

Portföy Yönetimi

Makro Bülten

Merkez bankası faizinin ekonomideki işlevi nedir?

21/03/2016

Serkan Gönençler

serkan.gonencler@unluco.com

Tel: +90 212 367 3832

[İletişim:](#)

Demet Kardeş

demet.kardes@unluco.com

Tel: +90 212 367 3831

Para politikası kısa vadeli faizler kanalıyla mevduat ve kredi faizlerini yönlendirerek toplam talep ve buna bağlı olarak da toplam arz (üretim), istihdam seviyesi ve enflasyonu etkilemeyi hedeflemektedir. Para politikası, faizler dışında ayrıca beklentiler, döviz kurları ve varlık fiyatları kanalıyla da ekonomiyi dolaylı yoldan etkileyebilmektedir. Para politikası ile tüm bu araçlar kanalıyla ekonominin etkilenmesi parasal aktarım mekanizması olarak tanımlanmaktadır.

Aktarım mekanizması için hangi faiz daha önemli?

Bilindiği gibi, TCMB 2010 yılı sonlarından itibaren bir faiz koridoru içinde birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisi uygulamaktadır. Bu stratejide likidite politikası önemli bir yer tutmaktadır. TCMB, likidite politikasında haftalık repo faizi ve gecelik borç verme faizi (faiz koridoru üst bandı) ile fonlama kompozisyonunu belirlemektedir. Buna bağlı olarak, haftalık repo faizinden ziyade ortalama fonlama maliyeti aktarım mekanizması için daha önemli bir faiz olarak öne çıkmaktadır.

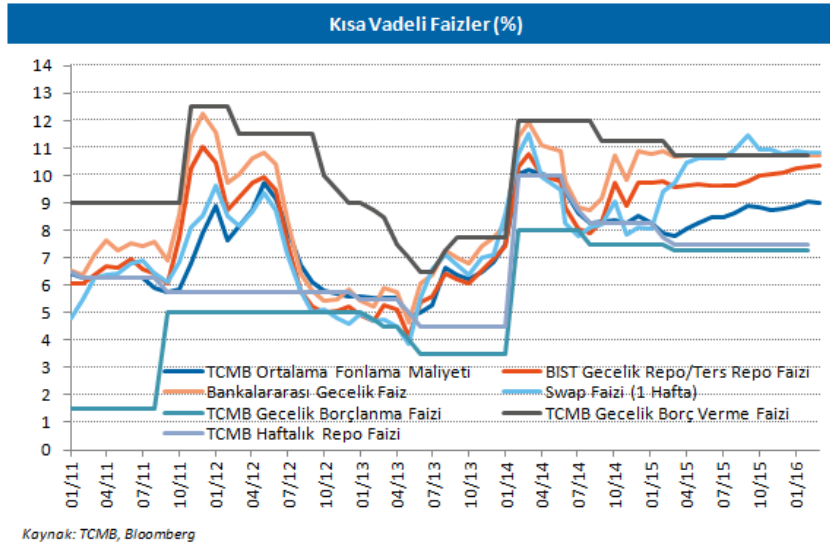
Bankalar TCMB dışından da, yani BIST bünyesindeki repo/ters repo pazarı aracılığıyla birbirlerinden ve aracı kurumlardan, swap (kur takası) piyasası aracılığıyla da yabancı bankalardan, önemli miktarlarda kısa vadeli finansman sağlamaktadır. Rakamsal olarak ifade edecek olursak;

- **TCMB'den finansman:** 100 milyar TL
- **BIST repo/ters repo piyasasından finansman:** 15-16 milyar TL
- **Swap piyasasından (1 ay vadeye kadar) finansman:** 25-30 milyar TL
- Daha uzun vadeli finansman da dahil edildiğinde swap piyasasının büyüklüğü 70 milyar TL'ye yaklaşmaktadır.

Özetle, TCMB'nin ortalama fonlama maliyeti dışında gecelik BIST repo/ters repo faizi, bankalararası gecelik faiz ve swap (kur takası) faizleri de parasal aktarım mekanizması açısından önem taşımaktadır.

Türk icadı para politikası karmaşası

Aşağıdaki grafik, bizzat TCMB tarafından “Türk icadı” olarak tanımlanan para politikasının karmaşıklığını net bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu kadar çok faizin olduğu bir ortamda, aktarım mekanizması hangi faiz ya da faizler kanalıyla çalışmaktadır sorusunu cevaplamak zorlaşmaktadır. TCMB farklı faiz uygulamaları dışında farklı vadelerde mevduat için farklı zorunlu karşılık (ZK) oranları ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) kapsamında farklı dilimler için farklı dövize dönüştürme katsayıları (ROK) belirleyerek piyasanın likidite ihtiyacını etkilemektedir. Bunlar da para politikasının karmaşıklığını iyice arttırmaktadır.

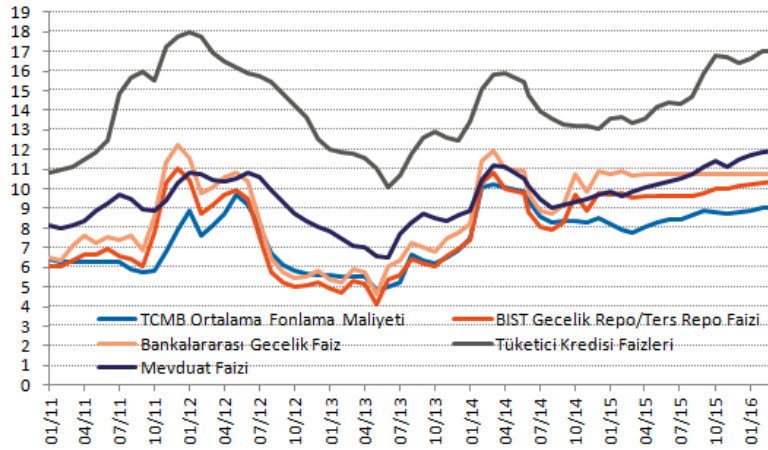


Yukarıdaki karmaşık grafikte, son dönemde bankaların TCMB dışı kaynaklardan sağladığı finansmana ilişkin faiz oranlarının uygulanan sıkı likidite politikasına bağlı olarak faiz koridorunun üst bandına (TCMB gecelik borç verme faizine) yakın seyrettiği görülmektedir. Dolayısıyla bankaların para piyasalarından sağladığı kısa vadeli finansmanın efektif maliyeti TCMB'nin ortalama fonlama maliyetinden daha yüksek bir seviyede oluşmaktadır.

Aktarım mekanizmasının işleyişine dair soru işaretleri bulunmakta

Para politikasının başarısı bir merkez bankasının kısa vadeli faizler ile kredi ve mevduat faizlerini etkileme gücü ile de ölçülebilir. Özellikle 2014 yılının ortalarından itibaren kısa vadeli faizler ile banka mevduat ve kredi faizleri arasında belirgin bir ayrışma göze çarpmaktadır. Bu ayrışma, parasal aktarım mekanizmasının işleyişi (para politikasının etkinliği) konusunda soru işaretleri yaratmaktadır. Kredi ve mevduat faizleri kısa vadeli faizlerden tamamen farklı hareket ediyorsa, para politikası temel işlevini yerine getiremiyor demektir. Özetle, faiz koridoru üst bandında yapılabilecek muhtemel bir indirimin kredi ve mevduat faizlerine ne ölçüde yansıtacağı belirsizdir. TCMB'nin para politikası faiz kararlarını alırken bu ayrışmayı da göz önünde bulundurması gerektiğini düşünüyoruz.

Kısa Vadeli Faizler - Banka Faizleri (%)



Kaynak: TCMB, Bloomberg

Öte yandan TCMB'nin faiz koridoru üst bandında yapacağı muhtemel bir indirim ekonomi üzerinde döviz kanalı aracılığıyla da etkili olabilir. Küresel risk iştahı yüksek seyrettiği sürece kurlar üzerinde olumsuz bir etki hemen gerçekleşmeyebilir. Hatta böyle bir indirim kararı risk iştahına daha da olumlu yansarak TL'nin kısa vadede daha fazla değerlenmesine de yol açabilir. Ancak bu durumun, mevcut enflasyon görünümü ve siyasi riskler dikkate alındığında, faiz koridoru üst bandında bir indirimin prematüre olduğu gerçeğini değiştirmedini düşünüyoruz. Böyle bir karar, risk iştahında bir kötüleşme durumunda TL'de daha ciddi değer kayıplarına yol açabilir.

Uyarı Notu:

ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve regüle edilmiş bir kurumdur. Bu rapor bilgi amaçlı olarak hazırlanmış olup içeriğindeki bilgiler kesinlikle gizli olarak kabul edilmelidir. Hiçbir şekilde kısmen ya da tamamen çoğaltılamaz, kopyalanamaz, amacı dışında kullanılamaz ve içeriğinde yer alan hiçbir bilgi üçüncü kişiler ile ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş.'nin ön izni olmadan hiçbir şekilde paylaşılamaz. Bu raporda yer alan bilgiler eksiksiz olduğu iddiasında değildir ve değişikliğe uğrayabilir. Bu rapor, şahsi tavsiye niteliği taşımamakta ve herhangi bir finansal ürünün, hizmetin, yatırım aracının veya menkul kıymetin alım-satım teklifi ya da daveti anlamına gelmemektedir. Burada yer alan yatırımlar ve stratejiler tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Yatırımcılar, bu raporda yer alan tüm hususlara ilişkin olarak gerekli araştırmaları bizzat kendileri gerçekleştirmeli ve görüşlerini kendi araştırmalarına dayandırmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır ve herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize de uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi, beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özeni göstermelisiniz. Burada yer alan görüşlere güvenerek işlem yapmanız durumunda uğranılacak zararlardan ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.