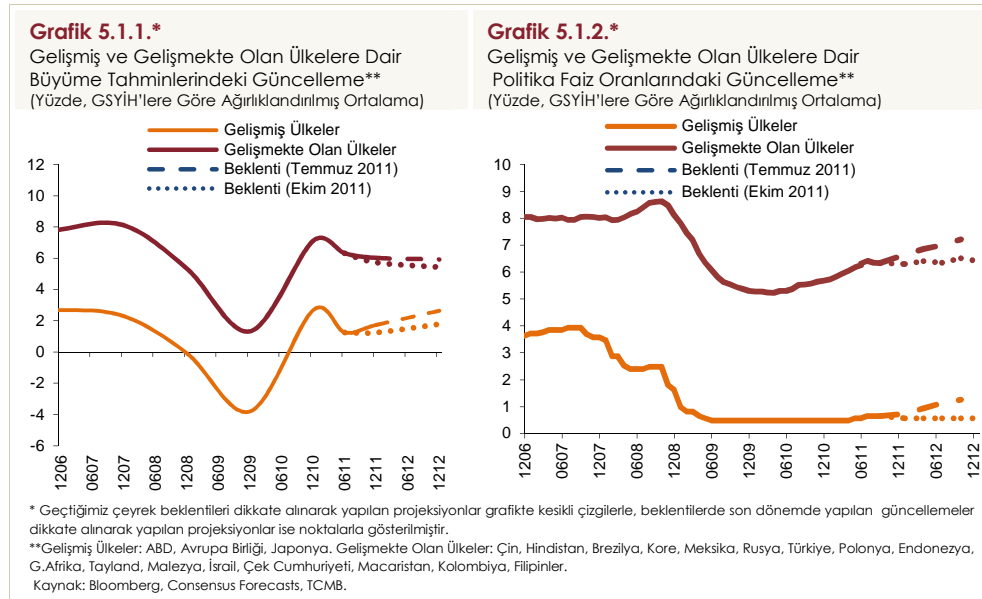


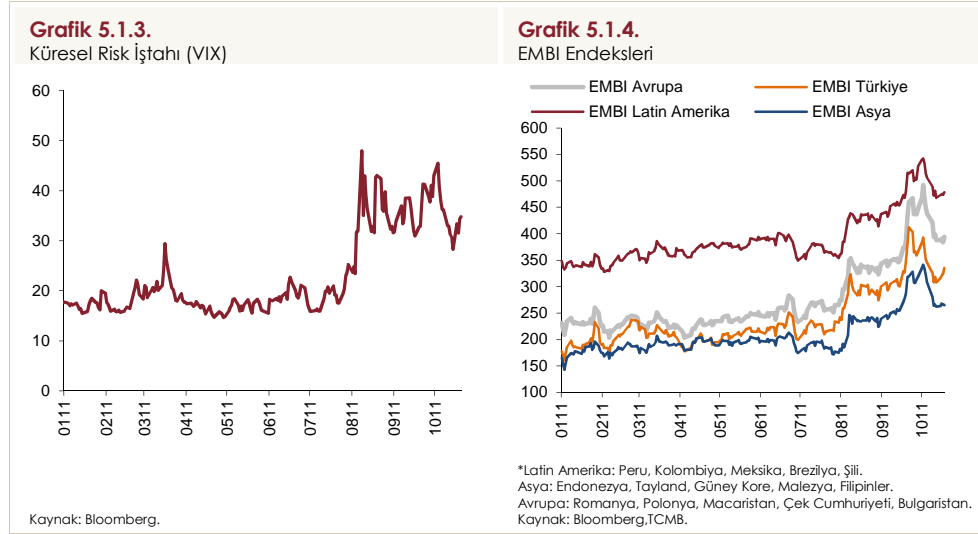
5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Finansal Piyasalar

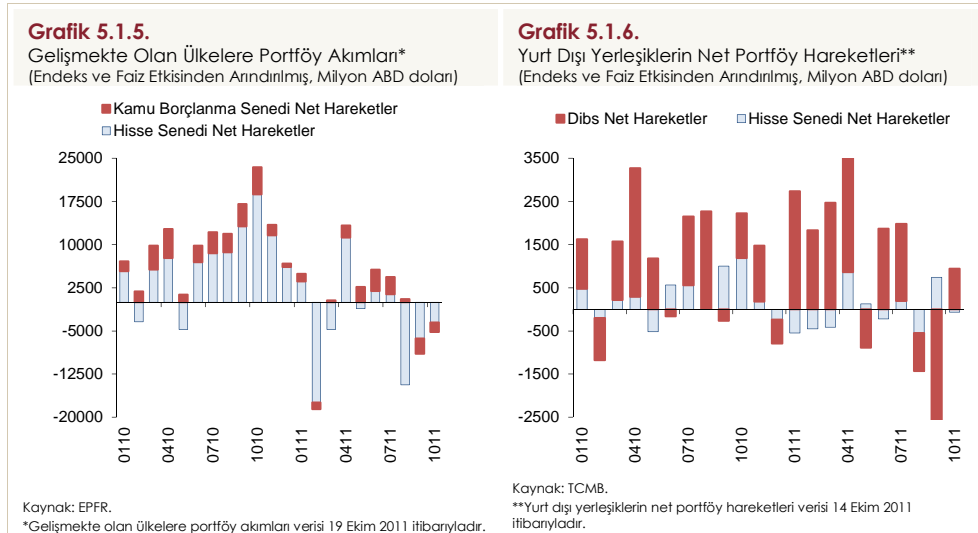
Yılın üçüncü çeyreğinde açıklanan veriler küresel ekonomide büyümenin yavaşladığına ve aşağı yönlü risklerin arttığına işaret etmektedir. Bu dönemde Euro Bölgesi'ndeki kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin yoğunlaşması ve sorunların bankacılık sektörüne de yayılmaya başlaması aşağı yönlü risklerin belirginleşmesine yol açmıştır. Euro Bölgesi'ndeki sorunların yanı sıra gelişmiş ülkelerde büyümeye ilişkin açıklanan olumsuz veriler de küresel ekonomiye dair endişeleri artırmaktadır. Bu gelişmeler sonrasında küresel ekonomide büyüme beklentilerinin düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.1). Aşağı yönlü risklerin belirgin hale gelmesinin ardından gelişmiş ülkelerde genişletici yönde ek önlemler alınmaya başlanmıştır. Gelişmiş ülkelerin durgunluğa girme olasılığının artması gelişmekte olan ülkelerde de aşağı yönlü risklerin oluşmasına yol açmıştır. Buna paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin politika faiz beklentilerinde de düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).



Son dönemde Euro Bölgesi ülkelerindeki kamu borç sorunlarına ilişkin endişelerin artarak devam etmesinin etkisiyle küresel risk algılamaları bozulma eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.1.3). Aşağı yönlü risklerin belirginleşmesi gelişmekte olan ülke risk primlerinde yüksek oranlı artışların gözlenmesine neden olmuştur. Türkiye'nin risk primi göstergeleri de diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte hareket etmiştir (Grafik 5.1.4).

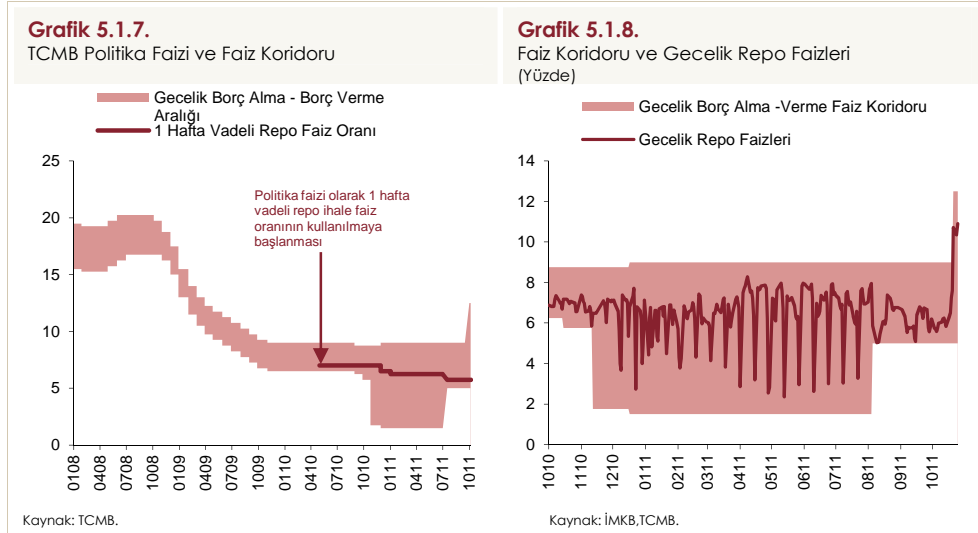


Küresel risk algılamalarındaki olumsuz seyir gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı biçimindeki sermaye girişleri üzerinde de etkili olmuştur (Grafik 5.1.5). Özellikle büyüme beklentilerindeki düşüş ve risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle hisse senedi piyasasında belirgin olmak üzere portföy yatırımlarında azalış gözlenmiştir. Türkiye'de de küresel risk iştahındaki azalış sebebiyle DİBS piyasasından Ağustos ve Eylül aylarında çıkış gözlenmiştir. Hisse senedi piyasasında ise, risk iştahındaki azalışa rağmen Türkiye'nin büyüme beklentilerinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla daha yüksek olmasının etkisiyle sınırlı da olsa giriş gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.6).

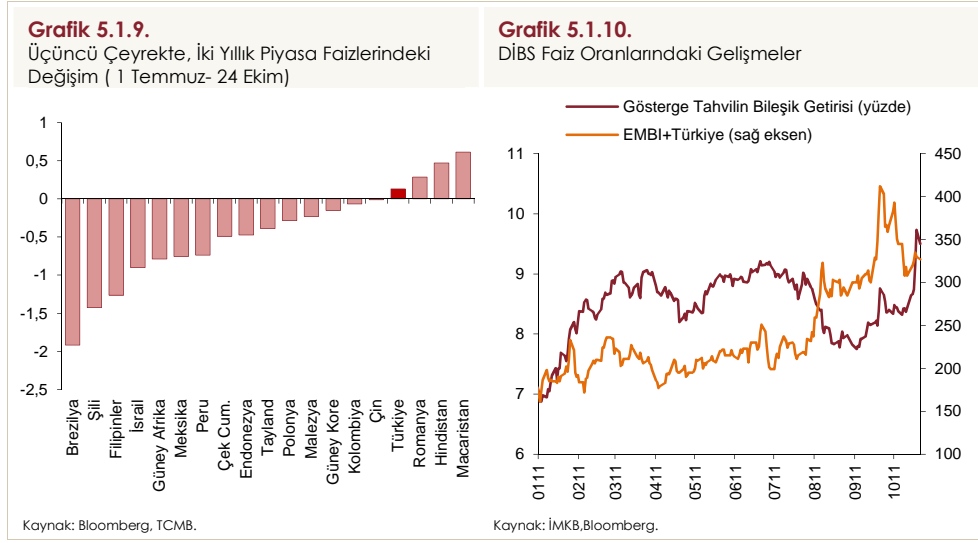


Küresel ekonomideki aşağı yönlü risklerin yurt içindeki iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla TCMB 4 Ağustos tarihinde takvim dışı Para Politikası Kurulu toplantısı düzenleyerek politika faizini

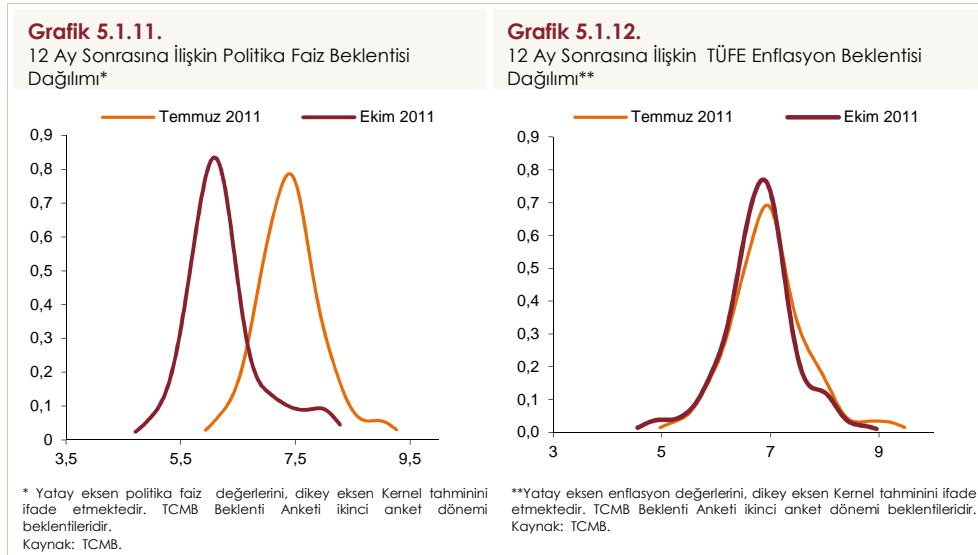
50 baz puan düşürmüştür (Grafik 5.1.7). Politika faiz indiriminin yanı sıra kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla gecelik borçlanma faizi 350 baz puan artırılarak faiz koridoru daraltılmıştır (Grafik 5.1.8). Ayrıca bankalara, Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların önce yüzde 10 sonra yüzde 20'sine kadar olan kısmını ABD doları veya euro cinsinden tesis edebilme imkânı getirilmiştir. Bunun yanı sıra repo işlemlerinden sağlanan fonlara ilişkin zorunlu karşılıkların, 14 günde bir Cuma günleri yerine iki yükümlülük dönemi arasındaki tüm günlerin ortalaması alınmak suretiyle hesaplanmasına karar verilmiştir. Ekim ayında ise, Türk lirasındaki değer kaybının orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü olumsuz yönde etkilemesine engel olmak amacıyla TCMB gecelik borç verme faiz oranını 350 baz puan artırarak faiz koridorunu genişletmiştir.



Küresel piyasalarda büyüme beklentilerine ve para politikası uygulamalarına paralel olarak faizlerin azalma eğiliminde olduğu yılın üçüncü çeyreğinde, Türkiye'de de piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülkelerle benzer eğilim göstermiştir. Bu dönemde piyasa faizlerindeki düşüşte TCMB'nin Ağustos ve Eylül aylarında aldığı faiz ve likiditeye yönelik politika kararları ve para politikasına ilişkin duruşunun etkili olduğu düşünülmektedir. Alınan önlemlerin etkisiyle piyasa faizleri Ağustos ayında risk primi ile ters yönde hareket etmiş, ancak sonraki dönemde küresel risk iştahındaki bozulmanın derinleşmesine paralel olarak artan ülke risk primi ile birlikte yükseliş göstermiştir. Ayrıca TCMB gecelik borç verme faiz oranının 350 baz puan artırılmasını takiben piyasa faizlerindeki yükseliş belirgin hale gelmiştir (Grafik 5.1.9 ve Grafik 5.1.10).

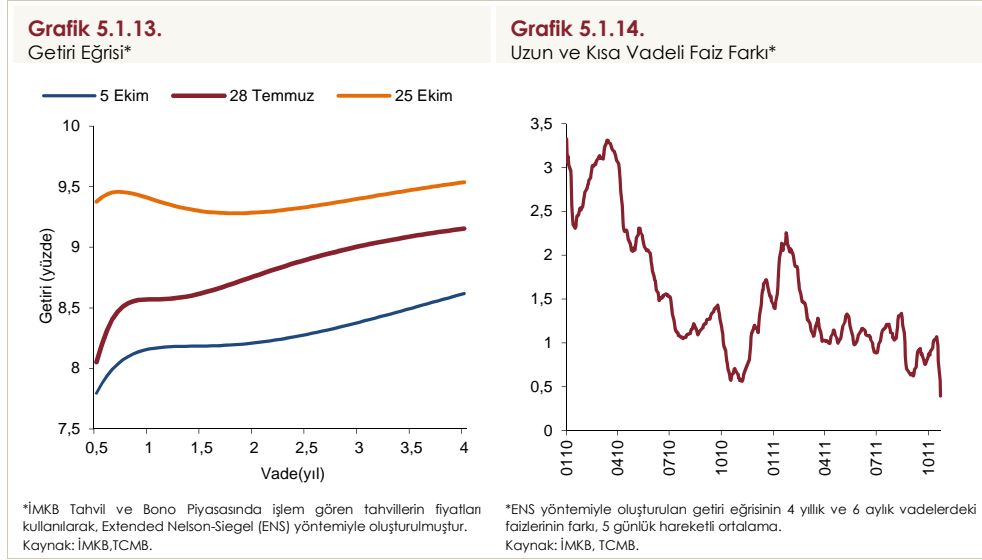


Piyasa faizleri üzerinde belirleyici rol oynayan politika faiz beklentilerinde Temmuz Enflasyon Raporu öncesine göre belirgin bir gerileme gözlenmiştir (Grafik 5.1.11). Bu gerilemede TCMB'nin Ağustos ayında aldığı faiz indirim kararı ve gelecekteki para politikasına dair söylemleri etkili olmuştur. Öte yandan, 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinde ise TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre önemli bir değişiklik gözlenmemiştir (Grafik 5.1.12).

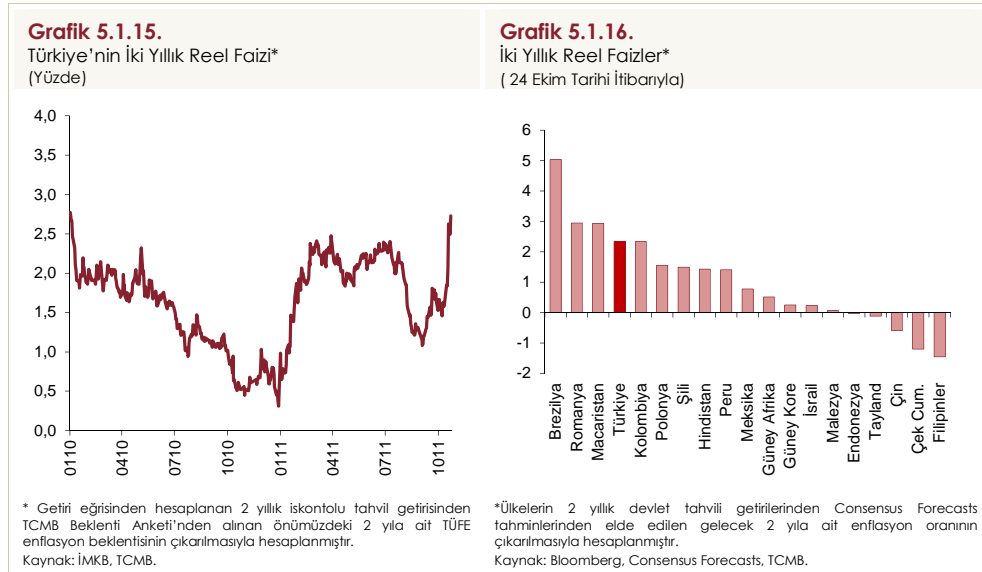


Piyasa faizleri Eylül ayı sonuna değin tüm vadelerde düşüş eğilimi göstermiş ve kısa vadeli faiz oranlarındaki gerileme daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.13). Uzun vadeli faizlerin aşağı yönlü hareketinde, büyüme ve küresel faiz beklentilerindeki düşüşün etkili olduğu düşünülmektedir. Ancak küresel risk algılamalarındaki bozulma ve Ekim ayında TCMB'nin gecelik borç verme faiz

oranını artırmasının etkisiyle kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere piyasa faizleri tüm vadelerde artış göstermiştir. Sonuç olarak, üçüncü çeyrekte uzun ve kısa vadeli faiz farkı azalmıştır (Grafik 5.1.14).

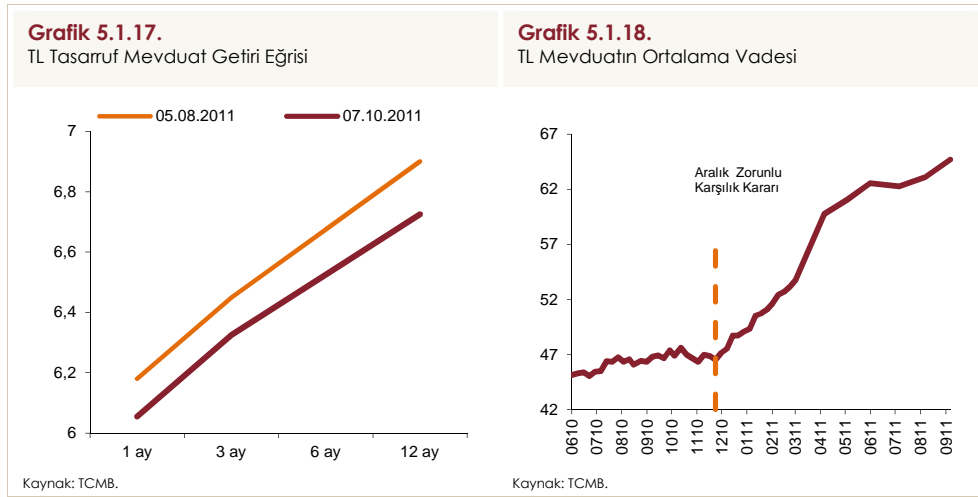


Piyasa faizlerindeki azalış eğilimi üçüncü çeyrek boyunca reel faizlere de yansımış, ancak son dönemde faizlerdeki artışın daha belirgin hale gelmesiyle reel faizler tekrar yükselişe geçmiştir (Grafik 5.1.15). Türkiye'nin reel faizinin diğer gelişmekte olan ülkeler arasındaki konumunda ise sınırlı bir gerileme gözlenmiştir (Grafik 5.1.16).

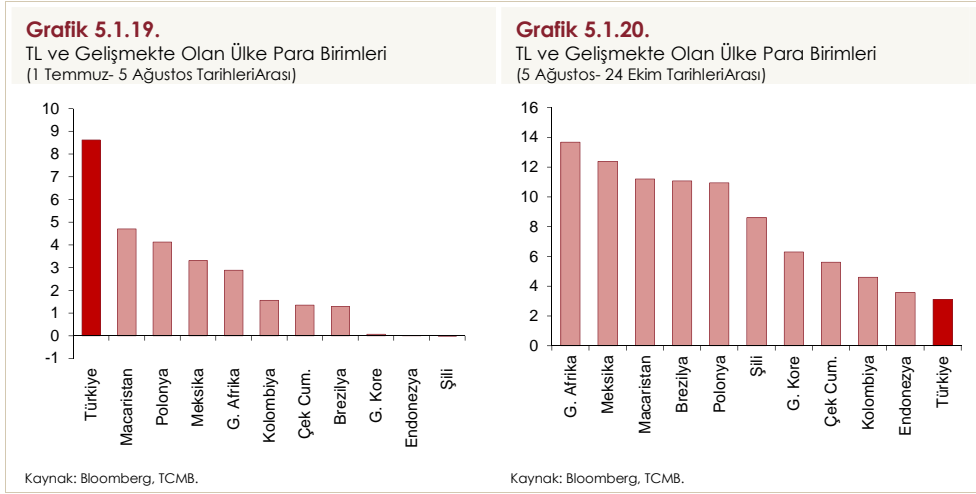


Üçüncü çeyrekte mevduat faizleri politika faizinin düşürülmesi ve alınan likidite önlemlerinin etkisiyle bir miktar gerilemiştir (Grafik 5.1.17). Mevduat

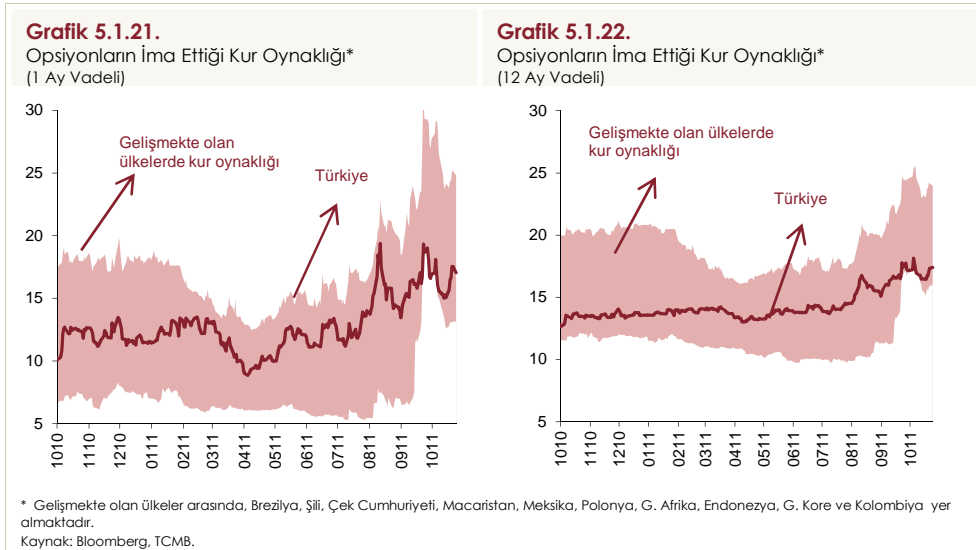
faizlerinin gerilemesinde etkili olan önemli bir faktör son çeyrekte kredi artış hızının yavaşlamasıyla birlikte mevduat piyasasındaki rekabetin azalmasıdır. Alınan politika önlemleri bankacılık sektörü yükümlülüklerinin vadesi üzerinde de etkili olmaya devam etmektedir. Mevduatın ortalama vadesi üçüncü çeyrekte de artışını sürdürmüştür (Grafik 5.1.18). Ayrıca, Türk lirası mevduat ve katılım fonu dışı diğer yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları vade uzadıkça daha düşük olacak şekilde değiştirilmiştir. Bu önlemlerle bankalar tarafından ihraç edilen Türk lirası tahvillerin vadelerinin uzaması teşvik edilmiştir. Bunun yanı sıra, Türk lirasının kredi notunun artırılmasının da söz konusu tahvillerin vadelerinin uzamasına katkıda bulunması beklenmektedir.



Küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik ortamının etkisiyle üçüncü çeyrekte gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında değer kaybına uğramıştır. Türk lirası 1 Temmuz- 5 Ağustos döneminde diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla daha fazla değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.19). Döviz kurlarında gözlenmekte olan aşırı oynaklığın ve düzensiz hareketlerin ekonomik ve finansal istikrar açısından olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla TCMB, 4 Ağustos tarihinde yapılan takvim dışı Para Politikası Kurulu toplantısında açıklanan strateji doğrultusunda döviz satım ihalelerine başlamış ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında bu tarihten itibaren kademeli indirimlere gitmiştir. Piyasada döviz likiditesine yönelik bir diğer önlem ise döviz ve efektif piyasasında TCMB tarafı işlemlerde borç verme faiz oranının hem ABD doları hem de euro için düşürülmesidir. Alınan önlemlerin etkisiyle son dönemde Türk lirasındaki değer kaybı diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla sınırlı kalmıştır (Grafik 5.1.20).

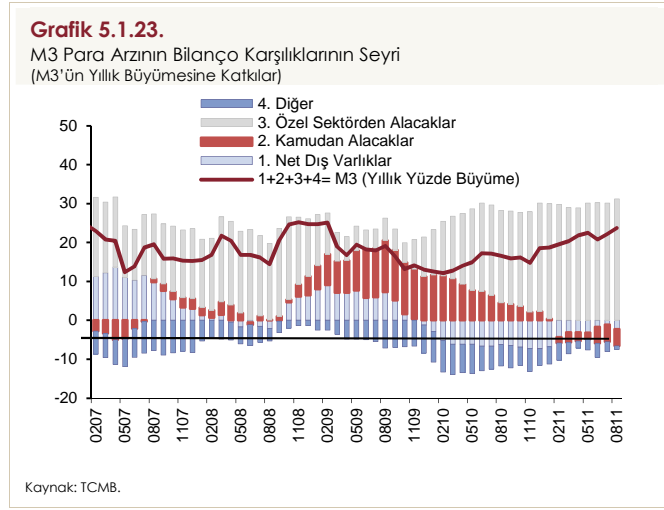


Son dönemde Türk lirasında gözlenen değer kaybının yanı sıra ima edilen kur oynaklığı, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla üçüncü çeyreğin başlarında hızlı bir artış göstermiştir. Ancak Ağustos ayından itibaren, TCMB'nin aldığı önlemlerin etkisiyle kur oynaklığındaki artış sınırlı kalmış ve hem kısa hem de uzun vadede görece olarak düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 5.1.21 ve Grafik 5.1.22). Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı son dönemde diğer gelişmekte olan ülkeler arasında oldukça düşük seviyelerde yer almaktadır.

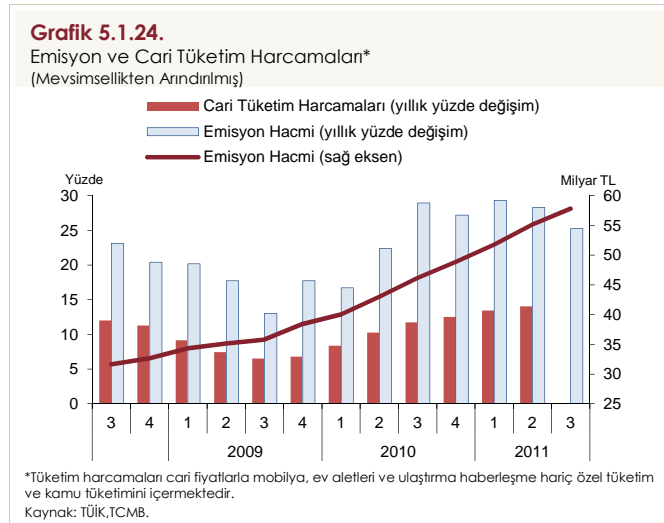


Finansal piyasalarda dalgalı seyir sürerken, iç ve dış konjonktürün etkileri parasal göstergelerde de gözlenmeye devam etmiştir. Nitekim M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin son aylarda durduğu dikkat

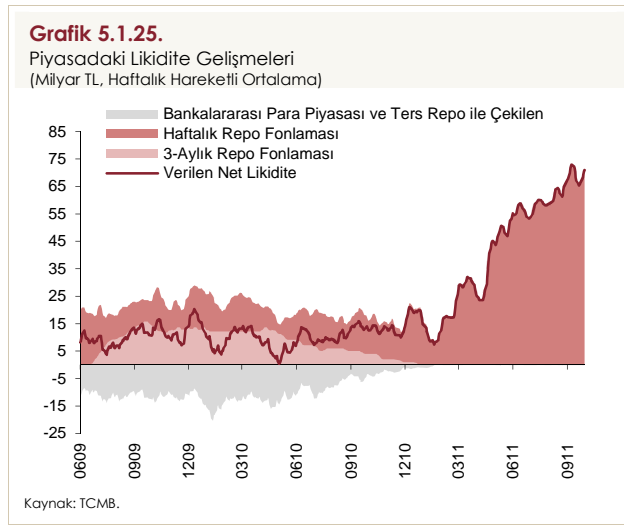
çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışın ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerin artış eğiliminin sona ermesi sonucu yavaşladığı görülmüştür. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, geçen yıla göre banka karlılıklarında gözlenen gerilemenin etkisiyle azalmıştır (Grafik 5.1.23).



İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı üçüncü çeyrekte düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.24). Özellikle Euro Bölgesi kaynaklı sorunların çözüme kavuşturulamamasının iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerinin önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklentisi, emisyon hacminin artış hızındaki yavaşlamanın kalıcı olabileceğine işaret etmektedir.



Türk lirasında gözlenen aşırı oynaklığı azaltmak amacıyla Ağustos ayında başlayan döviz satım ihaleleri vasıtasıyla piyasaya 20 Ekim itibarıyla 7,2 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanmıştır. Döviz satım ihaleleri bankalararası para piyasasındaki TL likiditesi açığını artırıcı, TL zorunlu karşılık oranlarının yüzde 20'lik kısmının yabancı para cinsinden tutulabilmesine olanak sağlanması ise TL likiditesi açığını azaltıcı yönde etki etmiştir. Bu etkiler netleştirildiğinde üçüncü çeyrekte likidite açığı bir önceki çeyreğe kıyasla artış göstermiştir (Grafik 5.1.25). Ayrıca, bu dönemde Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de artarak likidite açığının yükselmesine katkıda bulunmuştur.

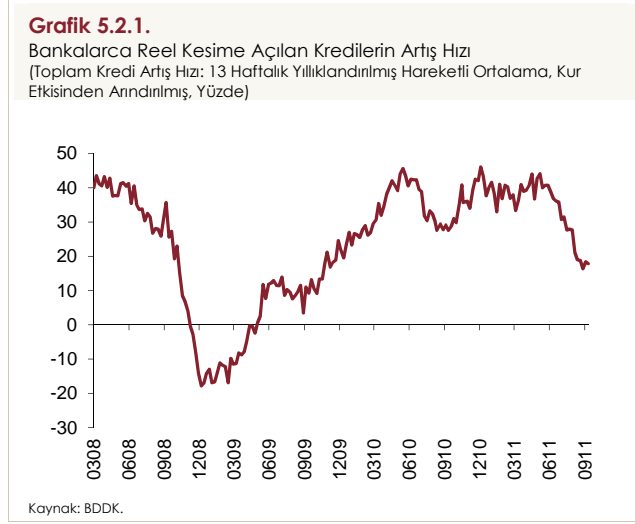


TCMB'nin döviz satım ihaleleri ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yaptığı indirimler döviz rezervlerini azaltıcı, Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 20'lik kısmının yabancı para cinsinden tutulabilmesine olanak sağlanması ve reeskont kredilerinin kullanımının kolaylaştırılması ise döviz rezervlerini artırıcı yönde etkilemiştir.

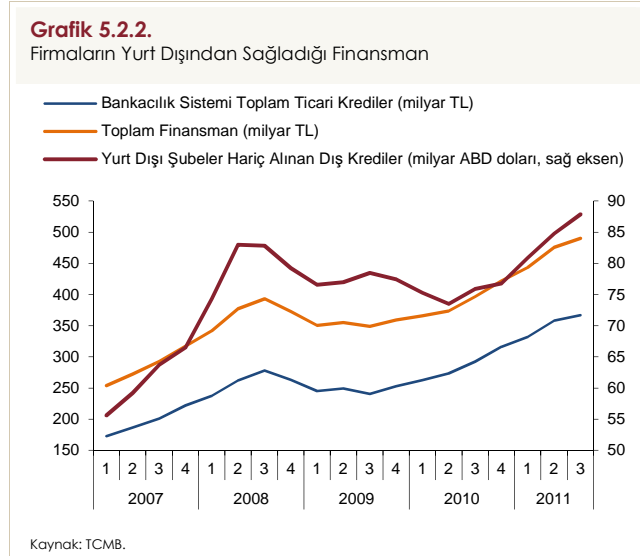
5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Banka kredileri 2011 yılı üçüncü çeyreğinde belirgin bir yavaşlama eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.2.1). Hızlı kredi büyümesi, makro ve finansal istikrar açısından yaratabileceği risklerden ötürü otoritelerce yakından takip edilmektedir. Bu doğrultuda, 2010 yılı sonlarından itibaren, TCMB ve BDDK tarafından kredi büyümesini sınırlamaya yönelik çeşitli tedbirler uygulamaya konmuştur. Gerek TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarında yaptığı artışlar ve izlediği likidite politikalarının, gerekse de BDDK'nın çeşitli kredi türlerine yönelik yaptığı düzenlemelerin kredi büyümesinde üçüncü çeyrekte görülen yavaşlamada

belirleyici rol oynadığı düşünülmektedir. Bu düzenlemelerin etkisiyle, yılın ilk iki çeyreğinde yıllıklandırılmış bazda yüzde 40'ın üzerinde büyüyen bankacılık kesiminin reel sektöre açtığı kredilerde, üçüncü çeyrekteki artış oranı yüzde 18 düzeyine gerilemiştir (Grafik 5.2.1).

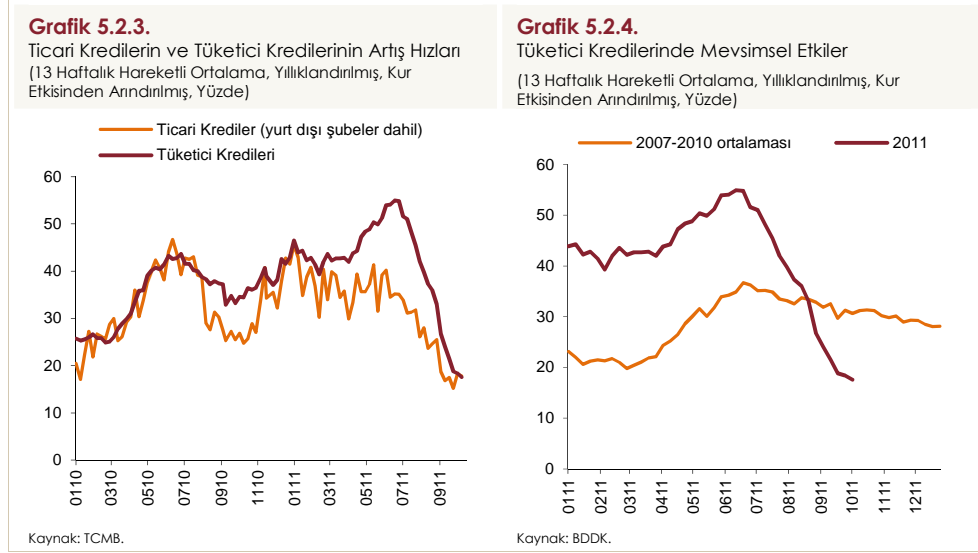


Reel kesimin yurt içi bankalardan aldığı kredilerin büyüme hızı önemli ölçüde gerilerken, yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı kredilerin büyüme hızında ise Ağustos ayı itibarıyla henüz belirgin bir yavaşlama eğilimi gözlenmemektedir (Grafik 5.2.2).



Reel sektöre açılan kredilerde üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama eğiliminde hem ticari krediler hem de tüketici kredilerindeki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreğine dair yıllıklandırılmış verilere bakıldığında

tüketici kredilerinin büyüme eğiliminin, yüzde 52'den yüzde 18'e, ticari kredilerin büyüme eğiliminin ise yüzde 34'ten yüzde 19'a gerilediği görülmektedir (Grafik 5.2.3). Her ne kadar bu gelişmede mevsimsel unsurların rolü olsa da geçmiş yıllarla yapılan kıyaslamalar gözlenen yavaşlamanın mevsimsel normallerden daha belirgin olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5.2.4)

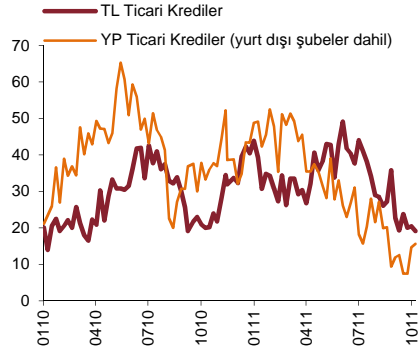


Ticari kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama eğilimi hem TL cinsi hem de YP cinsi krediler için geçerli olmakla birlikte, YP cinsi kredilerdeki yavaşlamanın daha sert olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.5). Ayrıca, son dönemde ticari kredilerin büyüme hızındaki yavaşlamanın geçmiş yılların aynı döneminde gözlenen eğilime kıyasla çok daha belirgin olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.2.6).

Büyük bir bölümü uzun vadeli olan ve ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanı için kullanılan YP cinsi ticari kredilerdeki yavaşlamanın büyük ölçüde talep taraflı gelişmelerden etkilendiği düşünülmektedir. Nitekim, yılın ilk çeyreğinden bu yana yatırım harcamalarında kayda değer bir yavaşlama gözlenmektedir. Kredi eğilim anketi ikinci çeyrek sonuçları da yatırım finansmanına bağlı kredi talebinin, toplam kredi talebi üzerindeki etkisinin önemli ölçüde azaldığına işaret etmektedir. YP kredilerde arz tarafını etkileyebilecek en önemli etken yurt dışı kaynaklara erişimdeki gelişmelerdir. Gerek ikinci çeyrekte gerekse üçüncü çeyrekte bankaların yurt dışı kaynaklara erişimde zorluk yaşadıklarına işaret eden somut bir gösterge bulunmamaktadır.

Grafik 5.2.5.

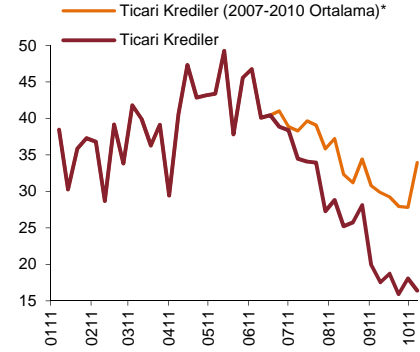
TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.6.

Ticari Kredilerdeki Mevsimsel Etkiler
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)

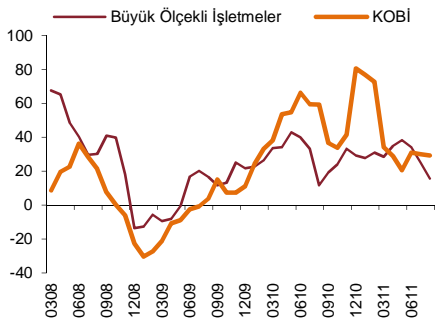


* 2007-2010 yılları üçüncü çeyrek ortalama kredi artış hızlarındaki değişimler 2011 yılı Haziran sonu artış hızlarına eklenerek türetilmiştir.
Kaynak: BDDK.

Ticari krediler işletme ölçeği bazında incelendiğinde, Ağustos ayı itibarıyla açıklanan veriler son dönemdeki yavaşlamanın temelde büyük ölçekli işletme kredilerinden kaynaklandığını göstermektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Öte yandan büyük ölçekli işletme kredilerindeki gerilemede YP cinsi kredilerin artış hızındaki düşüşün daha belirgin olduğu görülmektedir. Ticari kredilerdeki yavaşlamanın temelde KOBİ'lerden ziyade büyük ölçekli işletme kredilerinden kaynaklanması, söz konusu yavaşlamanın taleple ilişkili olabileceği görüşünü desteklemektedir.

Grafik 5.2.7.

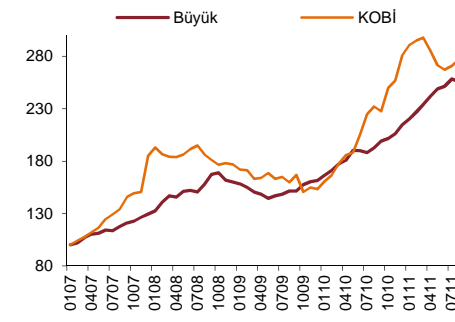
Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları*
(Nom., Kurdan Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Aylık Büyüme, 3 Aylık Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: BDDK.

Grafik 5.2.8.

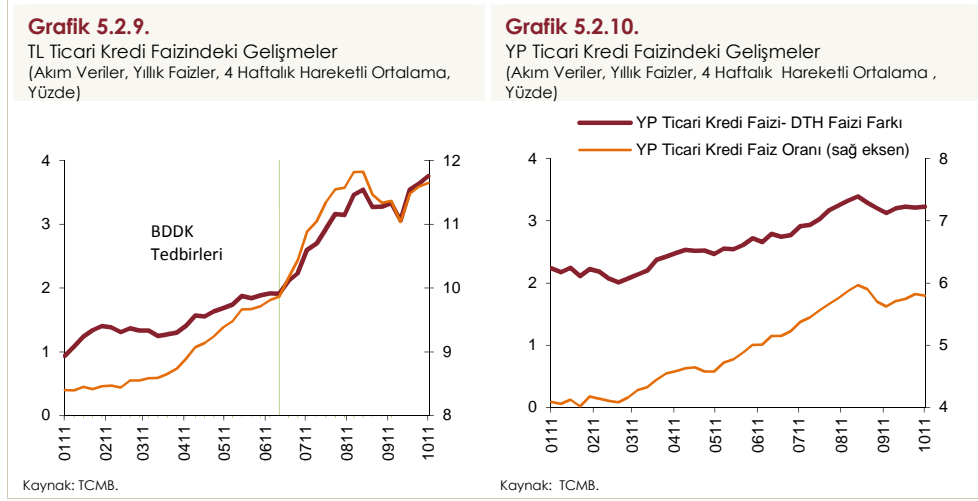
Ölçeklere Göre YP İşletme Kredileri*
(Nominal, Ocak 2007=100)



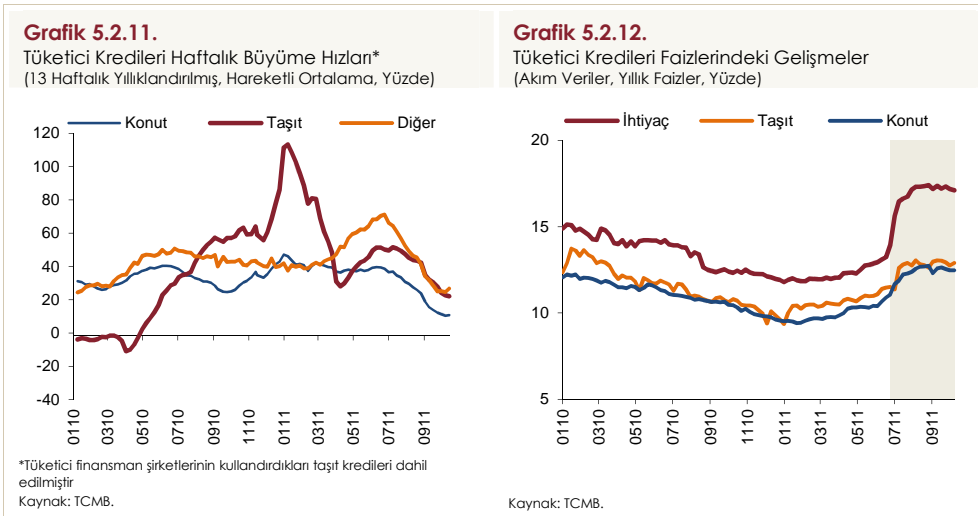
Kaynak: BDDK.

Ticari kredilerde gözlenen yavaşlamada talep yanlı faktörlerin etkileri daha belirgin olmakla birlikte, politika yapıcılarının aldığı tedbirlerin de katkısı olduğu düşünülmektedir. Kredi ve mevduat faiz oranlarında yılbaşından bu yana gözlenen artış eğilimi zorunlu karşılıklardaki kademeli artışlardan ve likidite yönetiminin sıkılaştırıcı nitelikteki duruşundan kaynaklanmaktadır (Grafik 5.2.9

ve 5.2.10). TCMB'nin politika önlemlerine ek olarak BDDK'nın kısıtlayıcı düzenlemeleri de krediler üzerinde doğrudan etkili olmaktadır.



BDDK'nın aldığı kararların tüketici kredileri üzerinde de etkili olduğu görülmektedir. Üçüncü çeyrekte, tüketici kredilerinin tüm alt kalemlerindeki büyüme önemli ölçüde hız kaybetmiştir. Özellikle, tüketici kredilerinin yarısına yakınına oluşturan ve ikinci çeyrekte oldukça yüksek oranda büyüyen diğer tüketici kredileri alt kalemindeki yavaşlama belirgin olmuştur (Grafik 5.2.11). Diğer tüketici kredilerindeki yavaşlamanın büyük ölçüde BDDK'nın Haziran ayı sonunda genel karşılık oranlarına ilişkin düzenlemelerde yaptığı değişikliklerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Zira, diğer tüketici kredilerindeki büyüme hızının, bankaların düzenleme değişiklikleri sonucunda artan maliyetlerini kredi faizlerine yansıtılmalarının hemen ardından yavaşlama eğilimine girdiği gözlenmektedir (Grafik 5.2.11 ve Grafik 5.2.12).



BDDK tarafından yapılan düzenleme değişikliklerinin temelinde diğer tüketici kredileri alt kalemine yönelik olmasına karşın, aynı dönemde konut ve taşıt kredilerinin faizlerinde de artışlar gözlenmiş ve söz konusu kredi türlerinde de büyüme hızları yavaşlama eğilimine girmiştir (Grafik 5.2.11). Bu durumun kamu otoritelerinin duruşuna ilişkin sinyal etkisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Yılın ilk yarısında yüksek seyreden kredi büyüme hızının yüzde 25 civarına gerilemesi için gerekli önlemlerin alınacağına ilişkin algılamaların güçlenmesiyle bankaların gerek kredilerdeki yavaşlamayı temin edecek gerekse kredilerden elde edecek karlılığı artıracak olması nedeniyle kredi faizlerini artırmayı tercih etmiş oldukları düşünülmektedir. Tüketici kredilerinde gözlenen yavaşlamada etkili olabilecek bir diğer faktör, yılın ikinci yarısında yeni önlemlerin alınacağı beklentisiyle bankacılık kesiminin kredi arzını öne almış olması ihtimalidir. Kredi arzına ilişkin koşullara en fazla duyarlı kredi türü olan diğer tüketici kredilerinin BDDK düzenlemeleri öncesinde en hızlı artan kredi türü olması, bu görüşü destekler niteliktedir (Grafik 5.2.10).

Tüketici kredilerindeki yavaşlamada arz yönlü faktörlerin etkisi belirgin olmakla birlikte söz konusu gelişmelerde talep tarafının da rol oynadığına işaret eden göstergeler bulunmaktadır. Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin yavaşladığına ilişkin açıklanan veriler ve tüketici güvenindeki zayıf seyir bu bağlamda öne çıkan göstergelerdir.

Sonuç olarak, üçüncü çeyrekte yıllık kredi büyüme hızı makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere yakınsamıştır. Bu dönemde, ticari kredilerde talep yönlü faktörler baskın bir rol oynarken tüketici kredilerinde otoritelerin aldıkları tedbirlere bağlı olarak arz yönlü faktörlerin etkili olduğu görülmektedir. İlgili veriler alınan tedbirlerin doğrudan etkilerinin yanı sıra sinyal etkisi yoluyla da kredi arzı üzerinde belirleyici olduğuna işaret etmektedir.

Önümüzdeki dönemde küresel ekonomiden kaynaklanabilecek finansal çalkantılar ve söz konusu gelişmelerin kredi piyasaları üzerindeki olası etkileri yurt içi iktisadi faaliyeti olumsuz etkileyebilecektir. Böyle bir süreçte kredi piyasalarının iktisadi faaliyetin devamı için gereken fonları sağlayabilecek durumda olması son derece önemlidir. Son dönemde, TCMB'nin TL ve YP likiditeye yönelik olarak aldığı tedbirler, para piyasalarındaki olası dalgalanmaların kredi piyasasının işleyişi üzerindeki olası olumsuz etkilerini sınırlamayı hedeflemektedir. TCMB önümüzdeki dönemde de finansal piyasaları yakından takip ederek, kredi piyasasının işlerliğini temin için gerekli görülen önlemleri alacaktır.

Kutu
5.1

Enflasyon Telifisinin Para Politikası Analizlerinde Kullanılması

Enflasyon beklentilerine ilişkin doğru bilgi elde etmek tüm iktisadi birimler için daha sağlıklı ekonomik kararların alınabilmesi açısından önemlidir. Ekonomik birimlerin beklentilerinin, fiyatlama davranışlarını ve dolayısıyla enflasyon oranlarını doğrudan etkilemesi sebebiyle, para politikası aktarım mekanizması açısından enflasyon beklentilerinin sağlıklı bir şekilde ölçülmesi elzemdir. Türkiye'de uzun süredir enflasyon beklentileri, TCMB tarafından ayda iki kez düzenlenen Beklenti Anketi ile ölçülmektedir. Ancak yazında anketlerin yanı sıra, yüksek frekansta, katılımcı sayısı ankete göre daha fazla olan ve doğrudan finansal piyasa katılımcılarının enflasyon fiyatlamalarını yansıtan enflasyon telifisi de ek bir enflasyon beklentisi göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu kutuda Türkiye için finansal piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerine dair bilgi çıkarılmasını sağlayan ve bu sayede politika analizlerinde kullanabilecek bir araç olarak enflasyon telifisinin tanıtılması amaçlanmıştır.

Enflasyon Telifisi

Enflasyon telifisi, finansal piyasa katılımcılarının nominal tahvil ile enflasyona endekli tahvil arasında tercihlerinde kayıtsız kalmalarını sağlayan enflasyon oranı olarak tanımlanmaktadır (Gürkaynak ve diğerleri, 2010). Bu tanıma göre, tüm özellikleri ve vadeleri aynı olan nominal tahvil ile enflasyona endekli tahvilin getirileri arasındaki fark enflasyon telifisini vermektedir.

Nominal ve enflasyona endekli tahvil getirilerinin bileşenlerini aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$r_n = \bar{r} + \pi^e + \theta_r + \theta_\pi + \theta_c + \ell_n + \varepsilon_n$$

$$r_r = \bar{r} + \theta_r + \theta_c + \ell_r + \varepsilon_r$$

Burada r_n nominal tahvilin getirisini, r_r enflasyona endekli tahvilin getirisini, \bar{r} beklenen reel faiz oranını, π^e beklenen enflasyon oranını, θ_r reel faiz oranı değişim riski fiyatlamasını, θ_π enflasyon riski fiyatlamasını, θ_c kredi (ödenmeme) riski fiyatlamasını, ℓ_n ve ℓ_r sırasıyla nominal ve enflasyona endekli tahvilin likidite primini, ε_n ve ε_r ise sırasıyla nominal ve enflasyona endekli tahvile has geçici faktörleri temsil etmektedir.

Tanımlı gereği yatırımcısını gerçekleştiren enflasyona karşı koruduğu için enflasyona endekli tahvilin, tahvil fiyatına ve dolayısıyla getirisine enflasyon beklentisi ve enflasyon riski fiyatlaması girmemektedir. Böylece, bonolara has faktörlerin küçük ve öngörülemez oldukları düşünüldüğünde, nominal ile enflasyona endekli tahvil getirilerinin farkı olarak enflasyon telafisi; enflasyon beklentisi, enflasyon belirsizliği ve likidite primi farkı bileşenlerinden oluşmaktadır.

$$ET = r_n - r_r = \pi^e + \theta_\pi + (\ell_n - \ell_r) + (\varepsilon_n - \varepsilon_r)$$

Bu kutuda enflasyon telafileri, İMKB'de işlem gören nominal ve enflasyona endekli tahvil verileri ile Duran ve diğerleri (2011a) çalışmasında uygulanan yöntem kullanılarak hesaplanmıştır.

Enflasyon Telafisine İlişkin Vaka Analizleri

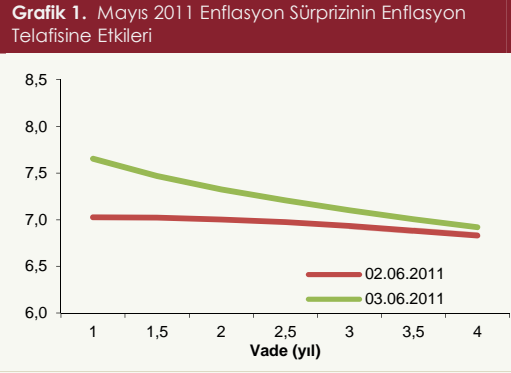
Enflasyon telafisi asıl olarak, enflasyon beklentileri, enflasyon belirsizliği ve likidite faktörlerinden etkilenmektedir. Duran ve diğerleri (2011a), bu faktörlerden likidite koşullarının enflasyon telafisinin hesaplanmasında kullanılan tahvillerin fiyatlamasına günlük frekansta kayda değer ölçüde yansımadağını göstermiştir. Bu nedenle kısa bir süre içerisinde enflasyon telafisinde gözlenen değişimler büyük ölçüde enflasyon beklentisi ve belirsizliğinin fiyatlanmasına atfedilebilmektedir. Para politikası açısından enflasyon beklentileri ve belirsizliğindeki değişimlerin her ikisinin de önemli olması nedeniyle, enflasyon telafisi kullanılarak yapılacak vaka analizlerinin bilgi değeri yüksek olacaktır. Elde edilen enflasyon telafilerindeki değişimlerin belirli vaka analizleri çerçevesinde incelenmesi, para politikası kararları ve enflasyon sürprizleri gibi gelişmelerin enflasyon beklentisi ve enflasyon belirsizliği üzerindeki etkilerinin incelenmesine de imkan tanımaktadır.¹ Bu durum bir örnekle daha açık bir biçimde ifade edilebilir.^{2,3}

¹ Vaka analizlerinde kesin yargılara varmadan önce likidite koşullarına ve ilgili periyotta söz konusu olabilecek bazı önemli değişimlere dikkat etmekte fayda vardır. Ayrıca, her vaka analizinde, enflasyon telafisindeki değişimin ne kadarının nominal getirilerdeki değişimden, ne kadarının da reel getirilerdeki değişimden kaynaklandığının incelenmesi yerinde olacaktır.

² Vaka analizleri yorumlanırken herhangi bir vadedeki enflasyon telafisinin o vadeye kadar olan dönemin tamamına ilişkin ortalama enflasyon beklentisi ve belirsizliğini yansıttığı dikkate alınmalıdır. Bu nedenle kısa vadelerde gözlenen değişimler kısmen uzun vadelere de yansımaktadır.

³ Kutuda yer alan vaka analizine ilişkin farklı örnekler için Duran ve diğerleri (2011a) ve Duran ve diğerleri (2011b) çalışmalarına bakılabilir. Bu kutuda gösterilen enflasyon telafisi davranışları geneli yansıtmaktadır.

Örneğin, yüzde 2,42 düzeyinde gerçekleşen 2011 yılı Mayıs ayına ilişkin aylık enflasyon oranı piyasalar tarafından yukarı yönlü bir sürpriz olarak nitelendirilmiştir. Bu sürpriz özellikle gıda fiyatlarındaki hızlı artışlardan kaynaklanmıştır. Grafik 1'de görülen kırmızı çizgi enflasyon verisinin açıklanmasından önceki son günün kapanış verileriyle hesaplanan enflasyon telafisini, yeşil çizgi ise enflasyon verisinin açıklandığı günün enflasyon telafisini göstermektedir.⁴ Mayıs ayındaki yukarı yönlü enflasyon sürprizinin etkisiyle enflasyon telafisi tüm vadelerde yükselmiştir. Bu yükselişin kısa vadelerde daha belirgin olması, enflasyondaki söz konusu yükselişin piyasa katılımcıları tarafından geçici olarak algılandığına işaret etmektedir. Öte yandan, enflasyon telafisindeki değişimin ne ölçüde enflasyon beklentilerinden kaynaklanıp ne ölçüde enflasyon belirsizliğinden kaynaklandığını ayırtmak için enflasyon telafisi verisi tek başına yeterli değildir. Ancak hem enflasyon hem de enflasyon risk primi fiyatlamaları enflasyon dağılımı beklentilerine dayandıkları için enflasyonu hedefleyen bir merkez bankası için enflasyon telafisindeki değişimler bilgi içermektedir.



Sonuç olarak, nominal ve enflasyona endeksli tahvil getirilerinin farkı olarak ifade edilen enflasyon telafilerinden finansal piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerine ilişkin bilgi elde edilmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir. Bu yönüyle enflasyon telafisi, beklenti anketlerine alternatif piyasa temelli bir göstergedir. Ancak enflasyon telafisinden enflasyon beklentileri elde edilirken enflasyon belirsizliği ve likidite koşulları gibi etkenlere de dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu hususlar dikkate alındığında enflasyon telafisi kullanılarak Türkiye için finansal piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerine dair daha doğru ve yüksek frekansta bilgi çıkarılmasını sağlayan bir araç, para politikası kararları alınırken yararlanılan veri setine dahil edilmiş olacaktır. Bu yaklaşımın en önemli avantajlarından birisi, getiri verilerinin yüksek frekansta mevcut olması nedeniyle para politikasının etkinliğine veya enflasyon sürprizlerine yönelik vaka analizlerinin yapılmasına imkan tanınmasıdır.

⁴ Enflasyon verileri TÜİK tarafından takip eden ayın 3. gününde sabah saat 10.00 itibarıyla açıklanmaktadır. Bu nedenle enflasyon verisinin açıklanmasının etkisi aynı günün kapanış verilerine yansımaktadır.

Kaynakça

Duran, M., Gülşen, E. ve Gürkaynak, R. (2011). "Türkiye İçin Getiri Eğrileri Kullanılarak Enflasyon Telifisi Tahmin Edilmesi", *TCMB Çalışma Tebliği* (yayımlanma aşamasında).

Duran, M., Gülşen, E. ve Gürkaynak, R. (2011). "Türkiye'de Endeksli Bonolar Kullanılarak Enflasyon Telifisi Ölçülmesi", *TCMB Ekonomi Notları* No. 11/15.

Gürkaynak, R., Sack, B. ve Wright, J. H. (2010). "The TIPS Yield Curve and Inflation Compensation," *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(1), Ocak 2010, 70-92.