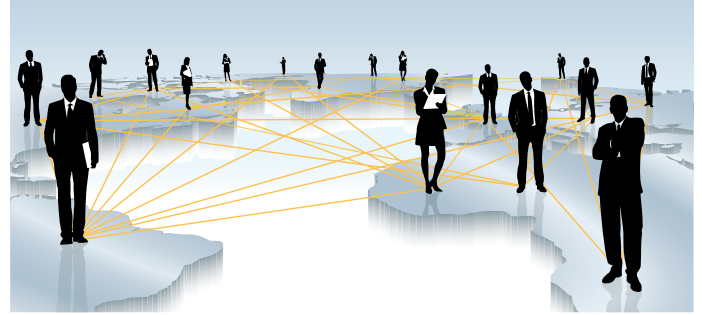


PIYASALARDA YAŞANAN GELİŞMELER

Enflasyon Gerilerken Faiz İndirimleri Devam Edecek mi?

Haziran ayı itibarıyla yıllık enflasyonda gerileme sürecine girildiği kanaatindeyiz. Bu ay ile birlikte manşet enflasyondaki gerilemeye çekirdek enflasyon değerlerinin de eşlik edeceğini düşünüyoruz. Gıda fiyatlarında geçen sene sonuna doğru görülen yüksek artışların bu sene sonuna doğru bazdan çıkacak olması, öteyandan, kur geçişkenliği etkisinin daha da zayıflayacak olması bu gerilemenin temel sebepleridir. Ancak... Enflasyonda aşağı yönlü hareketin hızı Merkez Bankası beklentileri ile uyumlu değildir. Bunun sebeplerini irdelemekte fayda görüyoruz.

Çekirdek enflasyon verileri analiz edildiğinde



kur geçişkenliğinin etkisinin zayıflıyor olduğu görülecektir. Para Politikası Kurulu ise kur geçişkenliğinin enflasyon üzerindeki etkisinin dinliyor olmasını fiyatlama davranışlarının düzelmesine yardımcı olacak bir etken olarak görmektedir. Mesela “dayanıklı tüketim malları” fiyatları Türk Lirası’nın Nisan ve Mayıs aylarında sergilediği değerlenme eğilimi sonucunda Mayıs ayının ardından Haziran’da da gerilemiştir. Ancak döviz kuru etkilerinin daha gecikmeli bir şekilde hissedildiği giyim ve dayanıklı tüketim malları dışındaki ürünlerin fiyatlarındaki artış eğilimi sürmüştür. Dolayısıyla enflasyonda yıllık bazdaki gerilemeyi açıklarken fiyatlama davranışlarındaki normalleşmeyi tüm ürün gruplarına yayabilmek mümkün değildir. Fiyatlama davranışlarındaki olası iyileşmeler tarafımızca ikincil etki olarak yorumlanırken birincil faktörler oldukça öne çıkmaktadır. Örneğin, (i) mevsim etkisi taşıyan ürünleri dışarıda bırakıp baktığımızda Haziran ayındaki %0,59’luk yüksek artış oranı 2007 yılı Haziran’ından beri görülmemiştir; (ii) Merkez Bankası’nın favori çekirdek enflasyon endekslerinden olan H-tanımlı endeks yıllık bazda Ocak





ayından bu yana yükselmektedir ve son üç aydır ısrarla %10 seviyesinin üstünde kalmaktadır; (iii) servis enflasyonunda, özellikle de ulaştırma hizmetleri, eğitim, yemek hizmetleri kalemlerinde süregelen artışlar devam etmektedir. Hizmetler grubu Haziran ayında %0,88 yükselmiş ve yıllık bazda bu grupta enflasyon %8,18'e ulaşmıştır (geçen seneye kıyasla 30 baz puan yukarıdadır). Kısacası, fiyat hareketlerinde yapısal anlamda olumlu bir gelişme henüz kaydedilmemiştir; Haziran ayında enflasyonda görülen gerilemeyi açıklamak için gıda fiyatları üzerindeki baz yılı etkisinin hafifliyor olduğunu görmek yeterlidir.

Bu noktaların altını çizdikten sonra 17 Temmuz'da yapılacak toplantıda Banka'nın faizlerde ölçülü bir (50 baz puanlık) indirim dahayapması bizler için sürpriz olmayacaktır. Piyasadaki fiyat hareketleri Banka'nın faiz indirim döngüsü ile uyumlu seyretmektedir. Mayıs ayı sonundan Haziran sonuna geçen süre zarfında Merkez Bankası'nın 75 baz puanlık faiz indirimine müteakip ortalama nominal döviz sepetinin %0,7 yükseldiğini, kur volatilitésinin arttığını; buna karşılık risk primini ölçmeye yarayan CDS değerlerinin

sınırlı da olsa gerilediğini gözlemledik. Getiri eğrisinin (2 yıllıkta 35, 10 yıllıkta ise 25 baz puan kadar) ve de swap faizlerinin hala aşağı yönlü fiyatlamalar yapıyor olması Merkez Bankası'nın almış olduğu faiz indirimi kararını ve önümüzdeki ay için olası bir indirim kararını da destekler niteliktedir. Bunun dışında Banka, enflasyon hedeflemesiyle ilintili olarak, I grubu çekirdek enflasyonda süregelen aşağı yönlü momentumu vurgulayarak olası bir faiz indirimini motive etmek isteyebilir. Son olarak da ikinci çeyrek sonu itibarıyla üretim ve talebe dair gelen öncü göstergelerdeki bozulma Merkez Bankası'nın dikkatinden kaçmayacaktır. Bu gelişmeler, (döviz kurunda yukarı yönlü bir baskı gelmedikçe) Merkez Bankası'nın faiz indirimi için elini güçlendirecektir. Fakat tüketici kredilerinin de tekrar canlanma emareleri gösterdiği bir ortamda Merkez Bankası faiz indirimlerini ölçülü tutmak isteyecektir.

