanın aşırı likiditeye ihtiyaç duymayacağı. Bu, sonuçları tehlikeli olabilecek bir savunma. JMB'nin de kendi içerisinde de

tartıştığı üzere, bunun ekonomiye hiçbir reel etkisinin olmaması yanında, piyasaları kızdıracığı ve insanların bu daralmayı faiz oranlarındaki kaçınılmaz yükselmenin sebebi olarak göreceği açık.

Tablo 1: Çekirdek TÜFE

Yıl	Genel endeks 2000=100	Önceki yıllara göre değişim (%)
1993	98	1,3
1994	98,6	0,7
1995	98,5	-0,1
1996	98,6	0,1
1997	100,4	1,8
1998	101	0,6
1999	100,7	-0,3
2000	100	-0,7
2001	99,3	-0,7
2002	98,4	-0,9
2003	98,1	-0,3
2004	98,1	0

Kaynak: Japonya Merkez Bankası

Perdenin arkasında bekleyen tehlikelerden bir diğeri ise, devletin borçlarıyla boğuşan Japonya Maliye Bakanlığı. Çünkü 2001 sonrası dönemde JMB, tahvil alımını aylık 0,4 trilyon yen seviyesinden 1,2 yen seviyesine çıkarmıştı. Bu sürecin tersine dönecek olması elbette, hem borcunu satacak iyi bir alıcı bulamayacak olması hem de borç yükünün artacak olması bakımından yaratılacak iki yönlü etki, Maliye Bakanlığı'nı telaşlandırıyor olmalı. Buna karşılık Maliye Bakanlığı'nın 2007 için tüketim vergisini artırma hazırlığı içerisinde bulunması, JMB'nın yeni politikasındaki özgürlüğünü kısıtlayacak gibi görünüyor.

JMB'nin beklenen politika değişikliği sürecinde asıl önem kazanan tartışma ise JMB'nin bundan sonraki bağımsızlığı. Açıklamaları ile piyasaya

yön veren bir kurum olarak merkez bankasının bağımsızlığının temini önemli bir husus olmakla beraber, politikacıların süregelen eleştirilerinin arkası da kesilecek gibi görünmüyor.

Son olarak, JMB, enerji fiyatlarının TÜFE hesabına katılmasının aldatıcı bir sonuç ortaya çıkardığını ileri süren hükümete karşılık olarak, enerji fiyatları dışarıda bırakılsa dahi, çekirdek enflasyonun önümüzdeki yılın ilk döneminde sıfırın üzerinde seyredeceğini ve en azından bir kaç ay bu düzeyde kalacağını belirtiyor. Fukui' ye göre, Mart 2006-Mart 2007 arası dönemde TÜFE'de ortalama yüzde 0,5'lik bir değişim gözlenecek. Bu beklentilerin JMB'nin dönüşüm zamanlaması hakkında bir fikir verdiği kesindir. Ancak gelecek yılda TÜFE hesabında yapılacak teknik düzenlemelerin tartışmayı daha da karmaşık bir yapıya sokacağı oldukça açık.