

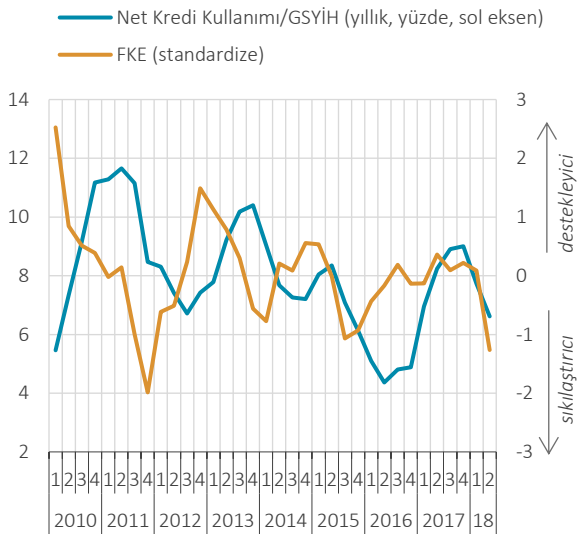
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

2018 yılının ikinci çeyreğinde, gelişmiş ülke para politikalarında normalleşme süreci belirginleşirken uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerinin güçlenmesinin etkisiyle küresel finansal piyasalarda oynaklıklar artmış, gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yükselirken para birimleri de değer kaybetmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları da bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir. Söz konusu dönemde, Türkiye'nin finansal göstergeleri, yurt içi belirsizlikler, cari açık ve enflasyonda görülen yükselişin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumsuz ayrılmıştır. TCMB'nin mevcut dönemde fiyat istikrarını desteklemek amacıyla aldığı faiz artırım kararlarının etkisiyle getiri eğrisinin eğimi negatif seyretmeye devam etmiştir.

Kredilerin büyüme hızındaki gerileme 2018 yılının ikinci çeyreğinde sürmüştür. Kredi Eğilim Anketine göre bankaların 2018 yılı ikinci çeyreğinde işletmelere uyguladıkları kredi standartlarını sıkılaştırdıkları; buna karşılık işletmelerin de kredi talebini azalttıkları gözlenmektedir. Öte yandan, bankalar 2018 yılının üçüncü çeyreğinde işletmelere uygulanan kredi standartlarının daha da sıkılaşacağını beklerken, işletmelerin kredi talebinin ise yeniden yükseleceğini öngörmektedir.

2018 yılının ikinci çeyreğinde, finansal koşullar endeksi sıkılaşmaya işaret etmiştir. Ayrıca, ticari kredi arzındaki daralma ve baz etkisi neticesinde, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı düşmeye devam etmiştir (Grafik 5.1). Söz konusu çeyrekte, endeksi oluşturan tüm finansal bileşenler, endekse sıkılaştırıcı yönde katkı vermiştir (Grafik 5.2).

Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*

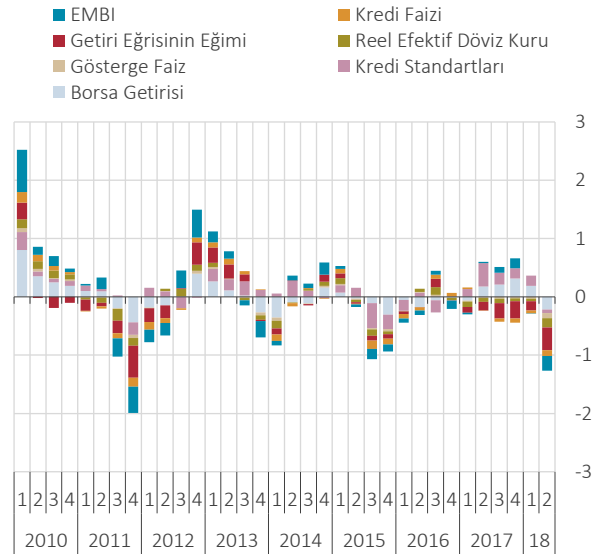


Kaynak: TCMB.

* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz. TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

Net Kredi Kullanımı kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2018 yılı ikinci çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksine Katkıları



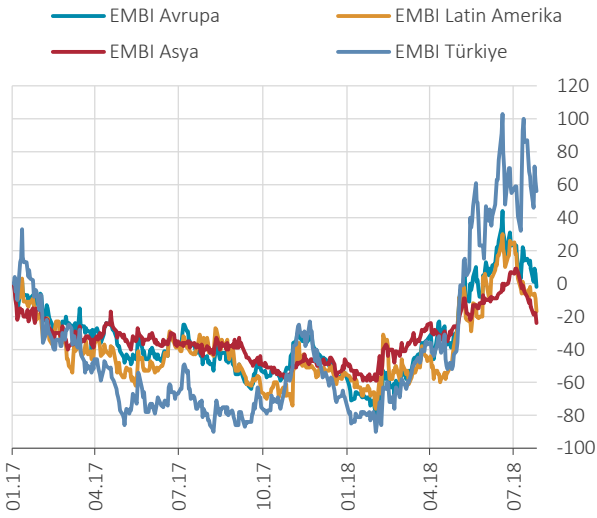
Kaynak: TCMB.

5.1 Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Küresel enflasyon görünümüne ilişkin yukarı yönlü risklerin belirginleştiği mevcut Rapor döneminde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası duruşlarını sıkılaştırmaya devam ettikleri gözlenmiştir. Nitekim, Fed'in 2018 yılında toplam dört faiz artışı yapma olasılığı bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin ölçüde yükselmiş, ECB Haziran ayı toplantısında, tahvil alım programına 2018 yılı Aralık ayında son verme kararı almıştır. Küresel finansal piyasalardaki oynaklıkları artıran bu gelişmelerin yanı sıra dış ticarete belirgin ölçüde artan korumacılık söylemleri de risk iştahının zayıflamasında etkili olmuştur. Bu gelişmelerin de etkisiyle, gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise enflasyon ve cari işlemler dengesine ilişkin olumsuz görünüm ve yurt içi belirsizliklerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). Söz konusu ayrışmada, Türkiye'nin olumsuz küresel gelişmelere hassasiyetinin son dönemde bir miktar artmış olmasının da etkili olduğu değerlendirilmektedir (Kutu 5.1). 2018 yılının Şubat ayından itibaren küresel piyasalardaki oynaklıklardaki artışın etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy girişleri zayıflamaya başlamıştır. Söz konusu dönemde, Türkiye'ye yönelik portföy akımlarının da azaldığı ve sene başından itibaren birikimli olarak bakıldığında, portföy çıkışlarının portföy girişlerinden fazla olduğu gözlenmiştir (Grafik 5.1.2). Portföy hareketleri piyasalar bazında incelendiğinde çıkışların büyük ölçüde DİBS piyasasında gerçekleştiği görülmektedir.

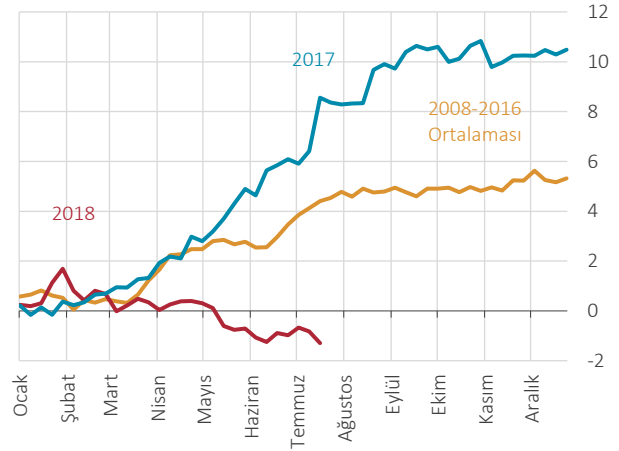
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

Grafik 5.1.2: Türkiye'de Portföy Hareketleri* (Sene Başından İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)



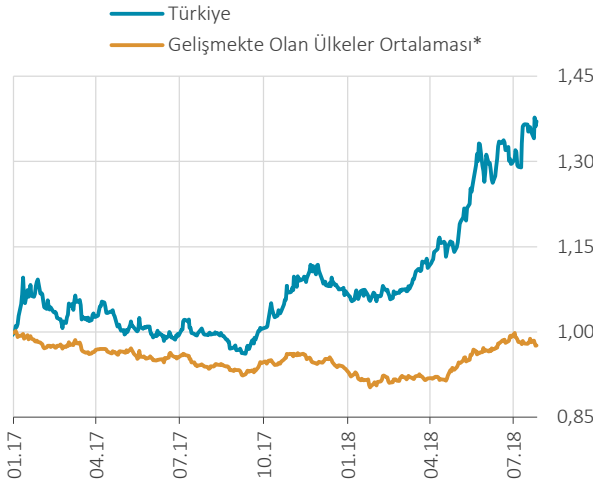
Kaynak: TCMB.

* Hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dâhildir.

Döviz Kurları ve Piyasa Faizleri

Mevcut Rapor döneminde, değerlenme eğilimine giren ABD dolarının ve yakın dönemde küresel finansal piyasalarda gözlenen dalgalanmaların etkisiyle, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısı bozulmuş ve bu ülkelerin para birimleri değer kaybetmiştir. Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra, enflasyon ve cari açık gibi makro göstergelerdeki görünüm ile makro politika bileşimine dair kaygılar, Türkiye'nin küresel dalgalanmalara olan hassasiyetini artırmıştır. Risk primindeki yükseliş ve portföy akımlarındaki azalışa bağlı olarak Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine kıyasla daha fazla değer kaybetmiş ve daha dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.3). Bu gelişmeler sonucunda, Türk lirasının ima edilen oynaklığı da yükselmiştir. Bununla birlikte, Türk lirasına ilişkin oynaklığın Temmuz ayında bir miktar gerilediği gözlenmiştir (Grafik 5.1.4).

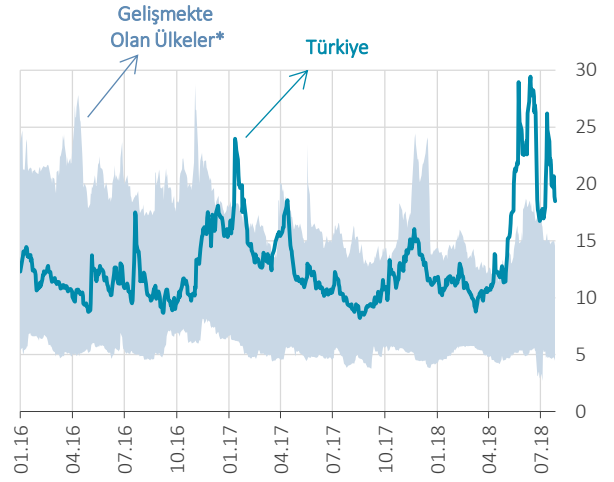
Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili yer almaktadır.

Grafik 5.1.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, %)

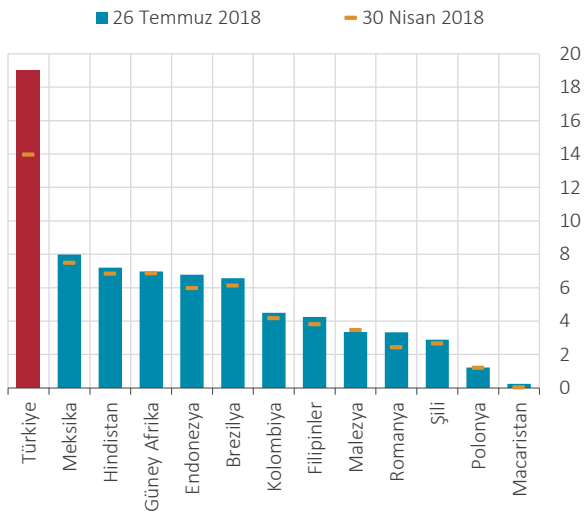


Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili yer almaktadır.

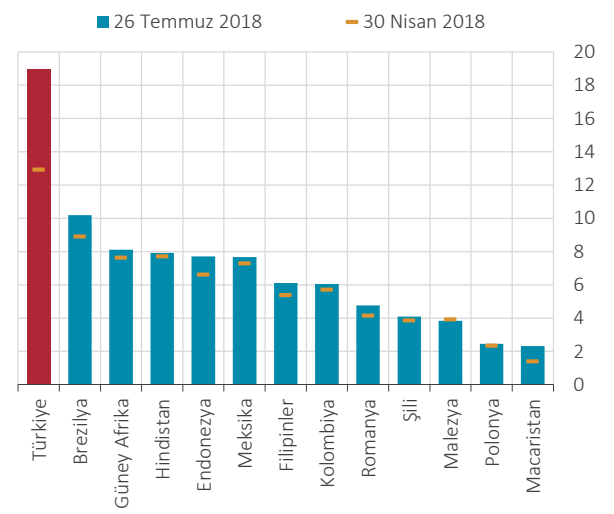
Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelerin kısa ve uzun vadeli faizleri büyük ölçüde yatay seyretmiştir. Buna karşın, Türkiye’de Mayıs ve Haziran aylarında piyasa faizleri belirgin miktarda yükselmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5: Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6: Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri (%)

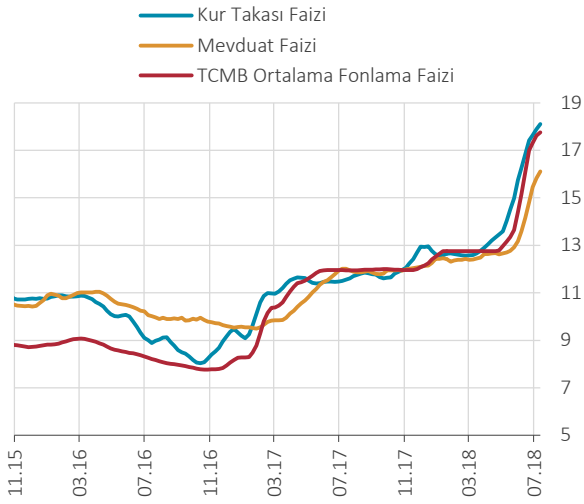


Kaynak: Bloomberg.

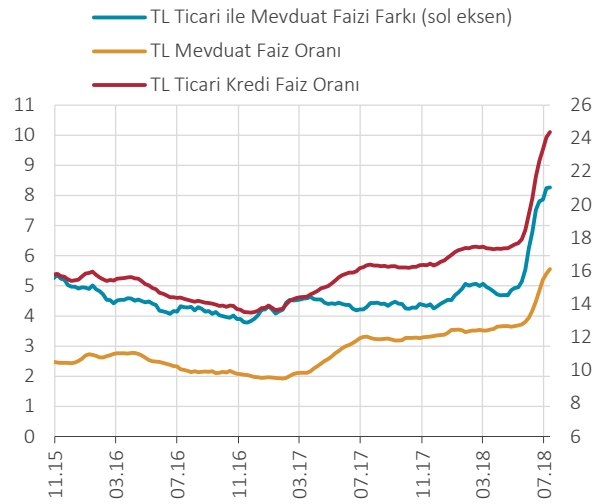
5.2 Kredi Koşulları

Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

2018 yılı ikinci çeyreğinde, bankaların fonlama maliyetleri artmıştır. Bu artışta, TCMB ortalama fonlama faizindeki yükselişin yanı sıra, risk primi ve döviz kuru gelişmeleri sonucu kur takası faizlerindeki yükseliş etkili olmuştur. Kredi büyümesinin ılımlı seyrinin, fonlama ihtiyacı ve mevduat faiz oranlarındaki yükselişi sınırladığı değerlendirilmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde ticari kredi faizlerinin mevduat faizlerine kıyasla daha belirgin yükselmesi sonucunda kredi-mevduat faiz farkı artarak tarihsel ortalamalarının üzerine çıkmıştır (Grafik 5.2.1 ve Grafik 5.2.2).

Grafik 5.2.1: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (%)

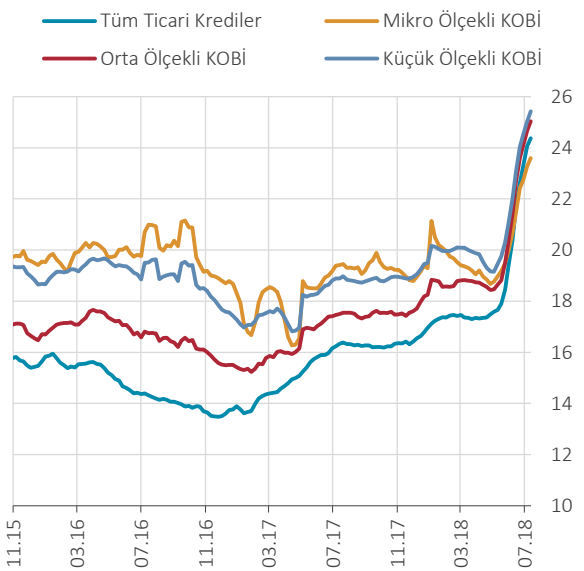
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.2.2: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: TCMB.

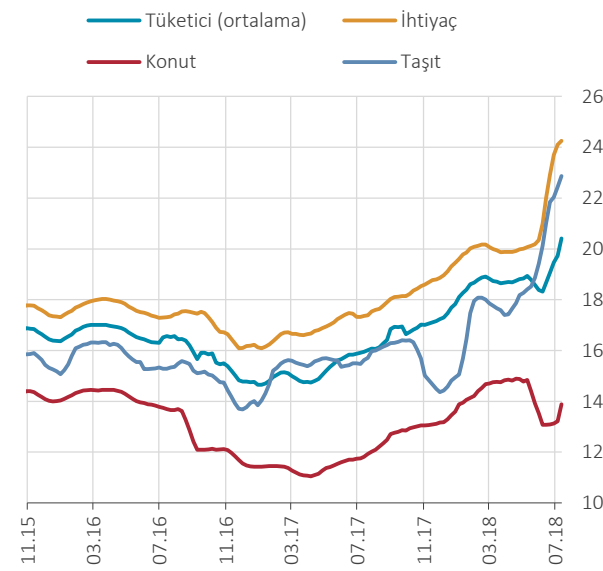
* Ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

Ticari kredi faiz oranları firma ölçeği ayırımında incelendiğinde, mevcut Rapor döneminde tüm alt kırılımlarda artış gözlenmektedir (Grafik 5.2.3). Banka Kredileri Eğilim Anketi'nin işaret ettiği üzere, bankaların, 2018 yılının ikinci çeyreğinde gerek KOBİ'lere gerekse büyük işletmelere verdiği kredilerde sıkışmaya gittiği gözlenmektedir. Ankette, bu gelişmede genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler, endüstri ya da firmalara ilişkin görünümle, sermaye yeterliliği ile ilgili kısıtlar ve bankaların likidite pozisyonunun belirleyici olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, tüketici kredisi faiz oranları da yılın ikinci çeyreğinde, temelde ihtiyaç kredisi faiz oranlarındaki artışın etkisi ile yükselmiştir (Grafik 5.2.4). Söz konusu anket sonuçları, bu gelişmede fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamalarının etkili olduğunu göstermektedir.

Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)

Kaynak: TCMB.

* Tüm ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

Grafik 5.2.4: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)

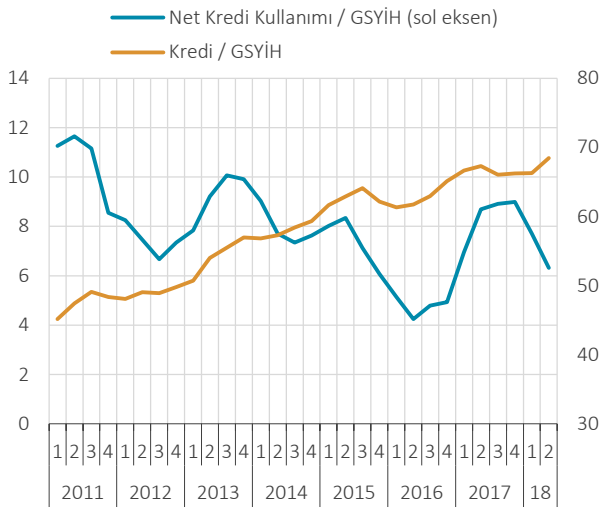
Kaynak: TCMB.

Kredi Hacmi

2018 yılının ikinci çeyreğinde, ticari kredi arzındaki sıkılaşmaya ve yılın ilk çeyreğinden bu yana gözlenen baz etkisine de bağlı olarak, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı düşmeye devam etmiştir (Grafik 5.2.5). Toplam kredi büyümesinin yılın ikinci çeyreğinde gerilediği ve bu gelişmede temel olarak, ticari kredi büyümesindeki yavaşlamanın etkili olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.6). Bunun yanı sıra, Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde belirtildiği üzere, söz konusu çeyrekte hem arz yönlü sıkılaşmanın hem de kredi talebindeki düşüşün kredi büyümesindeki gerilemede etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Tarihsel ortalamalara bakıldığında, 2018 yılı ikinci çeyreğinde, ticari ve toplam kredilerin büyüme hızlarının bu ortalamaların altında seyrettiği görülmektedir. (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8).

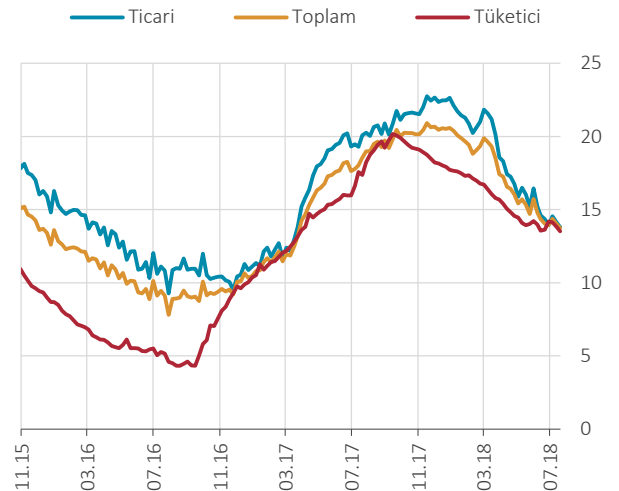
Grafik 5.2.5: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)



Kaynak: TCMB.

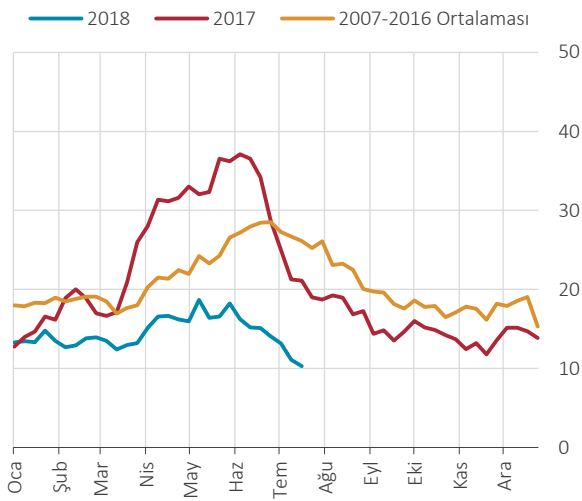
* 2018 yılı ikinci çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

Grafik 5.2.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



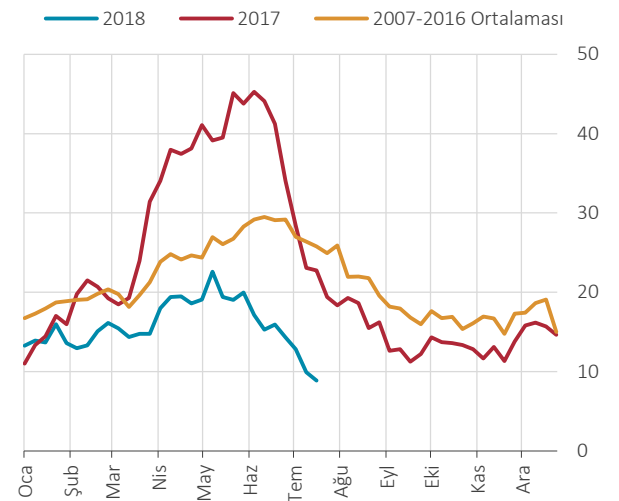
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.7: Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.8: Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)

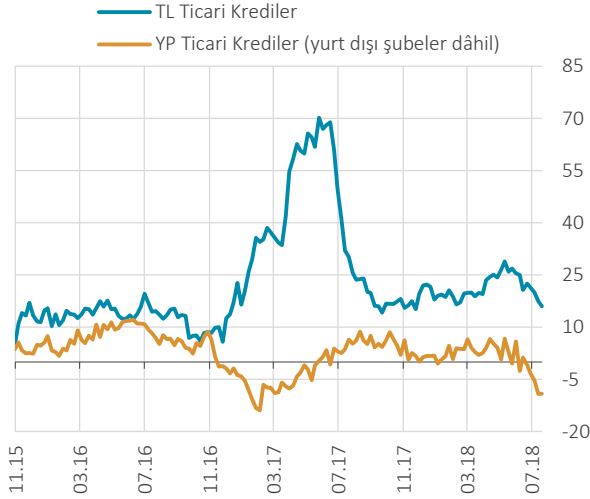


Kaynak: TCMB.

Kur etkisinden arındırılmış yabancı para ticari kredilerin büyüme hızı söz konusu dönemde bir miktar gerilemiştir. Bu gelişmede, bankaların yabancı para borçlanma maliyetindeki artışların ve kur riski yönetimindeki düzenlemelerin yanı sıra, döviz kuru gelişmelerinin ve buna bağlı olarak YP kredi talebindeki düşüşün etkisi olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.9). Nitekim, Banka Kredileri Eğilim Anketi 2018 yılı ikinci çeyrek sonuçlarına göre, bankalar işletmelere verdikleri yabancı para cinsi kredilere ilişkin standartlarda belirgin şekilde sıkılaşmaya gitmiş, bunun yanında, işletmelerin yabancı para cinsi kredi talebi de gerilemeye devam etmiştir.

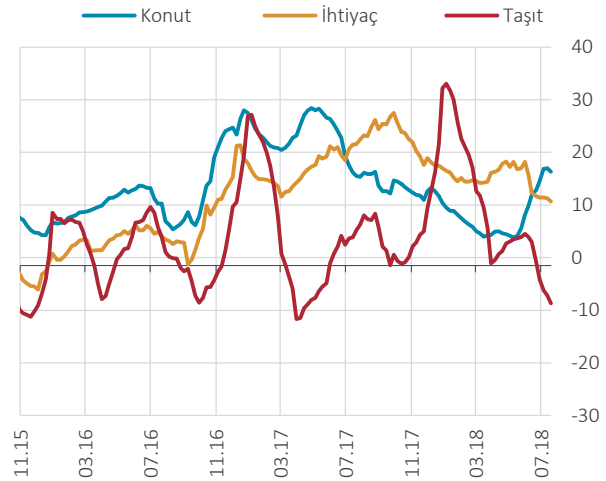
2018 yılı ikinci çeyreğinde, bankaların fonlama maliyetlerinde görülen artışın kredi fiyatlama davranışlarına yansıdığı görülmüş ve tüketici kredileri faiz oranları yükselirken, kredi büyüme hızları ise gerilemiştir (Grafik 5.2.10). Bankalar, Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde, fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamalarından dolayı ihtiyaç kredilerine uyguladıkları standartları yılın ikinci çeyreğinde sıkılaştırdıklarını belirtmişlerdir. Ayrıca, bu dönemde tüketici güvenindeki gerileme, menkul kıymet alımları ve dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamalardaki düşüşe bağlı olarak bireylerin ihtiyaç kredisi talebinin gerilediği görülmektedir. Ancak, yılın ikinci çeyreğinde, konut kredileri büyüme hızında artış görülmektedir. Bu gelişmede, konut kredilerine dair teşvik politikalarının etkisi olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 5.2.9: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10: Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

Kredi Standartları

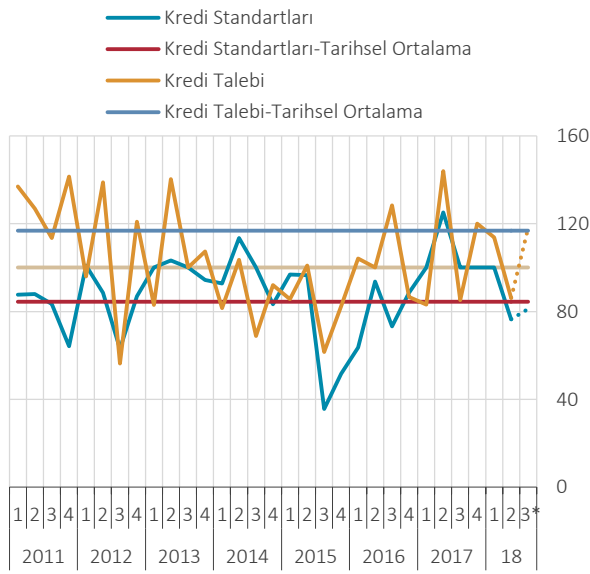
Banka Kredileri Eğilim Anketi 2018 yılı ikinci çeyrek sonuçlarına göre, kredi standartlarını tarihsel ortalamalara göre sıkılaştıran bankalar, yılın üçüncü çeyreğinde de standartlardaki bu sıkılaşmanın devam etmesini beklemektedir (Grafik 5.2.11). Söz konusu standartlara ölçek, vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında, tüm kırılımlarda görülen sıkılaşmanın önümüzdeki dönemde de sürdürüleceği belirtilmiştir. Ancak, yabancı para kredilerde ve uzun vadeli kredilerde sıkılaşmanın daha belirgin olduğu ve önümüzdeki çeyrekte artarak devam edeceği gözlenmektedir.

İşletmelere verilen kredilerin standartlarını etkileyen faktörler incelendiğinde, genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler ile endüstri ya da firmalara ilişkin görünümün, sermaye yeterliliği kısıtları ile likidite pozisyonu ve talep edilen teminatlara ilişkin risklerin sıkılaştırıcı yönde katkı verdiği görülmektedir. Söz konusu dönemde kredi standartlarını gevşetici yönde etkileyen herhangi bir faktör bulunmamaktadır. İşletmelere kullanılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara bakıldığında ise kâr marjının, teminat ihtiyacının, vade yapısı ve kredi limiti büyüklüğü ile kredi sözleşmesi özel şartlarının kredi koşullarını sıkılaştırdığı görülmektedir. Diğer bir ifade ile faiz dışında alınan ücret ve komisyon dışındaki tüm faktörler, kredi koşulları üzerinde sıkılaştırıcı etki oluşturduğu izlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, 2018 yılının ikinci çeyreğinde, işletmelerin kredi talebinin, tarihsel ortalamalarına göre belirgin düzeyde düştüğünü, ancak önümüzdeki dönemde söz konusu kredi talebinde bir miktar artış beklendiğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). Vade ayırımında kısa vadeli kredi talebinde, para cinsi ayırımında TL kredi talebinde sınırlı bir artış gözlenirken, uzun vadeli krediler ile yabancı para kredi talebindeki gerileme devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde, yabancı para cinsinden kredi talebinde azalış beklenmekte; bununla birlikte kredi talebindeki artışın özellikle büyük işletmeler, kısa vadeli krediler ve TL cinsi kredilerde ön plana çıkacağı öngörülmektedir.

İşletmelere verilen kredi taleplerini etkileyen faktörlerden borcun yeniden yapılandırılması imkânı kredi talebini artırıcı yönde etkilemeye devam ederken, sabit yatırım, stok artırımı ve işletme sermayesi ile alternatif finansman kullanımı kredi talebini azaltıcı yönde etkilemiştir.

Grafik 5.2.11: İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi**

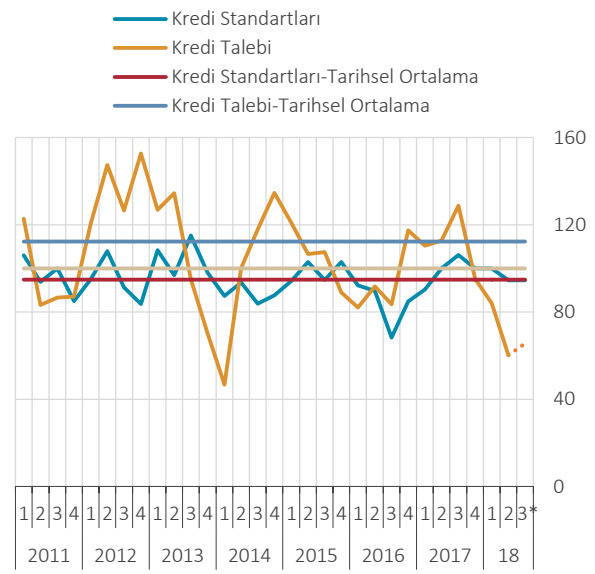


Kaynak: TCMB.

*2018 üçüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

**Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

Grafik 5.2.12: Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi**



Kaynak: TCMB.

*2018 üçüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

**Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

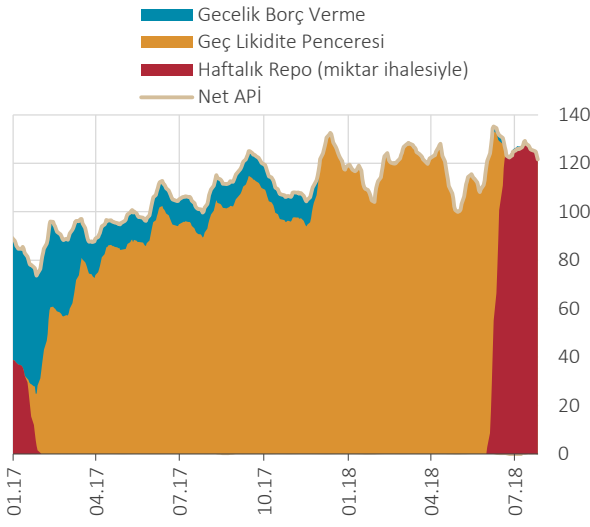
Anketin, bireysel kredilere ilişkin yanıtlarına göre, 2018 yılının ikinci çeyreğinde kredi standartlarında sınırlı düzeyde gözlenen sıkılaştırmanın üçüncü çeyrekte de devam edeceği beklenmektedir (Grafik 5.2.12). Bunun yanında, yılın ikinci çeyreğinde tüm bireysel kredi türleri talebindeki azalışın, takip eden çeyrekte, konut ve taşıt kredileri talebi kaynaklı olarak devam edeceği öngörülmektedir. Konut kredisinde tüketici güveni ve konut piyasasına ilişkin beklentiler talebi düşüren temel faktörler olarak ön plana çıkmaktadır. Taşıt kredilerinde tüm faktörler talebi düşürücü yönde etkilerken, ihtiyaç kredilerinde vergi ve benzeri yükler dışındaki tüm faktörler talebi azaltıcı yönde etki yaptığı belirtilmiştir.

5.3 Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

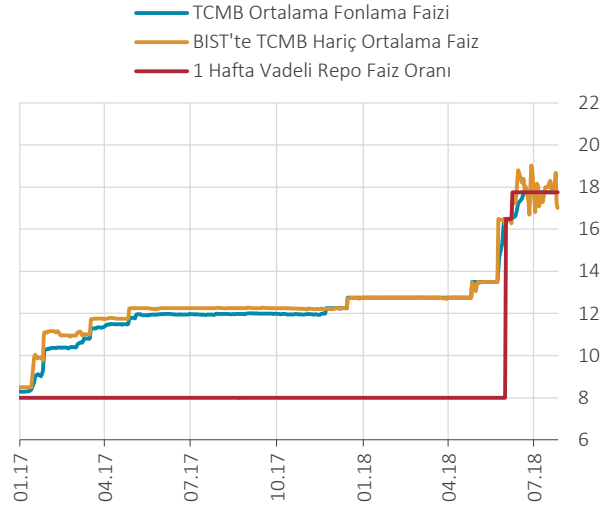
28 Mayıs 2018 tarihinde yapılan duyuruyla para politikası operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleşme süreci tamamlanmıştır. Buna göre, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı TCMB politika faizi olmuş ve fonlama tamamen haftalık repo ihaleleriyle sağlanmaya başlanmıştır (Grafik 5.3.1). Uzun süredir TCMB ortalama fonlama faizine yakın seyreden BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faizinin, operasyonel çerçevede yapılan değişikliğin ardından 1 Hafta Vadeli Repo İhale Faizinin etrafında dalgalandığı görülmektedir (Grafik 5.3.2).

Grafik 5.3.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

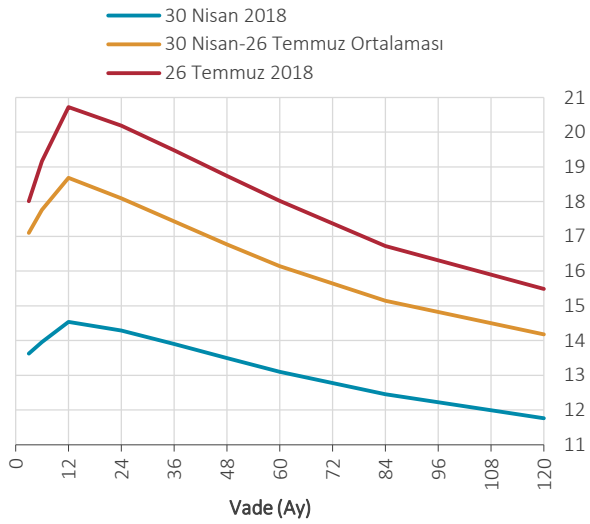
Grafik 5.3.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

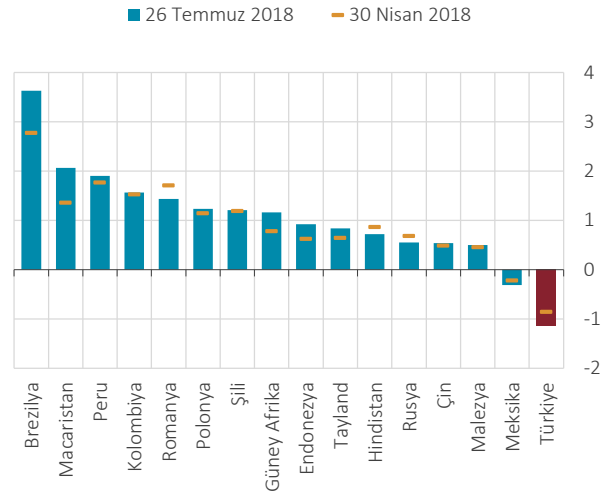
TCMB'nin Mayıs ve Haziran aylarında yaptığı faiz artırımlarının etkisiyle, kur takası faizleri tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre yükselmiştir. Bu gelişmede, Türkiye'nin risk priminde gözlenen artışın da etkisi olmuştur. Bunun sonucunda, kısa vadeli kur takası getirileri, uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 5.3.3). Para politikasındaki sıkılaştırmanın artırılmasının sonucunda, Türkiye, bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmaya devam etmiştir (Grafik 5.3.4).

Grafik 5.3.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

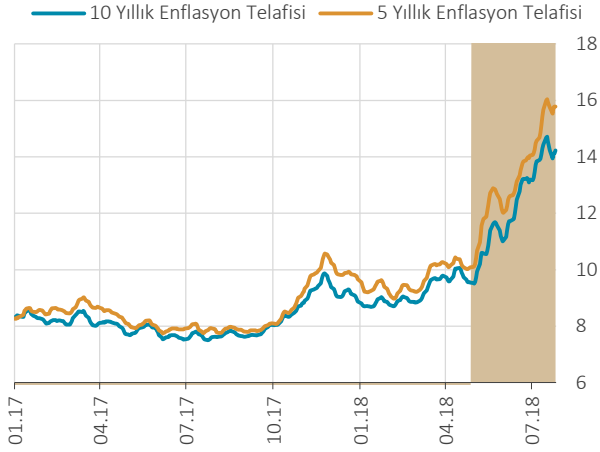
Grafik 5.3.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri* (% Puan)



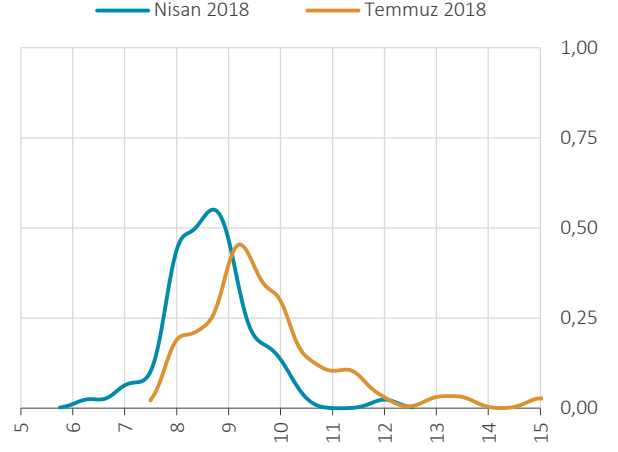
Kaynak: Bloomberg.

* Getiri eğrisi eğimi, ülkelerin 5 yıl vadeli tahvil getirileri ile 6 ay vadeli tahvil getirilerinin farkı şeklinde hesaplanmıştır. Türkiye için DİBS getirileri yerine kur takası faizleri kullanılmıştır.

TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikasına karşın, manşet enflasyonda gözlenen yüksek seyrin gerek uzun vadeli enflasyon beklentilerini etkilemesi, gerekse enflasyon belirsizliğini artırması sonucunda enflasyon telafilerinin mevcut Rapor döneminde hızla yükseldiği görülmektedir (Grafik 5.3.5). TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 24 ay sonrası enflasyon oranına ilişkin beklenti dağılımı, enflasyon telafisinde gözlenen belirgin artışa rağmen Temmuz ayında enflasyon beklentilerindeki artışın Nisan ayına kıyasla sınırlı seviyede kaldığına işaret etmektedir (Grafik 5.3.6).

Grafik 5.3.5: Enflasyon Telifisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)

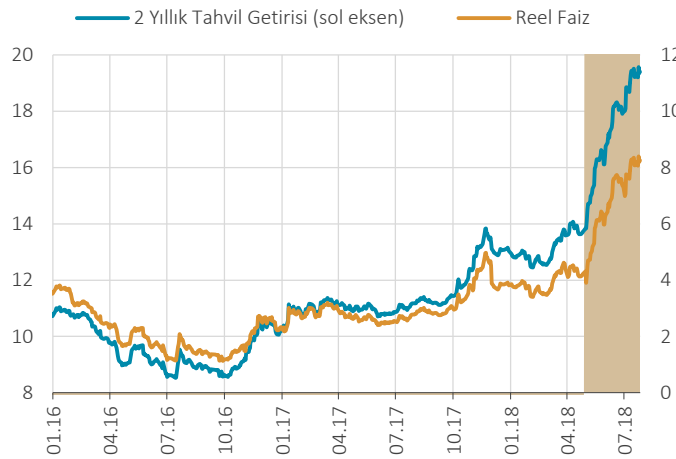
Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.6: 24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentisine İlişkin Olasılık Dağılımı* (%)

Kaynak: TCMB.

* TCMB Beklenti Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır.

TCMB Beklenti Anketi verilerinden elde edilen enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan iki yıllık reel faiz, büyük ölçüde nominal faizlere benzer hareket ederek yükselmiştir (Grafik 5.3.7).

Grafik 5.3.7: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi* (%)

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

*2 yıllık devlet tahvili getirilerinden, TCMB Beklenti Anketi verileri ile hesaplanan önümüzdeki 2 yıla ilişkin toplam TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Para Politikası Tepkisi

TCMB, 2017 yılında enflasyon görünümüne karşı sıkı para politikası duruşunu korumuştur. Buna karşın, destekleyici teşvik ve tedbirler, yurt içi talepte güçlü bir artışa yol açarak para politikası kararlarının aktarımını sınırlamıştır. Bu nedenle, TCMB 2018 yılı Ocak ve Mart aylarında para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. TCMB, Nisan ayı PPK toplantısında, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelere ve fiyatlama davranışları üzerindeki risklere dikkat çekerek ölçülü bir parasal sıkılaşmaya gitmiş, GLP borç verme faiz oranlarını 75 baz puan artırarak yüzde 13,50 seviyesine yükseltmiştir.

TCMB, 16 Mayıs 2018 tarihinde piyasalarda gözlemlenen aşırı oynaklıkların enflasyon görünümü üzerindeki etkilerinin yakından izlediğine dair yaptığı duyuruyu takiben 23 Mayıs 2018 tarihinde ara toplantı kararı almıştır. Bu toplantıda TCMB, piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve enflasyon beklentilerinde süregelen yükselişin genel fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayarak

fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaşmaya gitmiş ve GLP borç verme faiz oranını 300 baz puan artırarak yüzde 16,5'e yükseltmiştir. Ayrıca, para politikasının öngörülebilirliğini artırmak ve aktarım mekanizmasını güçlendirmek amacıyla operasyonel çerçevenin kısa sürede sadeleşmesine karar vermiştir. Nitekim, TCMB, 28 Mayıs 2018 tarihinde yaptığı duyuruyla sadeleşme sürecini tamamlamıştır. Buna göre, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı TCMB politika faizi olmuş; bu oran, söz konusu tarihte yüzde 16,5 olan GLP borç verme faizine eşitlenmiştir. Ayrıca, TCMB'nin gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla -/+ 150 baz puanlık bir marj ile belirlenmesine karar verilmiştir. Böylelikle, gecelik borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faizi etrafında simetrik bir koridor oluşturulmuştur. Yeni operasyonel çerçeve, 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren uygulanmaya konulmuştur. 23 Mayıs 2018 tarihindeki güçlü politika tepkisi ve operasyonel çerçevede yapılan sadeleştirme yurt içi finansal piyasalardaki oynaklığın azaltılmasına katkı sağlamıştır.

TCMB, Haziran ayı PPK toplantısında enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlandırma davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam ettiği vurgusu yaparak parasal sıkılaştırmayı güçlendirmeye karar vermiştir. Bu çerçevede TCMB, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 16,5'ten yüzde 17,75'e yükseltmiştir. Temmuz ayı PPK toplantısında ise iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenme gereği dikkate alınarak politika faizi değiştirilmemiş, bununla birlikte enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlandırma davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmesinden ötürü sıkı para politikasının uzun bir müddet korunmasının gerekebileceği değerlendirilmiştir.

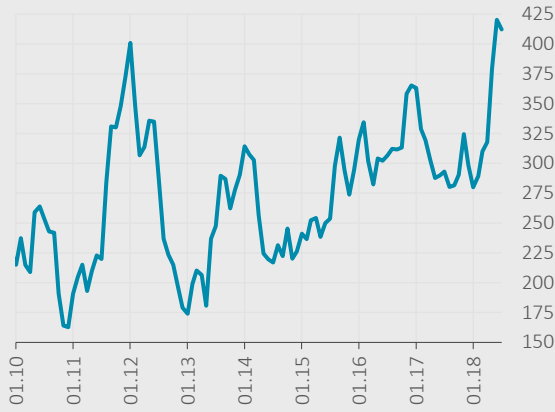
TCMB piyasalarda gözlemlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve aşırı oynaklıkların enflasyon görünümü üzerindeki etkilerini gözeterek, yukarıda özetlenen para politikası kararlarına ek olarak Nisan ayı PPK toplantısından sonra piyasalara yönelik bazı önlemler almıştır. Bu kapsamda, 7 Mayıs tarihli duyuru ile, rezerv opsiyonu mekanizması kapsamında döviz imkân oranı üst sınırı yüzde 55'ten yüzde 45'e düşürülerek dilim aralıkları yeniden belirlenmiştir. Bu değişiklik ile bankalara döviz likiditesi sağlanırken, Türk lirası likidite koşulları sıkılaştırılmıştır. 9 Mayıs 2018 tarihli duyuru ile günlük olarak düzenlenen Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları ihale tutarı 1,25 milyar ABD dolarından 1,5 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu değişiklik ile en fazla 6,25 milyar ABD doları olan söz konusu ihalelerin toplam bakiyesinin 7,5 milyar ABD dolarına ulaşabilmesi sağlanmıştır. Aynı tarihli bir başka duyuru ile 2018 yılının ikinci çeyreğinde gerçekleştirilecek Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerine ilişkin takvim güncellenmiştir. Açıklanan takvime göre, söz konusu ihaleler yoluyla oluşacak vadeli döviz satım pozisyon tutarı 7,1 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. 24 Mayıs 2018 tarihli duyuru ile söz konusu ihalelerde tekrar bir güncelleme yapılarak, ihaleler yoluyla oluşacak vadeli döviz satım pozisyon tutarı 7,1 milyar ABD dolarından 8 milyar ABD dolarına yükseltmiştir. 2018 yılı boyunca vadeli döviz satım pozisyon tutarının ulaşabileceği üst sınır 10 milyar ABD doları olarak belirlemiştir. Buna ek olarak, TCMB, 25 Mayıs 2018 tarihli duyuru ile 31 Temmuz 2018 tarihine kadar vadesi dolacak olan ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerinin, vadesinde ödenmesi halinde, sabit kur üzerinden Türk lirası olarak yapılabilmesine olanak tanımıştır.

Kutu 5.1

Küresel Finansal Koşulların Sıkılaştığı Dönemlerde Ülke Risk Primi ve Makro Göstergeler

Türkiye'nin ülke risk primi son dönemde belirgin oranda artarak gelişmekte olan benzer ülkelere kıyasla olumsuz ayrılmıştır (Grafik 1 ve 2). Bu gelişmede, gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin belirginleşmesine bağlı olarak ABD tahvil getirilerindeki artış ve uluslararası yatırımcının risk iştahının azalmasının yanı sıra, ülkeye özgü ekonomik faktörlerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu kutuda, bu değerlendirmelere ışık tutmak için risk primini belirleyen ekonomik göstergeler analiz edilmektedir.¹

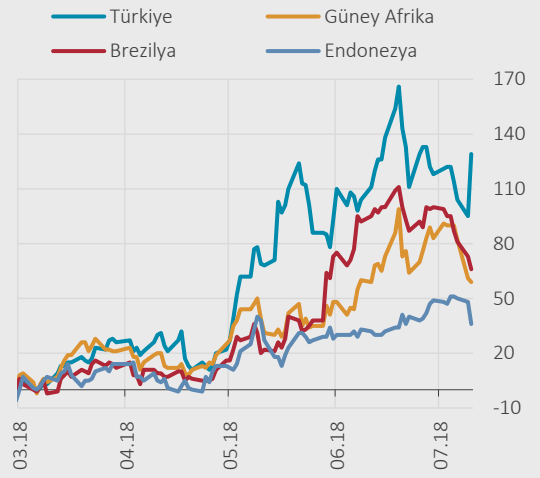
Grafik 1: Türkiye EMBI Global Tarihsel Gelişimi (Aylık Ortalama, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: Temmuz 2018.

Grafik 2: GOÜ'lerde EMBI Global Değişimi (Baz Puan, 28.02.2018=0)



Kaynak: Bloomberg.

Son Gözlem: 10 Temmuz 2018.

Risk primi, uluslararası yatırımcının belli bir varlığa yatırım yapmak için benzer vadedeki risksiz bir varlığın (örneğin ABD tahvilinin) getirisinin ötesinde istediği ek getiriye ifade etmektedir.² Yabancı yatırımcının talep ettiği ek getiri veya prim, "Dışsal Kırılganlık" (External Vulnerability) literatüründe tartışıldığı üzere³, o ülkenin cari açık seviyesine, uluslararası rezervlerinin döviz ihtiyacını karşılayabilmesi oranına, bütçe görünümüne, enflasyon seviyesine, şirket bilançolarının döviz kuru ve faiz hareketlerine hassasiyeti ile ülkeye özgü diğer faktörlerin yanı sıra küresel faktörlere (ör. küresel risk iştahı, küresel ticaret görünümü, vb.) bağlıdır.

Temel sorumuz, risk primindeki değişimlerin yukarıda belirtilen ve dışsal kırılganlığı yansıtabilecek makroekonomik göstergelerden ne derece etkilendiği ve bu göstergelerin küresel finansal şartlar olumsuz iken daha fazla etkili olup olmadığıdır.

Bu değerlendirmelerden yola çıkarak, gelişmekte olan 8 benzer ülke için risk priminin belirleyicileri ekonometrik bir çerçevede çalışılmıştır. Çalışmaya konu olan ülkeler; Brezilya, Kolombiya, Endonezya, Malezya, Meksika, Peru, Güney Afrika ve Türkiye'dir. Örneklem dönemi olarak 2005Ç1-2017Ç4 alınmıştır. Yöntem olarak, dinamik sistem genel momentler metodu

¹ Detaylar için bk. Akçelik ve Fendoğlu (2018).

² Bu tanımda, her iki varlığın aynı para cinsinden, benzer derecede likit, işlem masraflarının eşit ve uluslararası yatırımcının fon kaynaklarının geniş olduğu varsayımı yapılmıştır.

³ İlgili literatüre dair detaylar için kaynakçada yer alan IMF raporlarına ve söz konusu raporlarda yer alan referanslara bakılabilir.

(system GMM) kullanılmıştır.⁴ Risk primi olarak JP Morgan'ın gelişmekte olan ülke devlet tahvillerinden oluşturduğu EMBI (Emerging Markets Bond Index) Global endeksi kullanılmıştır.⁵ Bu endeks, ilgili gelişmekte olan ülke tarafından ABD doları cinsinden ihraç edilen tahvil getirileri ağırlıklı ortalamasının benzer vade ve cinsteki ABD Hazine tahvil getirisinden farkını göstermektedir.

Tablo 1: Sistem GMM Regresyon Sonuçları

	EMBI Global (Logaritmik Değişim)
EMBI Global (Logaritmik Değişim, t-1)	0,225*** (0,025)
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (Değişim)	-0,020 (0,018)
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (Değişim) * Kukla Değişken (VIX Değişim > 0 ise 1; VIX Değişim < 0 ise 0)	-0,045*** (0,016)
Uluslararası Brüt Rezervler / GSYİH (Değişim)	0,008 (0,010)
Uluslararası Brüt Rezervler / GSYİH (Değişim) * Kukla Değişken (VIX Değişim > 0 ise 1; VIX Değişim < 0 ise 0)	-0,028*** (0,012)
Kamu Bütçe Dengesi / GSYİH (Değişim)	0,028*** (0,001)
Kamu Bütçe Dengesi / GSYİH (Değişim) * Kukla Değişken (VIX Değişim > 0 ise 1; VIX Değişim < 0 ise 0)	-0,042*** (0,004)
GSYİH Reel Yıllık Büyüme (Değişim)	-0,008 (0,011)
International Country Risk Guide (ICRG) Endeksi (Logaritmik Değişim)	-0,680 (0,461)
Volatilite Endeksi (VIX) (Logaritmik Değişim)	0,570*** (0,013)
Gözlem Sayısı	400
Ülke Sayısı	8

Standart sapmalar parantez içinde belirtilmiştir. ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 2: Makroekonomik Değişimlerin Ülke Risk Primine Uzun Dönemli Etkileri⁶

	VIX'in Arttığı Dönemler	VIX'in Azaldığı Dönemler
Cari Açık / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Artması	%8,32***	%2,56
Uluslararası Rezervler / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%2,58***	-%1,01
Bütçe Dengesi / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%1,81***	-%3,61***

***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

⁴ Sistem GMM yöntemi, regresyon modelindeki olası içsellik problemini azaltmak için, açıklayıcı değişkenlerin gecikmeli değerlerini enstrüman olarak kullanmaktadır.

⁵ EMBI Global Türkiye tahvillerinin ortalama vadesi 12,2 yıldır. Bu bağlamda, EMBI Global, Türkiye'nin uzun vadeli görünümüne dair riskleri yansıtmaktadır.

⁶ Bu oranlar Tablo 1'de verilen kısa dönem etkilerin (1- EMBI Global (Logaritmik Değişim, t-1)) katsayısına bölünmesiyle elde edilmiştir. Örneğin, VIX'teki değişimin pozitif olduğunda cari işlemler dengesi/GSYİH'nin uzun dönemli etkisi $(-0,020 + (-0,045)) / (1 - 0,225) = -\%8,32$ olarak hesaplanmıştır.

Sonuçlar, küresel finansal koşulların olumsuz olduğu dönemlerde dışsal kırılabilirlik göstergelerinin risk primindeki değişimleri ekonomik olarak önemli derecede ve istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkilediğini göstermektedir (Tablo 1 ve 2)^{7 8}. Örneğin küresel risk iştahının bozulduğu (VIX'in arttığı) dönemlerde, cari açık / GSYİH oranının 1 yüzde puan artması, ülke risk priminde uzun dönemde yüzde 8,32 yukarı yönlü etki gösterirken; küresel şartların olumlu olduğu dönemlerde bu etkinin zayıfladığı görülmektedir. Benzer şekilde, küresel finansal koşulların sıkılaştığı (VIX'in arttığı) dönemlerde uluslararası rezervler / GSYİH oranının 1 yüzde puan düşmesi, ülke risk primini uzun dönemde yüzde 2,58 arttırırken, bu etki olumlu küresel şartların olduğu dönemlerde anlamlı derecede güçlü bulunmamıştır. Bütçe Dengesi / GSYİH oranının 1 yüzde puan bozulması, ülke risk priminde özellikle küresel şartların bozulduğu dönemlerde yukarı yönlü olumsuz ayrışmaya yol açmaktadır.

Bu etkiler, küresel risk iştahının olumlu seyrettiği (VIX'in düştüğü) dönemlerdeki etkilere kıyasla anlamlı derecede yüksektir (Tablo 1 ve 2). Ayrıca, küresel finansal koşullar için ABD doları endeksi (DXY)'nin kullanıldığı durumda da benzer sonuçlar elde edilmiştir (Tablo 3).

Tablo 3: Makroekonomik Değişimlerin Ülke Risk Primine Uzun Dönemli Etkileri

	DXY'nin Arttığı Dönemler	DXY'nin Azaldığı Dönemler
Cari Açık / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Artması	%5,55***	%4,84***
Uluslararası Rezervler / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%2,78***	-%2,59
Bütçe Dengesi / GSYİH Oranının 1 Yüzde Puan Düşmesi	%1,60***	-%6,31***

***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Özetle, küresel finansal şartların sıkılaştığı dönemlerde, ülkeye özgü göstergelerin ülke risk primi üzerinde daha güçlü etkisi olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, küresel risk iştahının düştüğü dönemlerde risk priminde kalıcı bir iyileşme sağlanabilmesi için söz konusu makro göstergelerde iyileşme tesis edilmesi kritik önem taşımaktadır.

Kaynakça

Akçelik, F. ve Fendoğlu, S. (2018). "When they count the most? External vulnerability indicators when global financial conditions slide", devam etmekte olan çalışma.

IMF (2000). "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", Staff Papers. url: <https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf>

IMF (2008). "Vulnerability Indicators" url: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/vul.htm>

⁷ Bu etkiler tahmin edilirken, tahmin yönteminin doğası gereği, diğer etkilerin sabit olduğu bir çerçeve esas alınmıştır (conditional estimates). Örneğin, bütçe dengesindeki bozulmanın etkisi hesaplanırken, cari açık, rezerv ve diğer açıklayıcı değişkenler sabit varsayılmıştır. Bu açıdan bakıldığında, bütçe dengesinin bozulması, örneğin beraberinde cari dengede de bozulma getiriyorsa, bütçe dengesinin risk primi üzerindeki toplam etkisi daha yüksek olacaktır.

⁸ Burada makroekonomik göstergelerin gerçekleşen değerleri kullanılmıştır. Risk primindeki değişimde, bu göstergelerdeki gerçekleşen değişimden ziyade beklentilerdeki değişimin etkili olabileceği not edilmelidir. Burada tanımsal varsayımımız (identification assumption), beklentilerdeki değişimlerin gerçekleşmelerdeki değişimlerle genellikle uyumlu seyrettiğidir.

