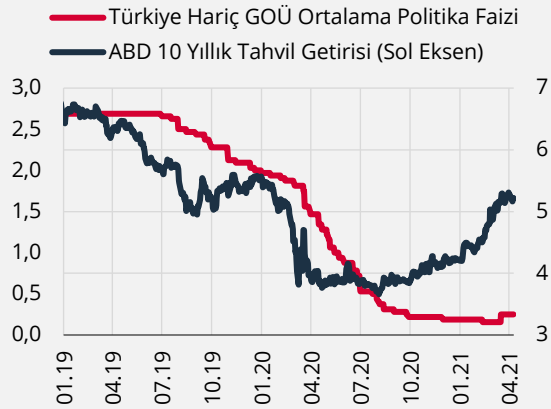


Kutu 3.1

Fed Para Politikası Şoklarının Türkiye Ekonomisine Aktarımı

Gelişmiş ülke para politikalarının başlıca belirleyicisi olduğu küresel finansal çevrimler (Rey, 2015) gelişmiş ve gelişmekte olan ülke (GOÜ) faiz oranları arasında belirgin bir ortak harekete neden olmaktadır. Merkez bankaları kendi iç talep koşullarına tepki olarak politika faizlerini ayarlamaları dışında, küresel arz ve talep şoklarına da politika tepkisi vermek durumunda kalmaktadır. Bu açıdan, küresel finansal çevrimin belirleyicilerinden önemli bir aktör olan Fed'in politika faizi, Türkiye gibi küçük-açık ekonomiler için önemli bir role sahip olmaktadır. Yapılan çalışmalar¹, diğer ülke faiz oranlarının ABD'deki politika faizi ve uzun dönem faiz oranlarıyla beraber hareket ettiğini göstermekte ve küresel, dışsal şokların gelişmekte olan ülkeler için önemini vurgulamaktadır.

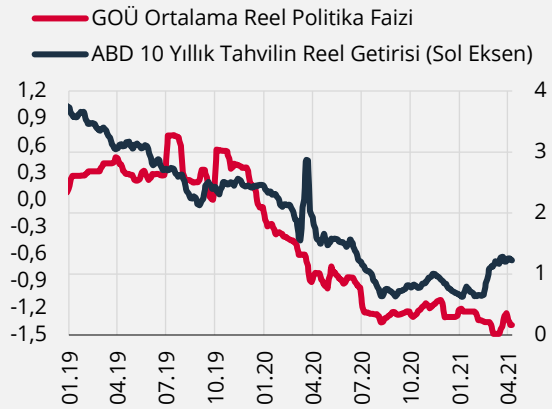
Grafik 1: ABD Tahvil Getirisi ve GOÜ* Politika Faizi (%)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte Olan Ülkeler: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Meksika, Rusya ve Türkiye.

Grafik 2: ABD 10 Yıl Vadeli Tahvilin Reel Getirisi ve GOÜ* Ex Post Reel Politika Faizi (5 Günlük HO, %)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte Olan Ülkeler: Brezilya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Meksika, Rusya ve Türkiye.

ABD tahvil faizleri ile GOÜ politika faizleri arasındaki paralellik küresel faiz oranlarının birlikte hareket ettiği bir çevrime işaret etmektedir (Grafik 1 ve 2). 2019 yılında küresel büyüme görünümündeki zayıflık ve düşük enflasyon beklentileri nedeniyle ABD'de gerileyen faizlere GOÜ merkez bankaları da indirimle eşlik edebilmiştir. Nitekim 2019 yılının ikinci yarısında Türkiye'de de hızlı bir faiz indirim süreci yaşanmıştır. Salgınla birlikte 2020 yılının başlarından itibaren ABD reel faizlerindeki düşüş hızlanmış ve GOÜ için de önemli bir parasal gevşeme alanı oluşmuştur. Son dönemde ise yükselişe geçen ABD tahvil getirilerinin GOÜ para politikası faizlerine kademeli şekilde artış yönünde yansısı beklenmektedir.

Önümüzdeki dönemde, ABD tahvil faizleri bileşenlerinin seyri, Türkiye gibi GOÜ'lerin varlıklarına yönelik risk iştahı açısından önem arz etmektedir. Yükselen enflasyon beklentileri ile reel ekonomide güçlenen büyüme beklentileri, hem enflasyon telafileri hem de reel faizler üzerinde yukarı yönlü bir hareket alanı oluşturmaktadır. ABD tahvil getirilerinin artış eğilimine girdiği bir ortamda, bir noktada Fed politika faizinin de enflasyon ve büyüme beklentileri doğrultusunda artış eğilimine girmesi beklenmektedir (Kutu 2.2).

¹ Uluslararası makroekonomi literatüründe ABD kısa ve uzun vadeli faiz oranları ile politika faiz oranlarının gelişmekte olan ülkelere olan yansımalarına ilişkin bakınız Georgiadis (2016), Caceres ve diğ. (2016), Dedola ve diğ. (2017).

ABD enflasyon beklentilerinde son dönemdeki yükseliş, Fed'in politika faizi aracını kullanabileceğine dair piyasa beklentilerini beslemektedir. Sıkılaştıran küresel finansal koşullar ve bozulan risk iştahı Türk lirasını ABD faizlerine karşı daha duyarlı hale getirmekte, olası bir Fed para politikası sıkılaşmasına karşı yurt içi makroekonomik değişkenlerin hassasiyetini artırmaktadır. Fed para politikası şoku, yurt içi arz ve talep şokları, risk primi şoku ile küresel arz ve talep şoklarının Türkiye gibi küçük-açık bir ekonomiye olan yansımalarını göstermek üzere yapısal bir BVAR modelinden yararlanılmıştır (Tüzün, 2021). Modelin şok ayrıştırması Tablo 1'de sunulan işaret ve sıfır kısıtlarına dayanmaktadır.

Tablo 1: Yapısal BVAR Modeli İşaret ve Sıfır Kısıtları

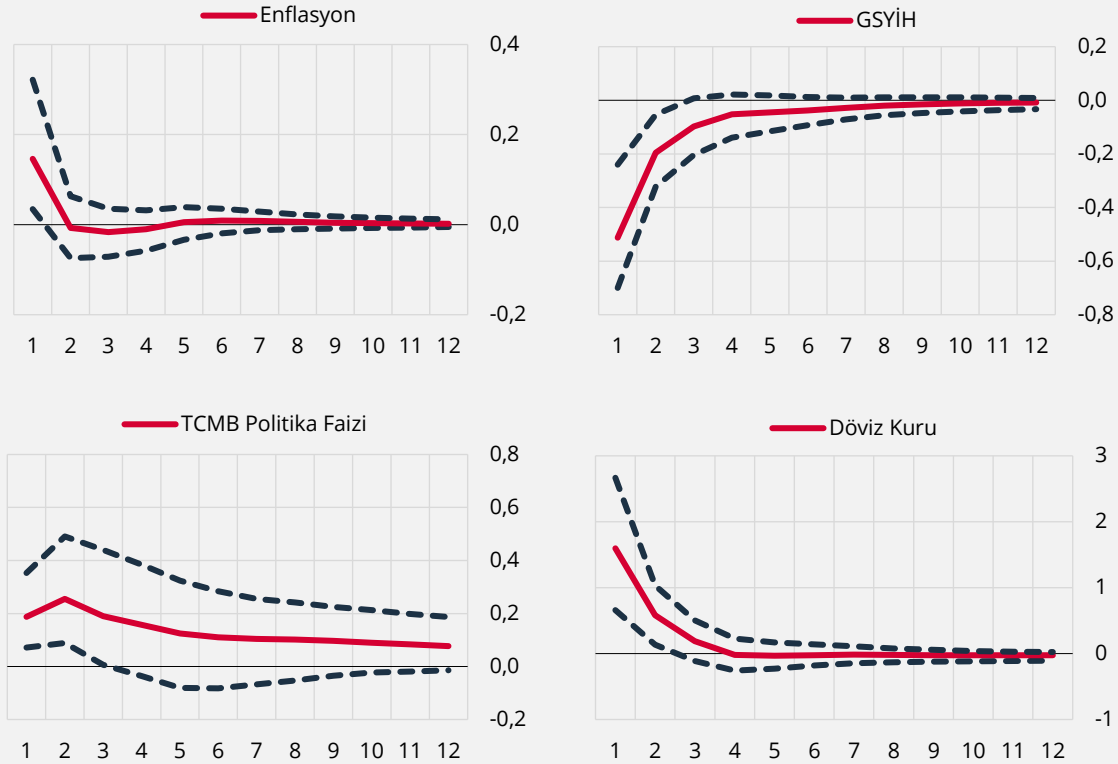
Şoklar Değişkenler	Yurt İçi Para Politikası	Yurt İçi Arz	Yurt İçi Talep	Risk Primi	Küresel Talep	Petrol Fiyatı	Yurt Dışı Para Politikası
Küresel Talep	0	0	0	0	+	-	●
Petrol Fiyatları	0	0	0	0	+	+	●
FED Politika Faizi	0	0	0	●	●	0	+
Yurt İçi Enflasyon	-	-	+	-	+	+	●
Yurt İçi GSYİH	-	+	+	+	+	●	●
TCMB Politika Faizi	+	●	+	●	●	●	+
Döviz Kuru*	-	0	●	-	●	●	●

* Döviz kurunun negatif işareti (-) Türk Lirası'nın değer kazancına işaret etmekte olup, tüm kısıtlar yapısal şokların ilk dönemine uygulanmıştır. Siyah noktalar, herhangi bir işaret veya sıfır kısıtı bulunmadığını göstermektedir.

İşaret kısıtlarına göre, yurt içi para politikası şoku enflasyonu ve milli geliri düşüren, Türk lirasında değer kazancı sağlayan sıkılaştırıcı bir şok olarak tanımlanırken, yurt dışı para politikası şoku FED efektif fonlama faizinde ve TCMB politika faizinde artışa neden olan yapısal bir şok olarak belirlenmiştir. Modeldeki arz şokları enflasyon ve iktisadi faaliyeti zıt yönde, talep şokları ise bu değişkenleri aynı yönde hareket ettiren yapısal şoklar olarak ayrıştırılmaktadır. Para politikası literatüründe arz şoklarının birincil etkilerine merkez bankaları tepki vermediğinden, ilgili yerlere sıfır kısıtları eklenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin küçük-açık ekonomi olmaları gereği, yurt içi kaynaklı şokların küresel değişkenlere etkisi bulunmamaktadır (blok dışsalılık varsayımı). Söz konusu işaret ve sıfır kısıtları altında, 10 baz puanlık bir yabancı para politikası şokuna Türkiye ekonomisi temel makroekonomik değişkenlerinin 12 çeyrek boyunca verdiği tepkiler Grafik 3'te sunulmuştur.

Fed para politikasında görülen pozitif bir şok dış finansal koşulları sıkılaştıran ve küresel risk iştahını olumsuz yönde etkileyen, aynı anda faaliyette daralma ve enflasyonda yükselişe yol açan, maliyetli bir dışsal şoktur. 10 baz puanlık bir Fed politika faizi artışı, dış finansal koşulların sıkılaşmasına, yurt dışından borçlanma maliyetlerinin yükselmesine ve döviz kurundaki yükselişe bağlı olarak yabancı para cinsinden yükümlülüğü bulunan firmaların bilançolarının bozulmasına neden olmaktadır. Dış finansman koşullarının sıkılaşması, cari işlemlerin finansman maliyetinin artmasına ve dolayısıyla döviz kurunun cari işlemler açığını dengeleyici şekilde yükselmesine neden olmaktadır. Döviz kuru geçişkenliği nedeniyle enflasyon yükselirken, yurt içi para politikasının ve bilanço kanalı kaynaklı olarak iç finansal koşulların sıkılaşması nedeniyle de iktisadi faaliyette ilave daralma gözlenmektedir. Model sonuçları, tarihsel davranış kalıpları ışığında, 10 baz puan büyüklüğündeki Fed para politikası şokuna paralel olarak aynı çeyrekte yurt içi politika faizinin ortalama 20 baz puan artırdığını; buna ekonomik aktivitede ortalama yüzde 0,51 oranında daralmanın, enflasyonda ise 0,15 puanlık artışın eşlik ettiğini göstermektedir. Yurt içi politika faizi üzerindeki etki, en yüksek düzeyine (26 baz puan) bir çeyrek gecikmeyle ulaşırken, büyüme üzerindeki birikimli etki de takip eden çeyrekte anlamlı bir şekilde artmaktadır. Fed sıkılaşmasından sonra Türk lirası üzerinde etki ilk çeyrekte %1,6 değer kaybı olurken, yurt içi para politikası tepkisi ile beraber bu kayıp geri alınmaya başlanmaktadır.

Grafik 3: 10 Baz Puanlık Fed Para Politikası Şokuna Yurt İçi Makroekonomik Değişkenlerin Tepkisi*



Kaynak: Yazarın hesaplamaları.

* Kırmızı çizgiler şoka verilen medyan tepkiyi, kesikli çizgiler arasında kalan alan ise tepkilerin yüzde 68'lik güven aralığını göstermektedir.

Tahmin sonuçları, gelişmekte olan ekonomilerin, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarını takip ettiği ve bire birden daha fazla tepki verdiği bulgularıyla uyumludur. Yurt içi finansal koşullar, bazı dönemlerde dış finansal koşullardan farklı bir eğilim sergileyebilmekle birlikte, bu ayrışma makro dengeler açısından kalıcı ve sürdürülebilir olmamaktadır. ABD uzun vadeli tahvil faizlerinin seyri başta olmak üzere küresel finansal koşullara ilişkin göstergeler, risk iştahına ve yurt içi para politikasına yansımaları nedeniyle Türkiye ekonomisi için önemli olmaya ve yakından takip edilmeye devam edecektir.

Kaynakça

Caceres, C., Carriere-Swallow, M. Y., Demir, I., ve Gruss, B. (2016). US monetary policy normalization and global interest rates. IMF Çalışma Tebliği Serisi.

Dedola, L., Rivolta, G. ve Stracca, L. (2017). If the fed sneezes, who catches a cold? Journal of International Economics 108, S23-S41.

Georgiadis, G. (2016). Determinants of global spillovers from us monetary policy. Journal of International Money and Finance 67, 41-61.

Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. CEPR Tartışma Tebliği.

Tüzün, G. (2021). The Importance of External Shocks and Global Monetary Conditions for a Small-Open Economy. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No:21/09.