

FED'İN GEÇMİŞ DÖNGÜLERİNDEN BUGÜNE IŞIK TUTACAK TARİHİ DERSLER

Analizde ABD Merkez Bankası'nın (FED) 1983 yılından beri yaptığı altı parasal sıkılaştırma (faiz artırımı) döngüsünü temel aldım. Analize 1983 öncesini dahil etmedim, çünkü paradigma değişiklikleri nedeniyle "karşılaştırılabilirlik" zayıf.) Zorlama sonuçlar üretilebilirdi. Kaldı ki genel bir yargıya varabilmek için altı döngünün fazlasıyla yeterli olduğunu düşünüyorum.

Elbette her faiz artırımı döngüsünün kendisine has bir hikâyesi var. Bir döngünün arka planındaki makroekonomik durum ve finansal piyasa koşulları diğerlerinden farklı, ama iyi analiz edildiğinde döngüler arasında pek çok "ortak noktayı" tespit etmek mümkün. İşimiz gereği, "benzerler arasındaki farklılıkları, farklılar arasındaki benzerlikleri" bulmak zorundayız. Bu yazımda "farklıların benzerliklerini" öne çıkaracağım.

Son altı döngüden çıkan ortak noktaları zihinlere daha rahat giriş yapabilmek için maddeler halinde aktarıyorum:

1. "Tamam ABD ekonomisi toparlandı, evet her ay ortalama 200 bin istihdam yaratma kabiliyetine ulaştı ama enflasyon kıpırdamıyor, enflasyonda yukarı yönlü hareketlenme başlamadan FED harekete geçmez" görüşündekilere döngü analizi cevabı veriyor: Son altı döngüde FED'i ilk "bebek adımı" nı (0.25 puanlık artırımı) atmaya yönelten faktör enflasyondaki yukarı yönlü hareketlenmeden ziyade istihdam piyasasındaki toparlanma olmuş. (Bkz. Tarım Dışı İstihdam başlıklı grafik.)

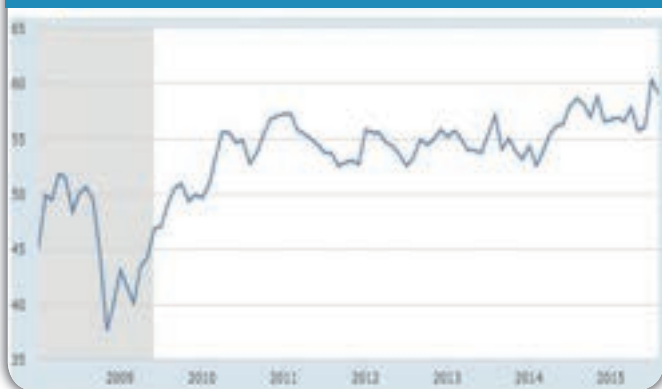
TARİHİ BİR DÖNEME GİRMEKTEYİZ. FİNANSAL PİYASALAR, DOLAŞIMDAKİ PARANIN ÜÇTE İKİSİNİ OLUŞTURAN DOLARIN PATRONU FED'DEN YAKLAŞIK 10 YILDIR BİR FAİZ ARTIRIMI GÖRMEDİ. **10 YIL SONRA YAPILACAK İLK FAİZ ARTIRIMI "ÖNCESİNDE", "SIRASINDA" VE "SONRASINDA" PİYASALAR NASIL ETKİLENECEK?** MALUM, SADECE FİNANS PİYASASI PROFESYONELLERİ DEĞİL, TÜM EKONOMİK AKTÖRLER BU SORUYA CEVAP ARIYOR.

ABD ekonomisi için aylık ortalama istihdam artışı 150 bin üzerindeyse işler “iyi”, 200 bin üzerindeyse işler “çok iyi” gidiyor demektir. Bazı yorumcular FED’i “trader” sanıyorlar her halde. Merkez bankaları bir ayın verisine göre hareket etmez. Verilerin eğilimini esas alırlar. Eğilimi görmek için de verilerle “flört” edilmeli. Hareketli ortalamalara bakılmalı. Aylık istihdam artışının 12 aylık hareketli ortalaması 243 bin, üç aylık hareketli ortalamasıysa 221 bin. 200 binin üzerindeki istihdam artışına FED’in duyarsız kalmaması gerekiyor. 2. Son altı döngünün çoğunda piyasa profesyonelleri “ters ayakta” yakalanmışlar. FED’in güçlü ve saydam iletişim politikasına rağmen ekonomik birimlerin FED’in faiz artırımlarına yönelik “zaman” tahminleri genellikle yanlış çıkmış. Bunu FED’in faiz artırımlarını takip eden aylarda kısa vadeli piyasa faizlerindeki yükselişten görmek mümkün.

3. FED’in faiz artırım “sürecinde” piyasaların bozulduğu yönündeki görüş çok genelleştiği için pek sorgulanmıyor. Haliyle de bu “galat” hemen hemen herkesin zihnine aktarıldığı şekilde yerleşmiş durumda. Lakin geçmiş döngülerin analizi ortaya farklı bir tablo koyuyor. FED’in faiz artırım sürecinde başta emtia ve borsa endeksleri olmak üzere riskli varlık fiyatlarında yükseliş devam etmiş. Daha da ileriye götürelim, gelişen ekonomilerin borsa endekslerindeki ortalama getiri, gelişmiş borsa endekslerindeki ortalama getirinin de üzerinde gerçekleşmiş (burada aktarılanlar ilgili dönemlerin ortalaması olarak görülmeli).

4. Lakin 3’üncü maddedeki yargının önemli bir istisnası var. Teşbihte hata ol-

Hizmetler endeksi kriz sonrası dönemin zirvesinde. ABD ekonomisinin %82’si hizmetler sektörüdür.



TARIM DIŞI İSTİHDAM

ABD ekonomisi her ay ortalama 200 bin yeni istihdam yaratıyor. Aylık istihdam artışı ekonominin çok güçlendiğine işaret ediyor.



maz. Sizi yıkan yumruk, sert olandan ziyade nereden geldiğini görmediğiniz yumruktur. Şimdi bu cümleyi FED ekseninde değerlendirelim. FED’in faiz artırımları “beklenenden hızlı” ve(-)ya “beklenenden büyük adımlarla” geldiğinde piyasalar adeta çöküyor. Piyasaların o acımasız “önce sat sonra sor” eğilimi ön plana çıkıyor. “Beklenenden hızlı”ya örnek, ekonomik birimlerin bir toplantı artırıp üç toplantı pas geçmesini beklediği FED’in daha sık faiz tokatı atmasıdır. “Beklenenden büyük adım”a örnek ise ekonomik birimlerin 0.25 puanlık “bebek adımı” beklediği FED’den 0.50 puanlık “ebeveyn adımı” görmesidir. Geçmiş döngüler içinde 1994-1995 döngüsü bu duruma en güzel örnek. FED ile ekonomik aktörlerin iletişim sıkıntısı yaşadığı bir faiz artırım döngüsü olan 1994-1995 döneminde, FED’in faiz artırım süreci piyasaları hırpaladığı görülüyor. Özetlersek, faiz artırım süreçlerinde piyasaları olumsuz etkileyen “negatif sürprizler” oluyor. Beklenenden yüksek dozlu ve beklenenden hızlı faiz artırımlarının piyasalara faturasının ağır olduğu biliniyor.

Şimdi elimizdeki bilgiler ışığında bugüne bakalım. İlk faiz artırım için çok geç kalındı. ABD ekonomisinin %82’sini oluşturan hizmetler sektöründeki büyüme ISM Hizmetler Endeksi başlıklı grafikte görülüyor. Benzer şekilde, ABD’deki aylık ortalama istihdam artışı da FED’in ilk hamle için geciktiğinin işareti.

“ABD dışı” dünyada yaşananlar (Çin’deki yavaş büyüme, Avrupa’daki zayıf görünüm, gelişen ekonomilerin büyüme hızlarındaki yapısal yavaşlama...) nedeniyle FED’in içinde bulunduğumuz konjonktürde piyasalara “negatif sürpriz” sunması ihtimali çok ama çok düşük.

Kaldı ki FED, ilk faiz artırım yapacağı toplantının bildirisine güçlü bir güvercin ifade yerleştirerek faiz artırımının piyasalar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiyi sınırlandırabilir. Peki, nasıl bir ifade? “Kayda değer bir süre” faiz artırımını yapılmayacağı vurgusu... Özetle ilk faiz artırımının ilk şoku kaçınılmaz bir şekilde yaşanacak. Lakin sonrasında FED de piyasalar da rahatlar...