

Kutu 2.2

ABD Hazine Getiri Eğrisi Hareketlerinin Türkiye'ye Etkisi

ABD hazine tahvilleri risksiz varlık olarak değerlendirildikleri için küresel ölçekteki diğer tüm yatırım araçları için referans oluşturmaktadır. ABD hazine getiri eğrisindeki hareketler diğer riskli varlıkların fiyatlamalarını doğrudan etkilerken, küresel sermayenin getirisi yüksek ancak riskli gelişmekte olan ülkeler varlıkları ile risksiz ancak getirisi düşük gelişmiş ülke (GÜ) varlıkları arasında dolaşımına da yön vermektedir. Bu açıdan ABD hazine getiri eğrisi üzerinde oluşan beklentiler GOÜ piyasaları için önemli olmaktadır. Bu kutuda ABD 10 yıllık hazine tahvil getirilerindeki yükselişlerin Türkiye finansal piyasaları üzerindeki etkileri incelenerek önümüzdeki döneme ilişkin değerlendirmeler yapılmaktadır.

Uzun vadeli tahvil getirileri geleceğe ilişkin enflasyon ve reel para politikası faizi beklentilerinin bileşimi olarak şekillenmektedir. Enflasyon beklentilerinde oluşan bir artış Fed'in gelecekte para politikasını sıkılaştırarak enflasyonla mücadele edeceği beklentisini oluşturduğundan uzun vadeli tahvil getirileri yükselmektedir. Reel faizler orta ve uzun vadede potansiyel büyüme, tasarruf tercihleri ve finansal yapı gibi faktörlerce belirlenirken kısa vadede büyüme görünümü ve para politikasından etkilenmektedir. 2020 yılının son çeyreğinden itibaren ABD uzun vadeli tahvil getirilerinde gözlenen artış da daha çok enflasyon beklentilerindeki yükselişten kaynaklanmaktadır.

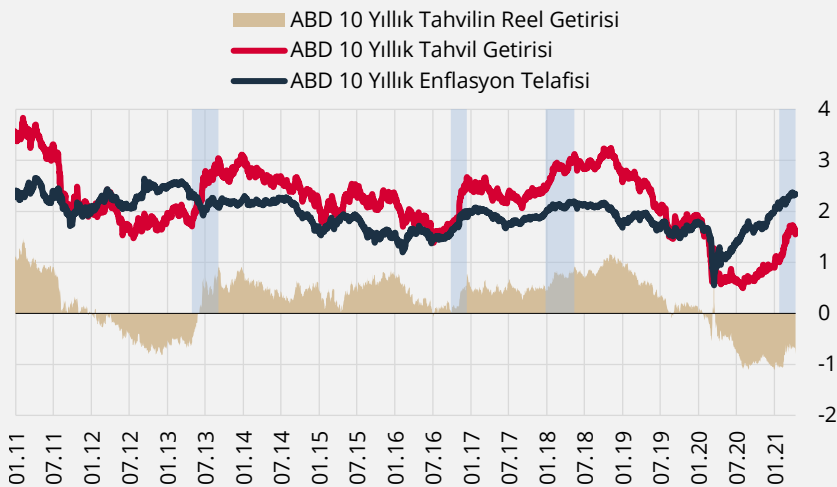
Bilindiği gibi ABD hazine getirileri finansal piyasalarda iskonto oranı (discount rate) olarak kullanılmaktadır. ABD tahvil getirilerinin oldukça düşük seyrettiği son bir yıllık dönemde ABD'de büyüme potansiyeli çok olan ya da riskli ve yüksek getirili varlıklara talep çok yükselmiştir. İskonto oranının normalleşmesiyle piyasalarda düzeltme hareketleri gözlenmeye başlarken yüksek getiri-yüksek risk sunan yatırımlar bu normalleşmeden en olumsuz etkilenen varlıklar olarak öne çıkmaktadır.

ABD hazine tahvillerine duyarlılığı yüksek olan GOÜ hisse senedi piyasalarının yanı sıra tahvil piyasaları da ABD hazine tahvillerine ait getirilerin yükselmesi durumunda baskı altında kalmaktadır. Risksiz getiri olarak değerlendirilen ABD hazine tahvili getirisinin artması durumunda GOÜ tahvillerinin cazibesi azalmakta, GOÜ tahvil piyasaları ABD hazine tahvillerindeki artıştan olumsuz etkilenmektedir.

ABD Tahvil Getirilerinin Tarihsel Gelişimi

Geçtiğimiz on yıl içinde ABD tahvil getirilerinde gözlenen sert artışların GOÜ finansal piyasalarına negatif etkilerinin olduğu ancak faizlerin dengelenmesiyle birlikte risk iştahının da normale döndüğü gözlenmiştir. Bu süre zarfında ABD uzun vadeli getirilerindeki artışların belirgin olduğu dört alt dönem öne çıkmaktadır (Grafik 1).

Grafik 1: ABD 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirisi ve Alt Bileşenleri (%)



Kaynak: Bloomberg.

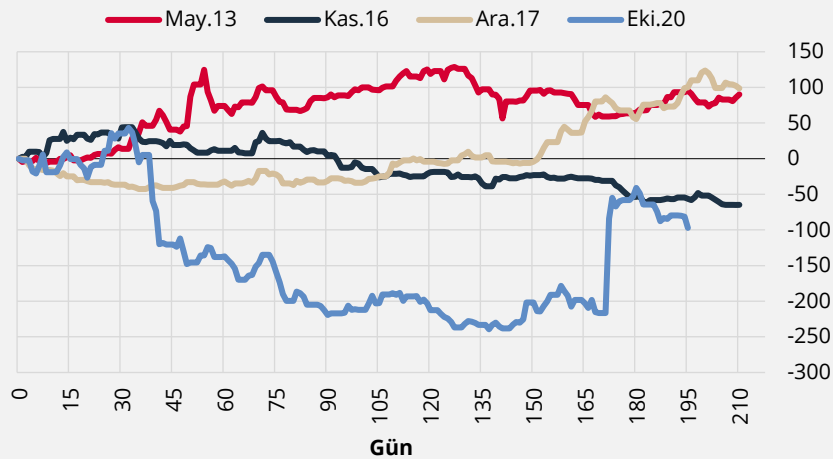
2008 Küresel Finans Krizinden sonraki dönemde Fed'in hızlı bilanço büyütmesiyle birlikte hızla gerileyen ABD tahvil getirileri, 2012 yılında artmaya başlayan enflasyon beklentilerinin altında seyretmeye başlamıştır. Bu sürecin devamında 2013 yılının Mayıs ayında ABD para politikasında normalleşme sürecinin başlamasıyla birlikte 10 yıllık tahvil getirileri birkaç hafta içerisinde yüzde 2'nin hemen altındaki seviyelerden yüzde 3'lere ulaşmıştır. Bunun sonucunda Türkiye'ye ve diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamaları bozulmuştur (Grafik 2). Türkiye'den yoğun portföy çıkışları gözlenirken 2013 yılı Mayıs ayı başından yıl sonuna kadar TL yaklaşık yüzde 20 değer kaybetmiştir.

2013 yılının sonlarından itibaren yeniden gerileme eğilimine giren tahvil getirileri 2016 yılında ABD seçimleri sonrasında çok kısa süre içerisinde yüzde 1,8 seviyelerinden yüzde 2,6 seviyesine sıçramıştır. Trump Yönetimi'nin küresel ticarete ve ABD dışındaki pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye yönelik söylemleri risk iştahını geriletmiş, portföy çıkışlarına yol açmıştır. Tahvil getirilerindeki artış eğiliminin 2016 yılı Aralık ayı içerisinde sona ermesiyle birlikte risk iştahı hızlıca toparlansa da, TL yurt içi gelişmelerin de etkisiyle diğer GOÜ paralarından belirgin şekilde olumsuz ayrılmıştır.

2017 yılının sonlarında bu kez Fed tarafından uzun süredir gevşek olan para politikasında sıkılaşılmaya yönelik beklentilerle ABD tahvil getirileri yeniden artış eğilimine girmiştir. Öte yandan, söz konusu artış eğilimi önceki örneklerdekinin aksine yumuşak ve zamana yayılan bir hareket olduğundan GOÜ'ler ve Türkiye üzerindeki etkileri oldukça sınırlı kalmıştır.

Son olarak 2020 yılında koronavirüs salgını sonrasında alınan önlemlerin etkisiyle tarihi düşük seviyelerine gerileyen ABD 10 yıllık tahvil getirisi enflasyon beklentilerindeki artışa rağmen yılın son çeyreğine kadar düşük seyrini sürdürmüştür. Bilindiği gibi Fed'in 2020 yılında para politikası çerçevesinde değişikliğe giderek uzun vadede "ortalama" enflasyon oranını yüzde 2 civarına yaklaştırma hedefini benimsemesi Fed'e bir ya da birkaç yıl boyunca yüksek enflasyona karşı harekete geçmeme esnekliği sağlamıştır. Enflasyon telafisindeki artışın 2020 yılının son çeyreğinde 1 puanı aşmasıyla ABD 10 yıllık tahvil getirisi yükselmeye başlarken enflasyon telafisindeki artışların da devam etmesi sonucunda 2021 yılı Şubat ayında tahvil getirilerindeki artış hız kazanmış ve piyasalarda panik havası hâkim olmuştur. Bu dönemde riskten kaçınma hareketine bağlı olarak GOÜ varlıklarında ve para birimlerinde önemli kayıplar yaşanırken TL cinsi varlıklar negatif ayrılmıştır. Tahvil getirilerinde 2021 yılında gözlenen artışların 2016 ve 2017 yıllarındaki artış dönemlerinden ziyade 2013 yılındaki artış döneminde olduğu gibi enflasyon ve iktisadi faaliyet kaynaklı olması nedeniyle Fed'in geçmiş öngörülerden daha erken bir vadede politika tepkisi vermek zorunda kalma ihtimali de yükselmiştir. ABD'de hâlihazırda negatif düzeylerde seyreden reel faizlerin makul bir pozitif seviyeye çıkması halinde dahi 10 yıllık tahvil getirilerinin yüzde 3'ü geçebileceği öngörülmektedir. Önümüzdeki dönemde ABD tahvil getirilerindeki seyrin enflasyon ve istihdam gerçekleştirmelerine bağlı olarak şekillenmesi ve küresel piyasaların bu verilere hassasiyetinin yüksek olması beklenmektedir. Türkiye'nin finansal varlıkları ve göstergelerinin de küresel risk iştahına bağlı olarak yüksek oynaklık sergilemesi muhtemel görünmektedir.

Grafik 2: Türkiye CDS Primi (Baz Puan, $t_0 = 0$)*



Kaynak: Bloomberg.

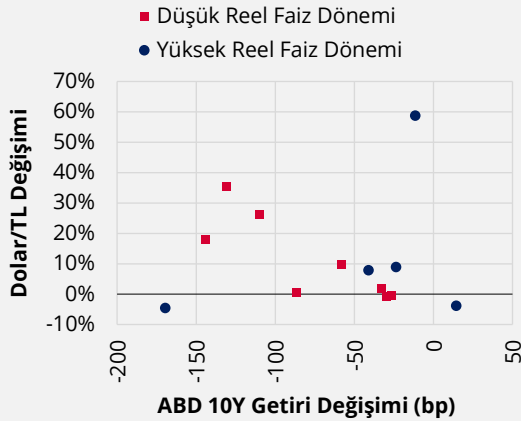
* Her bir tahvil getirisi artış döneminde t_0 noktası olarak ilgili ayın ilk günü seçilmiştir.

ABD Tahvil Getirisi Artışlarının Türk Lirası Üzerindeki Etkileri

Son 10 yıllık süreçte ABD tahvil getirilerinin seyri incelendiğinde 10 yıllık tahvil getirisinin yüksek artış kaydettiği 4 dönemin yanı sıra 9 adet kayda değer artış dönemi daha olduğu tespit edilmiştir. Böylece ABD tahvil getirilerinin 10 yıllık seyri 13 adet artış dönemi ile bu dönemlerin arasında kalan 13 adet sakin seyir dönemine bölünebilmektedir. Her bir alt dönemde ABD tahvil getirisinde gözlenen değişime karşılık Türkiye finansal varlıklarının nasıl tepki verdiğini temsil etmek üzere ABD doları/TL kurundaki değişimler Grafik 3 ve 4'te yer almaktadır. Ayrıca her iki grafikte de Türkiye'nin sunduğu reel faizin diğer GOÜ ortalama reel faizinden görece olarak düşük olduğu gözlemler kare şeklinde noktalarla gösterilirken daire şeklinde olan noktalarda Türkiye'nin reel faizinin görece olarak yüksek olduğu gözlemler gruplanmıştır. Bu gösterimle reel faiz düzeyinin Türk lirasının ABD tahvil getirisi gelişmelerine tepkisini etkileyip etkilemediği incelenmiştir.

Piyasalarda ABD tahvil getirisi kaynaklı bir stres yaşanmayan "sakin" zamanlarda ABD doları/TL kuru ile ABD tahvil getirisi arasında belirgin bir ilişki göze çarpmamaktadır. Türk lirası bu dönemlerde daha çok yurt içi haber akışından etkilenir hale gelmektedir (Grafik 3). ABD tahvil faizinin arttığı dönemlerde ise ABD doları/TL kurunun ABD tahvil getirisindeki artış miktarlarıyla orantılı bir şekilde yükseldiği görülmektedir (Grafik 4). Dağılımlar reel faiz düzeyine göre incelendiğinde, "düşük reel faiz" dönemlerinde TL'nin genelde daha yüksek oranda değer kaybettiği gözlenmektedir. Görece "yüksek reel faiz" dönemlerinde ise TL'nin genellikle değer kaybetmediği ya da çok sınırlı değer kaybettiği dikkat çekmektedir. Reel faiz koruması ve döviz kuru ilişkisi özellikle küresel risk iştahının bozulduğu dönemlerde önem kazanmaktadır. Grafik 4'te reel faizin yüksek olduğunu yansıtan noktaların sıfır çizgisinin etrafında kümelenmesi, TL'nin olumsuz risk iştahına karşın önemli bir değer kaybı yaşamadığı görülmektedir. Buna karşın reel politika faizinin düşük olduğu dönemlerde TL, ABD tahvil getirilerine daha duyarlı hale gelmekte ve daha fazla değer kaybetmektedir. Bu farklılaşma dış şokların etkili olduğu küresel panik dönemlerinde fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikasının kur ve enflasyon için önemini ortaya koymaktadır.

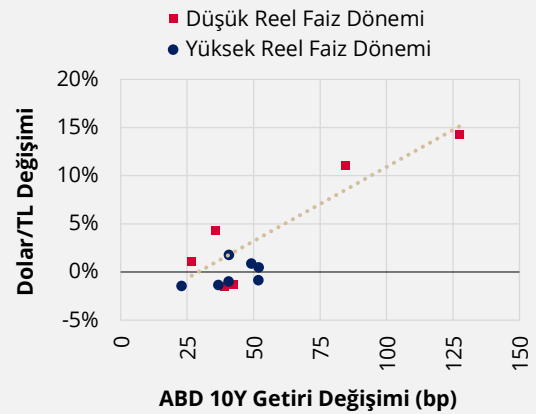
Grafik 3: ABD Doları/TL ile ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi Serpilme Diyagramı* (ABD Tahvil Getirilerinin Sakin Seyrettiği Alt Dönemlerde)



Kaynak: Bloomberg.

* Türkiye'nin reel politika faizinden gelişmekte olan ülkelerin ortalama reel politika faizi çıkarılarak hesaplanmıştır. Reel politika faizlerinin ortalaması hesaplanan gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Meksika, Malezya, Rusya, Polonya, Macaristan, Romanya, Şili.

Grafik 4: ABD Doları/TL ile ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi Serpilme Diyagramı* (ABD Tahvil Getirilerinin Artış Gösterdiği Alt Dönemlerde)



Kaynak: Bloomberg.

2020 yılının Kasım ayından itibaren ekonomi politikalarına ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre belirgin derecede pozitif ayrışan ve bu süreçte olumlu küresel koşullardan da azami ölçüde faydalanan Türkiye açısından ABD tahvil getirilerindeki seyre bağlı olası dalgalanmalar önemli bir risk unsurudur. Enflasyonla mücadele sürecinin devam ettiği bir dönemde, parasal sıkılık düzeyinin enflasyon görünümü üzerindeki yukarı yönlü riskleri önden karşılayacak şekilde belirlenmesinin, dış şoklara karşı dayanıklılığı artıracığı değerlendirilmektedir.