

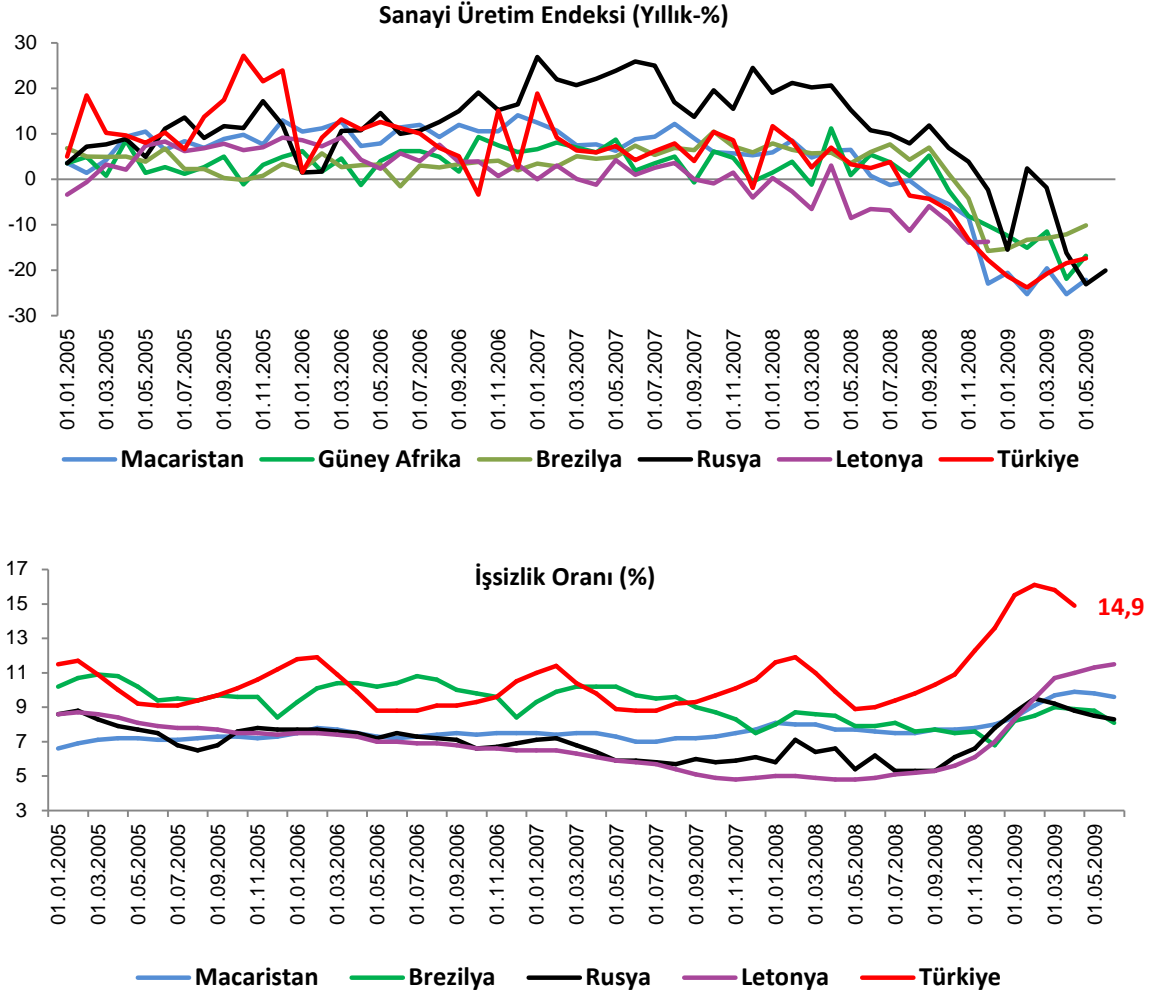


## ÖZET

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi rejiminden açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçti i ubat 2002 tarihinden itibaren, açıklanan nominal gösterge faiz oranları ve 12 ay sonrası TÜFE beklentileri ile hesaplanan reel faiz oranlarına göre, 2008 sonu itibariyle Türkiye tarihinde gör¼lmemi dü ük reel faiz oranları gör¼lmeye ba lanmı tır. Piyasalarda 29 Temmuz öncesinde, TCMB'nin faizleri 25 baz puan daha indirip, faiz indirimlerine ara verece i beklentileri hakim iken, 29 Temmuz'da yayınlanan **Enflasyon Raporu** ile ilgili açıklamasında Ba kan Durmu Yılmaz'ın, TCMB'nin faizleri indirmek için daha çok yeri bulundu u yönündeki açıklamaları, beklentilerin de i mesine neden olmu tur. Global krizin ba lamasıyla birlikte faiz oranlarını **toplam** 925 baz puan indiren TCMB, geli mekte olan ülkeler arasında en çok indirim yapan Merkez Bankası olmu tur. Dünyada Türkiye'nin en yüksek faizi verdi i dönemlerde, gösterge faiz oranlarının yüksekli i açısından Türkiye'ye en yakın ülkede **bile yerel para birimi cinsinden faizlerin, TL faizlerinin** 300 baz puan altında kaldı ı göz önüne alınırsa, yılba ından bu yana yapılan yüksek faiz indirimlerinin normal kar ılanması gerekmektedir.

Faiz indirimlerinin gerekçe ve sonuçlarını farklı açılardan ele almak gerekmektedir. Bu çalı mada TCMB'nin faiz indirimlerine ne süre ile devam edece i ve faiz oranlarını çekebilece i seviyeler, makro **ekonomik** açıdan, kur, **enflasyon**, di er ülkelerle olan faiz farkları ile CDS'ler açısından incelenmi tir.

## 1. MERKEZ BANKASI'NIN FAİZ KARARINA MAKRO AÇIDAN BAKIŞ



Ülkelerin sanayi üretimleri ve işsizlik oranı verileri incelendiğinde; Türkiye’de sanayi üretiminin Mayıs ayında yıllık bazda %17.4 oranında gerilediği, bu açıdan incelenen ülkeler arasında Macaristan ve Rusya’dan sonra üçüncü en kötü durumda bulunan ülke olduğu görülmektedir. Türkiye’de sanayi üretimindeki zayıflamanın son üç aydır yavaşlamasına karşın, hala diğer ülkelere kıyasla çok düşük seviyelerde seyrettiği dikkate alınmalıdır.

İşsizlik oranı bakımından Türkiye Nisan ayındaki %14.9’luk artışla, incelenen diğer ülkeler arasında en yüksek işsizlik oranına sahip ülke konumundadır. Türkiye’de ekonominin en iyi dönemlerinde bile işsizlik oranının katı olduğu bilinmektedir. Ülkenin yapısal olarak ithalata ve yurt dışından gelen sermayeye bağımlı bir büyüme sergiliyor olması, işsizlik oranının istenen seviyelere düşürülmesine engel olmaktadır. Bu nedenle yüksek işsizlik oranı Türkiye’nin önünde önemli bir sorun olarak durmaktadır. Yurt dışında tüketimin zayıf yapısını koruduğu dikkate alındığında, Türkiye’nin yurt içi tüketimini canlandırması, yatırımlarını arttırması ve üretime dayalı bir büyüme modeline geçerek yurt dışına bağımlılığını azaltması açısından önünde büyük bir fırsat bulunmaktadır. Bundan dolayı, yurt içi tasarruf oranının düşüklüğü göz önüne alındığında, yatırımların arttırılması ve faiz oranlarının düşük tutulması ekonominin büyümesine olumlu katkı yapacaktır.

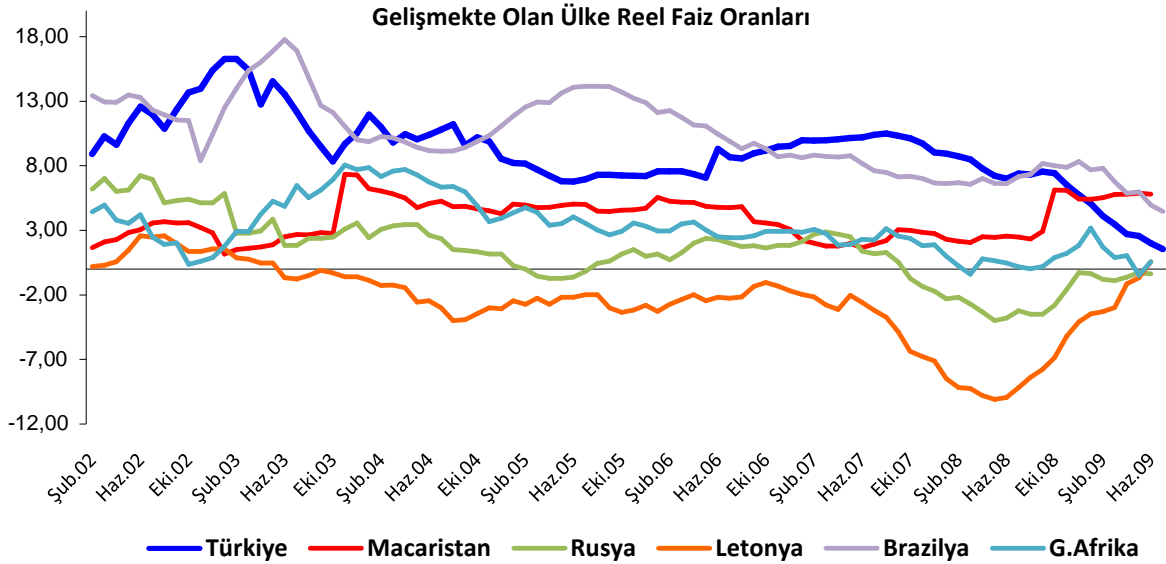
Merkez Bankası'nın uygulamakta olduğu faiz indirim politikası, tüketimin ve dolayısıyla üretimin canlanması sonucu artacak olan vergi gelirleriyle bütçe üzerinde de pozitif etkiler yaratabilecek bir politikadır. Halihazırda bütçe açığının bir sorun olarak görüldüğü bir ortamda, Hazine'nin artan borçlanma ihtiyacı faizler üzerinde yukarı yönlü baskılara neden olabilmektedir. Tüm bu faktörler göz önüne alındığında, olumlu global koşulların da yardımıyla, TCMB'nin faiz indirimine bir süre daha devam etmesimümkün görünmektedir.

## 2. FAİZ FARKININ FAİZ KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

### Gelişmekte Olan Ülke Reel Faiz Oranları ile Karşılaştırma...

TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın geçtiğimiz haftalarda yaptığı konuşma, "Merkez Bankası faizleri daha ne kadar indirebilir?" sorusunun gündeme gelmesine neden olmuştur. Bu durum diğer gelişmekte olan ülke faizlerinin ne düzeyde olduğu üzerine bir araştırma yapılmasının gerekliliğini ortaya koymuştur. Zira Türkiye'de diğer pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi dış kaynak ihtiyacı yüksek olduğundan faizler düşürülürken sadece enflasyon ve büyüme rakamları değil, diğer ülkelerin faiz oranlarının da dikkate alınması gerekmektedir. Bunun arkasındaki temel neden ise yabancı yatırımcının en yüksek faiz kazancının olduğu yere yönelecek olması ve Türkiye'nin bu alandaki rekabetçiliğini korumak istemesidir.

Çalışmamızın bu kısmında, Türkiye'ye hem ekonomik hem de piyasa yapısı açısından yakın olduğu düşünölen 5 gelişmekte olan ülkenin faiz oranları incelenmiştir. İlk önce, seçilen ülkelerin makro ekonomik yapısına ve reel faizlerin<sup>1</sup> seyrine bakılmış, daha sonra da bu oranlar Türkiye ile karşılaştırılarak bir sonuca varılmaya çalışılmıştır.



Kaynak: Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü tarafından hesaplanmıştır.

<sup>1</sup> Reel faiz oranlarının hesaplanmasında, "Fisher's formula" olarak bilinen  $1 + r = \frac{1+i}{1+\pi^e}$  formülü tercih edildi.  $r$ , reel faiz oranını;  $i$ , Merkez Bankalarının ilan ettiği nominal gösterge faiz oranını,  $\pi^e$  ise 12 ay sonrası için beklenen TÜFE enflasyonunu göstermektedir. Bazı ülkeler için beklenti oranları bulunamadığından gerçekleşen enflasyon oranları kullanıldı.

Uzun bir süredir yüksek cari açık veren Macaristan'ın ekonomik yapısı incelendiğinde, dış kaynak ihtiyacının çok yüksek olduğu görülmektedir. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi bu durum, krizin başlangıcında yatırımcıların tedirgin olup yatırımlarını Macaristan'dan çekmesine, Macaristan Merkez Bankası'nın 2008 Kasım ayına kadar faizleri yükseltmesine neden olmuştur. Fakat, daha sonra ülke ekonomisi küçülmeye başlayınca, Merkez Bankası faizleri indirmek zorunda kalmıştır. Bu sebeple Macaristan Merkez Bankası'nın nominal faizleri indirmek için daha çok yeri bulunmaktadır. Macaristan reel faiz sıralamasında seçilen ülkeler arasında en yüksek reel faize sahip ülke konumundadır. Dış kaynak ihtiyacının yüksek olmasından dolayı, ileriki dönemlerde faiz indirimleri devam etse de çok hızlı bir şekilde inmesi beklenmemektedir. Hatta reel faiz oranlarının %2'nin altına inmesinin muhtemel olmadığı düşünülmektedir. Bu da nominal faiz oranlarının %5.5 seviyesinin altına inmesinin pek mümkün olmadığını göstermektedir.

Brezilya, seçilen gelişmekte olan ülkeler arasında gerek ekonomi açısından gerekse piyasa açısından en gelişmiş seviyede bulunmaktadır. 2007 yılının ortasında krizin başlamasıyla birlikte, yatırımcıların bu ülkeden çıkması, Brezilya'nın 2008 ortalarına kadar faizleri artırmasına neden olmuştur. İlerleyen dönemde enflasyon ve iç/dış talebin iyice düşmesiyle büyümeyi koruyabilmek için (ekonomideki küçülmeyi azaltmak için) Brezilya Merkez Bankası faizleri indirmeye başlamıştır. Faizlerin, ilk önce yükseltilmesi daha sonra da kademeli şekilde indirilmesi sebebiyle Brezilya, seçtiğimiz ülkeler arasında en yüksek reel faize sahip ikinci ülkedir. Beklentilerin çok üzerinde sert bir şekilde faizleri indiren Brezilya Merkez Bankası'nın, 2010 yılında yeniden faiz artırımlarına gerek duymamak için faizleri daha fazla indirmeyi istememesine karşılık, ekonomik daralmanın artarak devam etmesinin Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine devam etmesini sağlayabileceği düşünülmektedir.

Rusya'da reel faizler çok uzun zamandır negatif seviyelerde seyrederken talebin gerilemesi sebebiyle düşen enflasyonun etkisiyle söz konusu negatif seyir, Rusya Merkez Bankası'nın 2009 Mart ayından itibaren faiz indirime gitmesine rağmen artmıştır. Reel faiz oranı sıfıra yakın düzeyde bulunan Rusya Merkez Bankası'nın az miktarda da olsa faiz indirimi yapması ihtimali bulunmaktadır. Rusya, seçilen ülkeler arasında en düşük reel faize sahip ülke konumundadır.

Letonya reel faizlerinin Rusya'dan daha uzun bir süredir negatif seviyelerde olması sebebiyle global krizin başlamasıyla faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ancak Merkez Bankası'nın 2009 yılının Mart ayından itibaren yaptığı indirimlere rağmen, reel faizler pozitif seviyeye gelmiştir.

Güney Afrika ise, Türkiye gibi dış kaynağa bağımlı, ciddi oranlarda istihdam sorunu yaşayan bir ülkedir. Diğer gelişmekte olan ülkelerin yaptığı gibi önce faizleri artırmış daha sonra ise faiz indirime gitmiştir. Güney Afrika'nın bir süre daha faiz indirimlerine devam etmesi beklenmektedir.

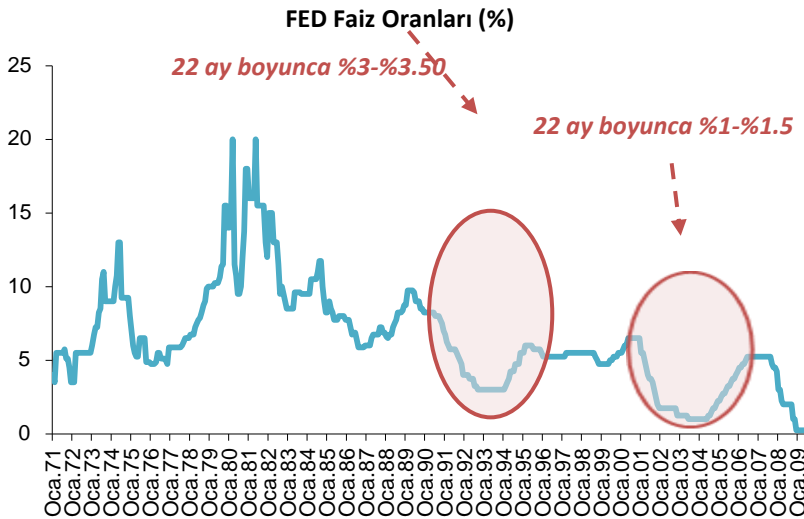
	<b>Türkiye ile reel faiz farkları (%)</b>
<b>Macaristan</b>	4.25
<b>Brezilya</b>	2.92
<b>Letonya</b>	-0.97
<b>G. Afrika</b>	-0.98
<b>Rusya</b>	-1.91

Yandaki tabloya göre, Türkiye'den sonra en yüksek reel faize sahip ülkeler olan Letonya ve Güney Afrika ile Türkiye'nin faiz oranlarının aynı seviyeye gelmesi için TCMB'nin 100 baz puan daha faiz indirimine gitmesi yeterlidir. Tüm gelişmekte olan ülkelerin faiz indirimlerine devam edeceği varsayımı altında, TCMB'nin önümüzdeki aylarda 100 baz puanlık indirim yapması hala en yüksek reel faize sahip üçüncü ülke olması durumunu değiştirmeyecektir. Ayrıca, TCMB'nin Rusya gibi negatif reel faize sahip olmayı göze alması

durumunda, enflasyon beklentilerinin çok fazla değişmeyeceği varsayımı altında faizlerde yapabileceği maksimum indirimin 175 baz puan olabileceği söylenebilir. Ancak böyle bir durumda, dış sermayeye bağımlı olan Türkiye'ye yurt dışından fon akışının azalması riskine karşı, bu kadar yüksek bir faiz indirimi yapılması zor görünmektedir. 175 baz puandan daha fazla bir indirim yapabilmesi Türkiye'de 12 ay sonrası için beklenen enflasyonun %6.35'in altına inmesi durumunda mümkün olabilecektir. Bu bağlamda şu an için TCMB'nin en fazla 100 baz puan civarında bir faiz indirimi yapması daha olası görünmektedir.

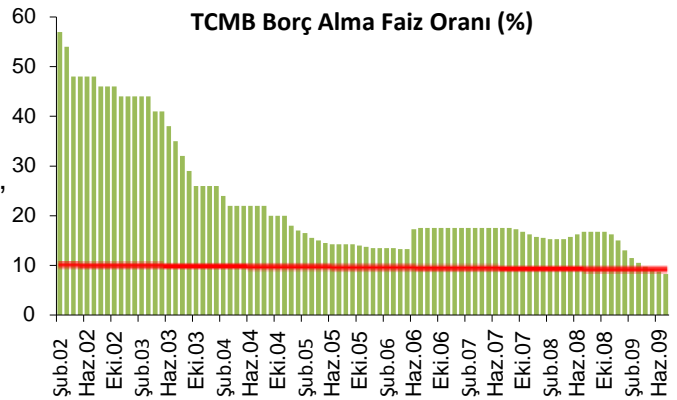
### Düşük Faiz Oranları Daha Ne Kadar Sürer?..

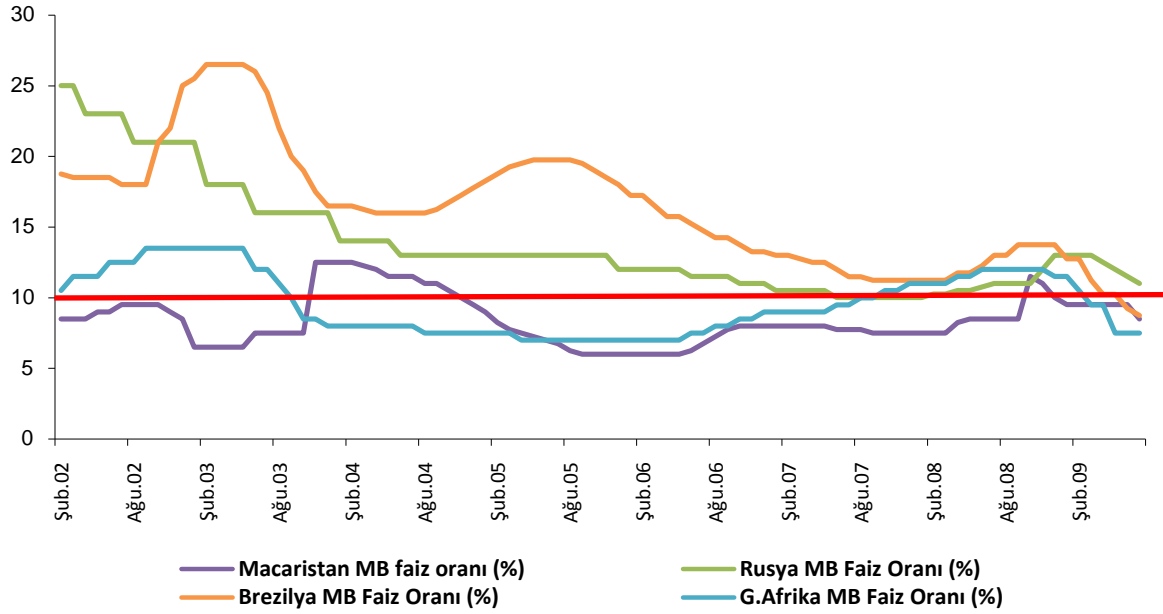
FED'in gevşek para politikasından çıkış stratejilerinden biri olan faiz artırım sürecinin başlama tarihi tartışılırken, TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz, konuşmasında sağlam orta vadeli mali programın oluşturulabilmesi ve sürdürülebilmesi durumunda gösterge faiz oranlarının 3 yıl boyunca tek haneli seviyelerde kalabileceğini söylemiştir. Bu da gelişmekte olan ülke merkez bankaları başta olmak üzere, diğer ülke merkez bankaları faizlerinin düşük seviyelerde kalma sürelerini incelememize neden olmuştur.



ABD Merkez Bankası (FED) krizin başlamasıyla birlikte faiz oranlarını sert bir şekilde indirmeye başlamıştır. Ağustos 2008'de %5.25 seviyesinde olan gösterge faiz oranını %0.25 seviyesine kadar düşüren FED'in önceki faiz kararları incelendiğinde, faiz oranlarını düşük sayılabilecek seviyelerde belli bir aralıkta 2 yıldan daha az sürede tuttuğu dikkati çekmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları incelendiğinde farklı sonuçlar dikkat çekmektedir. Brezilya Merkez Bankası Türkiye'de olduğu gibi tarihinde ilk defa faizleri tek haneli seviyelere indirirken, Macaristan Merkez Bankası'nın çok uzun süreler tek haneli faiz oranlarına sahip olduğu görülmektedir. Macaristan Merkez Bankası faiz oranlarını %6 ila %10 arasında 45 ay boyunca korurken, 2009 yılı itibariyle yeniden tek haneli rakamlara düşürmüştür.





Krizin başlamasıyla gösterge faiz oranlarını önce yükseltip dahasonra düşüren Güney Afrika Merkez Bankası da, Macaristan Merkez Bankası gibi 4 yıla yakın bir süre boyunca faiz oranlarını tek haneli seviyelerde tutmuştur. Rusya Merkez Bankası, gösterge faiz oranlarını süregelen krize rağmen, tek haneli rakamlara düşürmemiştir.

Krize karşı merkez bankalarının uyguladığı faiz indirimleri tahvil getirilerinde de aşağı yönlü hareket yaşanmasına dolayısıyla aradaki spreadin daralmasına neden olmaktadır. Spreadin daralması ise Türkiye'nin yabancı yatırımcılar gözündeki rekabetçiliğini azaltabilecek bir unsur olarak görülmektedir. Bu durumda Merkez Bankası'nın ancak Türkiye'nin rekabet gücünü kaybetmeyecek kadar faiz indirimlerine devam edebileceği düşünülmektedir.

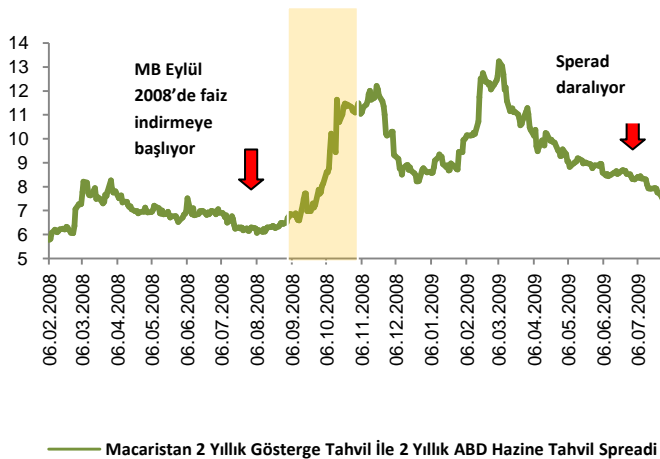
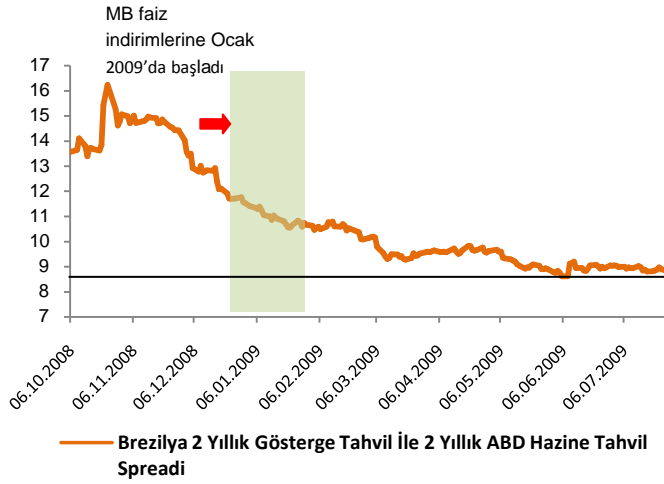
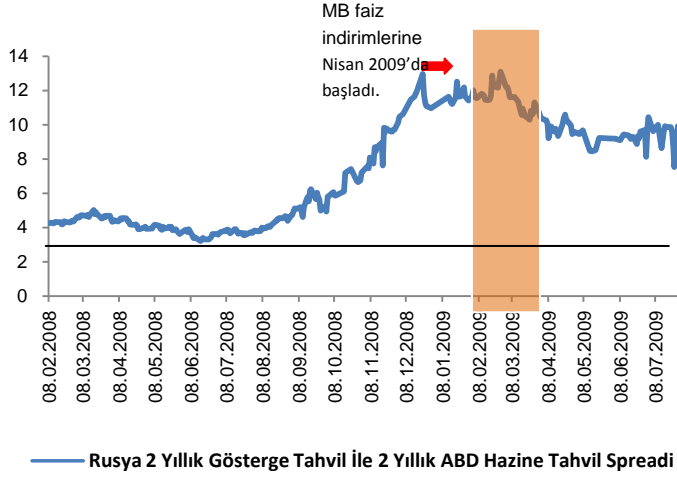


2 yıllık gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisi ile 2 yıllık ABD Hazine tahvil getirisi arasındaki spreadin tarihi dip seviyelere çok yaklaştığı görülmektedir. Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine devam ederek gösterge faizi %7.25 seviyesine çekmesi ve gösterge tahvilin bileşik faizinin %10 seviyelerine gerilemesi durumunda, 2 yıllık gösterge tahvil ile ABD Hazine tahvil arasındaki spread daha da daralacaktır. Geçmiş dönemlerde ABD dolarının 2 yıllık

getirisi ile gösterge tahvilin getirisi arasındaki en düşük dönem Mart - Nisan 2006 tarihleri arasında olmuş ve spread 8.56'ya kadar gerilemiştir. Şu günlerde %1 civarında getiriye sahip olan 2 yıllık ABD tahvili ile Hazine'nin 2 yıllık gösterge tahvili faiz farkının tarihi en dip seviyesinin 8.56 olduğu düşünüldüğünde hali hazırda %10 seviyelerinde olan Hazine'nin 2 yıllık gösterge tahvil getirisinin

%9.50 seviyelerinin taha gelmesi kısa vadede pek mümkün gözükmemektedir. Son açıklanan ABD'deki ekonomik verilerin toparlanmaya işaret etmesiyle beraber 2 yıllık ABD tahvili %1.30'lara kadar yükselmiştir. 8.56'lık spread farkı dikkate alındığında yurt içinde gösterge tahvil getirisinin %9.80'nin altına girilemesi bile zor görünmektedir.

Diğer taraftan Türkiye'nin 2 yıllık tahvil getirisi ile ABD Hazine'sinin 2 yıllık tahvil getirisi arasındaki spread ile diğer gelişmekte olan ülkelerin spreadleri karşılaştırıldığında, bazı hususlar dikkat çekmektedir.



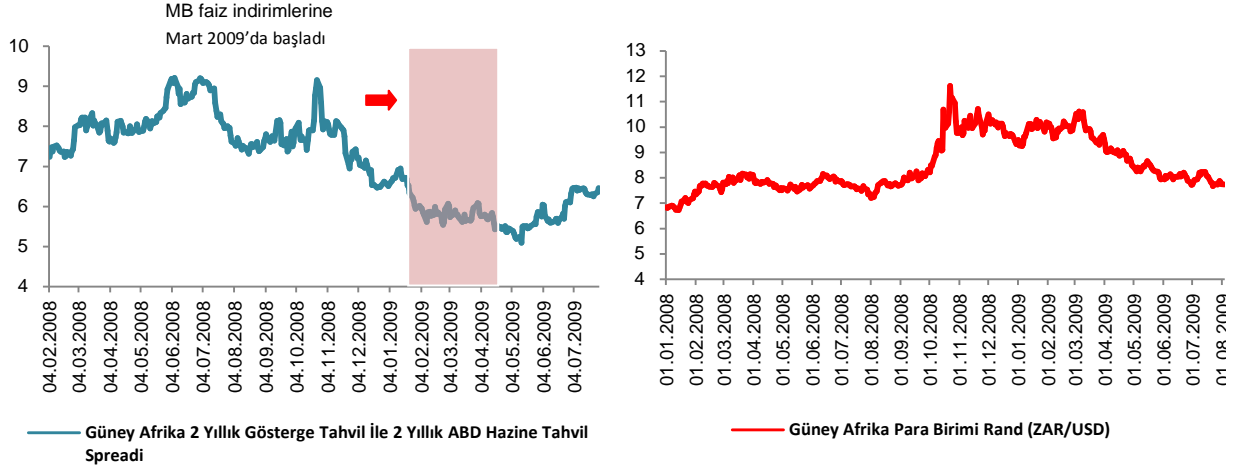
Türkiye'den sonra en yüksek spread'e sahip ülke olan Rusya, Nisan 2009'dan beri uyguladığı faiz indirim politikasıyla 2008 yıl sonunda %13 seviyesinde olan faiz oranını Temmuz ayında yapılan 50 baz puanlık son indirimle %11'e çekmiştir. Şu anki spread düzeyinin dip seviyelerinin oldukça üzerinde olması Rusya Merkez Bankası'nın faiz indirimi için marjı olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Brezilya seçilmiş ülkeler arasında makro ekonomik göstergeleri bakımından en güçlü ülke olup, 2 yıllık tahvil getirisi ile 2 yıllık ABD Hazine tahvili getirisi arasındaki spread 8 seviyesindedir. Ancak tarihsel olarak bakıldığında spreadlerde en dip seviyeye yaklaşıldığı göz önüne alınırsa, Brezilya Merkez Bankası'nın bundan sonraki toplantılarında daha düşük oranda faiz indirimine gideceği, hatta indirimlerine bir süre ara verebileceği düşünülmektedir.

Ekonomik toparlanmayı sağlamak için 2008 yıl sonundan bu yana faiz oranlarını 150 baz puan indiren Macaristan Merkez Bankası'nın, spreadi 7 olup, halen dip seviyelerden yüksek olduğu görülmektedir. Macaristan'ın reel faiz sıralamasında seçilen ülkeler arasında en yüksek reel faize sahip ülke konumunda olması nedeniyle yüksek faiz indirim



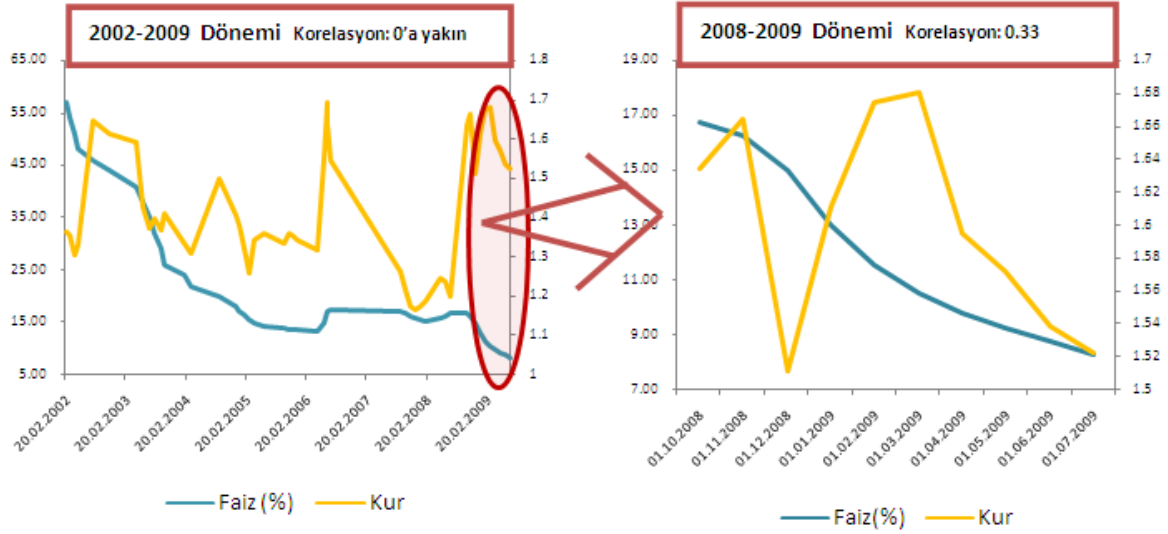
marjına sahip olduğunu söylemek mümkündür. Ancak dış kaynak ihtiyacının yüksek olmasından dolayı, rekabet gücünü kaybetmemek için ileriki dönemlerde faiz indirimleri devam etse de çok hızlı bir şekilde faiz indirmesi beklenmemektedir.



Mevcut faiz oranlarına ve spreadlere bakıldığında Güney Afrika haricinde diğer gelişmekte olan ülkelerde de benzerlik görülmektedir. Güney Afrika'da faizin enflasyon oranının altına gerilemesi ülkenin rekabet gücünü kaybetmesine ve sıcak paranın diğer gelişmekte olan ülkelere yönelmesine yol açmıştır. Merkez Bankası enflasyon oranını azaltmak için 2009 yılı başından bu yana faiz oranlarını 400 baz puan indirmiş, en son indirimle faizleri %7.5 seviyesine çekmiştir. 7 seviyesinde olan Güney Afrika spreadinin tarihi dip seviyelerinin oldukça üzerinde olması, bunun yanı sıra Mayıs ayında yıllık bazda %8.1 olan enflasyon oranının Haziran ayında %6.9 seviyesine gerilemesi ile son aylarda para ve kredi arzında görülen artışa bağlı olarak, Merkez Bankası'nın yıl sonuna kadar bir kez daha faiz indirimine gidebileceği düşünülmektedir.

### 3. FAİZ ORANLARININ DÖVİZ KURLARI İLE İLİŞKİSİ

Ülke faiz oranlarının, döviz kurlarının belirlenmesinde önemli bir etkisi olduğu bilinmektedir. Literatürde bu ilişkiye yönelik pek çok teorik model bulunmakla beraber, değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve büyüklüğü yönünde görüş birliğine varılamamış olması dikkat çekmektedir. Döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişki Türkiye'de de tartışılan önemli konulardan birini oluştururken, Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkinin çok boyutlu ve karmaşık bir niteliğe sahip olduğunu ileri sürmekte ve faiz oranlarının düşürülmesi ile kurlarda yükselişin sağlanmasının garanti olmadığını belirtmektedir (TCMB, 2003). Standart modellerde faiz oranlarının yükselmesi dövizden TL'ye geçmeyi destekleyerek TL'nin değer kazanmasına neden olacakken (tersi ise faizlerin düşürüldüğü zaman dövize geçilip kurun yükselmesine yol açmaktadır), Türkiye'de özellikle TCMB'nin son dönemde sert faiz indirimlerine rağmen 2008 sonu ve 2009 başında TL'nin değer kazanmaya devam ettiği görülmektedir. Değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmamakla birlikte, TCMB'nin son dokuz ayda toplamda 850 baz puanlık sert faiz indirimlerine kurun, özellikle yılın başından itibaren aşağı yönlü hareket ederek tepki verdiği görülmektedir.

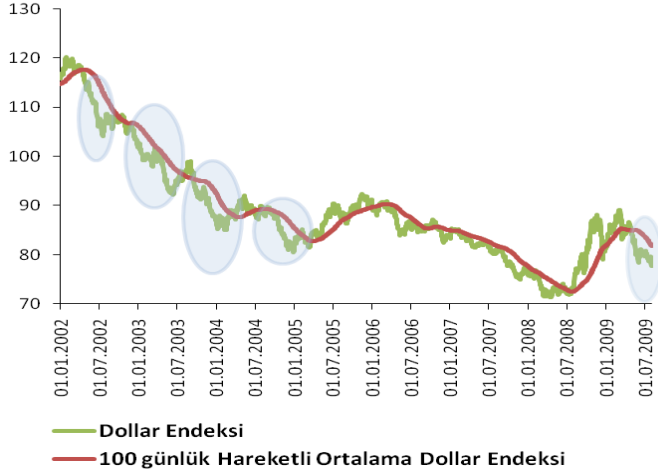


Yukarıda da görüleceği gibi, son dönemde TCMB'nin sert faiz indirimlerinin kurlar üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratmamasının nedenleri ise şöyle açıklanabilir;

Finansal piyasalarda global olarak emtia fiyatlarındaki düşüş paralelinde enflasyonist baskıların hafiflemesi ile büyüme yönlü risklerinin önüne geçebilmek için merkez bankaları faiz indirimlerine gitmişlerdir. Bu durum faiz arbitrajının artmasının önüne geçerken, faiz indirimlerin kur üzerindeki baskısının hafiflemesinde etkili olmuştur. Diğer bir ifadeyle, TCMB'nin faiz indirimlerini diğer ülkelerin merkez bankalarının da takip etmesi faiz arbitrajının önüne geçmiş, TL'deki değer kayıplarını engellemiştir. Özellikle diğer gelişmekte olan ülkelerin faiz kararları incelendiğinde, Türkiye'ye benzer bir tablo ile karşılaşılmaktadır. Son dönemde gelişmekte olan ülkelerin faiz indirimleri ve kurlarındaki düşüş aşağıdaki tabloda özetlenirken, bütün ülkelerde faiz indirimleri devam ederken, para birimlerinin değer kazandığı izlenmektedir. Fakat, tablo dikkatle incelendiğinde, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında TCMB'nin en sert faiz indirimleri gerçekleştiren ülke olduğu, TL'nin de USD karşısındaki performansının diğer ülke para birimlerine göre zayıf olduğu görülmektedir. Bu durum, kurlar ve faiz oranları arasında istatistiki bir ilişki olmamasına rağmen IMF ile anlaşmaya varılamamasının yanı sıra, TCMB'nin sert faiz indirimlerinin TL performansını diğer ülkelere göre olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Ülkeler	İndirimlere başlama tarihi	Gerçekleştirilen faiz indirimler	Para birimlerin USD karşısındaki Performansı
Türkiye	Ekim 2008	850	9.05%
Macaristan	Ekim 2008	300	5.52%
Güney Afrika	Şubat 2009	400	18.02%
Brezilya	Ocak 2009	400	21.39%
Rusya	Nisan 2009	200	6.39%
Letonya	Mart 2009	200	11.73%

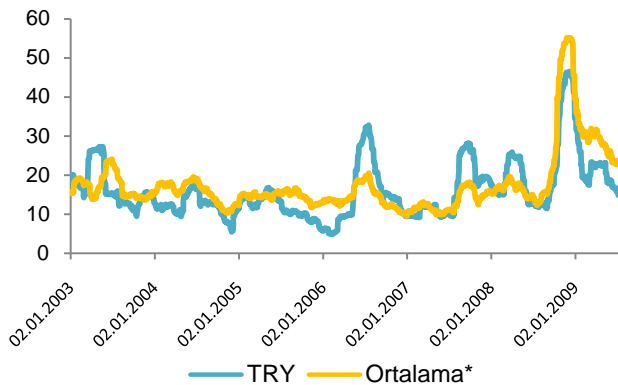
\*Para birimlerinin USD karşısındaki performansı her ülkenin faiz indirimlerine başlama tarihinden 10 Ağustos değeri arasındaki yüzdelik değişim hesaplanarak bulunmuştur.



global piyasalarda USD'nin değer kaybettiğini yansıtırken, Türkiye'de de kurların aşağı yönlü hareket etmesinde etkili olmuştur.

Dolayısıyla, TCMB son dönemde sert faiz indirimlerine giderek kurun aşağı yönlü hareket etmesi neticesinde enflasyonist baskıların da önüne geçmeyi başarabilmiştir. Önümüzdeki dönemde ise bu başarısını devam ettirip ettirememesi, diğer bir ifadeyle TCMB'nin en son yayınladığı Enflasyon Raporu'nda da belirttiği gibi 'faiz indirimlerine devam ettiği ve tek haneli faiz oranlarının sabit bırakıldığı' durumda kur riskinin doğup doğmayacağı yönünde kesin bir yargıya varılamamaktadır. Global piyasalarda diğer merkez bankalarının da faiz indirimlerine devam etmesi beklenirken, beklentiler indirimlemin hızının yavaşlayacağı yönündedir. TCMB'nin kur riski olmadan enflasyon raporunda da belirttiği gibi faiz indirimlerine devam edebilmesi için öncelikle global piyasalarda yaşanan toparlanmanın devam edip etmemesi ve USD'nin global piyasalardaki görünümünü dikkat çekmektedir. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerinin yavaşlaması faiz arbitrajının büyümesi nedeniyle kur riskinin artmasına neden olabilecektir. Şimdilik kurda aşağı yönlü bir seyir izlenmesine rağmen, bu hareketin önümüzdeki günlerdeki seyri konusunda net bir şey söylemek mümkün değildir.

#### 4. KUR – VOLATİLİTE – FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ



yapılması da önemli ipuçları vermektedir. Bu bakış açısıyla 2006 yılındaki hareketin dikkat çekici bir

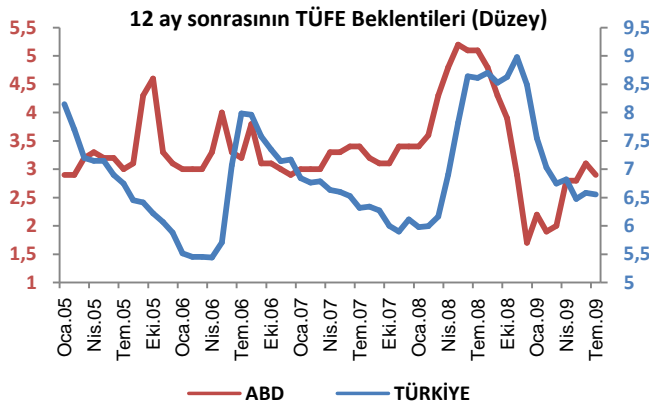
Diğer yandan, TL'nin ve diğer gelişmekte olan ülke para birimleri karşısında değer kazanmasında, yukarıdaki sebepler dışında global piyasalarda yaşanan toparlanma nedeniyle USD'nin değer kaybetmesinin de etkili olduğu söylenebilir. USD'nin diğer para birimlerine karşı oluşturulan sepet niteliğindeki Dolar Endeksi incelendiğinde<sup>2</sup> dolardaki değer kaybının yıl başından itibaren %10.80 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum

<sup>2</sup> ABD Dolar Endeksi, ABD'nin dış ticaretinde yüksek paya sahip olan ülkelerin para birimleriyle oluşturulan bir endekstir. Endekste, Euro, Pound, Japon Yeni, Kanada Doları, sviçre Frangı ve sveç Kronundan oluşmaktadır.

süreç olduğu görülmektedir. Merkez Bankası'nın 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren başladığı faiz indirim sürecinde USD/TL kurunun gerek değeri gerekse volatilitesinde düşüş görülmektedir. Ancak bu noktadan dönemde yayımladığımız raporlarda sıklıkla vurguladığımız gibi kurdaki düşüşte başta diğer gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm ülkelerde eşgüdümlü bir faiz indirim sürecinin yaşanması kurun Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinden olumsuz etkilenmesini engellemiştir. Bir başka deyişle Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki faiz farkı Merkez Bankası'nın faiz indirimleri ölçüsünde daralmamıştır. 2006 yılındaki hareket ise bize Merkez Bankası'nın kurun değerindeki ve volatilitesindeki artışa faiz arttırarak bir politika yanıtı vermesi için diğer gelişmekte olan ülkelerde bir ayrışma gerektiğini söylemektedir.

## 5. ENFLASYON BEKLENTİLERİ – FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ

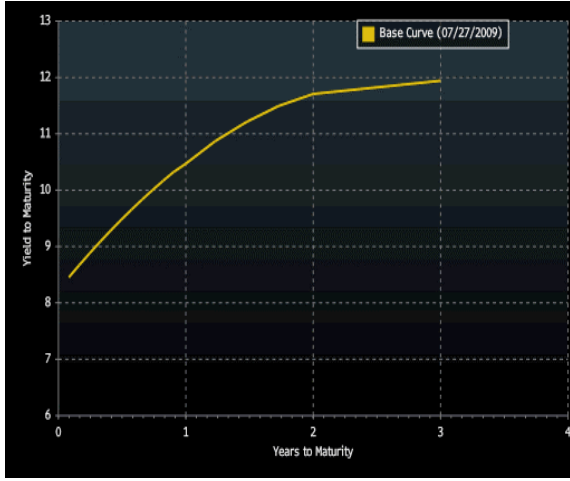
Merkez Bankası'nın faiz kararı açısından piyasa aktörlerinin enflasyon beklentilerinin seyri büyük önem taşımaktadır. Merkez Bankası da faiz kararlarına ilişkin yayımladığı yazılı metinlerde, enflasyon görünümünü etkileyen değişkenlerin görünümünün para politikasının seyri açısından belirleyici olacağını belirtmektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankası son Enflasyon Raporu'nda gelecek üç yıllık süreçte piyasa faizlerinin tek haneli seviyelerde kalabileceği varsayımını, ABD ekonomisinde enflasyon beklentileri ve bu beklentilerin Türkiye ekonomisine yansımaları açısından tartışabiliriz.



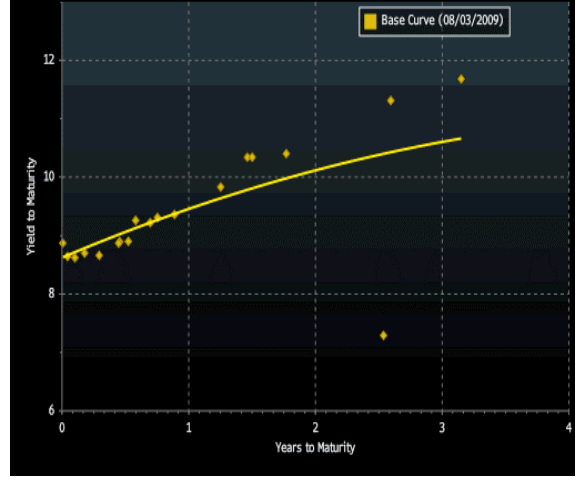
Yandaki grafikte de görüldüğü gibi, son dönemde ABD'de ekonomik büyümeye ilişkin açıklanan olumlu veriler 12 ay sonrası için enflasyon beklentilerinin yükselmesine neden olmuştur. Buna ek olarak, ABD ve Türkiye için 12 ay sonrası TÜFE beklentileri arasındaki ilişkinin, belirli bir gecikme içerse de, kriz süresinde yüksek olduğu göze çarpmaktadır. Beklentiler arasındaki ilişkinin özellikle son dönemde arttığını

ve birlikte hareket ettiklerini gösteren pozitif korelasyonun +0.86 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, ABD'de Haziran 2009 itibariyle -%1.4 seviyesinde olan yıllık TÜFE'nin 2010 yılında beklentiler paralelinde %3 seviyesinin üzerine çıkması, ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımına gitmesini gündeme getirebilecektir. Böyle bir ortamda yani dünyadaki diğer merkez bankalarının hali hazırda izlemekte oldukları büyüme odaklı faiz politikasından enflasyon odaklı faiz politikasına geçmeleri diğer merkez bankalarını faiz arttırım sürecine sokabilir. Türkiye ekonomisinin yapısal özellikleri dikkate alındığında, ekonomik canlanmanın ardından ilk olarak hızlı bir talep artışı yaşanması ve olası emtia fiyat artışının yüksek enerji bağımlılığı nedeniyle enflasyonda artışa neden olabilecek olması, TCMB'nin faiz arttırım süreciyle karşı karşıya gelmesine neden olabilecektir.

## Getiri eğrileri yataylaştı...



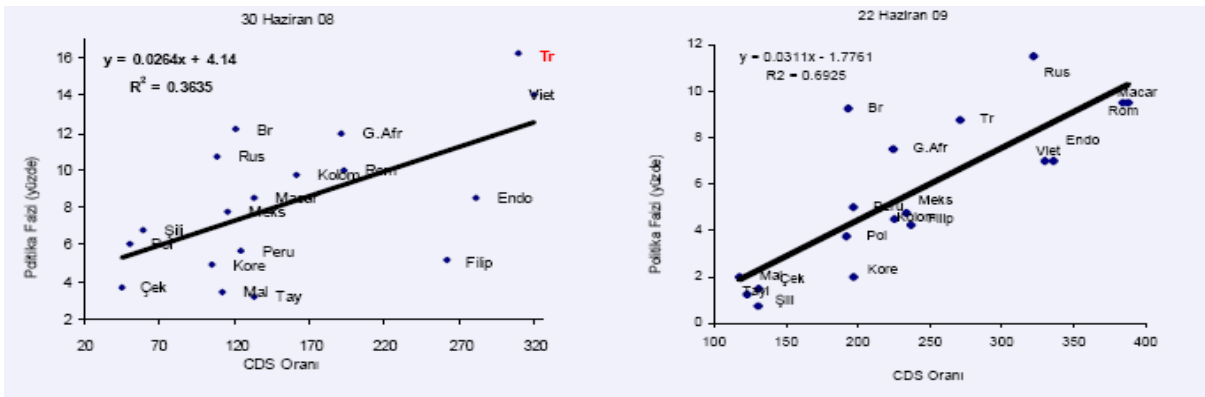
TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın açıklamalarından önce



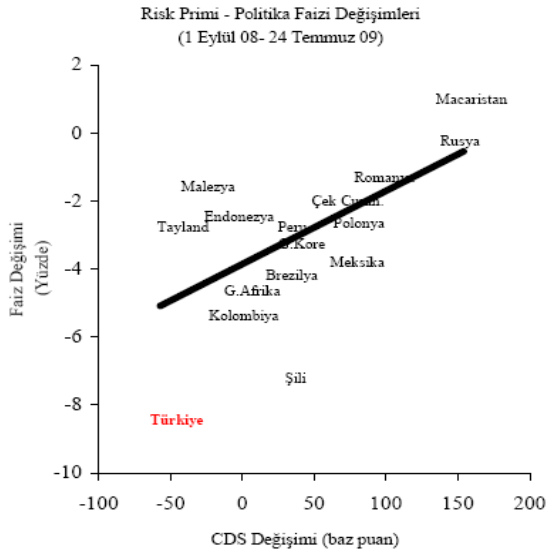
TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın açıklamalarından sonra

Yukarıdaki grafiklerde tahvil-bono getirilerinin TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın açıklamalarından önceki ve sonraki durumları görülmektedir. Enflasyon beklentilerine yönelik açıklamaların etkisi ile tahvil getirilerinde sert düşüşler etkili olurken, getiri eğrilerindeki göreceli yataylaşma dikkat çekmektedir. Geçtiğimiz hafta enflasyon oranındaki artışların geçici olacağını açıklanması, getiriler üzerinde yukarı yönlü baskı görülmemesine neden olmuştur. Piyasa, TCMB faiz oranlarında Ağustos ayında 50 baz puan, önümüzdeki dönemde ise 100-125 baz puanlık bir faiz indirimi beklerken, enflasyon rakamlarının kısa süreli olarak yüksek çıkmasının indirim beklentilerini önemli ölçüde değiştirmeyeceği düşünülmektedir. Ancak önümüzdeki dönemin Ramazan ayı olması nedeniyle, özellikle gıda fiyatlarındaki artışlar ve mevsimsel olarak enflasyondaki artışlar devam edebilecektir. Böyle bir durum, TCMB faiz oranlarında yukarı yönlü kırılganlığa neden olacaktır. Bunun sonucunda enflasyon beklentilerinin değişmesi ile yatırımcılar uzun vadeli tahvillerden çıkıp kısa vadeli kıymetlere geçiş yapacaklardır. Bu durumda da getiri eğrileri yeniden dikleşebilir.

## 6. CDS – FAİZ İLİŞKİSİ



Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu



Merkez Bankası'nın son yayımladığı Enflasyon Raporu'nda yer alan çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin CDS oranları ile politika faiz oranlarındaki değişim arasındaki ilişki incelenmiştir. Söz konusu incelemenin ilk bölümünde, 30 Haziran 2008 ve 22 Haziran 2009 tarihleri arasında Türkiye'nin CDS oranları ile politika faiz oranı arasındaki ilişki, diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir. Buna göre 22 Haziran 2009 tarihi itibarıyla %8.25 olan politika faiz oranının CDS oranı ile karşılaştırıldığında regresyon doğrusunun üzerinde bulunduğu dikkat çekerken, bu durum Merkez Bankası'nın hala faiz indirimi için alanı bulunduğu şeklinde yorumlanabilmektedir. CDS oranları ile

politika faizi arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer bir grafikte ise, Türkiye'nin incelenen gelişmekte olan ülkeler içinde 01 Eylül 2008 – 24 Temmuz 2009 döneminde en fazla faiz indirimine giden ülke olmasına karşın, ülke riskini gösteren CDS'lerde en fazla düşüşün görüldüğü ülke olduğu gözle çarpmaktadır.

## 7. SONUÇ

Yukarıda bir çok faktörü göz önüne alarak incelediğimiz TCMB'nin faiz politikası ve ileride daha ne kadar faiz indirimleri yapabileceği konusu, son günlerde en çok tartışılan konuların başında gelmektedir. Yapılan sert faiz indirimlerine rağmen bu indirimlerin kurlarda yukarı yönlü sert hareketlere neden olmamasının en temel sebebi global ekonomide diğer merkez bankalarının da faiz indirimlerini aynı dönemde gerçekleştirmeleri olmuştur. Önümüzdeki dönemde diğer merkez bankalarının beklenmedik bir faiz arttırım sürecine girmemeleri durumunda TCMB'nin bir miktar daha faiz indirimine gitmesi olası gözükmektedir. Yapılan bu faiz indirimlerinin ise piyasa faizlerinde (gösterge tahvil getirisi) kısa vadede en fazla %9.50 - %9.80 seviyelerine kadar gerilemeyi mümkün kılması, bunun altına gerilemenin ise yakın dönemde zor olması beklenmektedir. Merkez Bankası'nın faizleri önümüzdeki dönemde %7-%7.25 seviyelerine kadar çekebileceği öngörülerini baz aldığımızda önümüzdeki dönemdeki enflasyon beklentilerinde aşağı yönlü bir hareket olmaması durumunda Merkez Bankası borçlanma faiz oranı ile Hazine'nin gösterge tahvil getirisi arasındaki fark (spread) 200-250 baz puan arasında olacaktır. Faiz oranlarının tarihi dip seviyelerine gerilemiş olması dolar ve euro gibi önemli para birimlerinin faizleri ile TL faizleri arasındaki farkın azalmasına yol açmıştır. Bu durum bir miktar dolarizasyona yol açmış olsa da, TCMB'nin faiz indirimlerine başladığı Ekim 2008'den bu yana DTH artış oranının %11 ile henüz ılımlı bir seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Ancak kurlarda özellikle dolar/TL'de kalıcı yukarı hareketlerin oluşması ve piyasada kunle ilgili beklentilerin yukarı yönde revize edilmesi durumundaki para birimi yani dolar ya da euro ile TL arasındaki faiz farkının geçmişe göre daha az olması nedeniyle TL mevduatların diğer para birimi cinsinden mevduatlara geçişkenliğini arttırabilecek bir süreçle karşı karşıya kalabiliriz. Kalıcı ve sert kur artışlarının Merkez Bankası'nı Nisan 2006'da yaptığı gibi tekrar faiz arttırım sürecine sokma riski bulunmasına karşın, Türkiye ekonomisinin son yılların en derin global krizinde bile gösterdiği olumlu başarı böyle bir riskin az olduğuna işaret etmektedir.