

Kutu 2.1

Fed'in Yeni Politika Çerçevesi ve Gelişmekte Olan Ükelere Olası Etkileri

Fed 2012 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçerken yayımladığı strateji dokümanını güncellemiş ve Küresel Finans Krizi (KFK) sonrasında politika çerçevesinde önemli değişiklikler yapan ilk büyük merkez bankası olmuştur. Açıklanan yeni strateji metni KFK sonrası oluşan makroekonomik koşulları özetlemekte ve politika çerçevesine dair yenilikler içermektedir (Şekil 1).¹ İkili hedef yaklaşımı ve yüzde 2'lik enflasyon hedefi korunurken yeniliklerden en önemlisi ortalama enflasyon hedeflemesine geçiş olmuştur.

Şekil 1: Makroekonomik Koşullar ve Fed'in Strateji Metninde Yapılan Değişiklikler



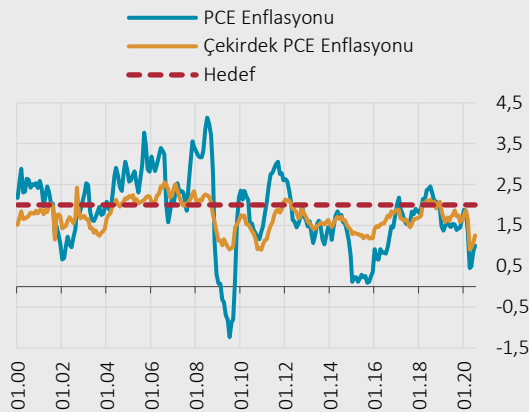
Fed, KFK sonrası ekonomik koşullara ilişkin iki önemli tespit yapmıştır. Bunlardan ilki nötr (doğal) faizdeki belirgin düşüş, ikincisi ise tüm genişletici politikalara karşın hedefin altında seyreden çekirdek enflasyondur (Grafik 1). Enflasyonun uzun bir süre hedefin altında seyretmesi beklentilerin de orta ve uzun vadede bu yönde şekillenmesine neden olmaktadır. Böyle bir beklenti oluşumu, tüketimin ertelenmesi yoluyla enflasyonu daha da düşürmekte ve uzunca bir süredir Japonya ekonomisinde gözlendiği gibi ekonomik büyümeyi sınırlayan bir döngüye dönüşebilmektedir. Hedefin altında oluşan beklentiler düşük nötr reel faiz ile birlikte nominal politika faizinin uzun dönem denge değerini de düşürmekte ve politika alanını daraltarak para politikasını etkisizleştirmektedir (Grafik 2). Fed'in çerçeve değişikliğinin temel amacı, enflasyon beklentilerini artırarak hem ekonomiyi yukarıda bahsedilen döngüden korumak hem de faizler için sıfır alt sınırının bağlayıcı olduğu durumda para politikasının etkinliğini artırmaktır.

Para politikasındaki bu tıkanma uzun bir süredir gelişmiş ülke politika yapımcıları tarafından ve ekonomi yazınında tartışılmaktadır. Bu kapsamda klasik enflasyon hedeflemesini "sıfır alt sınırı" ve "hedeften düşük enflasyon" ile mücadele açısından kuvvetlendirecek bazı "takviye stratejiler" önerilmektedir.² Fed, bu stratejiler içerisinde "nominal GSYİH hedeflemesi", "fiyat düzeyi hedeflemesi" gibi seçenekler arasından "ortalama enflasyon hedeflemesi" çerçevesini tercih etmiştir.

¹ Yeni strateji dokümanı ve yapılan değişiklikler için bkz. Fed (2020a) ve Fed (2020b).

² Küresel para politikasındaki değişim ve takviye stratejiler için bkz. Yavuz (2017).

Grafik 1: ABD’de Yıllık Enflasyon* (%)

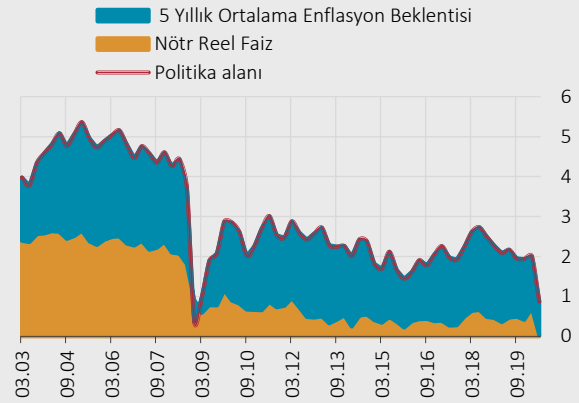


Kaynak: St. Louis Fed.

* Kişisel tüketim harcamaları (PCE - Personal consumption expenditures) enflasyonu.

** Nötr reel faiz değerleri Holston, Laubach ve Williams (2017) çalışmasından, enflasyon beklentileri ise Philadelphia Fed anketinden alınmıştır. Nötr reel faiz ile enflasyon beklentisi toplanarak nominal faizin uzun dönem denge değeri hesaplanmıştır. Bu değer aynı zamanda bir durgunluk anında politika faizinde yapılabilecek azami indirimi, dolayısıyla, politika alanını ifade etmektedir.

Grafik 2: ABD’de Nötr Faiz, Enflasyon Beklentileri ve Politika Alanı** (% Puan)



Kaynak: HLW (2017), Philadelphia Fed.

Takviye Stratejiler ve Ortalama Enflasyon Hedeflemesi

Klasik enflasyon hedeflemesinde enflasyonun orta vadeli hedeften sapmalarına tepki veren bir uygulama söz konusudur. Enflasyonun hedefin altında ya da üzerinde seyrettiği dönemler “geçmişte kalmış” kabul edilmekte ve enflasyon eğilimi hedefle uyumlu hale geldiğinde, para politikası aktarımındaki gecikmeler de dikkate alınarak, bu eğilimi koruyacak politikaya geçilmektedir. Enflasyon hedeften fazla sapmadığı veya sapmalar uzun süre aynı yönde seyretmediği takdirde bu politikanın uzun vadede fiyat istikrarını sağladığı ve yüzde 2 civarında bir enflasyon oranını tutturduğu söylenebilmektedir. Ancak, sapmaların büyüklüğü arttıkça veya süresi uzadıkça enflasyonun ortalama değeri yüzde 2’den oldukça farklılaşmaktadır.

Önerilen takviye stratejilerde ise hedeften sapmalar artık “geçmişte kalmış” kabul edilmemekte ve telafi edilmektedir. Sözgelimi, nominal GSYİH hedeflendiğinde enflasyonun hedefin altında kaldığı bir dönemin ardından hedefin tutturulabilmesi için ya daha yüksek enflasyona ya da daha yüksek üretime ihtiyaç duyulacaktır. Yine fiyat düzeyi hedeflendiğinde de yüzde 2’lik enflasyon ile uyumlu fiyat düzeyinin tutturulması için tüm sapmaların tam olarak telafi edilmesi gerekecektir. Ortalama enflasyon hedeflendiğinde de hedeften sapmaların ortalamayı tutturacak şekilde aksi yönde telafi edilmesi gerekmektedir. Ortalama enflasyon hedeflemesi bu stratejiler arasında hem daha esnek olması hem de uygulama pratiği açısından tercih edilmektedir (Svensson, 2020).

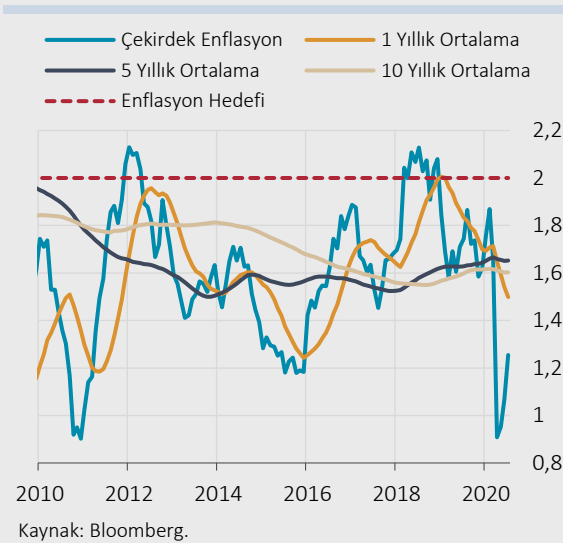
Bu çerçevede, Fed’e, son dönemde olduğu gibi enflasyonun uzun bir süre hedefin altında seyrettiği bir dönemden sonra, bir süreliğine makul oranda hedef-üstü bir enflasyona izin verme olanağı tanıyacaktır. Fed böylece enflasyon hedefi ile çelişmeden ekonomi toparlanma dönemine girdiğinde istihdamı desteklemeye devam edebilecektir. Ayrıca politika güvenilir bulunursa sıkışan para politikasına da fazladan alan sağlayacaktır. Politika faizinin sıfır alt sınırına dayandığı günümüzde hanehalkı ve firmaların Fed’in enflasyonu önümüzdeki dönemde yüzde 2’nin üzerinde tutacağına inanması halinde enflasyon beklentileri artacak ve Fed politika faizini hiç değiştirmeden reel faizi daha da düşürmüş olacaktır. Bu durum ekonominin durgunluktan çıkmasını hızlandırabilecektir. Burada altı çizilmesi gereken, Fed’in enflasyonu önemsemeye devam ettiğini ve aşırı artışlara müdahale etmekten kaçınmayacağını vurgulamış olmasıdır.

Değerlendirmeler ve GOÜ'lere Olası Etkiler

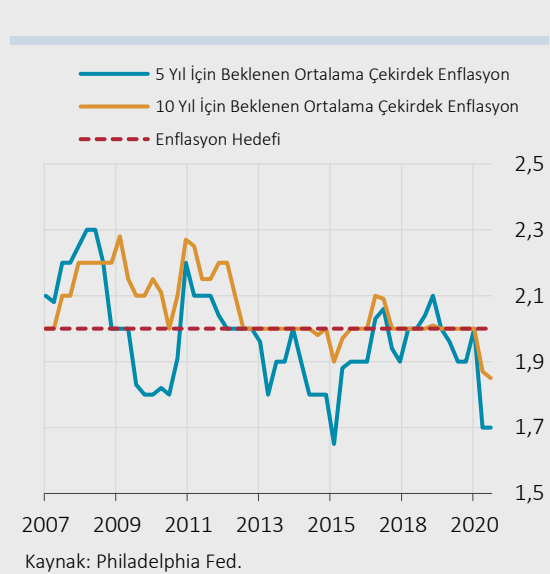
Fed'in kısa dönemde yüzde 2'nin üzerinde bir enflasyon hedefleyeceğini belirtmesi ve bu yönde tüm araçları kullanması daha uzun süre "destekleyici" politikayı sürdürme yönünde bir kararlılık içermektedir. Bu anlamda uzunca bir süre (FOMC üyelerinin medyan öngörülerine göre en azından 2023 yılı sonuna kadar) politika faizinin değişmesi beklenmezken, diğer genişletici araçların da kullanılmaya devam edileceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, politika normalleşmesi sürecinin de en azından bir süre için ertelendiği ve yakın dönemde para politikası yönünden küresel likiditeyi kısıtlayıcı bir etki gelmeyeceği öngörülebilir. Bu durum GOÜ'lere portföy akımları açısından olumlu bir "iten" faktör olabilecektir.

Durgunluk dönemlerinde ve enflasyonun uzun süre hedefin altında seyrettiği dönemlerde ortalama enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesine göre beklenti yönetimi açısından daha etkin olma potansiyeline sahiptir. Öte yandan, yeni politika çerçevesi iletişim ve beklenti yönetimi açısından birçok belirsizliği de beraberinde getirmiştir. Örneğin, enflasyonun hedefin ne kadar ve ne süre boyunca üzerine çıkmasına izin verileceği hususundaki tolerans limitleri ve Fed'in doğal işsizlik seviyesine göre ne zaman harekete geçeceği gibi konularda belirsizlikler bulunmaktadır. Politikada yapılabilecek uyarlamaların sık olması, politika belirsizliğini artırarak, hane halkı ve reel sektör beklentilerinin bozulmasına ve nihayetinde hedefin referans olma özelliğinin kaybolmasına sebep olabilecektir. Farklı pencerelerde hesaplanan ortalama enflasyon patikalarının hedefe göre oldukça farklı noktalarda kalabileceği değerlendirildiğinde hangi vadedeki ortalamaların hedefleneceği, ne oranda bir "telafi" gerekeceği açısından belirleyici olacaktır (Grafik 3).

Grafik 3: Çekirdek PCE Enflasyonu ve Ortalama Değerleri (%)



Grafik 4: ABD'de Enflasyon Beklentileri (%)



Önümüzdeki dönemde Fed'in yeni politika uygulaması açısından oluşabilecek belirsizlik piyasalar açısından oldukça önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Eylül ayı FOMC toplantısında Başkan Powell'in açıklamaları bu tür belirsizliklere ilişkin sorulara net cevap vermemekle birlikte yeni soruları da beraberinde getirmiştir. Henüz salgının etkileri sürerken ve belirsizlik yüksekken, Fed uygulayacağı politika açısından daha bağlayıcı sözler vermekten kaçınmıştır. Bu bağlamda yapılan anketlerde de piyasa katılımcılarının, Fed'in yeni tanımlanmış hedefine ulaşabileceğine dair şüpheler dikkat çekmektedir (Grafik 4).

Özetle, söz konusu politika belirsizliği küresel piyasalarda ve GOÜ'lere portföy akımlarında dalgalanmaya neden olabilecek, piyasa beklentileri ve Fed'in politikası arasındaki olası uyumsuzluklar dalgalanmaları artırabilecektir. Bu durum GOÜ'lerde kur oynaklığını olumsuz etkileyebilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Holston, Laubach ve Williams (2017). "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics*, 108, 39–75.

Fed (2020a). "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", www.federalreserve.gov.

Fed (2020b). "Guide to Changes in the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", www.federalreserve.gov.

Svensson (2020). "Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve", *International Journal of Central Banking*, 16(1), 133-193, Şubat.

Yavuz (2017). "Küresel Para Politikasının Bugünü ve Yarını: Keşfedilmemiş Sularda Yüzmek", *Merkezin Güncesi*, TCMB Blog yazısı.