

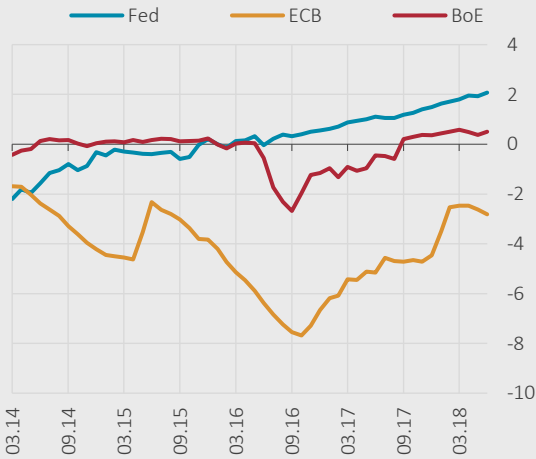
Kutu 2.1

Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Normalleşmesi: Hangi Aşamada, Neler Bekleniyor?

Küresel büyüme görünümü ve küresel risk iştahı açısından gelişmiş ülkelerde para politikası normalleşme hızının önemi birçok kez vurgulanmış; öngörülenden hızlı bir sıkılaşıma önemli bir risk unsuru olarak belirtilmiştir. Sıfıra yakın veya negatif faiz oranları ile tahvil alım programları uzun bir süre gelişmiş ülkelerde para politikası çerçevesini oluşturmuş, ancak merkez bankaları politika alanını genişletmek ve finansal istikrarı gözetmek adına para politikasını kademeli olarak normalleştirmeye başlamıştır. Başlangıçta enflasyonun hedef altındaki seyrini koruması normalleşme sürecini zorlaştırırsa da özellikle 2018 yılı başından itibaren enflasyonun hedeflerle daha uyumlu seyretmesi normalleşmenin hızlanmasını sağlamıştır. Bugüne kadar normalleşme süreci kademeli olarak devam etmiş, ancak son dönemde sürecin GOÜ'ler üzerindeki etkileri daha belirgin hissedilmiştir.

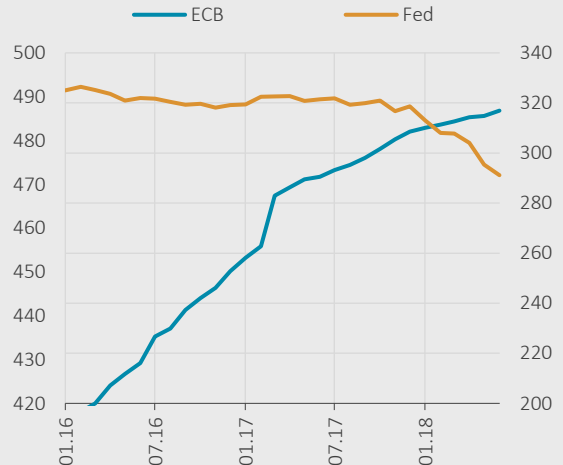
Gelinen noktada Fed, ECB, İngiltere, Kanada ve Çekya merkez bankaları normalleşme süreçlerini sürdürmektedir. Fed tahvil alımlarını bitirmiş; faiz artırımı sürecine girmiş ve bilanço küçültmeye başlamıştır. İngiltere Merkez Bankası da tahvil alımlarını tamamlamış ve ilk faiz artışını gerçekleştirmiştir. ECB tahvil alımlarını azaltma aşamasında olup yıl sonu itibarıyla tahvil alım programını tamamlayacağını duyurmuştur. Tahvil alımı yapmayan Kanada ve Çekya merkez bankaları da faiz artırımlarına başlamıştır. Politika faizinin yanı sıra geleneksel olmayan para politikalarının da etkilerini yansıtan gölge kısa vadeli faizler artış eğilimindedir (Grafik 1). Ayrıca Fed'in bilançosunda küçülme gözlenmiş; ECB'nin de azalttığı tahvil alımları sonrası bilanço büyüme hızı düşmüştür (Grafik 2).

Grafik 1: Gölge Politika Faizleri (%)



Kaynak: Yeni Zelanda Merkez Bankası. Son Gözlem: Haziran 2018.

Grafik 2: Bilanço Büyüklükleri (Ağustos 2008=100)



Kaynak: Bloomberg. Son Gözlem: Haziran 2018.

Haziran ayı, Fed ve ECB kararları normalleşme sürecinde önemli bir adıma işaret etmektedir. Özellikle ECB geleceğe yönelik daha net mesajlar vermiştir. Aslında her iki ülke enflasyon eğilimlerindeki artış, merkez bankalarının hedefle uyumlu bir enflasyon patikasına kalıcı olarak eriştiği yönündeki inancı güçlendirmiş; bu durum normalleşme süreci ile ilgili iletişimin biraz daha belirginleşmesine neden olmuştur.

Fed beklendiği üzere politika faizini 25 baz puan daha artırmış; ayrıca politika faizi seviyesine ilişkin medyan beklentiler hem 2018 hem 2019 için 25 baz puan yükselmiştir¹. Fed 2019 yılı Ocak ayından itibaren yıl içindeki FOMC toplantılarının tamamından sonra basın toplantısı yapılacağını duyurmuş; bu kararıyla yılda dörtten fazla faiz artışı yapabileceği sinyalini de vermiştir. Para politikası duruşunda sıkılaşmaya işaret eden bu kararlar, Başkan Powell'ın "kalıcı olması muhtemel olmayan bir enflasyon şokuna tepki vermeyecekleri" yönündeki açıklaması ve gereğinden hızlı sıkılaşmanın risklerine vurgu yapması gibi faktörler tarafından yumuşatılmaya çalışılmıştır.

ECB ise politika faizini değiştirmemiş, ancak Eylül sonrası için tahvil alım programının geleceğine yönelik kararını açıklamıştır. Buna göre, ECB tahvil alımlarını Ekim-Aralık dönemi için yarı yarıya azaltarak 15 milyar euroya düşürecek ve 2018 yıl sonu itibarıyla tahvil alım programını sonlandıracaktır. Sözle yönlendirme ifadelerinden, tahvil alım programı sonlandırıldıktan sonra uzun bir süre vadesi dolan tahvillerin yenileneceği (yani bilanço küçültülmeyeceği) ve destekleyici para politikasının ihtiyaç sürdüğü sürece devam edeceği vurgusu değiştirilmemiştir. Bununla birlikte faiz artışına ilişkin sözle yönlendirme daha net hale getirilerek, politika faizinin 2019 yılı yaz aylarına kadar değişmesinin beklenmediği belirtilmiştir. Aşağıdaki tablo her iki merkez bankası açıklamasında yer alan "şahin" ve "güvercin" unsurları özetlemektedir.

Tablo 1: Haziran Ayı Fed ve ECB Toplantılarında Alınan Kararlar

	Şahin	Güvercin
Fed	<p>Politika faizinde 25 baz puan artış</p> <p>2018 ve 2019 için medyan politika faiz beklentilerinde 25'er baz puan artış</p> <p>2019 yılından itibaren basın toplantısının tüm toplantılardan sonra yapılacak olması</p> <p>Ekonomik aktivite, özel tüketim ve işgücü piyasası ile ilgili duyurudaki bazı ifadelerin güçlendirilmesi</p> <p>Duyuruda yer alan faiz oranının bir süre daha uzun dönem dengesinin altında seyredeceği yönündeki ifadenin çıkarılması</p>	<p>Başkan Powell'ın basına yaptığı açıklamada kalıcı olması muhtemel olmayan bir enflasyon şokuna tepki vermeyeceklerini söylemesi ve hızlı sıkılaşmanın risklerine vurgu yapması</p> <p>Para politikasının hala "destekleyici" yönde olduğuna dair ifadenin duyuruda tutulmuş olması (geçen toplantının tutanaklarında bu ifadenin çıkarılıp çıkarılmamasının tartışıldığı yer almıştı)</p>
ECB	<p>Eylül ayı sonrası tahvil alımlarının azaltılacağı ve yılsonu itibarıyla sonlandırılacağına açıklanması</p> <p>Politika faizi dair öngörünün daha net bir hale getirilerek faiz değişiminin 2019 yazına kadar beklenmediğinin belirtilmesi</p> <p>Enflasyon tahminlerinin artırılması ve maliyet baskıları, kapasite kullanım oranları ve ücretlere vurgu yapılması</p>	<p>Politika faizinin sabit tutulması</p> <p>Bilanço küçültme yönünde bir tasarruf olmadığına dair ifadenin korunması</p>

¹ Bu durum aslında 2018 ve 2019 yılları için toplamda bir fazla faiz artışına işaret etmektedir. Daha önce 3+3 olan medyan beklenti 4+3 olmuştur. Bunun yanında bu öngörülerin medyan değerler olduğu vurgulanmalıdır. Dağılımda Mart ayına göre bir-iki üyenin tahminlerinde değişiklik olduğu halde medyan değerler artmıştır. Buna rağmen Fed üyelerinin para politikası duruşunu bir miktar sıkılaştırdıkları sonucuna varmak doğru olacaktır.

Her iki merkez bankasının karar ve projeksiyonları dikkate alındığında Bloomberg beklenti anketi sonuçları ile birlikte iki baz senaryo ortaya çıkmaktadır. Fed için 2018 yılında toplam dört (yılın geri kalan bölümünde iki artış daha) ve 2019 yılında üç faiz artışı; ECB için ise 2019 yılı son çeyreğinde bir faiz artışı muhtemel senaryolar olarak özetlenebilir. Bununla birlikte opsiyonların ima ettiği faiz oranları henüz bu senaryoların piyasa tarafından bütünüyle fiyatlanmadığına işaret etmektedir (Grafik3, Grafik 4, Grafik 5).

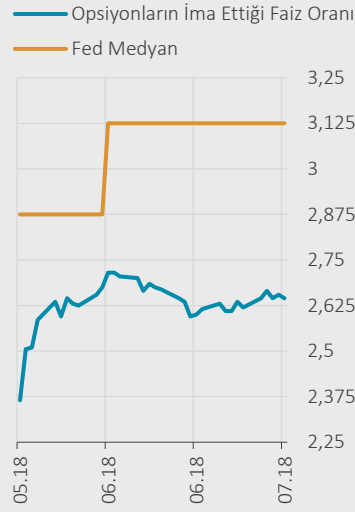
Opsiyonların ima ettiği faiz oranları Fed için FOMC medyan değerinin, ECB içinse Bloomberg anketinin öngördüğü oranların altındadır. Bir başka deyişle yukarıda özetlenen baz senaryoların daha fazla ağırlık kazanması ve olası olmasını sağlayacak enflasyon eğiliminde artış gibi bir gelişme, GOÜ kur ve faizleri üzerinde baskı yapma potansiyeline sahiptir. Diğer taraftan söz konusu senaryolara kıyasla daha gevşek bir faiz patikası beklentisi ağırlık kazanırsa tam tersi bir etki söz konusu olacaktır. Burada vurgulanmak istenen piyasanın muhtemel senaryoları tam olarak fiyatlamadığıdır. Örneğin Fed'in bu yıl dördüncü artışı yapacağına dair beklenti güçlenirse bu durum kur ve faizler üzerinde baskı yaratabilecektir. Dolayısıyla, normalleşme sürecinin GOÜ'ler üzerinde etkili olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

Grafik 3: 2018 Yılı Fed Faizi Orta Noktası (%)

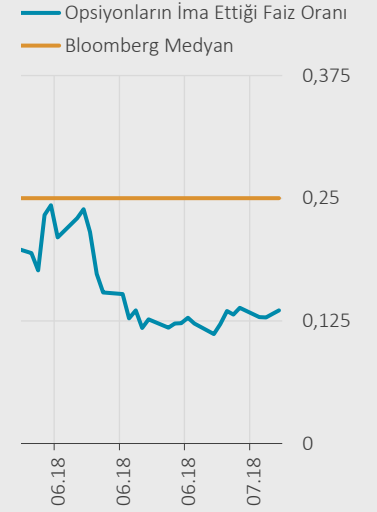


Kaynak: Bloomberg.

Grafik 4: 2019 Yılı Fed Faizi Orta Noktası (%)



Grafik 5: 2019 Yılı ECB Faizi (%)



Son Gözlem: Haziran 2018.