

**FED FAİZ İNDİRİMİNİN SONUÇLARI**

- Bilindiği gibi geçen Salı Günü Fed hem Fed Funds Rate'i, hem de Discount Rate'i 50 baz puan düşürdü. Böylece Fed Funds Rate 4.75, Discount Rate 5.25 oldu. Discount Rate daha önce de 17 Ağustosta 6.25'ten 5.75'e indirilmişti.
- Hatırlatma: Fed Funds Rate Amerika'nın interbank (bankalararası) dolar O/N faizi için hedef gösteren oran. Normal şartlar altında Fed bu piyasaya müdahale etmiyor, Fed Funds Rate buradaki bankalara hedef gösteriyor. Bu Amerikan ekonomisindeki taban faiz. Discount Rate ise Fed'in bankalara kullandırdığı reeskont kredisi. Normal şartlar altında hemen hiç kullanılmayan bir imkan. Yalnızca likidite krizi yaşayan, para piyasası lineleriyle kapanamayan bankalar buraya müracaat ediyor. Faizi daima cezai mahiyette Fed Funds'in üzerinde. 17 Ağustosa kadar bu imkandan kullanılan günlük ortalama kredi tutarı yalnızca birkaç milyon dolardı. 17 Ağustostan itibaren bu tutar hızla USD 2 mia.lı seviyelere tırmandı.
- Hatırlanacağı gibi ben Fed Funds Rate'in 25 baz puan ineceğini, Discount Rate'in ise değişmeyeceğini tahmin ediyordum, çünkü hızlı faiz indiriminin doların değerinde hızlı bir düşüşe yol açması gibi bir risk söz konusuydu. Bu da Amerika'yı stagfasyona sürükleyebilirdi. Buna karşılık Fed'in kararı Amerikan finans piyasasının acil talepleriyle orta vadeli makroekonomik istikrarı dengelemek değil, piyasanın ve hükümetin istediğini yapmak şeklinde oldu. Buradan iki mesaj çıkıyor: Birincisi, Amerikan ekonomisinde, özellikle finans sektöründe durum bizim şu ana dek görebildiğimizden daha kötü. İkincisi, Bernanke yönetiminin hükümet karşısında hiçbir özerkliği yok. Bu da faiz politikasında bundan sonra da sorumsuzca indirimler göreceğimize işaret ediyor.
- Wall Street medyası Fed'in 50 baz puanlık indirimiyle her şeyin çözüleceği propagandası yaptığı için doğal olarak Fed'in kararından sonra borsalar bir miktar yükseldi, fakat şu aşamada borsalardaki bu tür kısa vadeli hareketlerin fazla önemi yok. Önemli olan bu kararlar kredi piyasasında ve doların değerinde neler olduğu. Bunlardan birincisi Amerikan ekonomisinde büyümenin, ikincisi de dış dengenin nereye gideceğine ışık tutacak. Orta vadede asıl önemli olan bunlar, borsaların kaderi de orta vadede bunlara bağlı.
- Önce kredi piyasasına bakalım. Tabii bu piyasa hakkında birkaç güne bakarak fazla bağlayıcı konuşulamaz, ama ilk tepkiler şöyle: Son dönemde birdenbire 5.30'lardan 5.70'lere yükselmiş olan 3 aylık LIBOR büyük bir düşüşle 5.20'ye geriledi. Büyük bir düşüş, ancak bence bu bir ilk tepki, bundan sonra hep böyle gideceğinin garantisi yok. Burada mekanik bir ilişki yok, bu düşüş esas olarak psikolojik. Avrupa bankalarında ortaya çıkabilecek yeni bilanço sorunlarıyla LIBOR yeniden yükselebilir.

- Daha önemli olan Amerikan piyasasına gelirsek, Commercial Paper piyasasındaki daralma geçen hafta da devam ettiği gibi, Fed'in sisteme verdiği reeskont kredisi tutarı da azalmakla beraber yine yüksek bir seviyede kaldı. Yani 50 baz puanlık indirim Amerikan kredi piyasasında mucize yaratmadı, fakat dediğim gibi bu konuda fazla konuşmak için çok erken.
- Amerika'da büyümenin ne olacağı konusunda, daha doğrusu Amerika'nın resesyondan kurtulma ihtimalinin olup olmadığı konusunda önemli bir gösterge olan mortgage faizleri ise geçen hafta düşmedi, yükseldi (30 yıllık Fannie May ortalaması 6.31'den 6.34'e yükseldi). Yani mortgage piyasasında faiz indirimi ters tepti. Bunun sebebi bu tür uzun vadeli kredilerin gösterge olarak kısa vadeli Fed faizlerini değil, Amerikan tahvil faizlerini kullanması.
- Peki Fed'in faiz indirimiyle Amerikan tahvillerine ne oldu? Hatırlanacağı üzere Temmuzda borsalar sallanmaya başlayınca dünya yatırımcıları güvenli liman (safe haven) olarak Amerikan tahvillerine yönelmeye başlamıştı. Bu hareketle 10 yıllık kağıdın faizi 2 ay içinde 5.21'den 4.32'ye kadar düşmüştü. Bu harekete dikkat çekerken bunun geçici olduğunu, Amerikan ekonomisinde durgunluk tehlikesi netleşince bu sefer Amerikan tahvillerinden kaçış başlayacağını birkaç defa belirtmiştim. İşte önceki hafta zaten başlamış olan bu kaçış hareketi geçen hafta Fed'in kararıyla büyük hız kazandı ve 10 yıllık kağıdın faizi iki gün içinde 4.40'lardan 4.71'e kadar yükseldi, Cuma günü 4.62'den kapandı.
- Tabii olayı yalnızca yatırımcının tahvilden kaçışı olarak görmemek lazım. Her türlü Amerikan medyası bu yönde yayın yaparak tahvil fiyatlarındaki düşüşü yatırımcıların faizlerin düşmesiyle enflasyonun yükselmesi beklentisine girmelerine bağlıyor. Halbuki asıl mesele uluslararası yatırımcının Amerika büyük cari açık verdiği için, Fed faizleri inmeye başlayınca doların büyük değer kaybına uğramasından korkması. Dolayısıyla mesele yalnızca Amerikan tahvillerinden kaçış değil, dünya çapında dolardan ve bütün Amerikan (dolar cinsi) finansal varlıklardan kaçıştır.
- Şimdi bunu kanıtlayan göstergelere bakalım: Fed'in hesapladığı, diğer rezerv paralara (İngiliz sterlini, yen, Avustralya doları, Kanada doları, İsviçre frangı, İsveç kronası) karşı Amerikan dolarının dış ticaret ağırlıklı reel değerini gösteren endeks geçen Perşembe, Bretton Woods sabit kur sisteminin sona erdiği, kurların dalgalanmaya başladığı 1971 yılından bu yana görülmüş en düşük değerine geriledi. Ancak paniğe gerek yok, düşüş henüz çok sınırlı. Boyutunu endeksin geçmiş değerleriyle kıyaslayarak anlayabiliriz: Aralık 2005 : 93, Aralık 2006 : 90, Haziran 2007 : 88, Eylül 2007 : 86, geçen hafta: 84.7.
- Bu durumu bazı paritelerde de gördük: Dolar-avro ilk defa 1.41'i gördü, Cuma 1.4092'den kapandı, Kanada doları 30 yıldır ilk defa Amerikan dolarıyla eşitlendi, vs.

- Mesele bundan ibaret değil. Hemen tamamen Amerikan dolarıyla işlem yapılan iki çok önemli piyasa var: Altın ve petrol. Doların değerindeki düşüğe paralel olarak bunlar da yükselişe geçti: Petrol 82.50'yi görürken altın faiz kararıyla 724'ten 747'ye kadar çıktı. Wall Street medyası bu olayları arızî gelişmelerle açıklama peşinde. Halbuki bütün bunlar doların uluslararası değerindeki düşüşün farklı cepheleri.
- Görüldüğü gibi gerçek durum medyada pompalanan "Fed faiz indirdi, piyasalar düzeliyor" masalındaki kadar basit değil. Amerikan ekonomisi dengeli büyüme imkanlarını sonuna dek tüketerek aşırı boyutta dengesizlik ve risk yüklendiği için yönetimin elinde artık sihirli değnek kalmadı. Bankaları, borsayı yüzdürmek, mortgage piyasasındaki çöküşü frenlemek için yapılan faiz indirimi derhal dünya çapında dolardan kaçış başlattı. Tabii doların değerindeki düşüş belli sınırlar içinde kalır, kontrol altında tutulabilirse Amerika'nın dış dengesi düzelmeye başlar (cari açığı kapanmaya başlar), yükselen ithalat fiyatlarından ötürü Amerika'da ortaya çıkacak ılımlı bir enflasyon da düşmeye başlayan konut fiyatlarını yeniden şişirerek mortgage krizini yumuşatır. Ancak Amerika dışındaki ülkelerin USD 7.2 trilyonluk Amerikan finansal varlığı taşıdığı düşünülürse, dolardan kaçışın Amerika'nın işine gelecek boyut ve tempoda kalmasının düşük bir ihtimal olduğunu söyleyebiliriz. Kaçış hızlanır ve şiddetlenirse Amerika stagflasyona girer, ne borsası, ne tahvili kalır. Amerikan finans piyasalarının çöktüğü bir ortamda da hiçbir ülkenin finans piyasalarındaki balonlar sürdürülemez.
- Toparlayalım: Uzun vadede kötümserim. Amerika ne kadar faiz indirirse indirsin durgunluğa girecek ve piyasaları çökecek. Orta vadeye gelirse, bu faiz indiriminin Amerika'da borsaları ve mortgage piyasasını yüzdürmek için yeterli olmadığı kısa zamanda görülecek, dolayısıyla Fed'den yeni faiz indirimleri gelecek. Bu durumda doların ve dolar cinsi varlıkların (özellikle tahviller) değeri daha da düşecek. Bu yüzden portföyünde döviz bulundurmamak isteyenlerin artık dış açık sorunu olmayan ülkelere ait başka rezerv paraları (İsviçre frangı ve avro gibi) veya altını bir seçenek olarak incelemeleri yararlı olur. (Önemli Not: Ekonomik Yorumda herhangi bir finansal yatırım aracı için al veya sat tavsiyesi vermiyoruz.)
- Türkiye'deki kur gerilemesi ve borsa ve tahvillerdeki yükseliş konusunda ise yorum yapmaya bile gerek yok, hepsi tamamen spekülâtif. Dünya piyasaları tekrar hapsirdiği zaman burası nezle olur, dolayısıyla hepsinden uzak durmak lazım.

**Ekonomik Yorumu yalnızca aboneler okuyabilir. Yorumun dolaylı yollardan edinilerek okunması iş ahlâkına aykırıdır. Abonelik için: [selim@selimsomcag.org](mailto:selim@selimsomcag.org).**