

KUR-FAİZ İLİŞKİSİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

Melike ALTINKEMER

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
Araştırma Genel Müdürlüğü

Tartışma Tebliği No: 9503
Şubat 1995

KUR-FAİZ İLİŞKİSİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

Türkiye'de enflasyon beklentilerini kırmak ve kurdaki hareketliliği azaltarak, belirsizliği azaltmak için, kura tavan konması düşünülmektedir. Bu tavanın her üç ayda veya belirli periodlarda gerçekleşen enflasyon rakamlarına uygun olarak yeniden belirlenmesi ve bu rakamın halka anons edilmesi sözkonusudur. Bu durumda faizlerin izleyeceği seyrin ne olacağı faiz paritesi ilişkisi kullanılarak saptanmaya çalışılmıştır.

FAİZ PARİTESİ

Sermayenin uluslararası piyasalarda serbestçe hareket edebildiği ve spekülâtörlerin risk nötr olduğu varsayımları altında, nominal faiz hadleri ile beklenen devalüasyon arasında açık faiz paritesi (Uncovered Interest Parity) olarak tanımlanan aşağıdaki tür bir ilişki vardır.

$$i = i^* + x$$

Burada i ve i^* yurt içi ve yurt dışı faiz hadlerini x de kurda beklenen değer kaybını göstermektedir.

Aynı denklemi reel değerlerle ifade ettiğimizde

$$r = r + R/R$$

ifadesini elde ederiz (Dornbusch 1988). Burada r^* ve r yurtdışı ve yurt içi reel faiz hadlerini R/R ise kurdaki reel değişimi göstermektedir. Satın alma gücü paritesinin tam olarak uygulanması halinde, yani kurdaki değer kaybının enflasyon oranı kadar olması halinde, reel kur sabit kalacağı için, reel faiz paritesi denkleminde, sermaye üzerinde kısıt olmadığı durumlarda yurt içi ve yurtdışı reel faizlerin eşitleneceği sonucu çıkmaktadır. Yurt içi reel faizlerin yurt dışı

faizlerden yüksek olması halinde reel kur değeri kazanarak aradaki farkı telafi edecektir. Bu arada sıkı para politikasının uygulanması da reel faizleri yükselterek, kurda reel değeri artışıını körükleyecektir.

Türkiye'de yurtiçi ve yurtdışı faizler arasında ise uzun dönemli açık faiz paritesi (UIP)'nin geçerli olduğu (Kesriyeli 1994) sonucundan yola çıkarak, kurlara tavan konulması halinde faizlerin nasıl bir seyir izleyeceğini görebilmek için, açık faiz paritesini esas alan, ancak, enflasyon farklılıklarının boyutu düşünülerek, reel veriler kullanılan ve 1987 yılının 1. üç ayı ile 1994 yılının 3. üç ayı arasındaki dönemi kapsayan, 31 gözleme dayalı bir denklem tahmin edilmiştir.

$$\text{Reel faiz farkı} = 0.5585 \text{ Reel kurdaki değişim} \\ (2.75)$$

$$R^2 = 0.66$$

Parantez içindeki rakamlar t değerlerini göstermektedir. Bu denkleme göre yurt içi ve yurt dışı reel faiz farkı reel kurdaki değişim tarafından yüzde 66 oranında açıklanmaktadır. Denklem sonuçlarının 1995 yılında da geçerli olacağı, diğer bir deyişle 1987-1994 için reel kurdaki değişim ile reel faiz farkı arasında hesaplanan katsayının 1995'te de aynı kalacağı varsayımıyla, programda belirlenen kur ve enflasyon hedefleriyle tutarlı olabilecek reel faiz oranları denklem sonuçları kullanılarak aşağıdaki şekilde tahmin edilmiştir.

1995	Nominal kur	Reel faiz
Q1	43441	-27.53
Q2	45841	-23.63
Q3	48936	-18.68
Q4	51461	-8.34

Bu tabloya göre reel faizler 1995 yılında negatif olmakla birlikte, giderek yükselmektedir. Bu durum, kur tahminlerine esas olan enflasyon rakamının, Ocak 95-94'teki yüzde 129.1'den Aralık 95-94'te yüzde 41.2'ye ani bir şekilde ineceği varsayımından kaynaklanmaktadır. Bu durumda enflasyondaki düşüş nominal faizlere gecikmeli olarak yansıtacağı için, nominal faizlerin enflasyonun düşüş hızından daha az bir hızla düşmesi halinde, reel faizler yükselecektir. Diğer bir deyişe, para talebini gelir, enflasyon beklentisi ve reel faizin belirlediği varsayımıyla, sıkı para politikasının uygulanması halinde enflasyon düşecek, ancak buna bağlı olarak para talebi de artacaktır. Bu fazla talebi dengelemek için ise reel faizlerin yükselmesi gerekmektedir. Ancak, enflasyon beklentilerinin enflasyondan daha geç düşmesi nominal faizlerin enflasyondan daha yavaş düşmesini, bu da reel faizlerdeki artışı beraberinde getirmektedir.

Nitekim verilen enflasyon tahminlerine dayanılarak, yukarıda öngörülen reel faizlere karşılık gelebilecek nominal faizler hesap edildiğinde, nominal faizlerin de yıl içinde, enflasyondan daha az da olsa, giderek düştüğü görülmektedir.

1995	Enflasyon Verileri	Nominal Faiz
Q1	124.6	97.07
Q2	72.9	49.27
Q3	67.4	48.72
Q4	41.2	32.86

Ancak bu uygulamada enflasyon tahmini çok düşük tutulduğu için şu olası riskler vardır.

1) Kurdaki değişimin enflasyon oranı kadar olacağı ilan edilecek ancak enflasyon oranının tahmin edilenden daha yüksek çıkması halinde, reel kur sabit kalmayıp, değerlenmeye başlayacaktır.

2) Bu durumda tahmin edilenden fazla çıkan enflasyon ikinci dönemin tahmini enflasyon oranına ilave edilerek, ikinci dönemde kur için yeni bir tavan belirlenecektir. Ancak, aynı durumun tekrarlaması halinde, yani ikinci dönemde de enflasyon oranının revize tahminden de yüksek çıkması halinde, kur yine değerlenecek, bu da programın inandırıcılığını zedeleyeceği için enflasyon beklentilerinin kırılmasını engelleyecektir.

3) Kurdaki bu reel değerlenme ticaret açığının ve cari açığın büyümesine yol açacaktır

4) Kurdaki tavan, alternatif yatırım aracı olarak faizde de kendini hissettireceğinden ve nominal faizleri sınırlıyacağından, enflasyonun yeterince düşmemesi ihtimaline rağmen , reel faizlerde bir düşme görülebilir.

5) Kurdaki ve faizdeki tavanlar, para piyasalarındaki dalgalanmaları düzenleyip, istikrar getirecektir. Ancak, bunlar kısmi tedbirler olduğundan, enflasyonu indirmekte başarılı olunmaması halinde kurdaki reel değerlenme daha sonra kendisini devalüasyon beklentilerine bırakacak, bu da piyasalarda istikrarı tekrar bozup, enflasyon beklentilerini arttıracaktır.

6) Bu nedenle herşeyden önce gerçekçi bir enflasyon tahmini, ondan sonra da enflasyonun kaynağı olarak belleklerde yer yapan bütçe açıklarının halka ilan edilen bir program dahilinde, aşağıya

çekiliyor olması lazımdır. Bu para programının başarısı için de ön şarttır.

Bilindiği gibi, Türkiye'nin 1995 yılı dış borç anapara faiz ödemeleri 7,235 milyar dolar civarındadır ve özellikle Mart, Mayıs ve Kasım aylarında Türkiye'nin yoğun dış borç ödemesi yapması gerekmektedir. 1995 yılında dışarıdan ancak 2 milyar dolar borçlanabileceğimiz yetkililerce belirtildiğine göre, geri kalan yaklaşık 5 milyar dolar dış borç iç piyasadan döviz satın alınarak sağlanırsa, bu durum sözkonusu aylarda döviz kurları üzerine baskı yapabilir. Ancak bu durumun 1995 için yapılan kur tahminlerinde gözönüne alınmadığı görülmektedir. Ayrıca iç borç yükümlülüğünün 900 trilyon Türk lirasına yaklaştığı ve iç borçlanmanın şu ana kadar kısa vadelerde gerçekleştiği gözönüne alınırsa, hükümetin daha fazla iç borçlanmaya gitmesinin ancak yüksek faiz vererek mümkün olabileceği sonucu çıkmaktadır. Bu durumun ise açığı daha da arttırarak tam bir fasit daire yaratacağı düşünülürse, dış kaynak ihtiyacının önemi ortaya çıkmaktadır. Bunun sağlanması ise, yine siyasi istikrar ve bütçe açığını düşürmek için güvenilir ve etkisi kısa zamanda görülebilir bir maliye politikasının uygulanmasına bağlıdır. Bütün bunlar yapılmadığı takdirde, uygulanan döviz kuru politikası bütçe büyüklükleriyle tutarlı olmayacak, bu da enflasyon beklentilerini arttırarak, yurt içi kıymetlerin reel getirilerini düşürebilecektir. Böyle bir durumda ise dolarizasyon, sermaye kaçıışı ve rezervlerin ciddi bir biçimde düşmesi beklenebilir.

KAYNAKLAR

- Dornbusch R (1988), **Exchange Rates and Inflation**, MIT Press, Cambridge, MA
- Calvo G.A and Vegh C. A (1992), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors" in **Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies**, ed. by R.Barth and C.Wong, IMF Institute, Washington D.C.
- Kesriyeli M.(1994), "Policy Regime Changes and Testing for the Fisher and UIP Hypothesis: Turkish Evidence", CBRT Working Paper, Ankara
- Rojas-Suarez L. (1992), "From Debt Crisis Toward Economic Stability: An Analysis of the Consistency of Macroeconomic Policies in Mexico", IMF Working Paper, Washington D.C