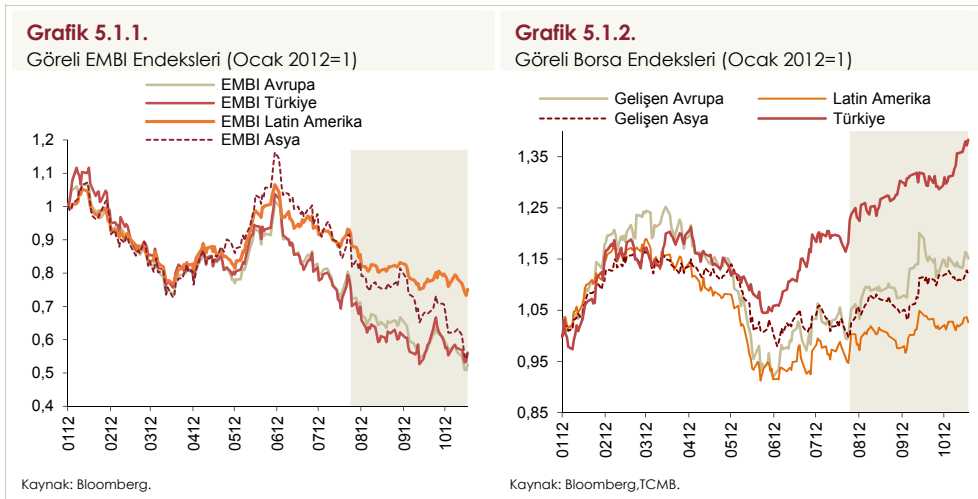


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

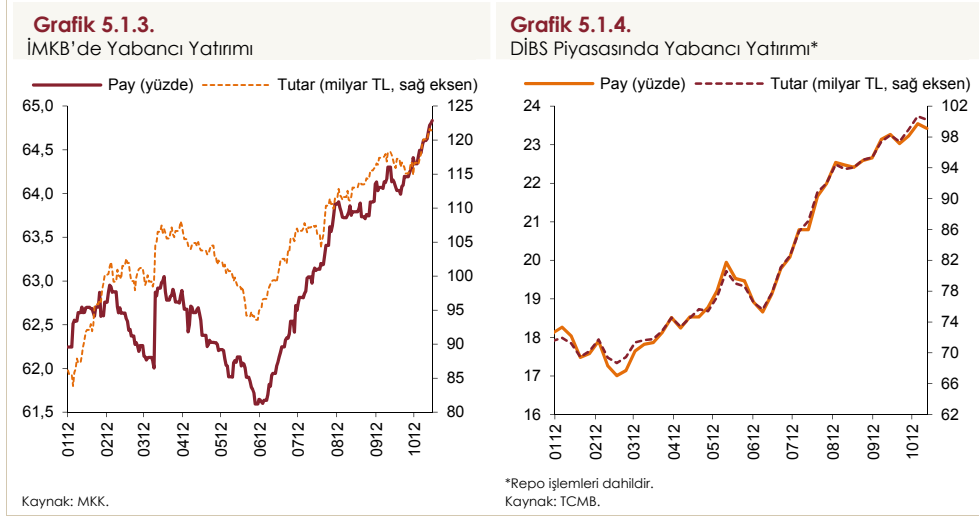
Yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyümedeki yavaşlama eğilimi başta gelişmiş ülkeler olmak üzere bir çok ülkenin genişletici yönde para politikası uygulamalarına yol açmıştır. Bu gelişmelerin yanısıra, Euro Bölgesi'ndeki ülkelerin mali sorunlarının çözümüne ilişkin somut önlemler alınması, Haziran ayından bu yana risk iştahının artmasına neden olmuştur. Küresel risk iştahındaki yükselişe paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de gerilemiştir (Grafik 5.1.1). Son dönemde, gelişmiş ülkelerin yeni parasal genişleme paketleri açıklaması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarında tekrar canlanma eğilimi gözlenmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri küresel risk iştahına paralel olarak yükseliş eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.1.2). Ekim ayında başta cari açık olmak üzere makroekonomik göstergelere ilişkin verilerin beklenenden olumlu gelmesi İMKB'nin diğer gelişmekte olan ülkelere göre artış yönünde ayrışmasına neden olmuştur.



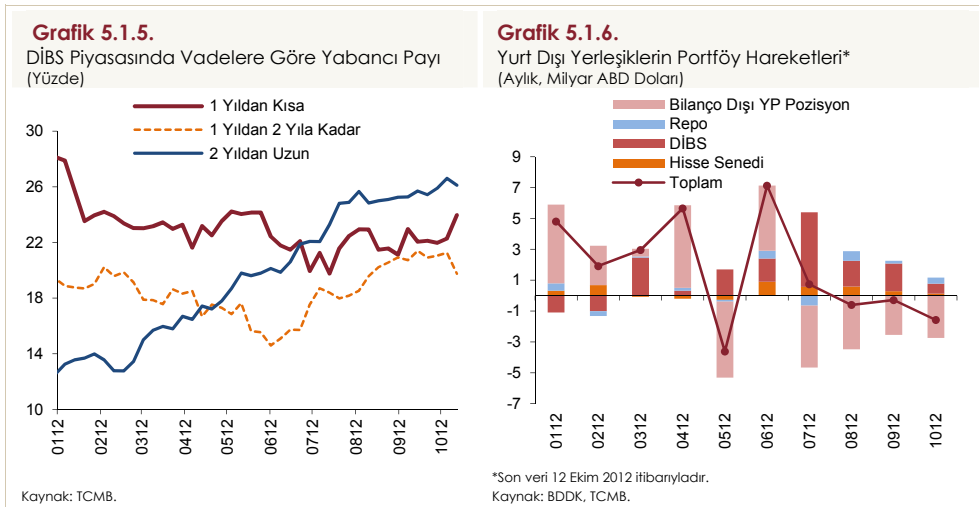
Portföy Hareketleri

Üçüncü çeyrekte, gelişmiş ülke merkez bankalarının aldığı parasal genişleme önlemlerinin etkisiyle, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi, Türkiye'de de kamu borçlanma senetleri ve hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda İMKB'deki ve DİBS piyasasındaki yabancı

payları Haziran ayından bu yana artış eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.3 ve 5.1.4). İMKB'de yabancı yatırımdaki tutar artışında fiyat yükselişinin de etkisi olmuştur.

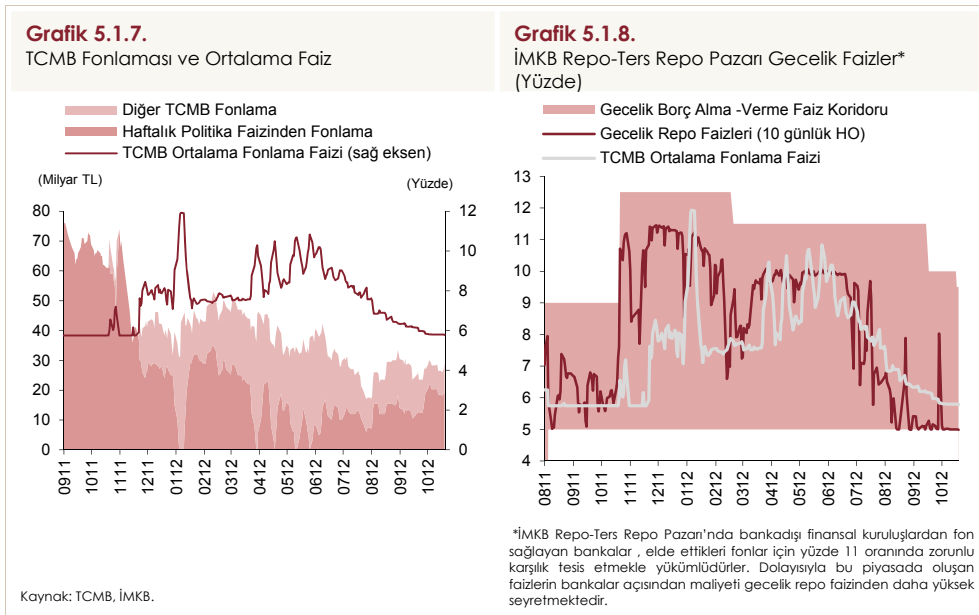


DİBS piyasasındaki yabancı yatırımları bir yıldan uzun vadelerde yoğunlaşmıştır (Grafik 5.1.5). Bu durumda, Türkiye'nin orta vadeli makroekonomik performansına ilişkin olumlu beklentiler ile uzun vadeli getirilerin oynaklığının görece olarak düşük olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Hisse senedi ve DİBS piyasalarında gözlenen sermaye girişine rağmen, kur takası işlemlerinde azalma gözlenmiştir. TCMB'nin kısa vadeli faizleri ve likidite koşullarını destekleyici bir konuma geçmesi ve döviz opsiyon kullanım imkânı getirmesi ile bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarında düşüş olmasının kur takası işlemleri üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.6). Sonuç olarak, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana yurt dışı yerleşiklerin toplam portföy yatırımlarında azalma gözlenmiştir.

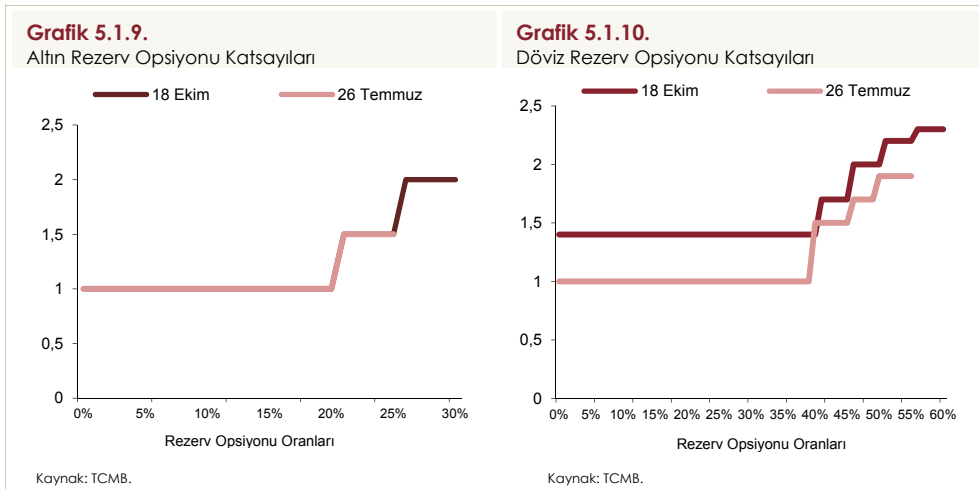


Para Politikası Uygulamaları

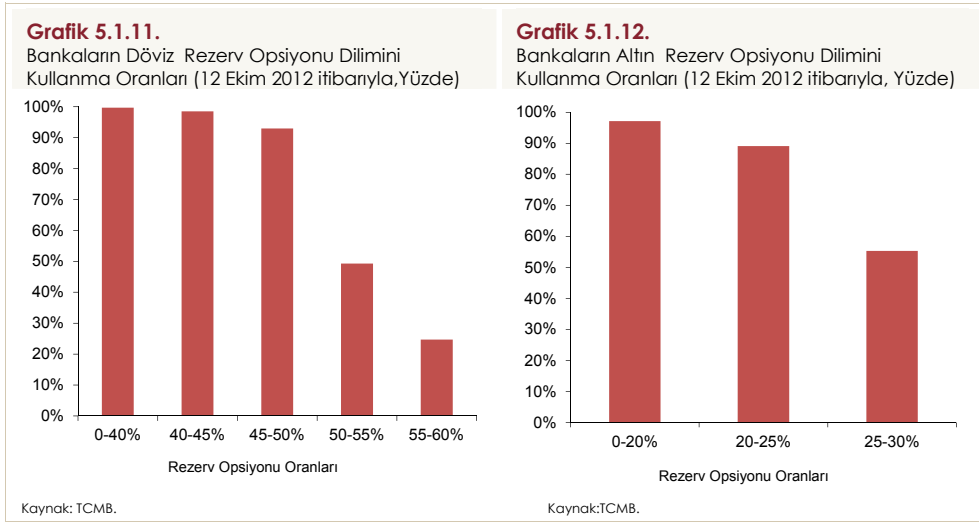
TCMB, Ağustos ayı PPK toplantısında enflasyonun önümüzdeki dönemde aşağı yönlü bir eğilim sergileyeceği yönündeki öngörüsünü kamuoyu ile paylaşmış, ancak enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olmasının fiyatlama davranışlarına dair oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla temkinli duruşunu korumuştur. Diğer taraftan, Eylül ve Ekim aylarında gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitmesinin sermaye akımlarını hızlandırma potansiyeli taşıması sebebiyle gecelik borç verme faiz oranı sırasıyla 150 ve 50 baz puan indirilerek faiz koridoru daratılmış, ancak küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle para politikası esnekliğini korumaya devam etmiştir. Bu dönemde yurt içi nihai talepteki ılımlı toparlanma ve diğer makro ekonomik değişkenlere dair olumlu veriler ortalama fonlama faizinin düşük seviyelerde oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bu doğrultuda TCMB piyasayı ağırlıklı olarak miktar ihalesiyle gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirilen aylık repo ile fonlamıştır. Ayrıca, para piyasasındaki faizlerin TCMB faiz koridorunun alt bandı olan gecelik borç alma seviyesinde oluşmasını sağlamak için finansal sisteme ihtiyacının üzerinde likidite sağlanmış ve fazla likidite İMKB para piyasalarında gecelik vadede çekilmiştir. (Grafik 5.1.7). Nitekim, ortalama fonlama faizinin düşmesi ve finansal sistemin ihtiyacının üzerinde fonlanması sonucunda İMKB'de oluşan gecelik repo faizlerinin koridorun alt seviyesine hızla gerilediği gözlenmektedir (Grafik 5.1.8). Gecelik faizlerdeki düşük seviyelere rağmen koridorun halen geçmiş dönemlere göre genişliğini koruması TCMB'nin temkinli duruşuna işaret etmektedir.



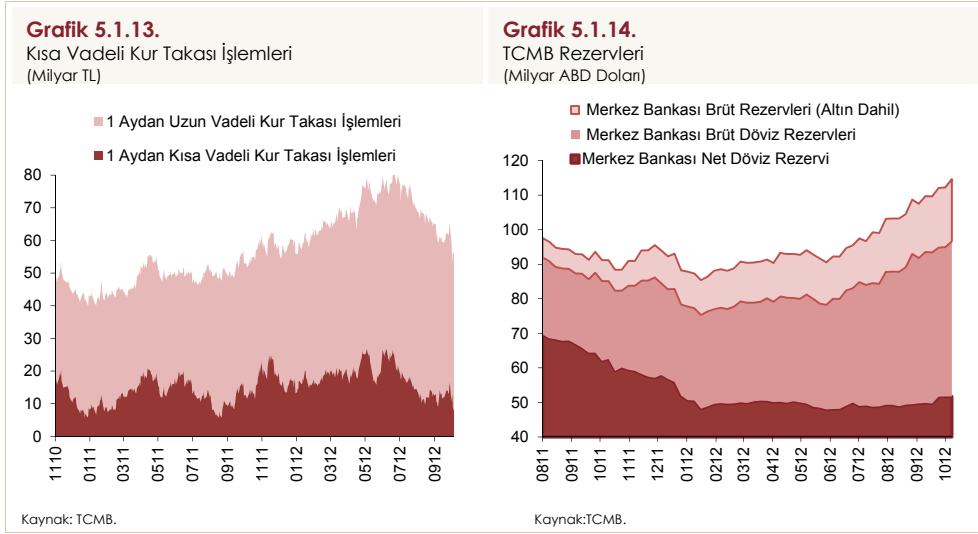
Ağustos ayı PPK toplantısında Türk lirası zorunlu karşılıkların Türk lirası veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması ve bankaların yeni imkânı likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilmeleri amacıyla, Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis imkânına ilişkin ilave düzenlemeler getirilmiştir. Söz konusu imkânı dair esneklik bir miktar artırılarak yüzde 55'ten yüzde 60'a çıkarılmıştır. Ayrıca, yüzde 5'lik ilave dilime denk gelen tutar "2" rezerv opsiyonu katsayısıyla (ROK) çarpılmak suretiyle hesaplanan toplam tutar üzerinden ABD doları ve/veya euro döviz cinsinden tesis edilebilmesine imkan verilmiştir. Bunun yanısıra, finansal istikrarı desteklemek amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ilk yüzde 40'lık dilimine denk gelen tutara ilişkin ROK'un "1,1"e yükseltilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, aynı amaç doğrultusunda halî hazırda yüzde 25 olan Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır yüzde 30'a yükseltilmiş ve yüzde 5'lik ilave dilime denk gelen tutar "2" ROK ile çarpılmak suretiyle bulunan toplam tutar üzerinden altın olarak tesis edilebilmesine imkân sağlanmıştır (Grafik 5.1.9). Eylül ve Ekim ayı PPK toplantılarında ise gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni parasal genişleme önlemleri de dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla bütün dilimlere ilişkin rezerv opsiyonu katsayıları sırasıyla "0,2" ve "0,1" puan artırılmıştır (Grafik 5.1.10). Rezerv opsiyonu mekanizması, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu oynaklığı düşürmesi suretiyle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır. Bununla birlikte, faiz koridorunun hem kredi aktarım mekanizması hem de etkin likidite yönetimi açısından farklı işlevleri bulunmaktadır. Dolayısıyla, faiz koridoru fiyat istikrarına ve finansal istikrara yönelik etkin bir politika aracı olarak kullanılmaya devam edilecektir.



Rezerv opsiyon mekanizması ile bankalara Türk lirası zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlanmıştır. Nitekim, bankaların söz konusu imkânları yüksek oranlarda kullandığı dikkat çekmektedir. Ancak, rezerv opsiyonu katsayılarının yükseldiği üst dilimlerde bazı bankaların imkânın tamamına yakınına veya bir kısmını kullandığı, bazı bankaların ise imkânı kullanmadığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.11 ve Grafik 5.1.12). Bu durum bankaların döviz ve altın fon edinme maliyetlerindeki farklılaşmadan kaynaklanabilmektedir (ROK ile ilgili detaylı bilgi için bakınız Kutu 5.1).



Döviz ve altın rezerv opsiyonu imkânlarının bankalar tarafından aktif olarak kullanılmaya başlanmasıyla beraber özellikle yılın üçüncü çeyreğinden itibaren bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerinin azaldığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.13). Bu durum, söz konusu imkân sayesinde bankaların kısa vadeli Türk lirası likidite gereksinimlerinin azalmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, imkân sayesinde kur takası yoluyla gelen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli sermaye akımları zayıflamaktadır. Bu açıdan, imkân döviz kuru oynaklığında gözlemlenen düşük seviyenin korunmasına katkıda bulunmaktadır. Öte yandan, rezerv opsiyonu mekanizması sayesinde bankalar gönüllü olarak döviz rezervi biriktirirken TCMB'nin brüt döviz ve altın rezervleri de artış göstermeye devam etmektedir (Grafik 5.1.14). Ancak, ROK kapsamında tutulan altın ve dövizin bankalara ait olmasından dolayı TCMB'nin net döviz rezervi ise yatay bir seyir izlemektedir.

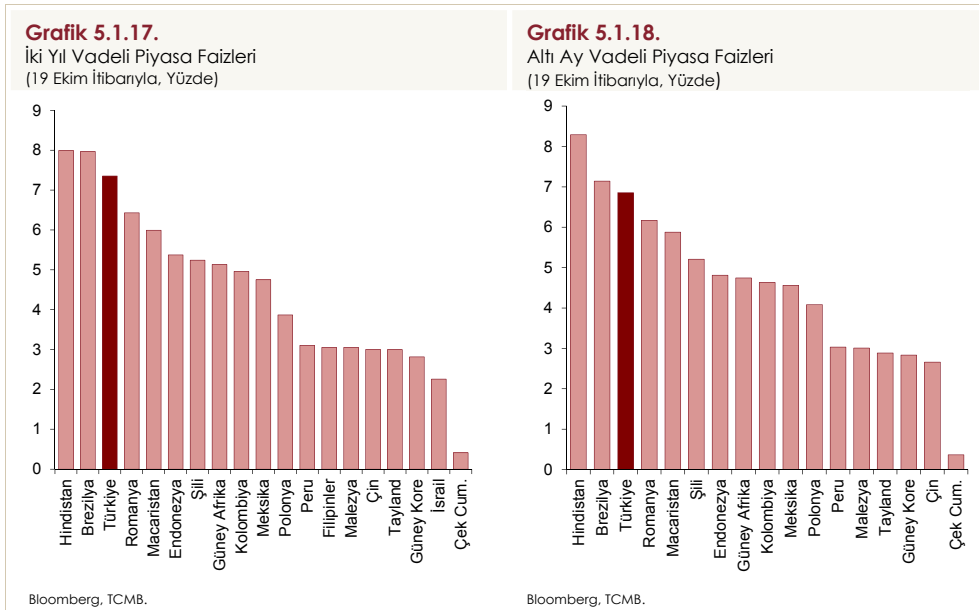
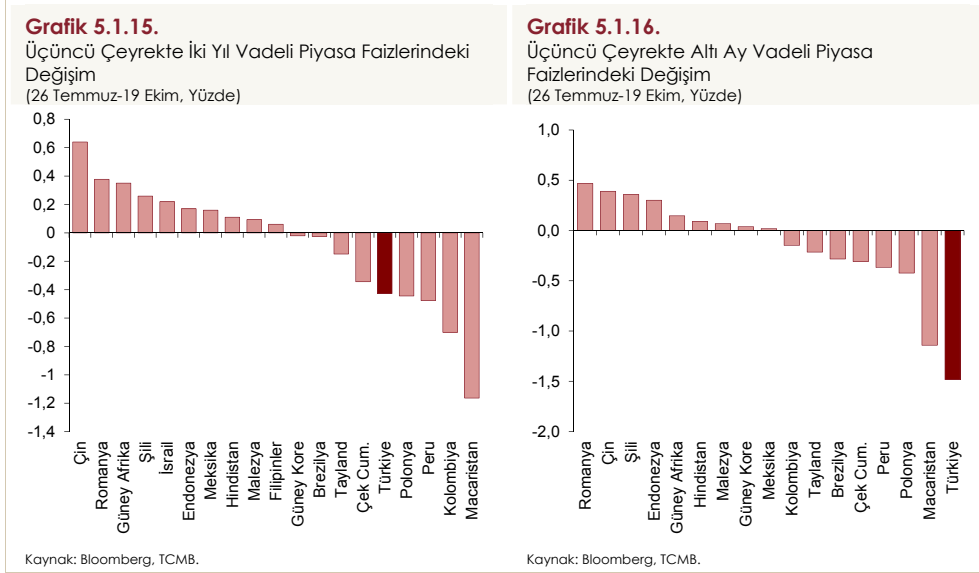


Ayrıca TCMB, yılın üçüncü çeyreğinde de bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı duyurmaya devam etmiştir. Yapılan TL likidite öngörülerini çerçevesinde, Temmuz ayında politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 0,5 milyar TL'ye düşürülmüş ve bu miktar Ağustos ve Eylül aylarında 0,5 milyar TL olarak korunmuştur. Fonlamanın üst sınırı ise Temmuz ayında 6,5 milyar TL, Ağustos ve Eylül aylarında 7,5 milyar TL, Ekim ayında ise 6,5 milyar TL olarak belirlenmiştir. Geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında ise üst sınır Eylül ayında 5 milyar TL'den 3 milyar TL'ye düşürülmüş ve Ekim ayında ise 4 milyar TL'ye artırılmıştır.

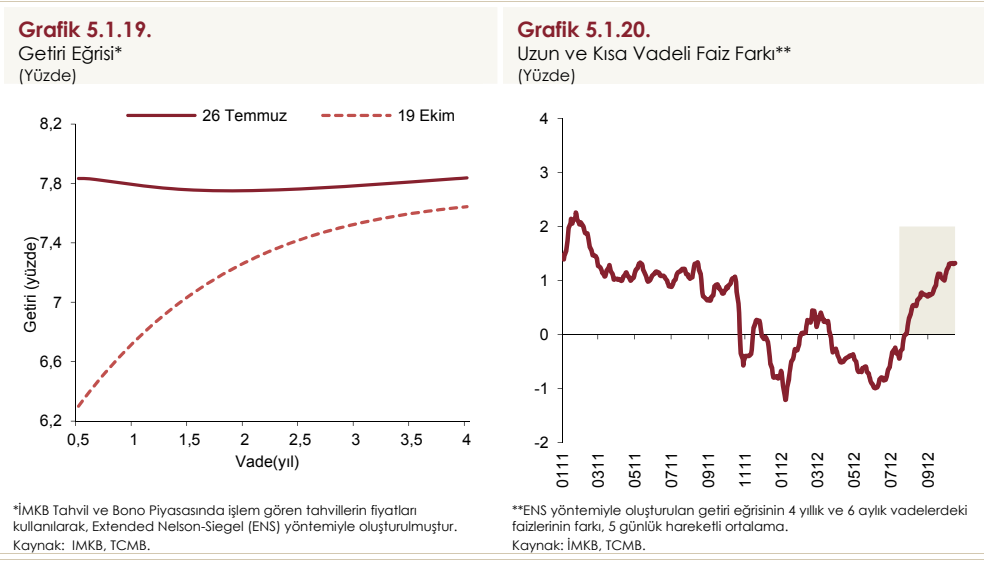
Piyasa Faizleri

Yılın üçüncü çeyreğinde bazı gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinin genel olarak küresel risk iştahındaki artışa ve bu ülkelerin merkez bankalarının ekonomik büyümeyi destekleyici politika faiz indirimlerine bağlı olarak düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.15 ve 5.1.16). Ancak, bazı gelişmekte olan ülkeler ise enflasyona dair endişeler ile politika faizlerinde artışa gitmişler ve bunun sonucunda söz konusu ülkelerde piyasa faizleri yükselmiştir. Türkiye'nin piyasa faizlerinin ise özellikle kısa vadede daha belirgin olmak üzere düşüş gösterdiği gözlenmektedir. Bu gelişmede ortalama fonlama faizindeki düşüş ve faiz koridorunun daraltılması etkili olmuştur. Ancak, Türkiye'nin nominal piyasa faizlerinin hem kısa hem de orta vadelere diğer gelişmekte olan ülkeler

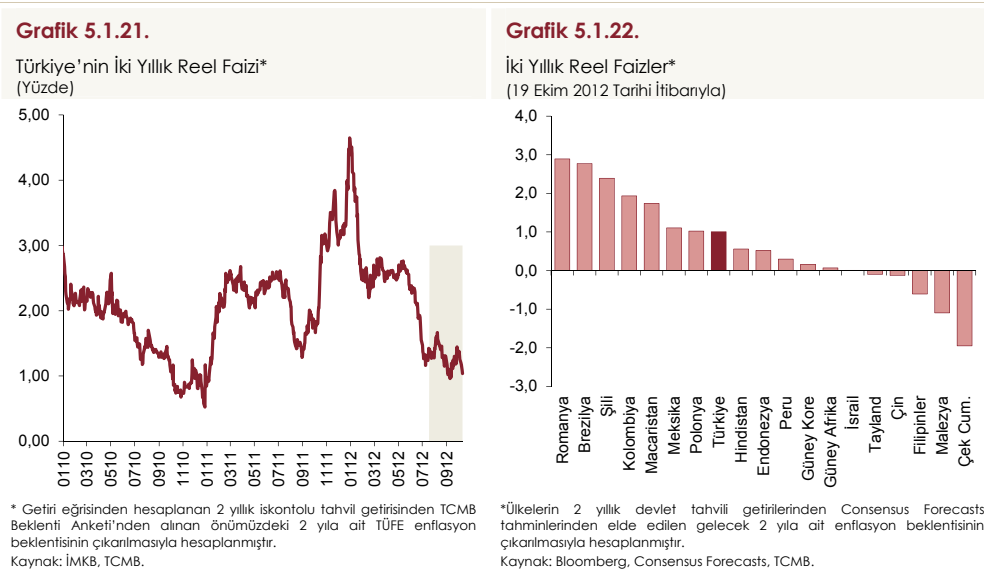
arasında halen yüksek seviyelerde olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.17 ve 5.1.18).



Yılın üçüncü çeyreğinde yukarıda bahsi geçen gelişmelerin etkisiyle kısa-orta vadeli DİBS faizlerinin düştüğü ve getiri eğrisinin pozitif eğime döndüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.19). Kısa vadeli faizlerdeki hızlı düşüşün etkisiyle uzun ve kısa vadeli faiz farkı pozitif olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.20).

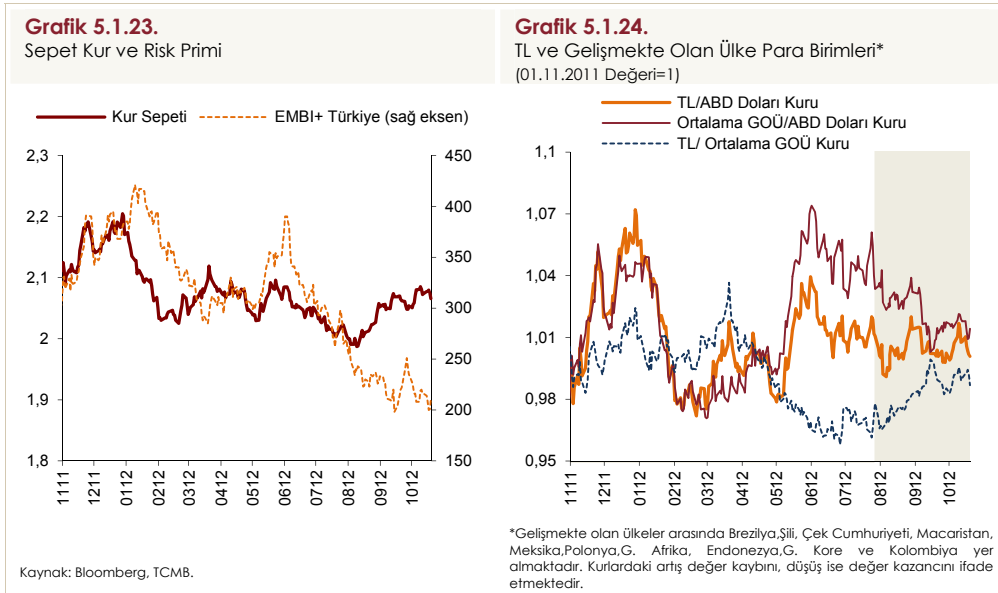


Kısa vadeli piyasa faizlerindeki hızlı düşüşe rağmen orta vadeli faizlerin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı bir düşüş göstermesi ve iki yıl sonrası için enflasyon beklentilerinde önemli bir değişim olmaması iki yıl vadeli reel faizin bir önceki çeyreğe göre benzer bir seviyede gerçekleşmesine neden olmuştur. (Grafik 5.1.21). Gelişmekte olan ülkelerin nominal faiz sıralamasında üst sıralarda bulunan Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında orta seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.22). Türkiye'nin reel faiz sıralamasındaki yerinin daha geride olması enflasyon beklentilerinin ülkeler arasında farklılaşmasından kaynaklanmaktadır.

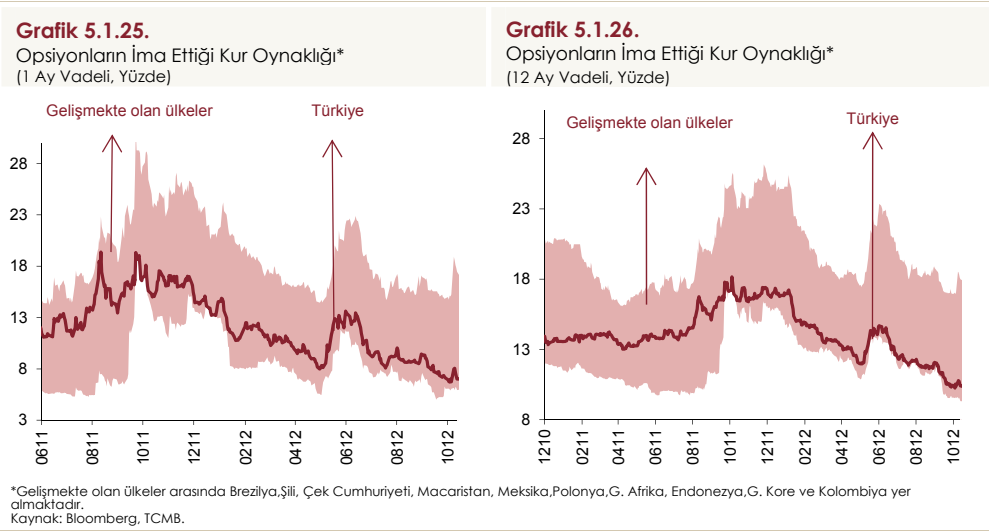


Döviz Piyasaları

Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne ilişkin son dönemde atılan somut adımlar euronun geleceğine ilişkin kaygıları azaltmıştır. Dolayısıyla euro, gerek Türk lirası gerekse de diğer para birimlerine karşı hızla değer kazanmıştır. Bu değerlenmenin etkisiyle kur sepeti yılın üçüncü çeyreğinde artış eğilimi sergilemiştir (Grafik 5.1.23). Küresel likiditedeki artışa bağlı olarak diğer GOÜ para birimlerinde değerlenme görülmüştür. Ancak Türkiye'de kısa-orta vadeli faizlerdeki düşüş ve son dönemde Ortadoğu'da artan siyasi sorunlar nedeniyle yılın üçüncü çeyreğinde Türk lirası diğer GOÜ para birimleri karşısında değer kaybetmiştir. (Grafik 5.1.24).

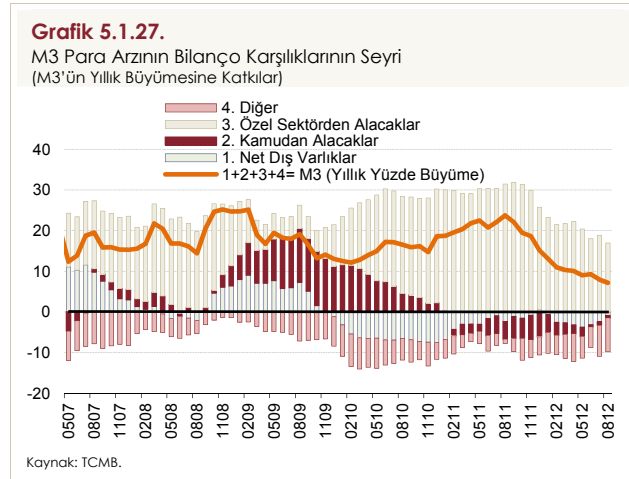


Gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki gerilemeye bağlı olarak üçüncü çeyrekte döviz kuru oynaklıklarında düşüş eğilimi gözlenmektedir. Son dönemde başta cari açık olmak üzere makroekonomik göstergelerin olumlu yönde seyretmesi ve TCMB tarafından uygulanan politikalar Türk lirasının ima edilen oynaklığının gelişmekte olan ülkeler arasında düşük seviyesini korunmasına katkıda bulunmuştur (Grafik 5.1.25 ve 5.1.26).



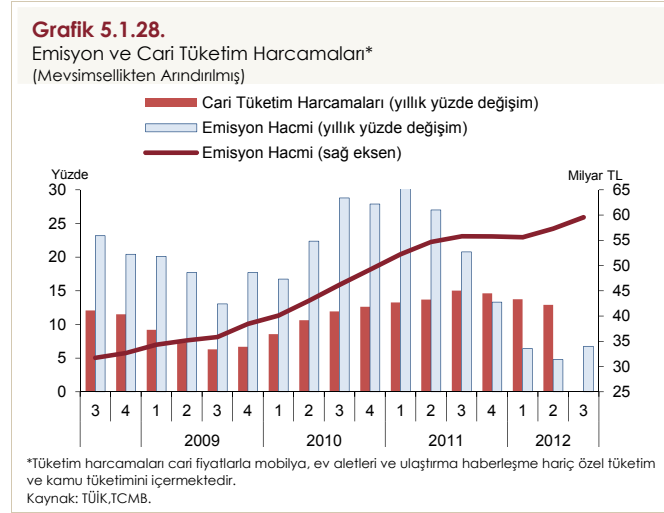
Parasal Göstergeler

Özel sektöre yönelik kredi genişlemesinin yavaşlamasına paralel olarak M3 tanımlı para arzının yıllık büyümesi yılın üçüncü çeyreğinde azalmaya devam etmiştir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi azalarak da olsa M3 büyümesine negatif katkı vermeyi sürdürmüştür. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışın yavaşlamasında ise, özellikle Merkez Bankasının dış varlıklarındaki artışın etkili olduğu görülmektedir. Son olarak Diğer kalemi, banka karlıklarına paralel olarak bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü korumaktadır (Grafik 5.1.27).



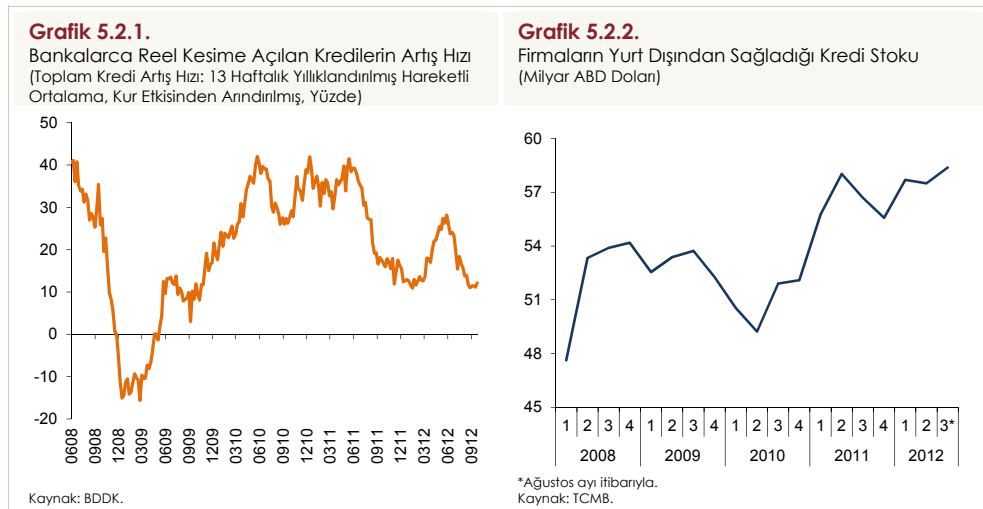
Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir miktar artmış olsa da, 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğiliminin ima ettiği seviyenin altında kalmıştır (Grafik 5.1.28). Daha çok nakit işlemlerde ödeme aracı olarak kullanılan emisyon

kaleminin toparlanmasında gözlenen bu yavaş eğilim yılın üçüncü çeyreğinde cari tüketim harcamalarının zayıf seyrini koruduğuna işaret etmektedir.

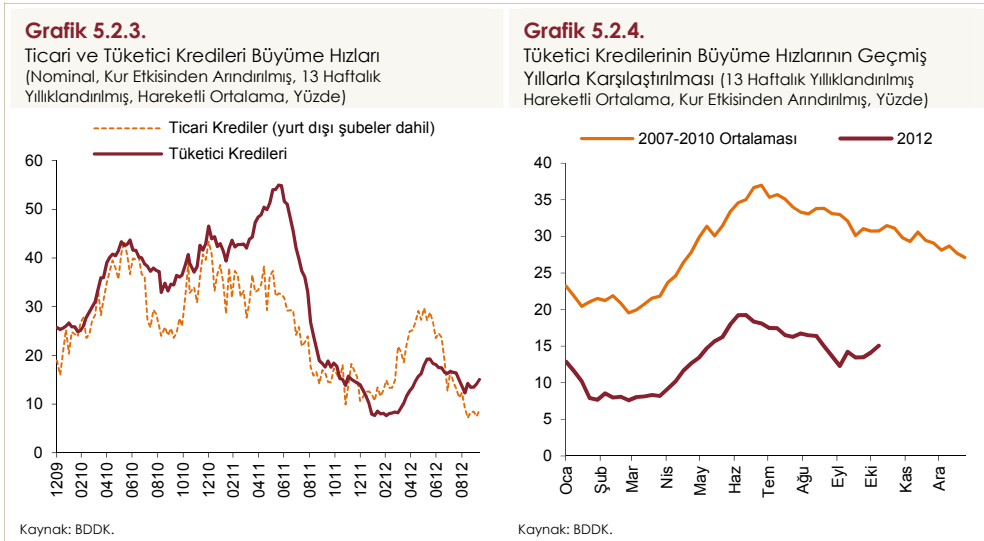


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızı mevsimsel eğilimlere ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamaya bağlı olarak Haziran ayından itibaren gerilemeye başlamıştır (Grafik 5.2.1). Yılın ikinci çeyreğinde bankaların kredi standartlarını bir miktar sıkılaştırması da bu eğilimde etkili olmuştur. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak, finansal olmayan kesime açılan krediler üçüncü çeyrek sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 16,2, üçüncü çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 11,4 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.1). Öte yandan, Ağustos ayı itibarıyla reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı finansmanın sınırlı ölçüde arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.2).

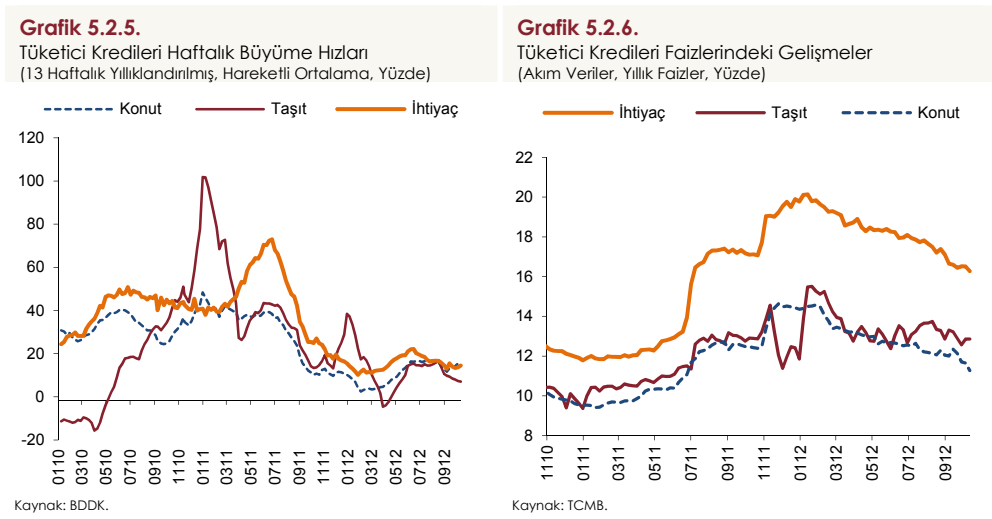


Ticari krediler ikinci çeyrekte tüketici kredilerinden önemli oranda daha hızlı büyümüşken, üçüncü çeyrekte bu durum tersine dönmüş ve ticari kredilerin büyümesi tüketici kredilerinin büyümesinden belirgin şekilde düşük kalmıştır (Grafik 5.2.3). Yatırım harcamalarında 2011 yılının son çeyreğinden itibaren kaydedilen yavaşlamanın tüketim harcamalarına kıyasla daha belirgin olması ticari kredilerin görece olarak daha hızlı yavaşlamasına neden olmuştur. İç talep ve net ihracat arasındaki dengelenmenin belirginleşmesi sonucunda, yurt içi üretimdeki artışa paralel olarak firmaların işletme sermayesi ihtiyaçlarına yönelik kısa vadeli ticari kredi kullanımı ikinci çeyrekte önemli ölçüde yükselmiştir. Ancak, küresel büyüme görünümüne ve AB ekonomisindeki sorunlara dair belirsizlikler, üçüncü çeyrekte yurt içi iktisadi faaliyeti olumsuz etkilemiş, üretim ve yatırım eğilimi zayıflamıştır. Bu gelişmelerin yansıması olarak ticari kredilerde üçüncü çeyrekte belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. Tüketici kredilerinde ise yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen yavaşlamanın büyük ölçüde mevsimsellikten kaynaklandığı görülmekle birlikte, yavaşlama eğiliminin önceki yıllara göre olan farkı üçüncü çeyrekte bir miktar açılmıştır (Grafik 5.2.4).



Tüketici kredilerinin büyüme oranlarında yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel unsurların da etkisiyle belirginleşen toparlanma üçüncü çeyrekte yine geçmiş yıllardaki dönemsel hareketlere paralel olarak yerini sınırlı bir yavaşlamaya bırakmıştır. Bu eğilim özellikle ihtiyaç kredilerinde ve kısmen taşıt kredilerinde daha belirgin şekilde görülmektedir (Grafik 5.2.5). Dönemsel etkilerden arındırılmış tüketici kredilerinin büyüme oranları üçüncü çeyrekte genel olarak yatay bir seyir izlemiştir. Bankaların, parasal sıkılaştırmayı takiben konut, taşıt ve diğer tüketici kredilerinin faiz oranlarını 2011 yılı sonunda belirgin şekilde yükseltmesinin ardından, Şubat ayında TCMB'nin faiz koridorunu yukarıdan sınırlı

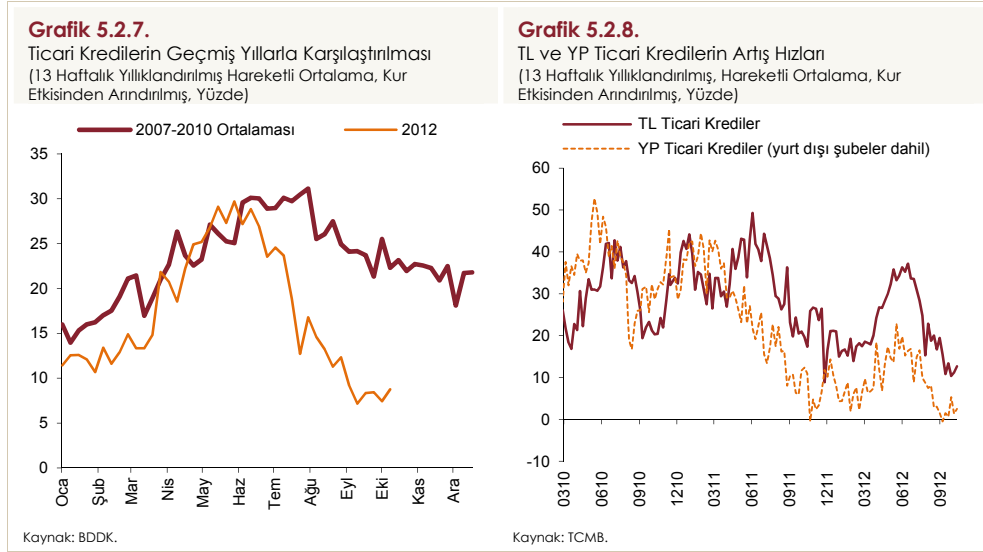
ölçüde daraltmasıyla tüketici kredisi faizleri gerileme eğilimine girmiş, Ağustos ayında faiz koridorunun daraltılacağına yönelik işaret verilmesinin ardından ihtiyaç ve konut kredisi faizlerindeki düşüş kısmen ivmelenmiştir (Grafik 5.2.6). Eylül ve Ekim aylarında faiz koridorunun üst sınırının düşürülmesi ve ilerleyen dönemlerde de sınırlı ölçüde düşürülebileceğine dair değerlendirmelerin paylaşılması sonrasında kredi faizlerindeki düşüşün devam ettiği gözlenmektedir.



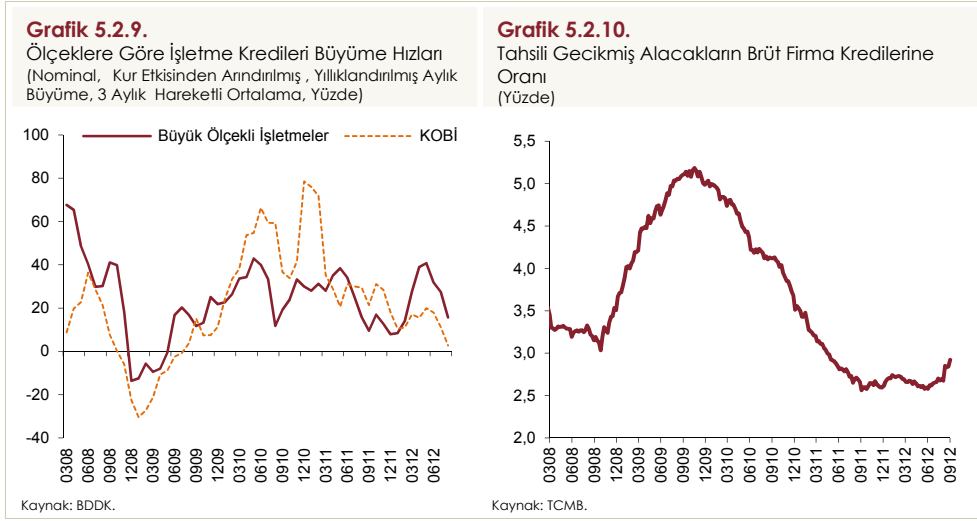
Nisan-Haziran dönemine ait Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2012 yılının ikinci çeyreğinde konut ve taşıt kredilerine ilişkin standartlarda kısmi bir sıkılaştırma kaydedilmiş, ihtiyaç kredilerinde ise standartlarının gevşetildiği gözlenmiştir. Diğer yandan, kredilerin koşul ve kurallarına ilişkin anket sonuçları bankaların konut kredilerindeki kâr marjlarında artış olduğunu, ihtiyaç kredilerindeki marjlarda ise önemli bir değişim olmadığını göstermektedir. Bankaların bireysel kredi talebine dair sorulara verdiği yanıtlar, 2012 yılının ikinci çeyreğinde kredi talebinde önemli bir artış olduğunu göstermektedir. Bankalar talebi artırıcı unsurların başında tüketici güvenindeki gelişmeler olduğunu beyan etmiştir. Bu doğrultuda, bankalar Temmuz ayında yapılmış olan Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde üçüncü çeyrekte tüketicilerin kredi talebinin artmaya devam edeceğini tahmin ettiklerini ifade etmiş olsa da, üçüncü çeyrekte tüketici güveninde yaşanan olumsuz gelişmelerin kredi talebine de yansımış olduğu düşünülmektedir.

Ticari kredilerin büyüme hızında üçüncü çeyrekte mevsimsel eğilimlerden daha keskin bir yavaşlama kaydedilmiştir (Grafik 5.2.7). Söz konusu eğilim gerek Türk lirası gerekse yabancı para cinsinden açılmış ticari krediler için geçerlidir (Grafik 5.2.8). Ancak, ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanında kullanıldığı tahmin edilen yabancı para cinsinden kredilerde üçüncü çeyrekte

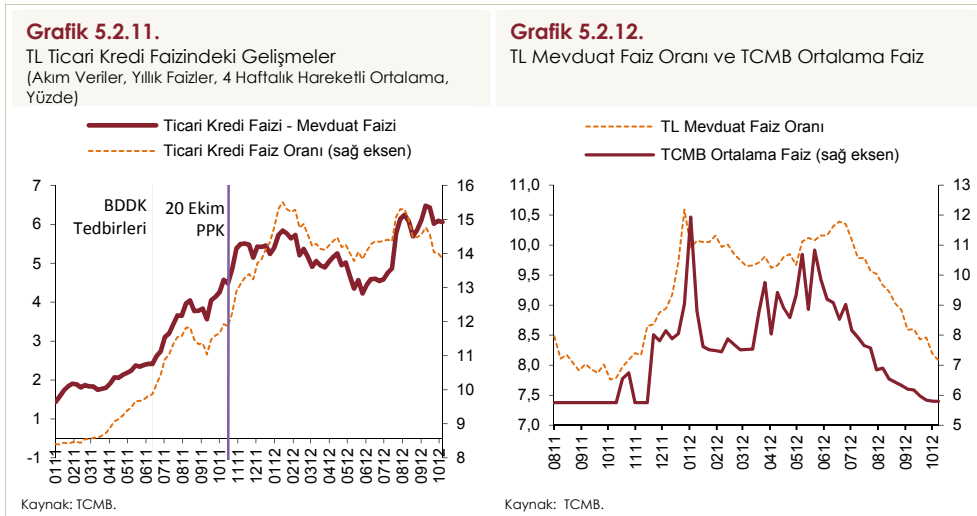
gözlenen zayıf eğilim, yatırım harcamalarında 2011 yılının son çeyreğinden itibaren gözlenen zayıflamayla da tutarlıdır. Benzer şekilde, uzun vadeli ticari kredilerin büyüme eğilimi de Ağustos ayı itibarıyla kısa vadeli ticari kredilerin büyüme eğiliminden belirgin ölçüde zayıf kalmıştır. Nitekim, bankalar da Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde yılın üçüncü çeyreğinde firmaların uzun vadeli kredilere olan talebinin yatay seyredeceğini belirtmiştir.



İşletmelere verilen krediler ölçekler ayırımında incelendiğinde, yılın ilk yarısında büyük ölçekli işletme kredileri ve KOBİ kredilerinin büyüme oranlarının önemli ölçüde ayrıştığı ve KOBİ kredilerindeki artışın nispeten zayıf kaldığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bu durum bankaların kredi riskine yönelik kaygılarının ağırlık kazandığı 2011 yılının son çeyreğinden itibaren, finansal durumları büyük ölçekli işletmelere göre daha kırılgan olan KOBİ'lere yönelik olarak daha sıkı kredi standartları uygulamasından kaynaklanmıştır. Haziran ayından itibaren ise gerek KOBİ'lere gerekse daha büyük ölçekli firmalara açılan kredilerin büyümesinde belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren Basel II uygulamasında bankaların perakende portföylerinde yer alacak KOBİ kredilerinin daha avantajlı hale gelmesine rağmen, bankalar iktisadi faaliyete ilişkin kötüleşen beklentiler ve sermaye yeterliliğine dair kısıtlar nedeniyle ikinci çeyrekte itibaren kredi standartlarını özellikle KOBİ'ler için sıkılaştırma yoluna gitmiştir. Diğer taraftan, bankaların firmalardan tahsilat gecikmiş alacaklarında Haziran-Ağustos döneminde ılımlı bir artış eğilimi gözlenirken Eylül ayında yüksek tutarlı bir kredinin tahsilatında sorun yaşanmasından ötürü hızlı bir yükseliş kaydedilmiştir (Grafik 5.2.10).



2011 yılının Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırının yükseltilmesinin ardından ticari kredi faizlerinde önemli oranda artış kaydedilmiş, Şubat ayında faiz koridorunun yukarıdan sınırlı ölçüde daraltılması da kredi faizlerine yansımıştır (Grafik 5.2.11). Şubat-Eylül döneminde genel olarak yatay seyreden ticari kredi faizleri, 18 Eylül 2012 tarihindeki Para Politikası Kurulu toplantısında TCMB'nin gecelik borç verme faizinin düşürülmesi neticesinde gerilemeye başlamıştır. Kredi-mevduat faizi farklarındaki hareketler yıl başından Mayıs ayına kadar olan dönemde büyük ölçüde kredi faizlerindeki hareketlerin bir yansıması olmuşken, Mayıs ve Haziran aylarında mevduat faizlerinde gözlenen yükseliş, sonrasında da TCMB'den sağlanan fonların ortalama faiz oranının kademeli olarak yaklaşık 300 baz puan düşürülmesine paralel olarak mevduat faizlerinin gerilemesi kredi-mevduat faizi farkı üzerinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.2.12).



Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB tarafından uygulanan likidite politikaları ve yurt dışı finansman koşulları bankaların kredi arzı açısından destekleyici rol oynamış, ancak başta yatırım harcamaları olmak üzere yurt içi talepte ve iktisadi faaliyette gözlenen yavaşlama kredi talebini kısıtlayıcı etkide bulunmuştur. Son dönemde TCMB'den sağlanan fonların ortalama faizinin önemli ölçüde gerilemesi ve TCMB'nin gecelik borç verme faizini düşürmesinin ardından önümüzdeki dönemde bankaların kredi faizlerinin ve kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkın düşmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde kredilerin bir miktar hızlanmakla birlikte ılımlı artışını koruyacağı ve yıl sonunda kredi büyümesinin yüzde 14'e yakın bir oranda gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

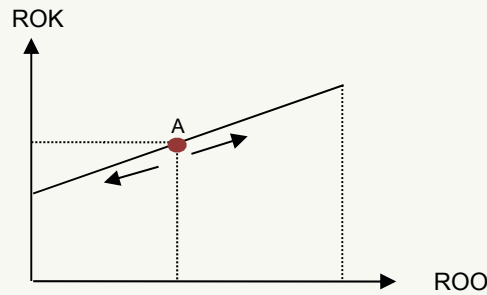
Kutu
5.1

Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Bu kutuda sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla TCMB'nin geliştirdiği araçlardan biri olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) tanıtılmaktadır. ROM, bankaların Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu imkanın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır.

Para Politikası Aracı Olarak ROK

ROM'un nasıl çalıştığını basit bir grafik üzerinden anlatmak faydalı olacaktır. ROK'un kullanım oranına göre lineer arttığı ve herhangi bir dönemde bankaların imkanı A noktasında kullandığını varsayalım. Hızlı sermaye girişlerinin olduğu bir dönemde bankaların yabancı para kaynaklara daha rahat ulaşabilmeleri ve yabancı para kaynakların maliyetinin bu dönemde düşük olmasının etkisiyle bankalar imkânı daha fazla kullanmak eğiliminde olacaklardır. Dolayısıyla, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktarılarak piyasadan çekilmiş olacaktır. Bu durumda kullanım çizgi üzerinde A noktasının sağına doğru yükselecektir. Böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi giren dövizin krediye dönüşme oranı da azalacaktır. Bu şekilde sermaye akımlarının yol açabileceği TL'deki, döviz likiditesindeki ve kredilerdeki, özellikle yabancı para kredilerde olmak üzere, oynaklık sınırlandırılacaktır. Ayrıca imkânın daha fazla kullanılmasıyla beraber bankalar Türk lirası likidite elde edeceklerdir. Bu açıdan ROM sterilize edilmemiş döviz alım ihalesi ile benzer bir etki yapmakta, ancak döviz alım ihalesinden farklı olarak birim TL başına piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekilmektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu 2012).



Diğer taraftan, imkânın tamamıyla kullanıldığı durumda TCMB piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekmek için mevcut katsayıları artırabilecek, ya da ROM'a yeni bir dilim ekleyebilecektir. Yeni bir dilim eklenmesi durumunda piyasaya TL cinsi likidite sağlanabilecek, ancak mevcut katsayıların artırılması durumunda TL cinsi likidite miktarında değişiklik olmayacaktır. Hızlı sermaye çıkışlarının olduğu dönemde ise yabancı para fon maliyetlerinin artması veya yabancı para kaynaklara ulaşmada sorun yaşanması durumunda, bankalar imkânı daha az kullanacaklar ve TCMB'deki rezervlerini azaltabileceklerdir. Böyle bir durumda piyasaya döviz likiditesi sağlanmış olacak ve kullanım yukarıdaki grafikteki çizgi üzerinde A noktasının soluna doğru azalacaktır. Ancak, dikkat edilmesi gereken husus bu durumda bankaların Türk lirası likidite ihtiyaçlarının artacağıdır. Bu açıdan ROM sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzemekte, ancak mekanizma sayesinde piyasaya birim Türk lirası başına daha fazla döviz likiditesi sağlanmaktadır.

Bu politika aracı, hızlı sermaye girişlerinden dolayı oluşabilecek kredi genişlemesinin sınırlanmasına da katkıda bulunacaktır. Özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarı arz yönünden kısıtlanabilecektir. Ani sermaye çıkışlarının olduğu durumlarda ise, bankalar daha önceden biriktirdikleri döviz rezervini kullanabilecektir. Bu bakımdan ROM'un kur oynaklığını azaltıcı yönde etki etmesi beklenmektedir. Ayrıca ROM, kredi büyümesini hem genişletici hem de daraltıcı yönde etkileyebilecek çevrim karşıtı (countercyclical) bir politika aracı olarak da kullanılabilir. Böylelikle kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığı azaltılmış olacaktır.

ROM'un inşa aşamasında dolaylı olarak önemli katkı sağlayabileceği bir diğer unsur da, bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerine olan ihtiyaçlarını sınırlamak suretiyle kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltmasıdır. Bankalar kısa vadeli kur takası işlemlerini Türk lirası likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kullanmaktadırlar. Rezerv opsiyonu uygulamasının ardından bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerinin azalması beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında kısa vadeli kur takaslarına yatırım yapan yatırımcılar açısından kur takaslarının cazibesi azalacağından, bu yolla gelen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli sermaye akımlarının zayıflaması beklenmektedir.

Son olarak, ROM uygulaması sonucunda TCMB brüt döviz rezervleri artış göstermektedir. ROK kapsamında tutulan döviz ve altının TCMB tarafından satın alınmaması ve bankalara ait olmasından dolayı imkân TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilemeyip sadece brüt döviz rezervini artırmaktadır. Brüt rezervin özel sektör lehine artması rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak bir bütün olarak finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini destekleyen bir unsur olmaktadır. ROM aracılığıyla rezervi TCMB'den ziyade daha çok özel sektörün biriktirmesi ve şokların niteliğine göre optimal olarak kullanabilmesi sistemin etkinliğini artırmaktadır.

ROK İmkânının Maliyetinin Diğer Fon Kaynaklarıyla Karşılaştırılması

Mevcut durumda yabancı para veya altın cinsi borçlanmanın maliyetinin Türk lirası cinsi borçlanmaya göre daha düşük olması sebebiyle bankalar imkânı kullanmak suretiyle daha az maliyetle zorunlu karşılık tesis edebilmektedir. Öte yandan TCMB'nin ROK'u artırması (azaltması) söz konusu maliyet avantajını azaltıcı (artırıcı) yönde etkilemektedir.

Bankaların Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmek amacıyla kullanabilecekleri birçok fon kaynağı bulunmaktadır. Dolayısıyla, bankaların ROM'u kullanma oranı, imkânın maliyetinin diğer fon kaynaklarının maliyetinden ne ölçüde farklılaştığına bağlı olacaktır. Bu durumda, döviz ve altın imkânını diğer fonlama kaynaklarıyla kayıtsız bırakacak katsayı değerlerinin (eşik ROK) hesaplanması önem arz etmektedir.

Eşik ROK değerinin x , yabancı para yükümlülükler için zorunlu karşılık oranının ZK_y , spot döviz kurunun da S_0 olduğu varsayımı altında, bankanın S_0 birim Türk lirası zorunlu karşılığı döviz olarak tutmak için gerekli kaynağı yabancı para borçlanarak sağlaması durumunda $x/(1 - ZK_y)$ birim yabancı para borçlanması gerekecektir. Ayrıca, bankanın kur riskinden kaçınmak amacıyla borç almış olduğu yabancı paranın faiz ödemesi için kur forward sözleşmesi yaptığını varsayalım. Bu durumda, imkânı kullanmanın Türk lirası cinsinden maliyeti şu şekilde olacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{x}{1 - ZK_y} (\text{Libor} + p) F_{0,t} \frac{t}{365}$$

Yukarıdaki denklemden, x : Eşik ROK değerini, p : Bankaların yabancı para borçlanmalarında LIBOR üstüne ödedikleri faizi, ZK_y : Yabancı para zorunlu karşılık oranını, $F_{0,t}$: $t=0$ anında yapılan ve zorunlu karşılık tesis süresi sonunda vadesi dolacak olan forward kur sözleşmesini göstermektedir. Forward kur oranının hesaplanmasında aynı vadede işlem gören kur takaslarının TL cinsi faizi kullanılmıştır. t : Zorunlu karşılık tesis dönem süresi olan 14 gündür.

Öte yanda, bankaların Türk lirası zorunlu karşılık için kullanabileceği önemli bir diğer fon kaynağı ise İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndan sağlanan fonlardır. Bankalar bu piyasada banka dışı finansal kuruluşlardan fon temin ediyorsa, elde ettikleri fonlar için Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmek zorundadırlar. Bu durumda, piyasadan S_0 birim Türk lirası kaynak elde etmenin maliyeti şu şekilde olacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{S_0}{1 - ZK_{TL}} r_{imkb} \frac{t}{365}$$

Burada ZK_{TL} :Türk lirası zorunlu karşılık oranı, S_0 : ABD/TL döviz kuru değerini, r_{imkb} : İMKB Repo-Ters Repo Pazarı gecelik repo faizidir. Her iki fon kaynağının maliyetinin birbirine eşitlenmesi ile İMKB'den elde edilen fonlar ile döviz imkânını birbirine kayıtsız bırakan katsayı (x) elde edilecektir (bu durumda eşik ROK x olacaktır).

$$x = \frac{(1 - ZK_y)(1 + \text{Libor} \frac{t}{365})r_{imkb}}{(1 - ZK_{TL})(\text{Libor} + p)(1 + \text{swap}_{TL} \frac{t}{365})}$$

Eşik ROK değeri, (x); Libor faizine, bankaların borçlanmalarındaki ek faize (p), kur takası (swap_{TL})ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda oluşan faiz oranları (r_{imkb}) ile yabancı ve yerli para zorunlu karşılık oranlarına bağlı olarak değişim göstermektedir. Benzer yaklaşımla döviz ve altın imkânını diğer fonlama kaynaklarıyla kayıtsız bırakacak katsayı değerleri de hesaplanabilmektedir (ayrıntılar Küçüksaraç ve Özel (2012) çalışmasında yer almaktadır).

Vurgulanması gereken önemli bir husus, yukarıdaki hesaplamada yapılan analizin marjinal maliyetlere odaklanmasıdır. Bir diğer deyişle, bankaların sağladıkları fonları Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmede kullandıkları varsayılmaktadır. Bankalar bu fonları diğer varlıklara (kredi vermek veya DİBS alımı gibi) yatırım yaparak da değerlendirebilirler. Bu durumda eşik ROK değeri yukarıda belirtilen hesaplamaya göre farklılaşabilecektir.

Sonuç ve Değerlendirmeler

ROM özellikle sermaye girişlerinin döviz kuru ve yabancı para cinsi krediler üzerindeki olumsuz yansımalarını, TL faizleri sınırlı ölçüde veya hiç etkilemeden azaltabilmesi bakımından benzer diğer araçlara göre öne çıkmaktadır. Ayrıca ROM'un, piyasadaki doğrudan döviz alımı veya müdahale gibi ihtiyari araçlara kıyasla önemli bir avantajı daha bulunmaktadır. Bu sistemde imkanın ne kadar kullanılacağı bankaların optimizasyon kararları sonucu oluşacağından, döviz kurunun seviyesine veya para politikasının duruşuna dair yanlış algılanma riski çok daha sınırlı olacaktır.

TCMB, ROM'u temelde "otomatik dengeleyici" olarak kullanmak üzere tasarlanmıştır. Bu çerçevenin her bankaya kendi optimizasyonunu yapabilme olanağı tanıması, sistemi diğer araçlara kıyasla görece olarak daha verimli kılmaktadır. Bununla birlikte, gerekli görüldüğünde sistemin parametrelerinin değiştirilebileceği de vurgulanmalıdır. Örneğin, iç ve dış maliyetleri belirleyen koşullarda ve sermaye akımlarının hızında kalıcı veya yapısal bir değişiklik olduğunda katsayıların yeniden belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Kaynakça:

Küçüksaraç,D. ve Ö. Özel, "Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyon Katsayısı", TCMB Çalışma Tebliği (yayım aşamasında).

Alper,K., H. Kara ve M. Yörükoğlu, "Rezerv Opsiyonu Mekanizması", TCMB Ekonomi Notu, No.12/28.

Kutu
5.2

Finansal Koşullar Endeksi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı da gözetilen yeni bir para politikası stratejisi uygulamaya başlamıştır. Bu yeni çerçevede likidite, kredi ve faiz politikalarının bir arada kullanılması, uygulanan ekonomi politikalarının sıklık derecesini ölçmek için parasal koşullar yanında "finansal koşullar" gibi daha geniş tanımlı göstergelerin geliştirilmesini ve izlenmesini gerekli kılmaktadır. Kara, Özlü ve Ünalmiş (2012) çalışması bu kapsamda çeşitli parasal ve finansal göstergeler kullanarak Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi (FKE) hesaplamaktadır. Bu kutu, söz konusu çalışmanın bulgularını tartışmakta ve finansal koşulların yakın tarihteki seyrini değerlendirmektedir.

Endeksin hesaplanmasında ilgili yazında yaygın olarak kullanılan ağırlıklı toplam yaklaşımı benimsenmiştir.¹ Bu yaklaşımda parasal ve finansal göstergeler GSYİH'yi etkileme dereceleri ile orantılı olarak ağırlıklandırılmaktadır. İlgili değişkenlerin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) üzerindeki dinamik etkileri Vektör Otoregresyon (VAR) modeli aracılığı ile tahmin edilmiş ve bu etkiler kullanılarak bir endeks oluşturulmuştur. Değişkenlerin endekste ağırlıkları oluşturulurken modeldeki parasal ve finansal değişkenlerin GSYİH üzerindeki 1 yıllık birikimli genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları kullanılmıştır. Denklem (1) FKE'nin hesaplanma yöntemini göstermektedir. Burada, y_j modeldeki parasal ve finansal değişkenleri, ω_j söz konusu değişkene gelen 1 standart sapmalı şoka GSYİH'nin 1 yıllık birikimli tepkisini (bir diğer ifadeyle, endekste ağırlıkları), \bar{y}_j ve σ_{y_j} ise y_j değişkeninin örneklem dönemi içerisindeki aritmetik ortalamasını ve standart sapmasını göstermektedir.

$$FKE_t = \sum_{j=1}^n w_j \frac{y_{j,t} - \bar{y}_j}{\sigma_{y_j}} \quad (1)$$

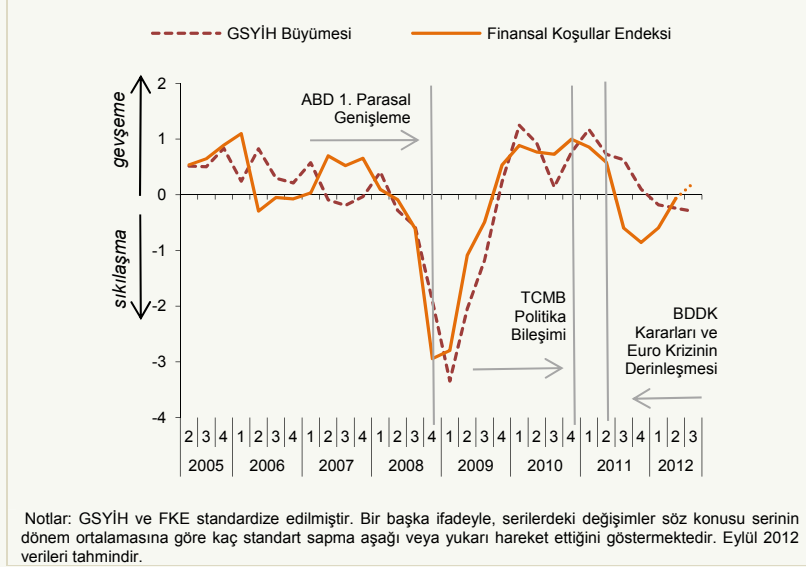
Çalışmada reel GSYİH büyüme oranını açıklamak için kullanılan değişkenler; kredi stokundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı, çeyreklik kredi standartları endeksi, reel efektif döviz kuru, reel gösterge faiz, kredi-mevduat faiz farkı ve İMKB-100 endeksinin yıllık reel getiri oranıdır.²

¹ Hatzius ve diğerleri (2010) finansal koşullar endeksi yazını üzerine detaylı bir literatür taraması yapmaktadır. Guichard ve Turner (2008), Swinson (2008) ve Osorio, Pongsaparn ve Ünal (2011) VAR kapsamında ağırlıklı toplam yaklaşımını benimseyen güncel çalışmalara örnektir.

² Endeks hesaplamaları veri kısıtı nedeniyle 2005'in ikinci çeyreğinden başlatılmıştır. Endekste kullanılan göstergelerin ağırlıklarının hesaplanmasında 2005-2012 ikinci çeyrek verileri kullanılmıştır.

Yukarıda bahsi geçen yöntem ve değişkenler ile hesaplanan finansal koşullar endeksi Grafik 1'de sunulmaktadır. Grafikte de gösterildiği gibi, endeksteği yukarı yönlü hareket daha destekleyici finansal koşulları, aşağı yönlü hareket ise daha sıkı finansal koşulları yansıtmaktadır. Endeks 2008-2009'daki küresel krizde dip noktasına ulaşmış, 2008'in son çeyreğinden itibaren ise politika faizlerindeki indirim ve ABD'de uygulanan parasal genişleme politikalarının da etkisiyle hızla artmıştır. Bu artış Avrupa'da borç krizinin gündeme gelmesiyle birlikte duraksamış olsa da 2010 yılının sonuna kadar finansal koşulların oldukça genişletici bir konumda kaldığı görülmektedir. Endekse göre, 2010 yılının sonlarında TCMB'nin uyguladığı politikaların ardından finansal koşullar sıkılaşmaya başlamıştır. 2011 yılının ortalarında BDDK'nın kredi arzına dair aldığı önlemler ve derinleşen Avrupa borç krizinin etkisiyle finansal koşullardaki sıkılaşmanın daha da belirginleştiği gözlenmektedir. 2012 yılının başlarından itibaren ise finansal koşullardaki sıkılık kademeli olarak azalmıştır. Bu dönemde küresel risk iştahının artmasının ve sermaye girişlerinin hızlanmasının endeksteği artışta önemli rol oynadığı düşünülmektedir. Yılın üçüncü çeyreği itibarıyla ise TCMB politikalarının daha destekleyici bir konuma geçmesinin de etkisiyle endeksin pozitif konuma geçtiği tahmin edilmektedir.

Grafik 1. Finansal Koşullar Endeksi ve Ekonomik Aktivite (Standardize)



Sonuç olarak, küresel kriz sonrasında finansal istikrara yönelik araçların aktif olarak kullanılmaya başlanması ile birlikte finansal koşulların daha geniş bir perspektiften takip edilmesi önem kazanmıştır. Türkiye için ilk deneme niteliğindeki finansal koşullar endeksi, ülkemizin yakın tarihindeki politika uygulamalarının ve küresel koşullardaki değişimlerin finansal koşullar üzerindeki etkisine dair makul bir bakış açısı getirmekte olup, bu açıdan bakıldığında finansal sektör politikalarının sıklık derecesine dair önemli bilgi sağlama potansiyeline sahiptir.

Kaynakça:

Guichard, S. ve D. Turner (2008) "Quantifying the Effect of Financial Conditions on US Activity" OECD Economics Department Working Papers, No.635.

Hatzius, J., P. Hooper, F.S. Mishkin, K.L. Schoenholtz ve M.W. Watson (2010) "Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis" NBER Working Papers, No.16150.

Kara, H., P. Özlü ve D. Ünalmış (2012). "Financial Conditions Indices for the Turkish Economy", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.

Osorio, C., R. Pongsaparn ve D.F. Ünsal (2011) "A Quantitative Assessment of Financial Conditions in Asia" IMF Working Papers, No.11/170.

Swiston, A. (2008) "A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due" IMF Working Papers, No.08/161.

Kutu
5.3

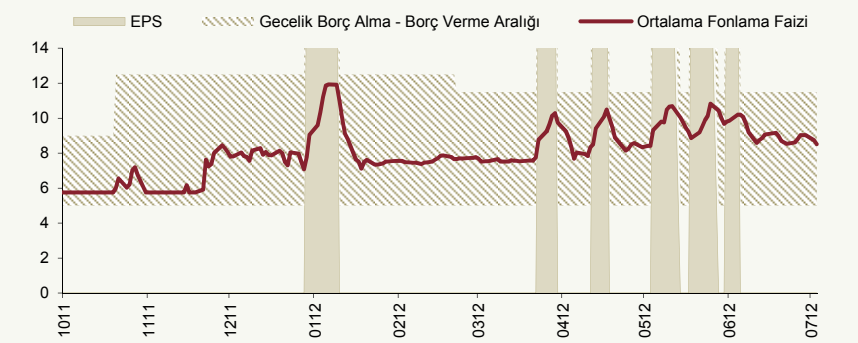
Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi

2008-2009 küresel kriziyle birlikte finansal sistemdeki riskler göz önünde bulundurulmadan uygulanan para politikalarının yeterli olmadığı anlaşılmış ve fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da gözetilmesi gerektiği ortaya çıkmıştır (Borio, 2011). Bu çerçevede, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayacak olan faiz oranlarının birbirinden farklı olabileceği, dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının tek başına yeterli bir politika aracı olmadığı gözlenmiştir.

Bu doğrultuda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kasım 2010'dan itibaren yeni politika bileşimini uygulamaya başlamıştır. Bu bağlamda kredi politikası çerçevesinde zorunlu karşılıklar ve diğer makro-ihtiyati araçlar, faiz politikası çerçevesinde haftalık repo faizleri, likidite politikası çerçevesinde ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi tamamlayıcı nitelikteki araçlar olarak bir arada kullanılmaktadır. Bu politika araçları kullanılırken beklentiler, kredi büyümesi ve döviz kuru, fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından takip edilen göstergeler olarak yer almaktadır (Başçı, 2012).

Yeni politika bileşiminin bir ayağı olan likidite politikası çerçevesinde gecelik piyasada oluşan faiz oranları, faiz politikasında değişikliğe gidilmeden; yani politika faizi olan haftalık repo faizleri değiştirilmeksizin, ekonomik ve finansal gelişmelerin seyrine göre ayarlanabilmektedir (Başçı, 2011). Bu bağlamda TCMB, geçici fiyat hareketlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak amacıyla gerekli gördüğü günlerde Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS)'ya gitmiştir. EPS yapılan günlerde piyasaya miktar ihalesi yöntemiyle politika faizinden yapılan fonlama miktarı azaltılarak (veya hiç yapılmayarak), bunun yerine geleneksel ihale yöntemiyle piyasa fonlanmakta, böylece faizlerin koridorun üst seviyelerine yakın oluşması sağlanmaktadır. Bugüne kadar en uzununu 8, en kısası 3 gün olmak üzere 6 defa EPS yapılmış, çizilen çerçeve dahilinde EPS'lerin güçlü, etkili ve geçici olması amaçlanmıştır (Grafik 1).

Grafik 1. Ek Parasal Sıkılaştırma



Kaynak:TCMB.

Bu kutuda, GARCH modelleri kullanılarak TCMB tarafından uygulanan söz konusu politika aracının döviz kurları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada günlük frekansta kur verisi kullanılmıştır. $0,5 \cdot (TL/Euro) + 0,5 \cdot (TL/ABD \text{ doları})$ hesaplanarak döviz sepeti oluşturulmuş ve bunun günlük değişimi elde edilmiştir. Veri seti 20.10.2011 – 19.07.2012 tarihleri arasını kapsamaktadır.³

EPS'lerin döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkinliğini ölçmek için aşağıda tanımlanan GARCH (1,1) modelleri kullanılmıştır.⁴ Her iki modelde de kur sepetinin değişimi seviye denklemdeki bağımlı değişken olarak yer alırken, EPS'ler modellerde kukla değişkeni olarak yer almıştır. Modellerde sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları iyi yansıtan VIX endeksinin değişimi ($CVIX_t$) kontrol değişkeni olarak yer alırken, 2. modelde 1. modele ek olarak döviz müdahalesi için de bir kukla değişken kullanılmıştır.^{5,6}

Model1:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 D_{EPS} + \beta_3 CVIX_t + \varepsilon_t \quad (1.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \quad (1.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 D_{EPS} + \alpha_5 CVIX_t + u_t \quad (1.c)$$

Model2:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 D_{EPS} + \beta_2 D_{DM} + \beta_3 CVIX_t + \varepsilon_t \quad (2.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \quad (2.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 D_{EPS} + \alpha_4 D_{DM} + \alpha_5 CVIX_t + u_t \quad (2.c)$$

³ Başlangıç tarihinin 20.10.2011 olarak seçilmiş olmasının nedeni, bu tarihte gerçekleştirilen Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısı ile faiz koridorunun üst bandının yükseltilerek faiz koridorunun genişletilmesi ve böylece ek parasal sıkılaştırma için zemin oluşturulmasıdır. 19.07.2012'nin son tarih olarak alınmasının nedeni ise, bu tarihte gerçekleştirilen PPK toplantısında önceki ayları aksine EPS'lerin yapılabileceğine dair söylemin terk edilmesi ve bu tarihten itibaren EPS yapılmamasıdır.

⁴ GARCH(1,1) modelinin diğer GARCH spesifikasyonlarına tercih edilmesinin nedeni literatürde ve piyasa analizlerinde oynaklığın modellenmesinde en çok kullanılan GARCH modelinin GARCH(1,1) olması, ayrıca AIC ve SIC kriterlerine göre de GARCH(1,1)'in daha iyi sonuçlar vermesidir.

⁵ Modelin 2 farklı versiyonu olmasının nedeni, 1. EPS'nin gerçekleştirildiği dönemin (29.12.11-09.01.12) bir kısmında (30.12.11-04.01.12) EPS'nin yanı sıra döviz müdahalelerinin de gerçekleştirilmiş olması, döviz müdahalesi olan günler için de bir kukla değişken oluşturarak EPS'lerin etkisinin daha doğru bir şekilde analiz edilmesinin hedeflenmesidir.

⁶ Döviz oynaklığını inceleyen literatürdeki benzer çalışmalarda da VIX endeksi kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. (Cairns et al. 2007, Chadwick et al. 2012) Model sonuçlarında CVIX değişkeninin anlamlı çıkması da, bu değişkenin dahil edilmemesinin "dahil edilmemiş değişken hatası"na (omitted variable bias) neden olacağını göstermektedir. Literatürde yurt içi ve yurtdışı faizleri arasındaki farkında modellere dahil edilmiş olmasına rağmen bu çalışmada faiz farkının modele dahil edilmemesi; burada esas etkisi incelenen EPS'lerin doğrudan faizleri etkiliyor olması, dolayısıyla bu farkın da modele eklenmesinin "çoklu bağlantı" (multicollinearity) problemine neden olacak olmasıdır.

Modellerde kullanılan değişkenlerin açıklamaları aşağıda yer almaktadır:

$$R_t = \ln(p_t/p_{t-1}) * 100, \quad p_t: \text{kur sepetinin değeri}$$

$$D_{EPS} = \begin{cases} 0, & \text{diğer günler} \\ 1, & \text{ek parasal sıkılaştırmanın yapıldığı günler} \end{cases}$$

$$D_{DM} = \begin{cases} 0, & \text{diğer günler} \\ 1, & \text{döviz müdahalesinin olduğu günler} \end{cases}$$

$$CVIX_t = \ln(VIX_t/VIX_{t-1}) * 100, \quad VIX_t: \text{VIX değeri}$$

Model sonuçları Tablo 1'de gösterilmektedir. EPS'nin kur oynaklığını düşürücü yönde etkili olduğu ve bu etkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Modele döviz müdahalesi kukla değişkeninin katılması da bu sonucu değiştirmemiştir.

Tablo 1. Model Sonuçları

| Seviye Denklemi | | | Varyans Denklemi | | |
|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|-------------------|
| Bağımlı Değişken: R_t | | | Bağımlı Değişken: h_t | | |
| | Model 1 | Model 2 | | Model 1 | Model 2 |
| c | -0,046 (0,000) | -0,030 (0,006) | c | 0,014 (0,000) | 0,017 (0,000) |
| D_{EPS} | -0,103 (0,120) | -0,074 (0,300) | D_{EPS} | -0,020 (0,006) | -0,024 (0,019) |
| D_{DM} | | -0,410 (0,038) | D_{DM} | | 0,045 (0,127) |
| $CVIX_t$ | 0,021 (0,000) | 0,022 (0,000) | $CVIX_t$ | 0,003 (0,049) | 0,003 (0,108) |
| | | | ε_{t-1}^2 | -0,081 (0,000) | -0,091 (0,001) |
| | | | h_{t-1} | 1,019 (0,000) | 1,019 (0,000) |
| R^2 | 0,1020 | 0,1188 | | | |

Özetle, EPS'nin döviz kuru üzerindeki etkisinin analiz edildiği bu çalışmada, EPS'nin kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak EPS'lerin etkin bir politika aracı olarak geçici fiyat hareketlerinin enflasyon görünümünü bozmasına engel olmanın yanı sıra sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasına da katkı yaptığı düşünülmektedir.

Kaynakça:

Akçelik, Yasin, Ermişoğlu, Ergun, Oduncu, Arif ve Taşkın, Temel (2012). "Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi," TCMB Ekonomi Notu No. 12/30.

Başçı, Erdem (2011). "Başkan Başçı'nın 2012 Yılında Para ve Kur Politikası Toplantısında Yaptığı Konuşma (Ankara, 27/12/2011)"

Başçı, Erdem (2012). "Başkan Başçı'nın Türkiye İhracatçılar Meclisi Başkanlar Kurulu Toplantısında Yaptığı Sunum (İstanbul, 18/05/2012)".

Borio, Claudio (2011). "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" BIS Working Papers No. 353.