

Dünya, faiz dengesini arıyor

Mali politikalar oluşturulurken, iplerin sıkı mı yoksa gevşek mi bırakıldığı konusunda bir karşılaştırma ölçütü olarak nitelenen doğal faiz oranlarının hesaplanması kadar, yorumlanması da büyük önem taşıyor.

Active ACADEMY Araştırma Merkezi

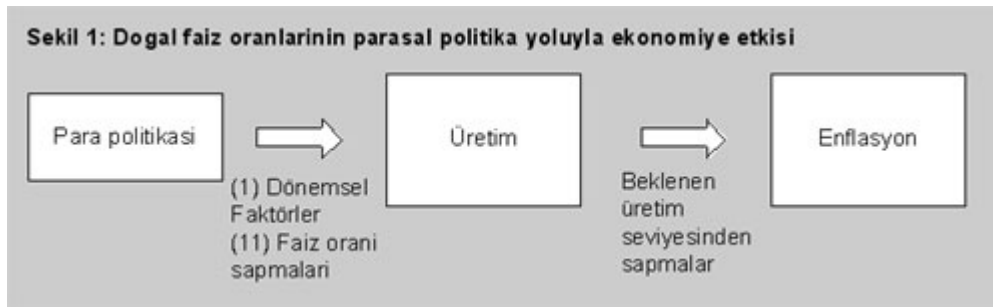
Uzun zamandan beri Türkiye'nin gündeminde olan döviz kuru ve faiz oranlarıyla ilgili tartışmalar, Mart ayında daha da alevlendi. Kurun aşırı değerlendirildiğini savunanlar, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yeterince hızlı indirmediklerini dile getiriyorlar. Ancak Türkiye ekonomisinde dengeler henüz tam olarak yerine oturmadığından, denge faizin ne olduğu konusunda kesin bir saptama yapmak, neredeyse imkânsız görünüyor.

Diğer taraftan, faiz oranlarıyla ilgili tartışmaların, yalnızca Türkiye'ye özgü olmadığının da altını çizmek gerekiyor. Küresel ekonominin büyük oyuncularları arasında yer alan ülkelerde de faiz oranlarıyla ilgili tartışmalar yaşanıyor. Morgan Stanley'in iki iktisatçısı tarafından hazırlanan ve Şubat ayında yayımlanan çalışmada da doğal faiz oranları ele alınıyor. Büyümeyi etkileyebilecek bütün şoklar yaşandıktan sonra, ekonomiyi istikrarlı bir yola sokacak ve bu yolda devam etmesini sağlayacak faiz oranları, "doğal faiz oranları" olarak tanımlanıyor. Ancak gerçekte, böyle bir oran yok. Mali politikalar oluşturulurken, iplerin sıkı mı yoksa gevşek mi bırakıldığı konusunda finansal piyasa oyuncularının fikir sahibi olabilmelerini sağlayan bir karşılaştırma ölçütü olarak nitelenen doğal faiz oranlarının en önemli özelliği, gözlenebilir olmamaları. Dolayısıyla tahmini olarak öne sürülebilen bu oranlar, sabit bir değeri değil, dalgalanan bir değeri ifade ediyor. Ancak ekonomiyi istenen noktaya yönlendirebilmek için gerekli olan faiz oranlarını yansıttıkları için, doğal faiz oranlarının irdelenmesi gerekiyor.

Doğal faiz oranlarının hesaplanması kadar yorumlanması da büyük önem taşıyor. Merkez bankasının belirlediği piyasa faiz oranları ile yan yana konulduğunda, doğal faiz oranlarının nispi durumunun neyi ifade ettiğinin doğru anlaşılması gerekiyor. Mevcut durumda piyasalarda kısıtlayıcı mı yoksa genişleyici bir etkinin mi var olduğu, enflasyonun orta vadede nereye gittiği, fiyatların ve büyüme rakamlarının nasıl bir etkiye maruz kalacağı konularında yapılacak analizler ise asıl önemli kısmı teşkil ediyor.

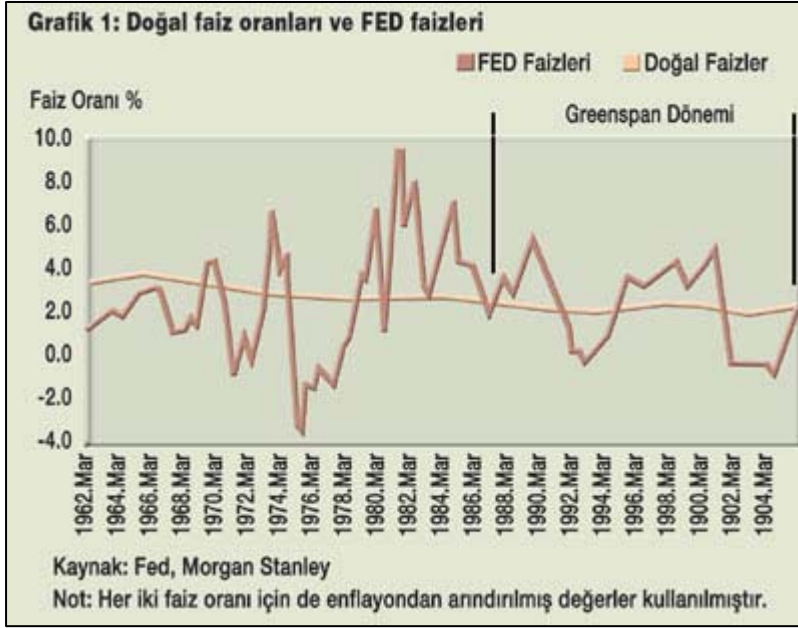
Yüz yıllık kavram

Doğal faiz oranları kavramı, ilk kez bundan yaklaşık yüz yıl önce İsveçli ekonomist Knut Wicksell tarafından ortaya atıldı. Wicksell, kredilerde uygulanabilecek kesin bir faiz oranının varlığından bahsederken, söz konusu oranın emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı tarafsız bir pozisyona sahip olduğunu, yani fiyatlara ne yükseltici, ne de düşürücü bir etkide bulunduğunu ifade etmişti. Kitabında, emtia fiyatlarının genel fiyat seviyesini yansıttığını vurgulayan Wicksell, "Merkez



Bankası tarafından belirlenen faiz oranları ile doğal faiz oranları arasında yaşanan sapmalar, fiyat seviyesindeki dalgalanmaların ve ekonomide oluşan çevrimlerin başlıca sebebidir" (Wicksell, 1898) ifadesini kullanmıştı. Wicksell'in, doğal faiz oranlarını kullanarak açıkladığı döngü, bu konunun temelini oluşturuyor. Ona göre; piyasadaki mevcut faiz oranlarının, doğal faiz oranlarının altında kalması, yani "pozitif faiz farkı" durumu, piyasa oyuncularına reel yatırımlarının getirileri altında kalan kredi maliyetleri sunarak, banka kredilerini hızlandırıcı etki yapıyor. Piyasalara genişletici etkide bulunan pozitif faiz farkı, fiyatların yukarı yönlü tepki göstermesine de neden oluyor. Bu, mevcut ekonomi politikalarının işleyişi ile örtüştüğünden, ekonomik stratejilerin belirlenmesinde önemli bir yer teşkil ediyor.

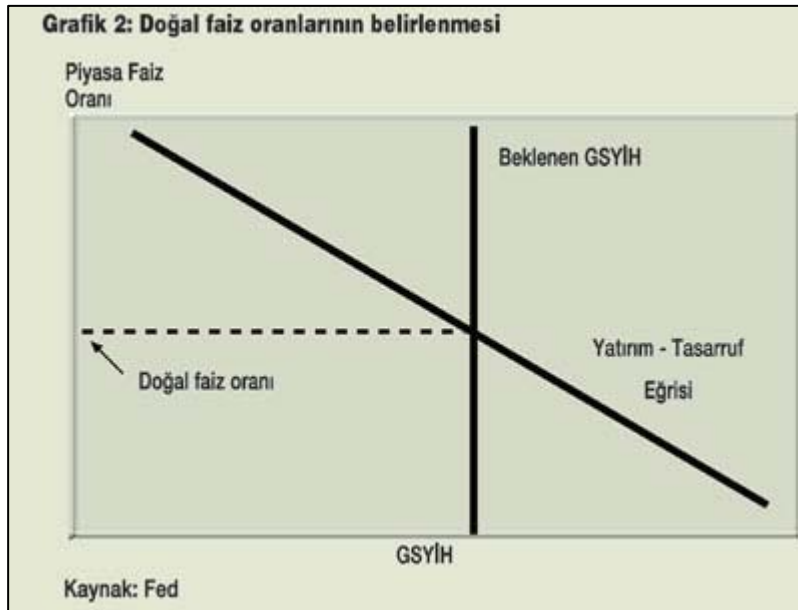
"Negatif faiz farkı" pozisyonu ise, banka kredilerinde daralma, yavaşlayan bir ekonomi çarkı ve düşüş eğilimli fiyatlar olarak kendini hissettiriyor. Bu yüzden faizleri, doğal faiz oranlarıyla eşit ya da onlara yakın bir seviyede tutmak, merkez bankalarının en önemli öncelikleri arasında yer alıyor.



Doğal faiz oranları yüzde 2,25 seviyesinde

"Doğal faiz" kavramı, bir asır önce ortaya atılmış olsa da, dünya piyasalarının çok hızlı değişen yapısal taleplerine halen karşılık verebildiği için, büyük piyasa oyuncuları bu konuda kapsamlı araştırmalar yapıyorlar. Son dönemde özellikle ABD Merkez Bankası'nın (Fed) yapısında meydana gelen değişiklikler, yeni durumda uygulanacak politikaları değerlendirmek isteyen piyasaları, etkin bir karşılaştırma aracı bulmaya itiyor. Morgan Stanley ekonomistlerinin bu konuda sunduğu araştırma raporuna göre, mevcut durumda reel olarak yüzde 2,25 seviyesinde bulunan doğal faiz

oranları, Şubat 2006 itibariyle mevcut Fed gecelik faizlerinin 35 baz puan altında bulunuyor.



Ekonomideki yavaşlama, kredilerdeki azalma ve fiyatlardaki düşme eğilimi, bu farklılığın anlamını yansıtıyor. Ancak bunun çok değişken bir yapı olduğunun da unutulmaması gerekiyor.

Fed'in yeni başkanı Bernanke'nin koltuğu devraldıktan sonra, sıkı bir para politikası ile yola devam etme arzusunda olduğunu açıklaması, "negatif faiz farkı" durumunun uzun dönemde varlığını sürdürmesi ihtimalini güçlendiriyor. Hâlihazırda, doğal faiz oranları gecelik faiz oranlarının 35 baz puan altında da olsa, Fed'in tercihini, "sıkı politika bölgesi"nde yer almaktan yana kullandığı söylenebilir.

Greenspan dönemi faizleri

"doğal" mıydı?

Alan Greenspan'ın, 1987'de selefi Paul Volcker'den teslim aldığı para piyasası, faiz oranları açısından neredeyse sorunsuz bir piyasaydı. "Faiz farkı" neredeyse sıfırdı ve Greenspan'a, Volcker'den iyi bir miras kalmıştı. Göreve geldikten sonra, kısa vadede faiz oranlarını, doğal faiz oranlarının altına çeken Greenspan, 1990'ların başındaki ekonomik duraklama dönemine kadar, kısıtlayıcı bölgede yer almayı tercih eden politikalar uyguladı. Nitekim, ekonomideki yavaşlama, "negatif faiz farkı" durumunun sonuçları ile örtüşüyor. Ancak Greenspan'ın bu dönemde artan enflasyona cevap vermek istemesini de göz ardı etmemek gerekiyor. Bunalım sonrası dönemde, mortgage ve emlak piyasalarında sert rüzgârlar eserken, Greenspan, piyasa faiz oranlarını, doğal faiz oranlarının altında tutmayı tercih etti.

1994 yılı, para politikasının Greenspan tarafından ilk kez dengede tutulabildiği dönem olması açısından önem taşıyor. Bundan sonraki dönemde, 2001'deki durgunluğa kadar, Fed, piyasa faiz oranlarını, hâlihazırda yükselme eğiliminde olan doğal faiz oranlarının da üzerinde tutmuştu. 2001 durgunluğu boyunca doğal faiz oranları düşme eğilimi gösterirken, Greenspan, deflasyon endişesi nedeniyle, piyasa faizlerini daha da aşağıya çekerek, piyasalara enflasyon yönünde baskı yapmayı tercih etti ve bunda da başarılı oldu. Bu durum 2004'e kadar sürdü ve 2004 ortalarında Greenspan, para piyasalarını ikinci kez rayına oturtma girişiminde bulundu. 2005'e gelindiğinde Fed'in faizleri Morgan Stanley baş ekonomistleri tarafından belirlenen "Doğal" seviyesine



oturmuştu. Yani Greenspan, sadece şanslı bir halef değil, ayrıca başarılı bir selefti de.



Fed'in faizlerle ilgili bundan sonra alacağı kararlar, sözü edilen dengenin hangi noktalara taşınacağını gösterecek. Geçen Ocak ayı sonundaki toplantıda Fed'in, 2004 Haziran'ında başlattığı sıkı parasal politikasının devamına işaret eden 14. faiz artırımı kararını alması, gecelik faizlerin son beş yılın en yüksek seviyesine çıkmasına neden oldu. Bu karar, zaten iplerin daha da gerileceği beklentisi içinde olan piyasaların beklentilerini daha da güçlendirdi. Diğer taraftan yüzde 5'lere doğru yol almaya devam eden faizlerin, doğal faiz oranlarından daha da uzaklaşma eğilimi göstermesi, orta vadede, ekonomi motorunun devir düşürebileceği ve enflasyonun hız kesebileceği yolunda endişelere yol açıyor.

Piyasa resmi faiz oranlarının doğal faiz oranlarının altında kaldığı bölge olarak anılan "sıkı politika bölgesi", ekonomik politikalarda iplerin gerildiğinin bir işareti olarak algılanıyor. 1962'den bu yana ABD ekonomisinde zaman zaman bu yöndeki etkiler görülüyor. Mesela 60'ların sonlarına doğru yaklaşık yüzde 1'lik farkla başlayan sıkı para politikasının boyutu, 1980'lere doğru yaşanan buhranın da etkisiyle yüzde 6'ya kadar çıkmıştı. Doğal faiz oranlarının yüzde 6 kadar üzerinde seyreden yüksek piyasa faiz oranlarının, 1975'in sonlarında doruk noktasına ulaşmış, 80'lere doğru sona eren gevşek para politikasının hemen ardından ortaya çıkmasının da dikkat çekici olduğunu belirtmek gerekiyor.

Tahmini ama dinamik değerler

Tahmini değerler olan doğal faiz oranları, dinamik bir yapı sergiledikleri için, etkin olduklarında, gerek piyasa oyuncularına, gerekse piyasadaki kural koyuculara karşılaştırmalar yapma imkânı sunuyorlar. Gözlenebilir bir yapıda olmayan doğal faiz oranlarının değeri de gözlemlenemeyen bir başka değişkene, potansiyel çıktı miktarına dayandırılıyor. Sezgisel olmalarının yanında, tamamen tahmine dayanmaları, merkez bankalarının ve ekonomistlerin işini zorlaştırıyor. Beklenen üretim seviyesinden sapmaları belirlemek için gerekli olan potansiyel üretim miktarı da bu noktada

tamamen ekonomideki gidişe ve tahminlere dayandırılarak hesaplanıyor. Bu nedenle, doğal faiz oranlarının güvenilirliği, onları belirleyen tahmini etmenlerin güvenilirliğine bağlı bulunuyor. Gerçekleşen üretimin potansiyel üretime eşit olduğu durumda, piyasa faiz oranlarının, tahmini olan doğal faiz oranlarına eşit olduğu kabul ediliyor.

Doğal oranları sabit değerler olsaydı, piyasa faiz oranlarının uzun dönemdeki ortalaması alınarak, bu faizler hakkında etkin tahminler yapılabilir ve gelecek beş senede piyasa faiz oranlarının hangi seviyede kalacağı konusunda kolayca fikir sahibi olunabilirdi. Ancak bunun, ekonomik teoriyle gelişen bir yaklaşım olduğu da bir gerçek. Çünkü doğal faiz oranları, arz ve talebin etkisindeki dinamik değerler oldukları için, bu etkinin sebep olduğu dalgalanmaların büyük olması da durağan tahminlerin verimliliğini büyük ölçüde düşürüyor. Ayrıca, geliştirilen birçok tahmin yöntemi, enflasyon oranlarındaki dalgalanmaların piyasa faiz oranlarını sapmalara maruz bıraktıkları dönemlere ilişkin zaafalarını da yok edebilmiş değil.

Pratikte belirlenmeleri oldukça sancılı bir süreç teşkil etse de, genel anlamda doğal faiz oranları mekanizmasının işleyişi oldukça basit. Enflasyon, bir önceki dönemdeki üretim hacmi sapmalarına tepki veriyor. Gerçekleşen üretimin, beklenen üretimden yüksek gerçekleşmesi, enflasyonun yukarı doğru, beklenen üretimin altında kalması ise enflasyonun aşağı yönlü hareket edeceğine işaret ediyor. Esasında bu, klasik Philips Eğrisi yaklaşımının bir sonucu. Bu mekanizmada, üretim sapmalarını belirleyenler biraz daha farklı bir şekilde ortaya çıkıyor. Üretim seviyesindeki dalgalanmalar, dönemsel faktörlerin ve faiz oranı sapmalarının bir sonucu olarak gerçekleşirken, faiz oranındaki sapmalar, ekonominin parasal politikalarındaki duruşunun bir resmi olarak görülüyor.

Sonuçta, "negatif faiz farkı"nın sonucu "negatif üretim farkı" olurken, piyasa faiz oranlarının olması gerekenden yüksek seviyede seyretmesi, üretimin beklenenden aşağıda gerçekleşmesine neden oluyor. Bu durum enflasyona aşağı yönlü baskıda bulunurken, parasal politika otoritelerinin enflasyon üzerindeki dolaylı etkisi hakkında da genel bir fikir veriyor.

Etkin işleyen bir mekanizma

Enflasyonun düşüş gösterdiği dönemler öncesinde, merkez bankası "sıkı politika bölgesi"nde kalmayı tercih ederken, yüksek enflasyonun varlığına sebep olarak ise parasal politikaların "genişleyici bölge" sınırları içerisinde tutulmaya çalışılması gösteriliyor. ABD ekonomisi 60 ve 70'li yıllar boyunca parasal politika iplerini gevşek tutarak ekonomik canlılığı korumaya çalıştı ve bu dönemde yüksek enflasyonla karşılaştı. Bu durum, doğal faiz oranlarının ekonomik durumu belirlemedeki gücünü ortaya koyuyor. Bahsedilen dönemde sıkı parasal politikanın uygulanmadığı sonucuna varmak için, doğal faiz oranlarının durumunun belirlenmesi gerekiyor. Bu dönemde, olması gerekenden düşük seyreden piyasa faizlerine, ekonomi, ılımlı bir pozitif enflasyon ve beklenenden yüksek gerçekleşen üretim ile karşılık veriyor. 80'li yıllarla birlikte faiz farkının pozitif değerlere ulaşmasıyla, kısıtlayıcı parasal politika bölgesine geçilmesi sonucu, enflasyon rakamında bir düşüş trendi göze çarpıyor.

Merkez bankasının piyasa faiz oranlarını olması gerekenden daha yukarı çektiği dönemlerde, ekonominin bu harekete daima bir duraksama ile cevap verdiğini gözlemek mümkün. Bu da ABD ekonomisi için doğal faiz oranlarının etkin bir şekilde hesaplandığını ve ekonominin parasal politikalar boyutundaki duruşunun doğru saptandığını gösteriyor.

Doğal faiz oranlarının işleyişi ile ilgili çok fazla deneysel çalışma yok. Ancak ekonomistler, doğal faiz oranlarını tahmin etmede son birkaç yıldır anlamlı bir yol kat ettiler. Bununla beraber, henüz bu tahminlerin tam bir doğruluk taşıdığı yönündeki kanaat zayıf. Zira yapılan tahminler, seçilen istatistik metoduna bir hayli duyarlı ve bu oranların kesin değerlerle ifade edilmesi hayli zor. Ancak ufak sapmaların oluşması doğal sayılsa bile, doğal faiz oranlarının bundan sonraki dönemde, bir asır boyunca olduğu gibi sadece teoride kalarak, piyasalardan uzak duruşunu sürdürmeyeceği kesin.