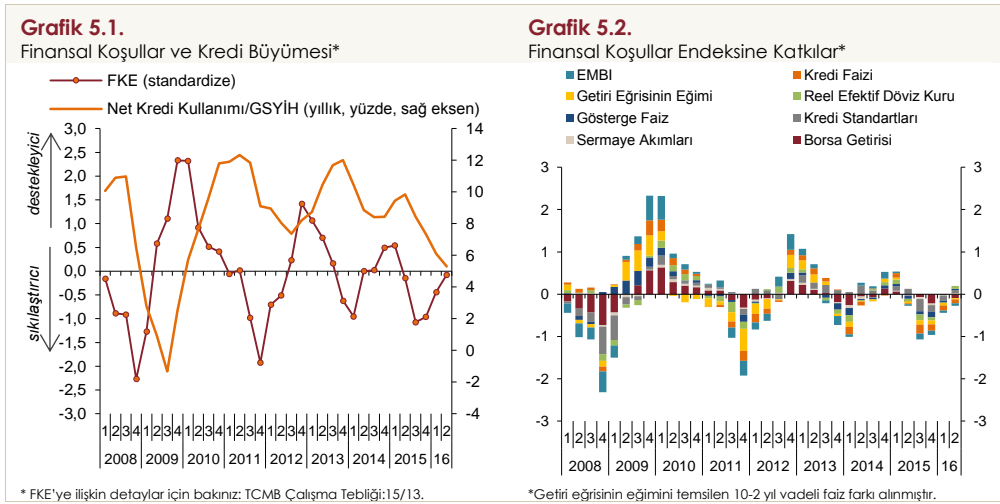


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2016 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan gelişmeler küresel büyüme beklentilerindeki olumsuz görünümün ve gelişmiş ülkelerdeki deflasyon riskinin devam ettiğini göstermiştir. İngiltere'nin AB'den çıkma kararı ile sonuçlanan Brexit referandumu küresel büyümeye ve dünya ticaret hacmine ilişkin görünümü daha da zayıflatmaktadır. Söz konusu koşullar altında, gelişmiş ülkeler destekleyici para politikası uygulamalarına devam etmektedir. İngiltere, Avrupa ve Japonya Merkez Bankalarının gerektiğinde ek önlemler ile piyasalara destek olacağı beklenirken, Fed'in yeni bir faiz artışını 2016 yılı sonuna veya 2017 yılına ötelediği kanısı ağırlık kazanmıştır.

Başta Rusya, Çin ve Brezilya olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün zayıf seyretmesi gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını sınırlamaktadır. Bununla birlikte petrol fiyatlarında yaşanan artışa rağmen birkaç sene öncesine göre düşük seviyelerin korunması Türkiye gibi petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümünü ve finansal piyasalarını diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde desteklemektedir. 2016 yılının ikinci çeyreğinde, Türkiye'ye ilişkin makroekonomik göstergelerin olumlu seyri, TCMB'nin yol haritası çerçevesinde uygulamaya koyduğu önlemler ve para politikasında sadeleşme süreci Türkiye'ye ilişkin belirsizlikleri ve risk algılarını sınırlamıştır.

2016 yılının ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkelerin destekleyici para politikaları küresel risk iştahını ve finansal koşulları olumlu yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) toparlanmayı sürdürerek 2016 yılının ikinci çeyreğinde nötr seviyesine yaklaşmıştır (Grafik 5.1). Söz konusu dönemde reel kur, gösterge faiz, kredi standartları ve sermaye akımları endekse pozitif yönde katkı verirken; borsa getirisi, kredi faizi, EMBI ve getiri eğrisinin eğimi endeksi aşağı yönlü etkilemeye devam etmiştir (Grafik 5.2).



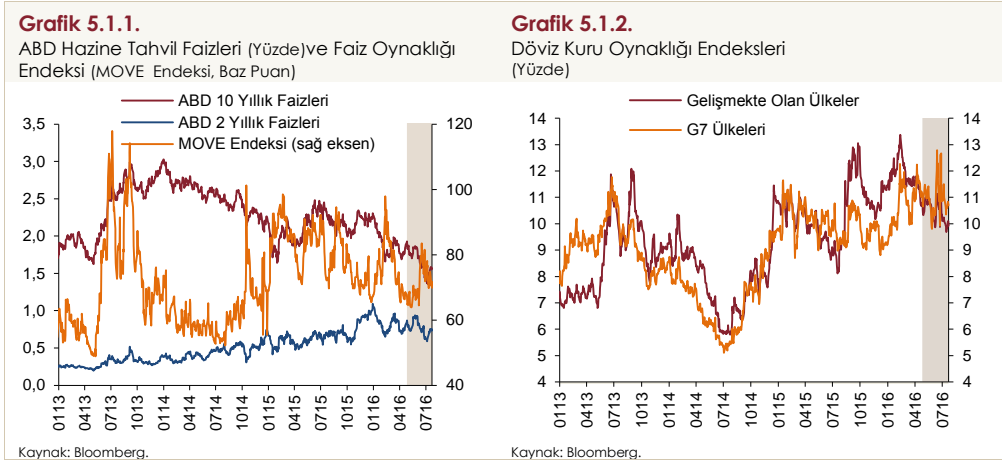
Temmuz ayı ortasında piyasalarda yurt içi gelişmeler kaynaklı dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu çerçevede, piyasaların etkin işleyişinin sürmesini temin etmek amacıyla 17 Temmuz tarihinde TCMB tarafından yeni önlemler duyurulmuştur. Söz konusu önlemler, finansal sistemin ihtiyaç duyduğu likiditeye etkin bir şekilde ulaşmasına destek sağlamaktadır. TCMB piyasa derinliğini ve piyasadaki fiyat

oluşumlarını yakından takip ederek; gerekli görülmesi halinde, finansal istikrarı korumaya yönelik ihtiyaç duyulacak tüm önlemleri alacaktır. Küresel risk iştahının olumlu seyri ve alınan tedbirler sayesinde yurt içi belirsizliklerin etkisinin geçici ve sınırlı olacağı değerlendirilmektedir.

## 5.1. Finansal Piyasalar

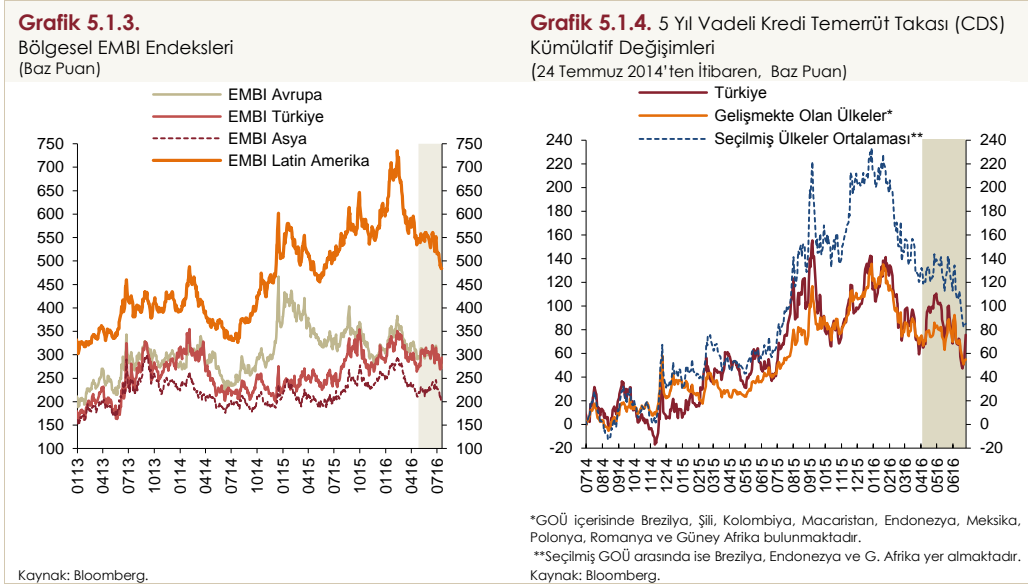
### Küresel Risk Algılamaları

2016 yılının ikinci çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası uygulamalarındaki gelişmeler ile İngiltere'nin AB'den çıkış (Brexit) referandumu küresel piyasaları etkileyen temel unsurlar olmuştur. ABD'de Mayıs ayında açıklanan verilerin yakın geçmişe kıyasla daha olumlu bir iktisadi tabloyu işaret etmesi, Fed yetkililerinin açıklamaları ve toplantı tutanakları faiz artışı ihtimalini güçlendirmiştir. Aynı dönemde Euro Bölgesi'nde enflasyon görünümüne dair aşağı yönlü risklerin artması endişe yaratmıştır. Bu çerçevede küresel risk iştahı ikinci çeyreğin ortalarında bir miktar düşmüştür. 23 Haziran'da beklentilerin aksine İngiltere'nin AB'den çıkması kararı ile sonuçlanan Brexit referandumu da küresel risk iştahını baskılayan bir diğer unsur olmuş, küresel piyasalarda yüksek düzeyde oynaklık yaratmıştır. Referandum sonrasında artan risklerle mücadele etmek için gelişmiş ülke merkez bankalarının ek politika önlemleri ile ekonomiyi destekleyecekleri yönünde beklentiler güçlenmiştir. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle, Mayıs ayında artış kaydeden ABD Hazine tahvil faizleri, Haziran ayından itibaren Fed faiz artışının öteleneyeceği beklentisiyle tekrar düşmüş ve ABD'de getiri eğrisinin eğimi azalmıştır (Grafik 5.1.1). Ayrıca, ABD tahvil piyasalarında çeşitli vadelerdeki faizlerin kısa vadeli oynaklığına dair bir gösterge olan MOVE endeksi de Brexit sonrasında bir miktar düşüş kaydetmiştir. Bu süre zarfında gelişmekte olan ülkeler döviz kuru oynaklığı geçtiğimiz Rapor dönemindeki seviyelerinin altına inmiştir (Grafik 5.1.2). Buna karşın özellikle İngiliz sterlinindeki sert hareketler sebebiyle G7 ülkelerinin döviz kuru oynaklığı endeksi yüksek seviyelerde seyretmektedir.



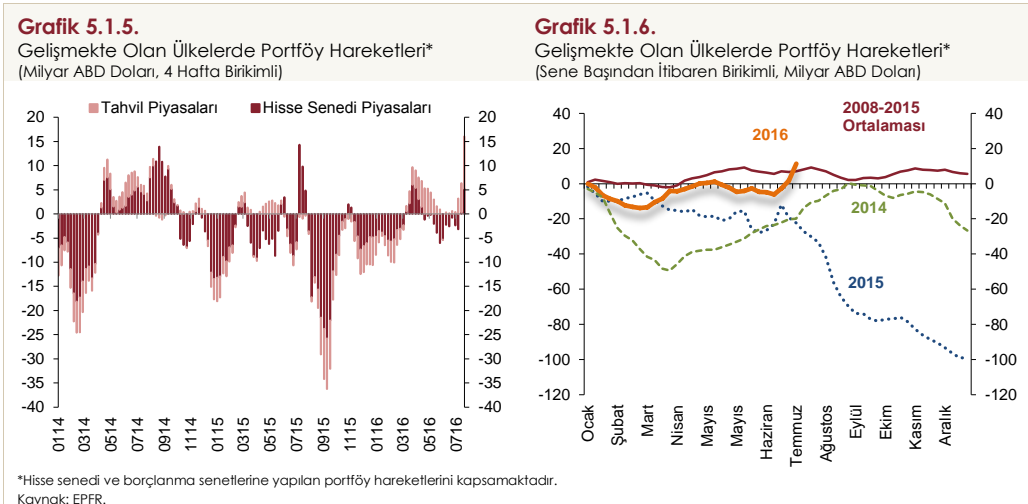
Yukarıda bahsedilen küresel gelişmelerin etkisiyle Gelişmekte Olan Ülkeler Euro-Tahvil Endeksleri (EMBI) ile bu ülkelerin kredi temerrüt takası (CDS) primleri ikinci çeyrekte bir miktar artarken Brexit referandumu sonrasında gelişmiş ülkelere ilişkin destekleyici para politikası beklentileriyle Haziran ayı sonundan itibaren tekrar düşmüştür (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Ülkeler bazında incelendiğinde, özellikle petrol fiyatlarındaki kısmi toparlanmanın etkisiyle emtia üreticisi ülkelerin risk primleri yılın ikinci çeyreğinde de gerilemeye devam etmiştir. Bu dönemde Türkiye'ye ilişkin risk primi göstergeleri de diğer gelişmekte olan ülkelerle uyumlu hareket etmiş, Mayıs ayında yurt içi ve yurt dışı belirsizliklerle artmış,

sonrasında ise küresel risk iştahındaki düzelmeyeyle birlikte düşüş göstermiştir. Temmuz ayı ortasında, yurt içi kaynaklı gelişmelerin etkisiyle Türkiye'ye ilişkin risk primi göstergeleri diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir miktar olumsuz ayrılmıştır.



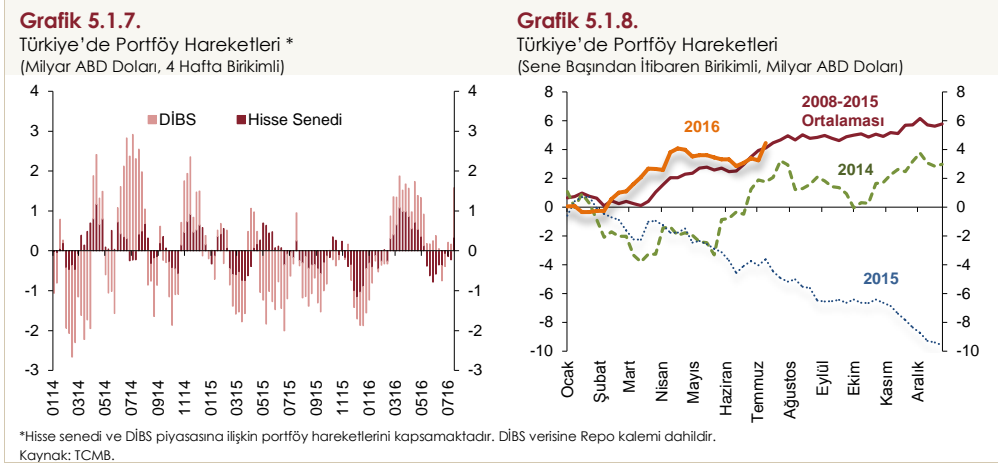
### Portföy Hareketleri

Küresel risk iştahındaki oynaklığa bağlı olarak, 2016 yılının ilk çeyreğinde olumlu seyreden gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, Mayıs ayından itibaren özellikle hisse senedi kaynaklı çıkışlar ile tersine dönmüştür (Grafik 5.1.5). Hisse senedinden çıkışların düşük küresel büyüme öngörülerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.



Hisse senetlerine girişler zayıflarken, son dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici para politikalarıyla ekonomiyi destekleyeceklerine dair beklentiler neticesinde düşen getirilerle gelişmekte olan ülkelerin borçlanma senetlerine portföy girişleri gözlenmiştir. Sene başından itibaren birikimli portföy hareketleri incelendiğinde ise, portföy hareketlerinin son veri itibarıyla 2008-2015 yılı

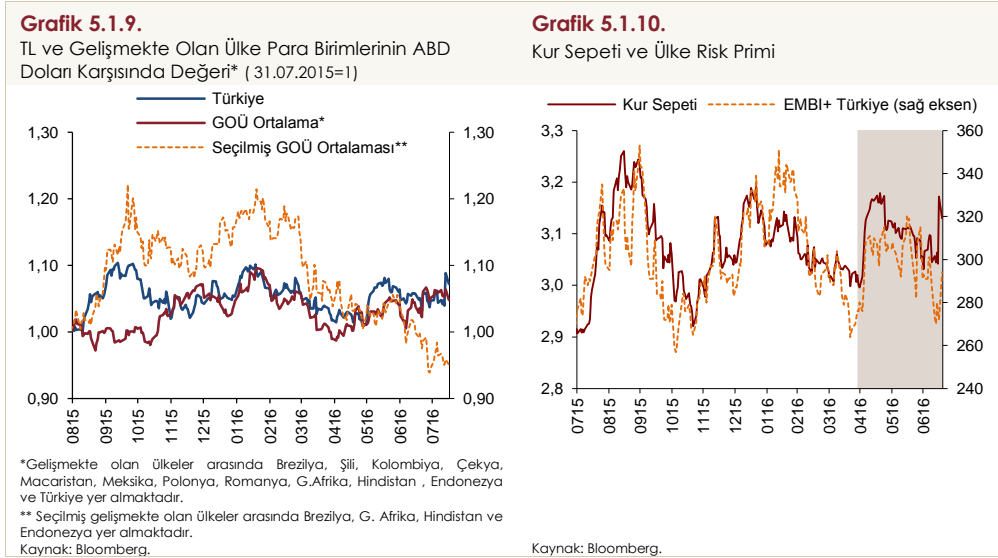
ortalamasına yakın gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.6). Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan tüm fonlar incelendiğinde, söz konusu portföy çıkışlarının gelişmekte olan ülkelerin geneline benzer şekilde yansıdığı gözlenmiştir.



Son dönemde Türkiye'ye yönelik portföy hareketleri de diğer gelişmekte olan ülkelere paralel olarak özellikle hisse senedi kaynaklı çıkışlar ile zayıflamış, portföy akımları geçmiş yıllar ortalamasına yakın seyretmiştir (Grafik 5.1.7 ve Grafik 5.1.8).

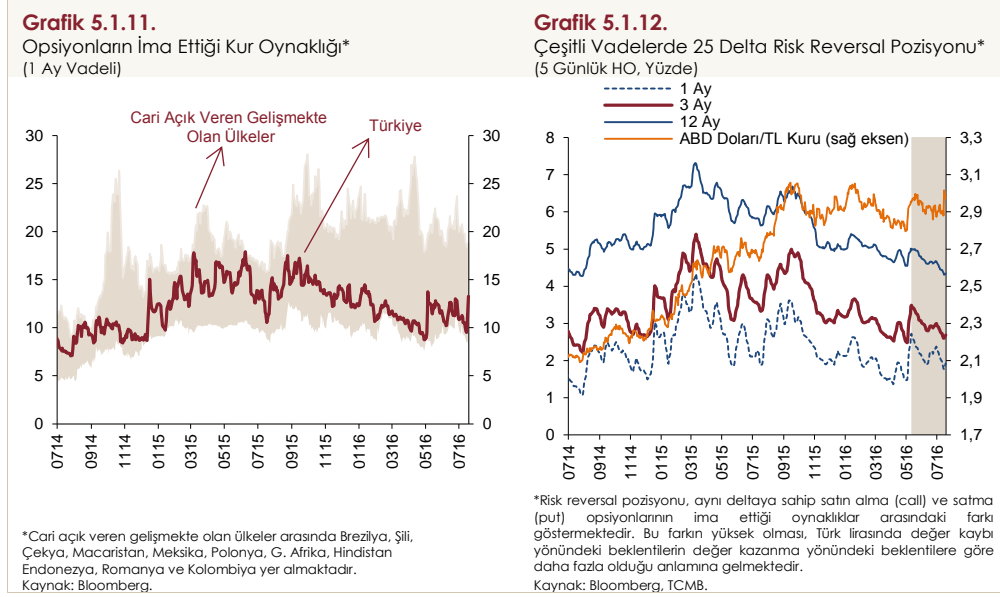
#### Döviz Kurları

2016 yılının ikinci çeyreğinde yukarıda bahsi geçen küresel gelişmeler başta gelişmiş ülkeler için olmak üzere küresel büyüme görünümünü zayıflatmıştır. Söz konusu dönemde gelişmekte olan ülkelerin para birimleri ABD dolarına karşı yüzde 6 oranında değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.9).



Türk lirası, Mayıs ayında yaşanan yurt içi ve yurt dışı belirsizlik dönemi sonrasında diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine yakın bir seyir izlemiştir. Emtia fiyatlarındaki gelişmelerden olumlu etkilenen Brezilya, G. Afrika, Hindistan ve Endonezya'dan oluşan seçilmiş ülkeler grubu para birimlerinin ise 2016

yılının ikinci çeyreğinde ABD dolarına karşı ortalama yaklaşık yüzde 10 oranında değer kazandığı görülmektedir. Türk lirası kur sepetine karşı Mayıs ayında yüzde 5 oranında değer kaybederken aynı dönemde Türkiye'nin EMBI+ risk primi de yaklaşık 40 baz puan artmıştır (Grafik 5.1.10). Ancak Mayıs ayı ortalarından Temmuz ayı ortasına kadar geçen dönemde Türk lirasının kur sepetine karşı değer kaybı gerilemiş ve risk primi 2015 yılı üçüncü çeyreği düzeylerine dönmüştür. Piyasalarda Temmuz ayı ortasında yaşanan yurt içi kaynaklı dalgalanmalar ise sepet kur ve risk priminde artışlara yol açmıştır. TCMB'nin likidite piyasasında etkinliği destekleyici önlemlerinin de etkisiyle söz konusu artışlar 18 Temmuz itibarıyla kısmen geri dönmüştür.



2016 yılının ikinci çeyreğinde gelişmekte olan ülke para birimleri ima edilen kur oynaklığında ülkeler arası farklılaşma azalmıştır. Türk lirasının ima edilen oynaklığı Mayıs ayı başında geçici ve sınırlı bir artış gösterirken çeyreğin geri kalanında tekrar cari açık veren diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre düşük seviyelere gerilemiştir (Grafik 5.1.11). Temmuz ayı ortasında yaşanan gelişmeler sonrasında ise Türk lirasının oynaklığı tekrar bir miktar artış göstermiştir. Türk lirasının oynaklığına benzer şekilde risk reversal pozisyonları da Mayıs ayında geçici olarak artmış ancak iç belirsizliklerin kısa dönemde ortadan kalkmasıyla tekrar gerilemiştir (Grafik 5.1.12). Reversal pozisyonlarında ikinci çeyreğin devamında gözlenen gelişmeler ise Türk lirasına ilişkin değer kazanma yönündeki beklentilerin tekrar güçlenme eğilimine girdiğini göstermiştir. Yakın dönemde yaşanan yurt içi belirsizlikler reversal pozisyonlarında sınırlı bir artışa yol açmıştır.

#### Para Politikası Uygulamaları

TCMB, 2016 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici politika duruşunu korumuştur. 2015 yılının Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında duyurulan politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılması ekonominin küresel şoklara karşı dayanıklılığını artırmaktadır. Özellikle döviz kurları ve kredilerde gözlenen oynaklık yeni araçların devreye girmesiyle ikinci çeyrekte kayda değer bir azalış göstermiştir. Bu gelişmelerin geniş bir faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltması ile beraber TCMB, Nisan, Mayıs ve Haziran ayı PPK toplantılarında

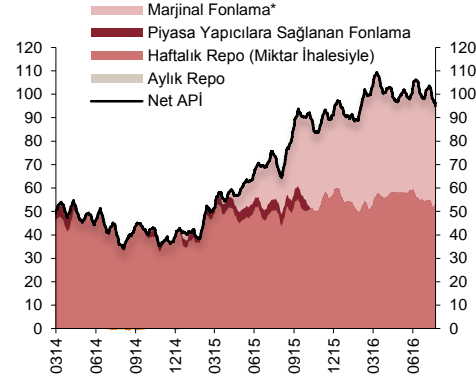
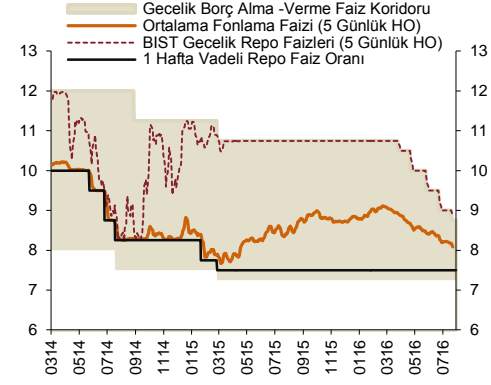
marjinal fonlama faizini 50'ser baz puan düşürerek sadeleşme yönünde ölçülü adımlar atılmasına karar vermiştir.

TCMB, 2016 yılı ikinci çeyreğinde likidite politikasındaki etkinliği ve öngörülebilirliği artırmak amacıyla adımlar atmıştır. Bu kapsamda 3 Haziran 2016 tarihinden itibaren miktar ihalesi yöntemiyle sağlanan bir hafta vadeli repo fonlamasına ilişkin günlük ihale tutarı, toplam haftalık vadeli fonlama stoğunun haftanın günlerine dengeli dağılmasını temin edecek şekilde belirlenmeye başlanmıştır. Ayrıca TCMB, Türk lirası likidite yönetiminin etkin yürütülmesini desteklemek amacıyla kesin alım ihalelerine yıl sonuna kadar devam etmeye karar vermiştir. Bu kapsamda nominal 9 milyar TL olan açık piyasa işlemleri portföy büyüklüğünün yıl sonu itibarıyla nominal 14 milyar TL seviyesine yükseltilmesinin öngörüldüğü belirtilmiştir.

Temmuz ayı ortasındaki yurt içi gelişmeler nedeniyle piyasalarda dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu çerçevede, TCMB piyasaların etkin işleyişinin sürmesini temin etmek amacıyla 17 Temmuz tarihinde yeni önlemler duyurmuştur. Söz konusu duyuruda belirtildiği üzere önümüzdeki dönemde TCMB tarafından bankalara gerekli likidite limitsiz olarak sağlanacak; bankalara sağlanan gün içi likidite imkânının komisyon oranı sıfır olarak uygulanacak; Türk lirası likidite sağlamak amacıyla, ihtiyaç duyulması halinde, bankalar tarafından limitsiz tutarda teminat döviz deposu getirilebilmesine imkân tanınacak; bankaların döviz deposu almak üzere de kullanabilecekleri yaklaşık 50 milyar ABD doları seviyesindeki mevcut limitleri gerektiğinde artırılabilir ve kullanım şartlarında iyileştirmeye gidilebilecek; TCMB nezdindeki tüm piyasalar işlemler tamamlanincaya kadar açık tutulacaktır. Ayrıca TCMB piyasa derinliğini ve piyasadaki fiyat oluşumlarını yakından takip ederek; gerekli görülmesi halinde, finansal istikrarı korumaya yönelik ihtiyaç duyulacak tüm önlemleri alacaktır.

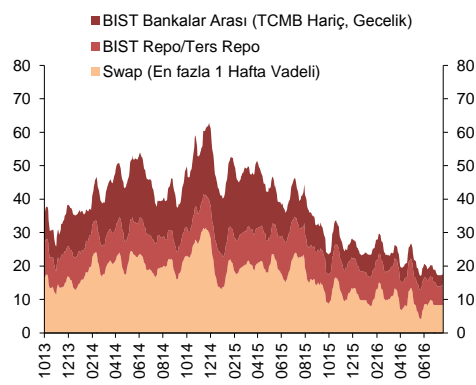
Yukarıda bahsi geçen likidite tedbirleri piyasalarda artan oynaklığı sınırlamıştır. TCMB, para politikasının öngörülebilirliğini ve etkinliğini desteklemek amacıyla, sadeleşme yönünde ölçülü ve temkinli bir adım daha atılmasına karar vermiştir. Bu çerçevede, Temmuz ayında marjinal fonlama faizi 25 baz puan indirilerek yüzde 8,75'e düşürülmüş, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ve gecelik borç alma faizi ise sırasıyla yüzde 7,5 ve yüzde 7,25 oranlarında sabit tutulmuştur.

TCMB fonlaması 2016 yılının ikinci çeyreğinde de ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam edilirken, marjinal fonlamanın payı yüksek tutulmuştur (Grafik 5.1.13). 2016 yılı Şubat ayında yüzde 9,1 seviyesine kadar ulaşan ağırlıklı ortalama fonlama faizi Temmuz ayı itibarıyla yaklaşık yüzde 8,2 seviyesine gerilemiştir. Bankalararası gecelik repo faizleri de koridorunun üst bandında yapılan indirimle paralel olarak düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.14). Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer gelişmeler dikkate alınarak para politikasındaki temkinli ve sıkı duruş sürdürülecektir.

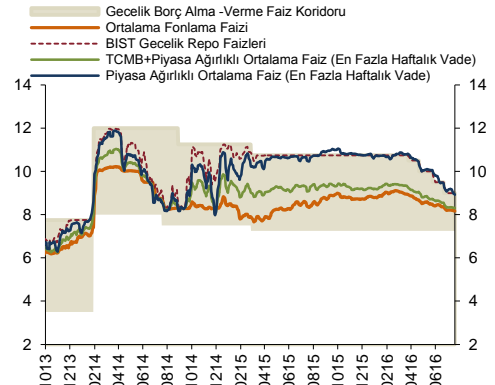
**Grafik 5.1.13.**TCMB Fonlaması\*  
(2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)\*Marjinal Fonlama, gecelik vadede faiz koridorunun üst bandından sağlanan fonlamadır.  
Kaynak: TCMB.**Grafik 5.1.14.**TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri  
(Yüzde)

Kaynak: BIST, TCMB.

Bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının karşılamasında TCMB tarafından sağlanan fonların yanı sıra bankaların farklı piyasalardan sağladıkları kısa vadeli fonlar da önemli yer tutabilmektedir. Para piyasalarında, TCMB dışındaki piyasa oyuncularından sağlanan ve en fazla bir hafta vadeye sahip olan fonların başında kur takası (swap) piyasasından sağlanan fonlar gelirken; bunu BIST bünyesindeki Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'nda TCMB haricindeki bankalar ile ve BIST bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda aracı kurumlar ile yapılan işlemler takip etmektedir. Yol haritasının açıklanmasını takip eden dönemde döviz depolarının teminata verilmesi imkanı ile ilgili yapılan değişikliklerin kur takası ihtiyacını azalttığı gözlenmektedir. 2016 yılı ikinci çeyreğinde ise TCMB dışı piyasa fonlaması yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.15).

**Grafik 5.1.15.**TCMB Dışı Piyasa Fonlaması (1 Hafta Vadeye Kadar)  
(10 Günlük Hareketli Ortalama, Milyar TL)

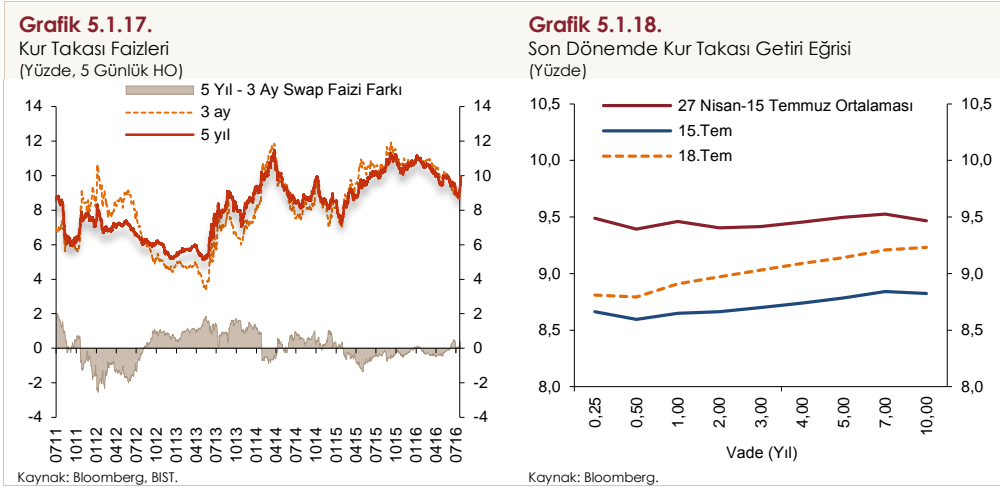
Kaynak: BIST, TCMB.

**Grafik 5.1.16.**Bankaların Para Piyasalarında Finansman Maliyetleri  
(5 Günlük Hareketli Ortalama, Yüzde)

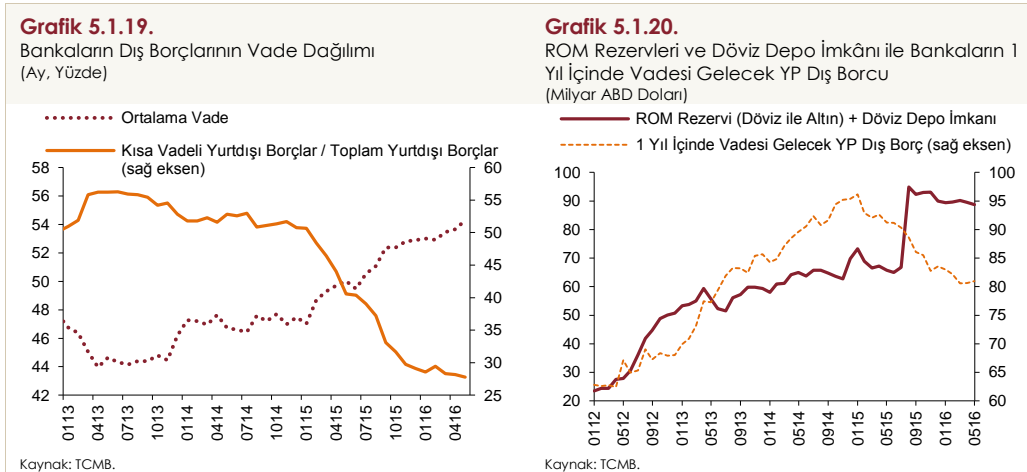
Kaynak: BIST, TCMB.

TCMB ve TCMB dışı fonların toplam içindeki ağırlıklarına göre hesaplanan efektif fonlama faizi 2016 yılı ikinci çeyreğinde ortalama fonlama faizine yaklaşarak 19 Temmuz itibarıyla yüzde 8,31 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.16). Efektif fonlama faizinin TCMB ortalama fonlama faizine yaklaşmasındaki temel etkenler kısa vadeli piyasa faizlerinin koridorun üst bandındaki indirimlere paralel olarak gerilemesi ve bankaların para piyasalarında TCMB dışı kaynaklardan borçlanmalarını azaltmalarındır.

5 yıllık ve 3 aylık kur takası faizleri arasındaki fark 2016 yılı ikinci çeyreği genelinde sıfıra yakın değerler almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.17). Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının uzunca bir müddet düşük düzeylerde kalacağı öngörüsünün 2016 yılı ikinci çeyreğinde de güçlenerek devam etmesi, Türkiye'ye ilişkin makroekonomik göstergelerin olumlu seyri ve marjinal fonlama faizinin indirilmesi kur takası faizlerinden elde edilen getiri eğrisinin geçtiğimiz Rapor dönemine göre tüm vadelerde aşağı kaymasına yol açmıştır (Grafik 5.1.18). TCMB'nin fonlama faizindeki düşüş eğilimine paralel olarak kısa vadeli faizlerdeki düşüş daha fazla olmuştur. Öte yandan Temmuz ayı ortasındaki yurtiçi gelişmeler sonrasında getiri eğrisi uzun vadelerde daha fazla olmak üzere tekrar bir miktar yukarı kaymıştır.

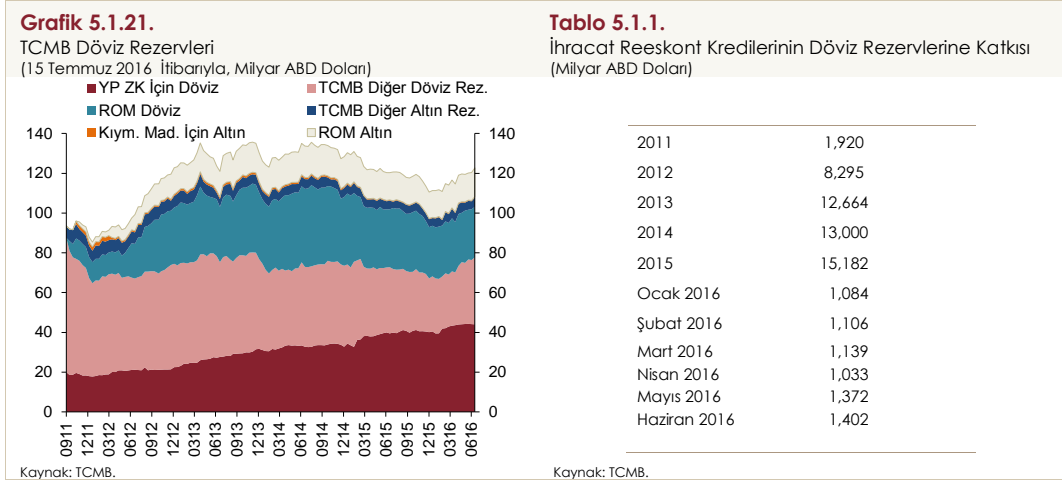


TCMB'nin 2015 yılı başından itibaren uyguladığı finansal istikrarı destekleyici tedbirler sayesinde bankaların çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerinin vadesinde uzama eğilimi 2016 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.19). Bankaların dış borçlanmalarının vadesinin uzaması dış borç çevirme riskini düşürürken bankaların küresel şoklara dayanıklılığını güçlendirmektedir. TCMB, 2015 yılı ikinci yarısından itibaren döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere yer vermiştir. Bu çerçevede, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile ROM kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamının bankaların gelecek 1 yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye ulaşması sağlanmış olup, söz konusu seviye 2016 yılı ikinci çeyrek itibarıyla halen korunmaktadır (Grafik 5.1.20).



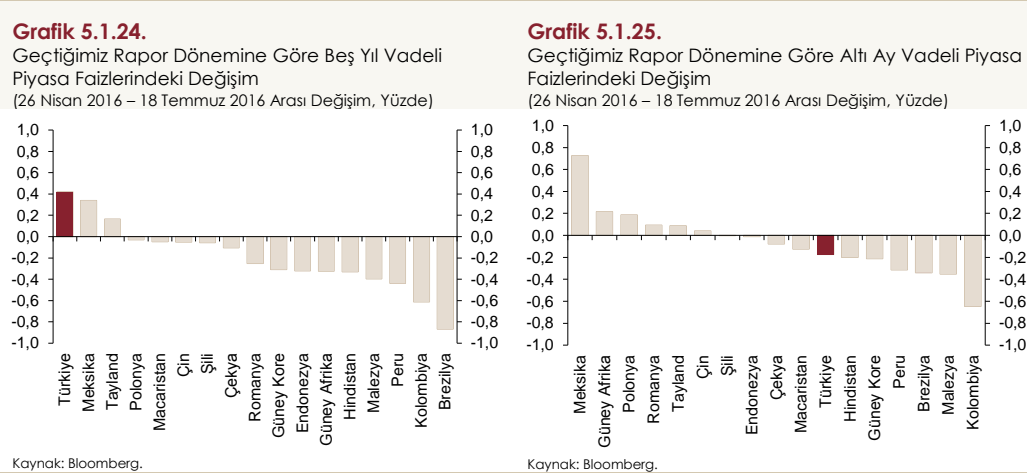
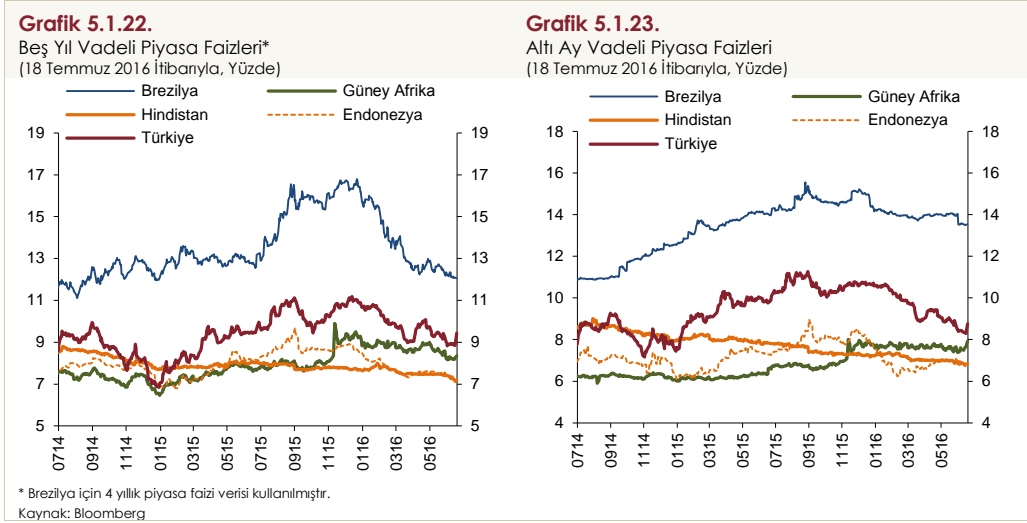


Temmuz 2016 itibarıyla TCMB brüt döviz rezervlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre artış gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.21). Bu dönemde, TCMB'nin enerji ithalatçısı kamu kuruluşlarına yaptığı doğrudan döviz satışlarının sınırlı olması ve günlük döviz satım ihalelerinin devam etmemesi sebebiyle diğer döviz rezervlerinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Bankaların ROM kapsamında tesis ettikleri tutarda yaşanan sınırlı düşüş bankaların yabancı para zorunlu karşılık yükümlülükleri kapsamında tuttıkları rezervlerdeki artışla telafi edilmiştir. TCMB, 16 Haziran 2016 tarihinde İhracat ve Döviz Kazandırıcı Hizmetler Reeskont Kredisi Uygulama Talimatı ile belirlenecek olan yeni pazarlara yapılan ihracat ile yüksek teknoloji sanayi ürünleri ihracatının ve turizm ile diğer döviz kazandırıcı hizmetlerin finansmanında reeskonta kabul edilecek senetlerin azami vadesini 240 günden 360 güne çıkardığını duyurmuştur. TCMB, 2016 yılı ilk yarısında döviz satım ihaleleri ve enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşekküllerine doğrudan döviz satışı yoluyla toplam 6,4 milyar ABD doları döviz satışı yapmıştır. Aynı dönemde reeskont kredileri yoluyla elde edilen döviz miktarı 7,1 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Tablo 5.1.1).

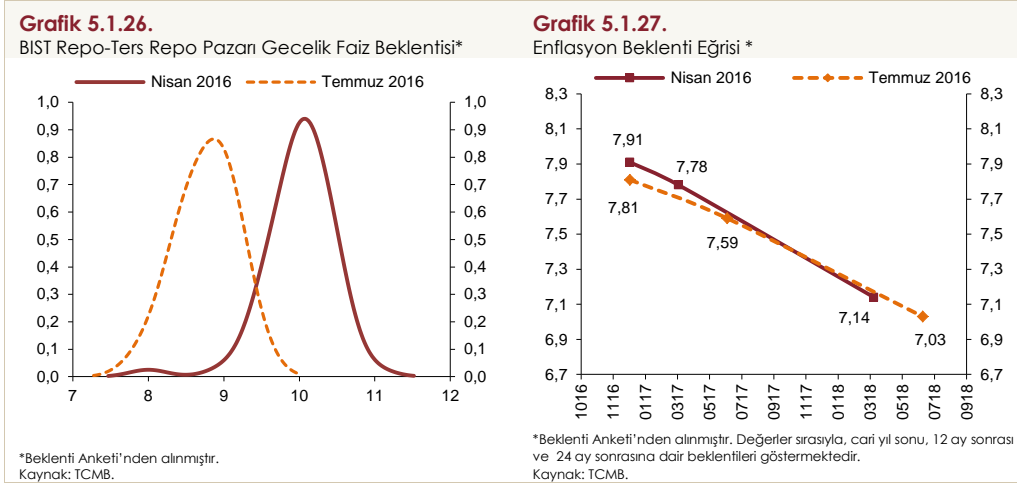


### Piyasa Faizleri

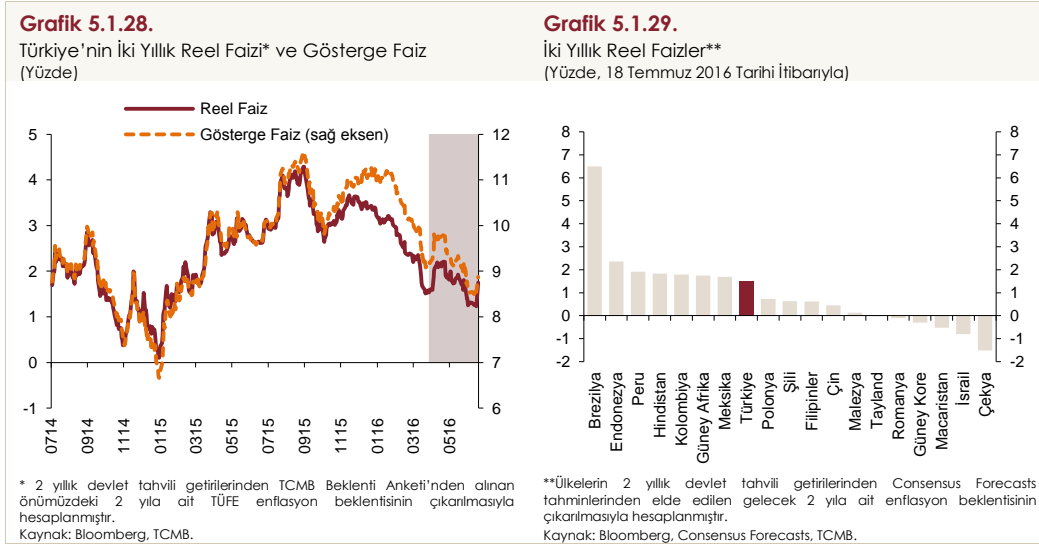
2016 yılının ikinci çeyreğinde küresel finansal koşulların etkisiyle gelişmekte olan ülke piyasa faizleri yatay veya aşağı yönlü bir eğilim izlemeye devam etmiştir (Grafik 5.1.22 ve Grafik 5.1.23). Bu dönemde piyasa faizleri özellikle Brezilya, Güney Afrika ve Türkiye'de aşağı yönlü hareket ederken, Endonezya ve Hindistan'daki faiz düşüşleri ılımlı olmuş ve söz konusu ülke faizleri yataya yakın seyretmiştir. Türkiye'nin piyasa faizleri azalan risk primleri, olumlu döviz kuru gelişmeleri ve olumlu enflasyon görünümü doğrultusunda yılın ikinci çeyreğinde özellikle kısa vadelerde önemli azalışlar kaydetmiştir. Ancak Temmuz ayı ortasındaki gelişmelerin etkisiyle Türkiye'de faiz oranları tekrar artış göstermiş, 18 Temmuz itibarıyla 5 yıllık vadeli piyasa faizleri geçtiğimiz Rapor dönemine göre diğer gelişmekte olan ülkelerden daha fazla yükselmiştir (Grafik 5.1.24). 6 aylık vadede ise Türkiye piyasa faizi düşen gelişmekte olan ülkeler arasındadır (Grafik 5.1.25).



Son dönemde, TCMB, küresel oynaklıklardaki azalma ve olumlu enflasyon görünümünden hareketle, marjinal fonlama faizini kademeli olarak düşürerek para politikasının sadeleşmesi yönünde önemli adımlar atmıştır. Bu çerçevede, BIST Repo-Ters Repo pazarı gecelik faiz beklentisi dağılımı bir önceki Rapor dönemine göre daha düşük beklenti oynaklığı ima ederken, dağılımın orta noktası 120 baz puan civarında sola kayarak yaklaşık yüzde 8,8 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.26). Uzun vadeli piyasa faizleri üzerinde etkili olan enflasyon beklentilerinde ise Nisan ayına kıyasla cari yıl sonuna ilişkin beklentilerde 10 baz puan civarında sınırlı bir azalış gözlenmiştir. Bu düşüş 12 ay sonrasına dönük beklentilerde 20 baz puan civarında olurken, 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerindeki azalış sınırlı miktarda olmuştur (Grafik 5.1.27).

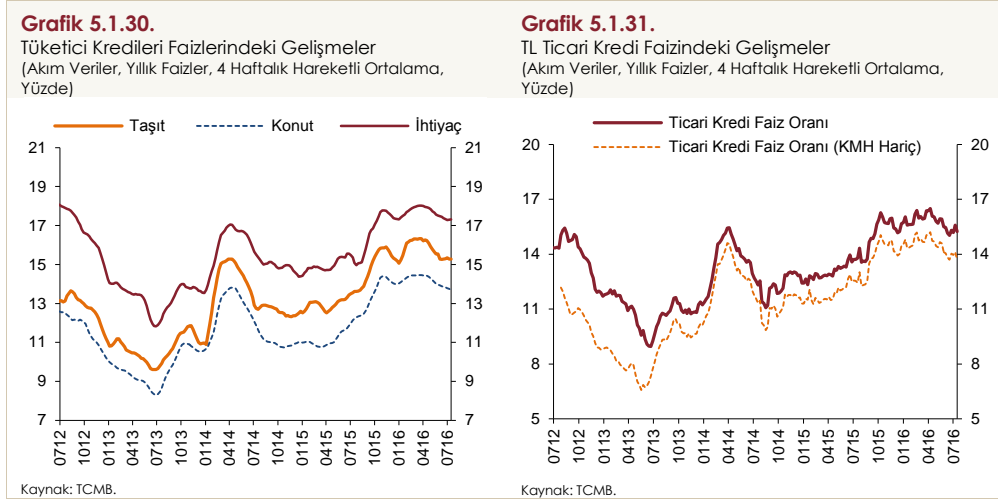


2016 yılı başı itibarıyla aşağı yönlü bir seyir izleyen gösterge faiz Mayıs ayı başında iç belirsizlikler nedeniyle artmış ancak küresel risk iştahındaki hızlı toparlanma, olumlu enflasyon görünümü ve risk primlerinde gözlenen düşüşün desteğiyle geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla ölçülü miktarda azalış eğilimi göstermiştir (Grafik 5.1.28). Gösterge faiz, Temmuz ayı ortasında tekrar bir miktar artış gözlenmesine rağmen 18 Temmuz itibarıyla geçtiğimiz Rapor dönemi ile kıyaslandığında yaklaşık 30 baz puan düşmüştür. Aynı dönemde 24 aylık ortalama enflasyon beklentilerindeki düşüş nedeniyle 2 yıllık reel faizlerde sınırlı bir artış gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkeler arası 2 yıllık reel faiz karşılaştırması yapıldığında ise, Türkiye'de reel faizlerin orta seviyelerde gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 5.1.29).

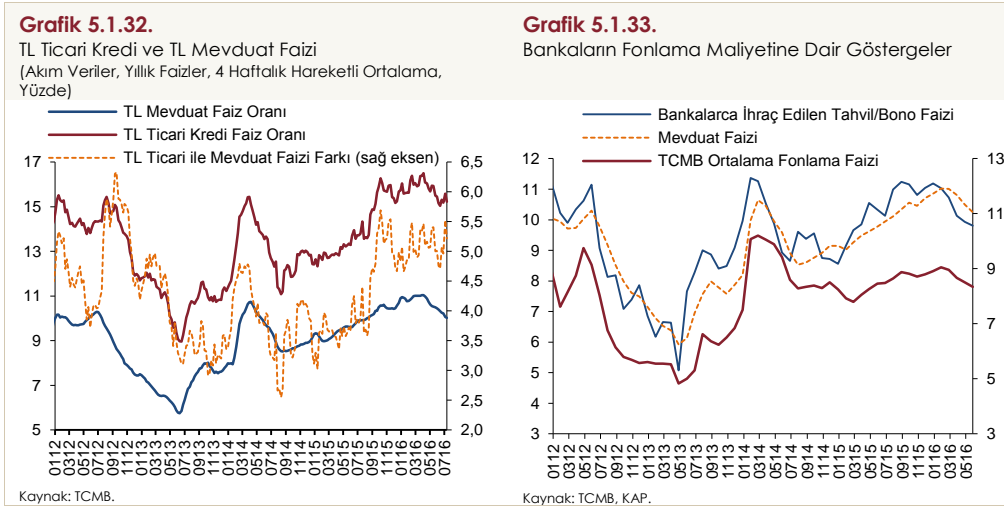


### Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

Finansal olmayan kesime açılan kredilerin faiz oranları 2016 yılının ilk çeyreğinde sınırlı artış gösterdikten sonra, yılın ikinci çeyreğinde azalış kaydetmiştir (Grafik 5.1.30). Tüketici kredilerine göre daha kısa vadeli olan ticari kredilerin faiz oranlarında da azalış gözlenmiştir (Grafik 5.1.31). Söz konusu dönemde TCMB'nin marjinal fonlama faizinde gerçekleştirilen indirimlerin kredi faizlerindeki gerilemenin nedenlerinden biri olduğu düşünülmektedir. Mart-Haziran dönemine ilişkin Kredi Eğilim Anketi sonuçları da kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın azaldığına işaret etmektedir.

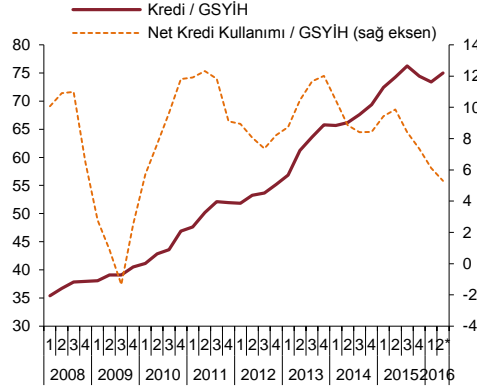


Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı 2016 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre 100 baz puan gerilemiştir. Yılın ikinci çeyreğinde, ticari kredi faiz oranının mevduat faiz oranına kıyasla daha fazla azalmasının neticesinde ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark yaklaşık 15 baz puan daralarak 522 baz puan seviyesine gerilemiştir (Grafik 5.1.32). Küresel ve yurt içi finansal koşullarda yaşanan olumlu seyre paralel olarak bankaların tahvil/bono faizleri, yılın ikinci çeyreğinde de gerilemeye devam etmiştir (Grafik 5.1.33).

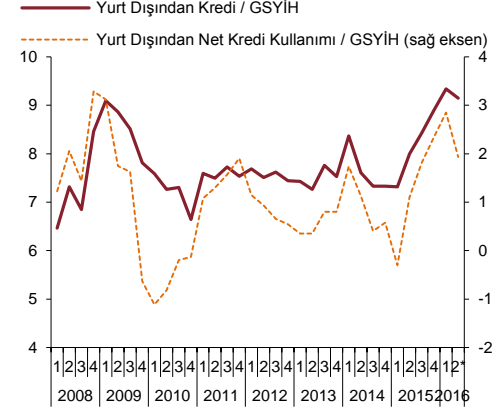


## 5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı azalış eğilimini sürdürerek, 2016 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 5,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.1). Firmaların yurt dışından sağladığı net kredilerin seyri, yılın ilk yarısında bankaların yurt dışı borçlanmada zorluk yaşanmadığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.2).

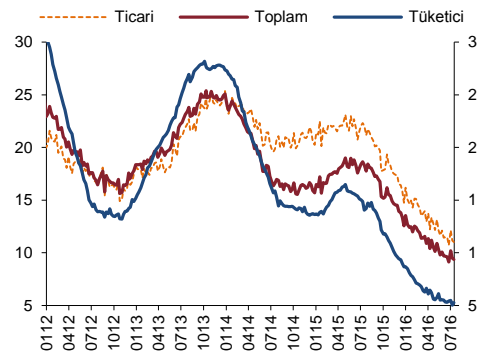
**Grafik 5.2.1.**Yurt İçi Kredi Stoku <sup>(1)</sup> ve Net Kredi Kullanımı <sup>(2)</sup>  
(GSYİH'ye Oran, Yüzdeler, Yıllık)

(1) Yurt içi krediler, katılım bankaları dahil toplam bankacılık sektörü kredileri olup, yurt dışı şubeler ve kredi kartları dahilidir. Kur etkisinden arındırılmamıştır.  
(2) Net Kredi Kullanımı nominal kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır. Kur etkisinden arındırılmamıştır.  
\* Tahmin.  
Kaynak: TCMB.

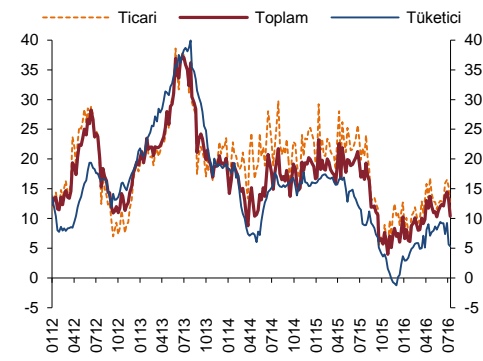
**Grafik 5.2.2.**Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku <sup>(1)</sup> ve Yıllık Net Kredi Kullanımı (Milyar ABD Doları)

(1) Nisan ayı verisini içermektedir.  
\* Tahmin.  
Kaynak: TCMB.

Finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranında 2015 yılının son çeyreğinde başlayan aşağı yönlü seyrin 2016 yılının ilk yarısında da sürdüğü gözlenmiştir. Toplam kredilerin alt ayrımlarına bakıldığında, BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamalar ve tüketici güveninin tarihsel ortalamalara göre zayıf bir görünüm sergilemesine bağlı olarak ticari krediler, tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümeye devam etmiştir.

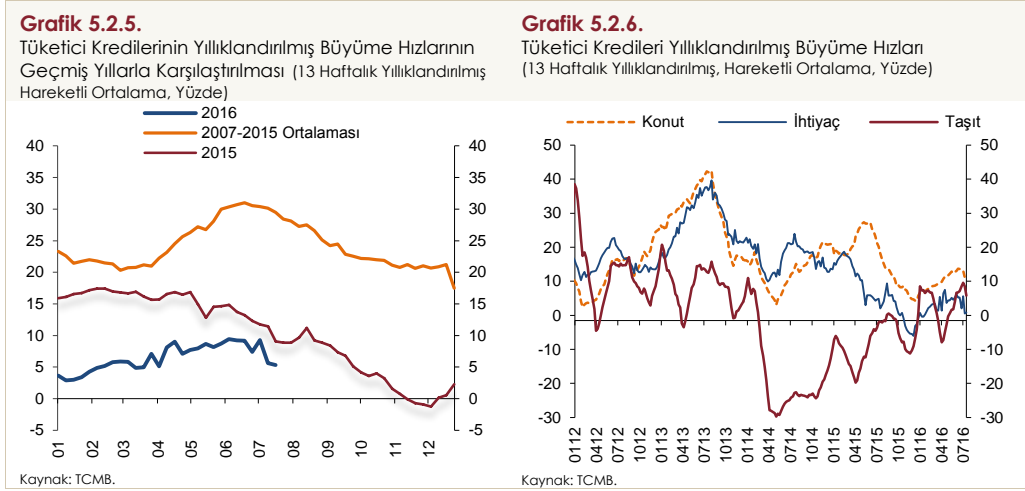
**Grafik 5.2.3.**Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları  
(Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllık, Yüzdeler Değişim)

Kaynak: TCMB.

**Grafik 5.2.4.**Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları  
(Kur Etkisinden Arındırılmış, 13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Yüzdeler)

Kaynak: TCMB.

2016 yılı ikinci çeyreğinde finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,5 oranında artmıştır (Grafik 5.2.3). Yılın ikinci çeyreğindeki gelişmeleri yansıtan 13 haftalık hareketli ortalamalara göre ise toplam krediler yıllıklandırılmış olarak yüzde 10,4 oranında büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllıklandırılmış 13 haftalık büyüme oranında son dönemde gözlenen mevsimsel faktörlere paralel hareket, yıllık büyüme oranının önümüzdeki dönemde daha yatay bir seyir izleyebileceğini ima etmektedir.

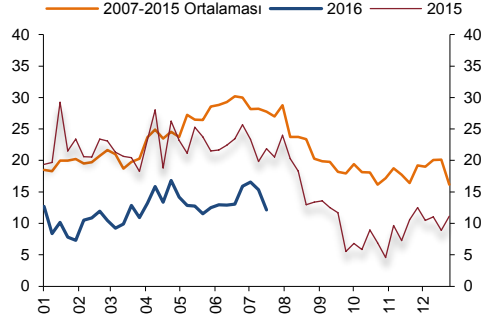


2015 yılının ikinci yarısında geçmiş yıllar ortalamasının altında kalan tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı, 2016 yılının ilk yarısında toparlanma eğilimine girmiştir (Grafik 5.2.5). Böylece, tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı ikinci çeyrek sonu itibarıyla yüzde 5,3 değerini almıştır. Ortalama vadesi 5 yıl civarında ve faize duyarlılığı diğer kredi türlerine göre daha fazla olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı, diğer alt kalemlere göre daha yüksek olmasına karşın, geçmiş yıllar ortalamalarının altında kalarak yüzde 10,2 değerini almıştır. Kredi Eğilim Anketi verilerine göre konut kredileri talebinde yılın ikinci çeyreğinde bir miktar artış gerçekleşirken, standartlarda ise önceki döneme göre sınırlı bir sıkılaşma yaşanmıştır. İhtiyaç kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı 2015 yılının ikinci döneminden itibaren görülen zayıf seyrini devam ettirmiş ve ikinci çeyrek sonunda yüzde 0,8 olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılının ikinci çeyreğinde hızlı bir toparlanma yaşayan taşıt kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı, çeyrek sonunda yüzde 5,8 değerini almıştır (Grafik 5.2.6). Yılın ikinci çeyreğinde, Kredi Eğilim Anketi verilerine göre taşıt kredileri ve ihtiyaç kredileri standartları sınırlı miktarda sıkılaşmıştır. Talep tarafına bakıldığında ise hem taşıt hem de ihtiyaç kredileri için taleplerde düşüş olduğu görülmektedir. Tüketici kredileri alt kalemleri tahsili gecikmiş alacak (TGA) oranlarına göre birbirlerinden ayrılmıştır. Konut kredileri TGA oranları bu çeyrekte yatay bir seyir izlerken taşıt kredileri TGA oranları ılımlı bir düşüş sergilemiştir. İhtiyaç kredileri TGA oranları ise bir miktar artarak yüzde 5,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı 2016 yılının ikinci çeyreğinde geçmiş yıllar ortalamasının altında kalarak yüzde 12,1 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.7). Ticari kredilerin alt kalemlerine bakıldığında YP cinsinden kullanılan ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranının yüzde 8 değerini aldığı görülmektedir. Ağırlıklı olarak işletme sermayesi amacıyla kullanılan TL cinsi ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı da çeyrek sonunda yüzde 14,4 değerini almıştır. Kredi Eğilim Anketi verilerine göre ticari kredilere ilişkin standartlardaki sıkılaşma 2016 yılının ikinci çeyreğinde oldukça azalmıştır. Söz konusu çeyrekte TL ticari kredi standartlarında gevşeme yaşanırken, YP ticari kredi standartları sıkılaşmıştır. KOBİ kredilerinde standartlar sınırlı bir miktar gevşerken, büyük ölçekli firma kredilerinde standartlar sınırlı bir ölçüde sıkılaşmıştır. Vade ayırımına bakıldığında ise, kredi standartlarının kısa vadeli kredilerde daha belirgin olmak üzere hem kısa hem de uzun vadeli kredilerde gevşediği görülmektedir.

**Grafik 5.2.7.**

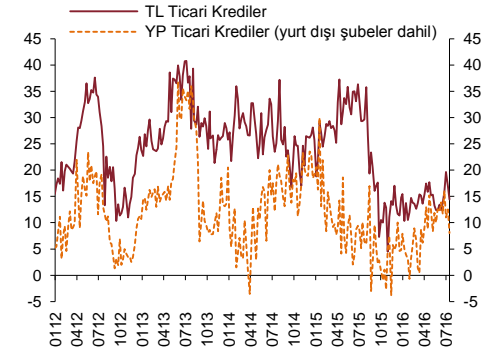
Ticari Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması  
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

**Grafik 5.2.8.**

TL ve YP Ticari Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları  
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



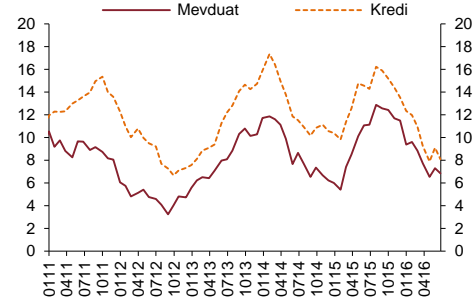
Kaynak: TCMB.

İşletmelere verilen kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında, 2016 yılı ikinci çeyreğinde kredi standartlarını etkileyen en önemli faktörün genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler olduğu görülmektedir. Bu dönemde, bankalar ortalama krediler üzerindeki kar marjlarını azaltmış ve kredi sözleşmelerindeki özel koşullara ilişkin şartlarda gevşeme gerçekleştirmişlerdir. Kredi Eğilim Anketine göre 2016 yılının üçüncü çeyreğinde kredi standartlarında bir miktar sıkılaşıma beklenmektedir. Beklentilerde ölçüğe göre önemli bir farklılaşma görülmezken, uzun vadeli krediler ile YP cinsi kredilere ilişkin standartların daha fazla sıkılaştırılması öngörülmektedir. Talep tarafına bakıldığında, 2016 yılı üçüncü çeyreğinde işletmelerin kredi taleplerinde ciddi bir artış beklenmektedir. Bu beklentide ölçek bazında ayırım öngörülmezken, vade bazında uzun vadeli kredilerdeki talep artışının daha kuvvetli olması beklenmektedir. Para ayırımına bakıldığında, beklentiler, TL cinsi kredi talebinin artarken YP cinsi kredi kredi talebinin azalacağı yönündedir.

Gerek tüketici kredileri gerekse ticari krediler yıllık büyüme oranları 2016 yılı ikinci çeyreğinde azalış eğilimini sürdürmüştür. Ayrıca, aynı dönemde ticari krediler, tüketici kredilerine kıyasla daha hızlı artmaya devam etmiştir. Son yıllarda uygulamaya konan makroihtiyati politikalar kredi genişleme hızının sürdürülebilir düzeylere çekilmesinin yanı sıra kredi kompozisyonunun tüketimden ziyade üretimi teşvik edici bir yapıya dönüşmesinde önemli rol oynamıştır. Bu bağlamda, ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi hem dengeleme sürecine hem de finansal istikrara katkı sağlamaktadır.

**Grafik 5.2.9.**

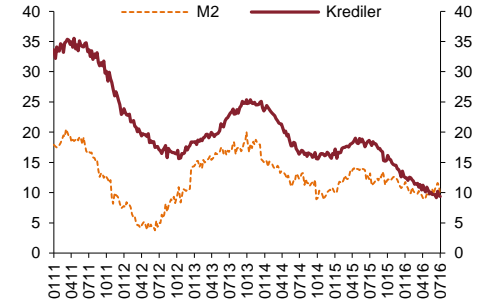
Kredi ve Mevduat Büyümesi \*  
(Yıllık Değişimlerin GSYİH'ye Oranı)



\* Mevduatlara katılm bankaların verileri dahil; bankalararası mevduat hariçtir. Mevduatlar ve krediler kur etkisinden arındırılmamıştır.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

**Grafik 5.2.10.**

M2 Para Arzı ve Krediler\*  
(Yıllık Yüzde Değişim, Kur Etkisinden Arındırılmış)



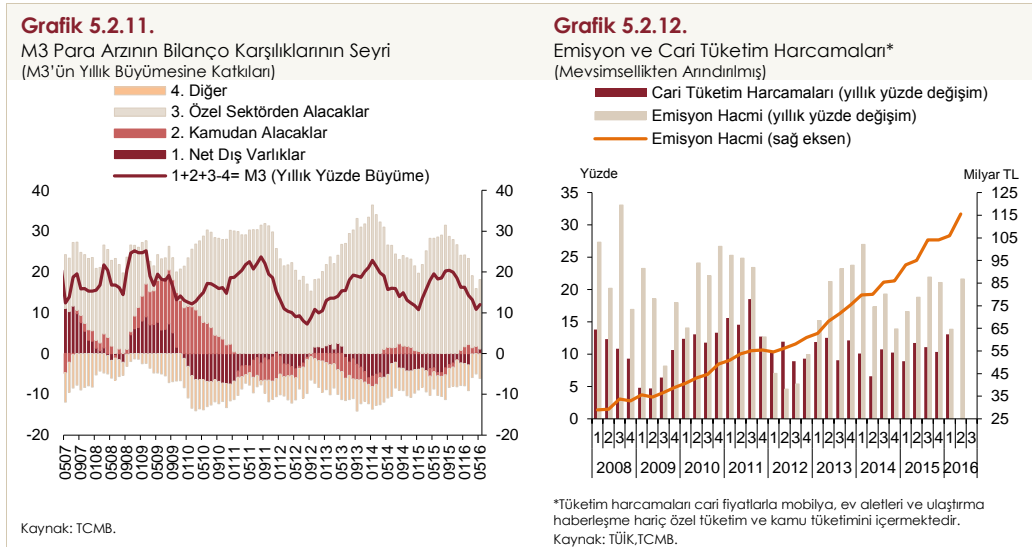
\* Toplam bankacılık sektörü (katılım bankaları dahil). Kredi kartları dahil. TGA hariç.  
Kaynak: TCMB.

2016 yılının ilk çeyreğinde mevduat ve kredi büyüme oranları bir önceki döneme göre benzer ölçüde yavaşlamıştır (Grafik 5.2.9). Buna bağlı olarak kredi/mevduat oranı yatay bir seyir izlemeye devam etmiştir. M2 tanımlı para arzı ve krediler arasındaki ilişkiye bakıldığında, 2015 yılı ikinci yarısından itibaren toplam kredi ve M2 tanımlı para arzı yıllık büyüme oranlarının azalan bir seyir izlediği görülmektedir. (Grafik 5.2.10).

### Parasal Göstergeler

2016 yılının ilk çeyreğinde azalış eğiliminde olan M3 tanımlı geniş para arzı ikinci çeyrekte duraksama göstermiştir. Haziran ayı itibarıyla M3 para arzındaki yıllık artış yüzde 11 olarak gerçekleşmiştir. M3'ün Bilanço karşılık kalemlerine bakacak olursak, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kaleminin M3 para arzının seyrinde belirleyici olduğu görülmektedir. Diğer yandan yılın ikinci çeyreği ile birlikte Net Dış Varlıklar kalemi M3 büyümesi üzerinde çok sınırlı oranda da olsa pozitif yönde katkı yapmaya başlamıştır. 2016 yılı başlarında para arzı büyümesine pozitif yönde katkı yapan Kamudan Alacaklar kalemi Mayıs ayında 0,1 puan kadar negatif yönde katkıda bulunmuştur. Son olarak banka kârlılıklarına paralel seyreden Diğer kalemi önceki dönemlerde olduğu gibi istikrarlı seyrini sürdürerek, bankalar için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliğini korumuştur (Grafik 5.2.11).

Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi büyüklüğü 2016 yılının ilk çeyreğinde duraksama sergilemiş, ancak ikinci çeyrekte artış eğilimine girmiştir. Bu kaleme seviye olarak bakıldığında bir önceki çeyreğe göre kayda değer oranda bir artış sergilediği gözlenmektedir. Emisyon hacminin önemli bir belirleyicisi olan cari tüketim harcamalarının yıllık artış hızı yılın ilk çeyreğinde bir önceki çeyrek değerine göre artış göstermiştir. Emisyon hacminde yılın ilk çeyreğinde de devam eden artışı, cari tüketim harcamalarında artış yönünde etkisi olabileceği şeklinde yorumlamak mümkündür (Grafik 5.2.12).



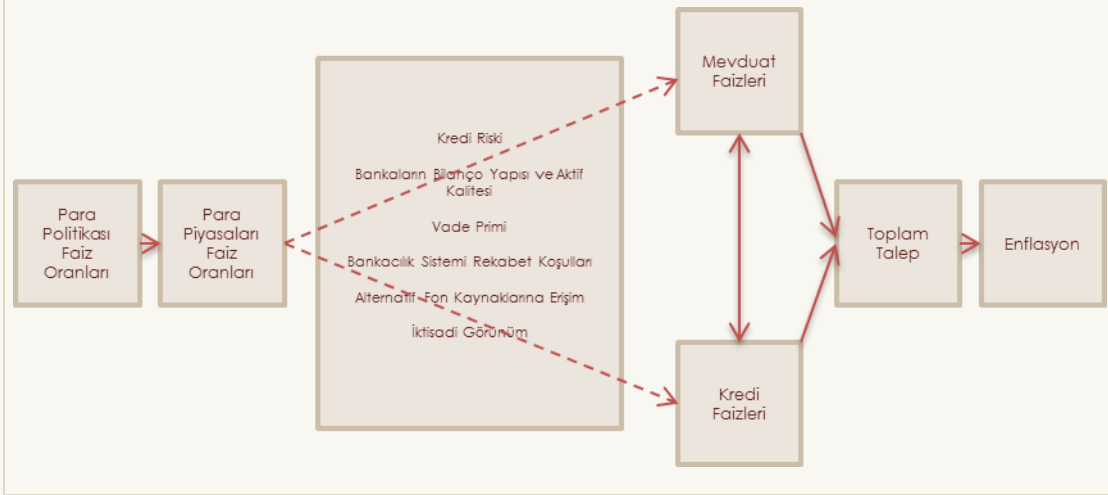


Kutu  
5.1

## Para Politikası ile Kredi ve Mevduat Faizleri: Genel Bakış ve Yakın Dönem Gelişmeler

Para politikası reel ekonomiyi birçok kanal aracılığıyla etkileyebilmektedir. Bu kanallar arasında, "geleneksel faiz kanalı" olarak da adlandırılan, merkez bankasının belirlediği kısa vadeli faiz oranları ile bankaların faiz oranlarının ilişkisi ön plana çıkmaktadır. Merkez bankası faizleri, bankaların kısa vadeli fonlanma maliyetleri üzerinde belirleyici olabildiğinden bankaların kredi ve mevduat faizlerini etkileyebilmekte ve bu bağlamda toplam talep üzerinde etkili olabilmektedir. Grafik 1, geleneksel faiz kanalını şematik olarak göstermektedir. Bu kutuda, genel olarak ve Türkiye özelinde, geleneksel faiz kanalının hangi ekonomik birimler üzerinde hangi şartlar altında veya hangi dönemlerde ne derece güçlü olduğu incelenmektedir.

Grafik 1. Geleneksel Faiz Kanalı



Geleneksel faiz kanalına dair iktisadi yazın, merkez bankasının faiz oranlarının kredi veya mevduat faizlerine yansıma gücünün normal zamanlarda güçlü olduğunu göstermektedir.<sup>1</sup> Ancak, piyasada stresin yoğun olduğu küresel kriz gibi dönemlerde kısa vadeli piyasa faizleri ve bankaların uyguladıkları faizlerin merkez bankası politika faizine tepkisi normal zamanlara göre önemli ölçüde farklılaşabilmektedir.<sup>2</sup> Nitekim küresel kriz döneminden sonra yazılan makalelerin genelde politika faizi ve kredi-mevduat faizleri arasındaki değişen ilişkiye dikkat çektiği görülmektedir.

Merkez bankası faizlerinin kredi ve mevduat faizlerine kısa vadede büyük ölçüde yansıdığı görülmekle birlikte, bu etki daha çok sıkılaşma dönemlerinde ön plana çıkmaktadır. İktisadi yazında, para politikasında gevşemenin kredi faizlerine sınırlı yansımalarının temel sebepleri olarak, işletmelerin kredi risklerinin firmadan firmaya ve zaman içerisinde gösterdiği değişiklikler, iktisadi görünümde meydana gelen dalgalanmalar ile bankaların bilanço yapısı ve aktif kalitesinde yaşanan değişimler ön plana çıkmaktadır.

<sup>1</sup> Bu konudaki bazı temel çalışmalar için bkz. Bernanke ve Blinder (1988), Cottarelli ve Kourelis (1994), De Bondt (2002), ECB(2009), Banerjee ve diğerleri (2013). Merkez bankası faizleri kredi faizlerinin yansıma gücünü de etkileyebilmektedir. Geniş anlamda kredi kanalı olarak isimlendirilen bu aktarım kanalı için bkz. Bernanke ve Gertler (1995), Kashyap ve Stein (2000).

<sup>2</sup> Iles, Lombardi ve Mizen (2015), Gambacorta, Iles ve Lombardi (2014), Karagiannis, Panagopoulos ve Vlamis (2010); Darracq ve diğerleri (2014).

Kredi riski, yani kredi talep edenlerin bilançolarının ne derece güçlü olduğu ve bilanço durumlarındaki katlılık, merkez bankası faizlerinin kredi faizlerine tam geçişkenliğini sınırlayan temel etmenlerdendir. Kredi talep eden firmalar ile bankalar arasında asimetrik bilgi problemi olması nedeniyle, firmalar bilançolarının kırılganlığı ve gelir döngülerinin gücü nispetinde dışsal finansman primi ödemek durumunda kalmaktadırlar (Kaplan ve Zingales, 1997; Bernanke ve Gertler, 1999; Whited ve Wu, 2006). Para politikası, varlık fiyatlarını ve bu açıdan firmaların bilançolarını etkileyebilmekte, ayrıca diğer aktarım kanalları ile toplam talebi etkileyerek firma bilanço ve gelir döngüsü üzerinde etkili olabilmektedir. Ancak bu etki dolaylı veya ekonomik büyüme dışı zamanlarda sınırlı olabilmektedir. TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar, ticari kredi faizlerinin firma bilanço durumuna güçlü şekilde bağlı olduğunu göstermektedir. Büyük, borçluluk (kaldıraç) oranı düşük, büyüme potansiyeli olan firmaların daha düşük faizle borçlandıkları görülmektedir. Ayrıca, BIST gecelik borçlanma faizi ile birlikte, portföy akımları ve toplam talebi yansıması açısından reel GSYİH'daki büyüme de ticari kredi faizlerini etkileyen makroekonomik değişkenler olarak ön plana çıkmaktadır. Son olarak, banka karakteristiklerinin de ticari kredi faizleri üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Özellikle büyük ve verimli (net faiz gelirlerinin öz sermayeye oranı yüksek) bankaların, firma bilanço durumu ve makroekonomik faktörler kontrol edildiğinde, daha düşük faizle kredi verebildikleri gözlenmektedir. Bu bağlamda, kredi faizlerini etkileyen tek ve güçlü etmenin merkez bankası faizleri olmadığı not edilmelidir.

Kredilere uygulanan vade primi ile merkez bankası likiditesi dışındaki alternatif fon kaynakları da, merkez bankası faizlerinin kredi veya mevduat faizlerine tam yansımaları sınırlamaktadır. Kredi faizleri, merkez bankası faizlerine göre uzun vadeli olduğundan, bankalar tüketicilere veya firmalara kredi verirken vade primini de dikkate almaktadırlar. Ayrıca, TCMB fonlamasının bankacılık aktiflerindeki oranının % 5'in altında olması nedeniyle, bankaların kısa vade fonlanma kalemleri arasında merkez bankası likiditesi dışında, yurtiçi veya yurtdışı finansal kuruluşlardan sağlanan kaynaklar ve hisse senedi ihracı gibi kalemler de büyük önem arz etmektedir. Örneğin, global likidite koşulları bankaların yurtdışından fonlanma maliyetlerini etkileyerek kredi faizleri üzerinde dolaylı etki oluşturabilmektedir.

Merkez bankası faizlerinin banka kredi veya mevduat faizleri üzerindeki etkisinin bankalar arasında farklılaşabilmesi de faiz geçişkenliğini sınırlandıran bir diğer etmendir. Likiditesi az veya sermaye oranı görece düşük bankalar alternatif fon kaynaklarına daha zor ulaşabildiklerinden, bu tip bankaların para politikasındaki değişiklikleri nispeten daha güçlü yansıması beklenebilir. Son olarak, bankaların kredi veya mevduat sahibi müşterileriyle uzun vadeli kredi ilişkileri ve endüstrinin yapısı (ör. rekabet koşulları, mevduat, vs.) merkez bankası faizlerinin banka faizlerine tam geçişkenliğini etkileyen diğer etmenlerdendir. Türkiye'de 2001 krizi sonrası yaşanan finansal derinleşme süreciyle birlikte, kredi/mevduat rasyosunun 2016 yılı ikinci çeyreği sonu itibarıyla yüzde 115 seviyesinin üzerinde olması bir yandan mevduat piyasasında yoğun bir rekabete yol açarak mevduat faizlerinde aşağı yönlü katlılığa yol açmakta, diğer yandan kredi hacminin daha fazla genişlemesini etkilemektedir.

Türkiye'de para politikası faizinde meydana gelen değişikliklerin bankaların uyguladıkları faizlere nasıl aktarıldığını inceleyen çalışmalar, kredi faizlerinin politika faizinden etkilendiğini ortaya koymakla birlikte, bu etkinin kredi alt türleri ve dönemler itibarıyla farklılaştığını göstermektedir. Aydın (2007), tüketici kredisi ve

ticari kredi faizlerinin para politikası faizine farklı düzeylerde tepki verdiğini belirtmektedir. Özdemir (2009) ise, uzun dönemde politika faizinden kredi ve mevduat faizlerine tam geçişkenlik olduğunu ama kısa vadede kredi faizlerinin mevduat faizlerine göre daha fazla uyarlama gösterdiğini belirtmektedir. Aynı zamanda, faizler aşağı doğru hareketlerde yukarı yönlü hareketlere nazaran daha fazla katlılık sergilemektedir.

Para politikasının bankaların kredi davranışlarına etkilerini veriyle incelemekten ziyade, bankacılarla görüşme yoluyla ortaya koymaya çalışan Alper ve diğerleri (2011) ise politika faizlerinin kredi faizleri için önemli bir unsur olmakla birlikte, kredi faizleri üzerinde tek başına belirleyici olmadığını ifade etmektedir. Kredilerin vadeleri ve kredilere uygulanacak risk primleri, kredi faizi belirlenirken dikkate alınan önemli parametrelerdir. Bu çerçevede, makroekonomik koşullar kredi risk priminin belirlenmesinde daha az etkili olsa da, ekonomiye gelen şoklar doğrudan etkilerinin yanı sıra firmaların finansal durumları üzerindeki yansımalarına bağlı olarak kredi arz ve koşullarına tesir etmektedir.

TCMB'nin birden fazla faizi para politikası aracı olarak kullandığı 2009 sonrası dönemi ele alan Binici, Kara ve Özlü (2016), yukarıdaki yazınla da ilintili olarak, bankaların kredi ve mevduat fiyatlamalarında TCMB'nin ilan ettiği resmi faizlerden ziyade fiili faizleri referans aldığına işaret etmektedir. Örneğin, kredi faizlerinin fiyatlanmasında TCMB dışı fonlamaya referans teşkil eden gecelik piyasa faizleri ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, TCMB faizleri artırdığında bankalar mevduat ve kredi faizlerini kısa süre içinde uyarlamakta, para politikası gevşediğinde ise mevduat faizlerini aşağı doğru ayarlayıp kredi faizlerini hemen düşürmeyerek net faiz marjlarını geçici bir süre yükseltmektedirler. Bu bulgu ışığında, Türkiye'de bankacılık sisteminde tam rekabetçi bir piyasa fiyatlamasının geçerli olmaması, geleneksel faiz kanalının tam ve simetrik olarak etkin olmasını kısıtladığı sonucuna ulaşılabılır. Son olarak, kısa vadeli fonlaması bilançosuna oranla nispeten yüksek bankalarda tüketici kredi faizlerinin TCMB'nin likidite politikasına daha duyarlı olduğu görülmektedir.

Yapılan çalışmalar para politikasının faiz kanalının dışında, bankaların kullanılabilir fonlarını etkilemesi nedeniyle kredi hacmi üzerinde belirleyici olabileceğini ifade eden banka borç verme kanalının Türkiye'de mevcut olduğunu saptamaktadır (Şengönül ve Thorbecke, 2005 ve Aydın ve Igan, 2010). Diğer yandan, Alper ve diğerleri (2012), enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası kararının sonrasında, bankaların merkez bankasında tuttukları rezervlere ilişkin bir ayarlamaya gitme ihtiyacı olmaması nedeniyle Türkiye'de geleneksel anlamda banka borç verme kanalının var olmadığını bulmuşlardır. Bununla birlikte, bu çalışma gerek bankanın kendi likidite pozisyonunun, gerekse bankacılık sisteminin likiditesinin bankaların kredi arzı üzerinde etkisi olduğunu belirtmekte ve bankaların likiditeleri üzerinde değişiklik doğuracak para politikası kararlarının kredi arzını etkileyeceğini dile getirmektedir.

Kredi ve mevduat faizlerinin para politikası faizlerine son dönemde verdiği tepkinin, geçmiş dönemlerle kıyaslandığında daha sınırlı kaldığı görülmektedir. Eylül 2012-Mayıs 2013 dönemiyle kıyaslandığında, son dönemde TCMB faiz indirimleri kredi faizlerine daha sınırlı yansımıştır. Mevduat faizlerinin her iki dönemde de kredi faizlerine nazaran, TCMB faiz indirimlerine daha az tepki verdiği görülmektedir.

Sonuç olarak, merkez bankası faizlerinin bankaların kredi ve mevduat faizlerine geçişkenliği daha belirgin olarak sıkılaşma dönemlerinde görülmektedir. Ayrıca işletmelerin kredi riski, iktisadi görünüm, bankaların bilanço yapısı ve aktif kalitesi, kredilere uygulanan vade primi, alternatif fon kaynakları ve bankacılık

sektöründe yaşanan rekabet gibi etkenler geleneksel faiz aktarım kanalının gücünü sınırlayabilmektedir. Son dönemde TCMB'nin faiz indirimlerinin kredi ve mevduat faizlerine daha sınırlı yansıdığı da göze çarpmaktadır. Para politikasının sadeleştirilmesi sürecinin geleneksel faiz kanalının etkinliğini destekleyeceği değerlendirilmektedir.

#### **Kaynakça**

- Alper, K., Atasoy, H., Kurul, D. M., & Karasahin, R. (2011). Arzın Merkezine Seyahat: Bankacılarla Yapılan Görüşmelerden Elde Edilen Bilgilerle Türk Bankacılık Sektörünün Davranışı. TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No:11/24.
- Alper, K., Hulagu, T., & Keleş, G. (2012). An empirical study on liquidity and bank lending. TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No:12/04.
- Aydın, H. İ. (2007). Interest rate pass-through in Turkey. TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No: 07/05.
- Banerjee, A., Bystrov V. ve Paul D. Mizen (2013). How Do Anticipated Changes to Short-Term Market Rates Influence Banks' Retail Interest Rates? Evidence from the Four Major Euro Area Economies. *Journal of Money, Credit and Banking* 45, 1375-1414.
- Bernanke, B. ve A. S. Blinder (1988). "Credit, Money, and Aggregate Demand", *American Economic Review* 18, 50-70.
- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Taylor, J. B., Woodford, M. (Eds.), *Handbook of Macroeconomics*, 1(21), 1341-1393.
- Binici, M., Kara, H., & Özlü, P. (2016). Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No:16/08.
- Cottarelli, C. ve A. Kourelis (1994). Financial Structure, Bank Lending Rates, and The Transmission Mechanism of Monetary Policy. *IMF Staff Papers* No. 41, 587-623.
- Darracq Paries, M, Moccerro, D., Krylova, E. ve C. Marchini (2014). The Retail Bank Interest Rate Passthrough: The Case of the Euro Area during the Financial and Sovereign Debt Crisis. *ECB Occasional Paper Series* No.155, 1-44.
- De Bondt, G. (2002). Retail Bank Pass Through: New Evidence at the Euro Area Level. *ECB Working Paper* No: 136.
- ECB (2009). Recent Development in the Retail Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area. *ECB Monthly Bulletin*, 93-105.
- Gambacorta, L., Illes, A. ve M.Lombardi (2014). "Has The Transmission of Policy Rates to Lending Rates Been Impaired by the Global Financial Crisis?", *BIS Working Paper* No:477.

- Igan, D., & Aydın, B. (2010). Bank lending in Turkey: Effects of monetary and fiscal policies. IMF Working Papers, 233(201), 1-33.
- Illes, A., Lombardi, M. ve P. Mizen (2015). Why Did Bank Lending Rates Diverge From Policy Rates After The Financial Crisis?. BIS Working Paper No: 486.
- Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?. Quarterly Journal of Economics, 112, 169–216.
- Karagiannis, S., Panagopoulos, Y. ve V. Prodromos (2010). Interest Rate pass-through in Europe and the US: Monetary Policy after the Financial Crisis", Journal of Policy Modeling 32, 323-338.
- Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (2000). What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy? American Economic Review. 90(3):407-428.
- Özdemir, B. K. (2009). Retail bank interest rate pass-through: the Turkish experience. International Research Journal of Finance and Economics, 28, 7-15.
- Şengönül, A., & Thorbecke, W. (2005). The effect of monetary policy on bank lending in Turkey. Applied Financial Economics, 15(13), 931-934.
- Whited, T.M., Wu, G. (2006). Financial Constraints Risk. Review of Financial Studies 19,531-559.

