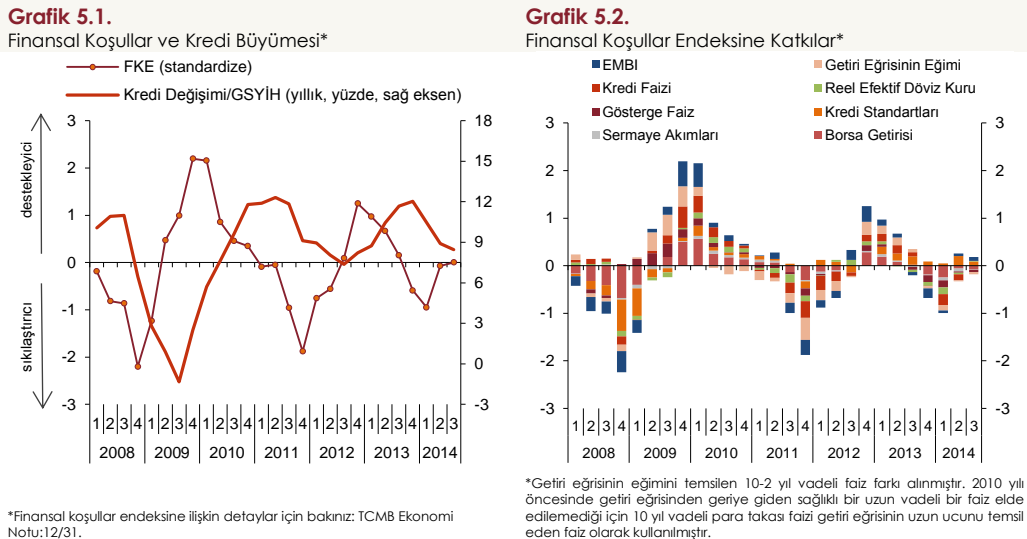


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

Geçtiğimiz üç aylık dönemde finansal piyasalar uluslararası gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemeye devam etmiştir. Bu dönemde, Fed'in para politikalarına ilişkin belirsizliklerin geçtiğimiz yıla kıyasla düşük seyretmeye devam etmesi risk iştahını desteklese de küresel büyüme görünümündeki zayıf seyir finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir. Ayrıca artan jeopolitik riskler de piyasalardaki oynaklığı besleyen diğer bir etken olmuştur. Öte yandan, başta petrol olmak üzere hammadde fiyatlarındaki gerileme Türkiye gibi enerji kaynakları açısından dışa bağımlı ülkelerin risk primi açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir.

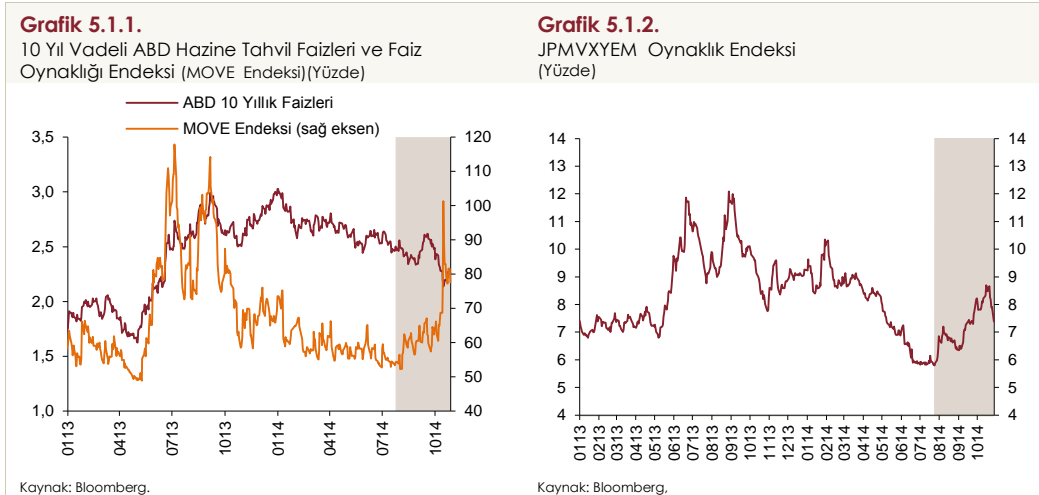
Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi 2014 yılının üçüncü çeyreği için nötr bir seviyeye (tarihsel ortalamasına yakın) işaret etmektedir (Grafik 5.1). Bu dönemde endekste yer alan değişkenlerin finansal koşullara münferit katkıları da genellikle nötre yakın gerçekleşmiştir (Grafik 5.2). TCMB'nin temkinli politika duruşunun etkisiyle gösterge faiz ve getiri eğrisinin eğimi üçüncü çeyrekte finansal koşullara azalarak da olsa sıkılaştırıcı yönde katkı vermeye devam etmiştir. Kredi koşulları ise görece olarak destekleyici yönde hareket etmiştir. Kredi faizinin katkısı 2014 yılının ilk iki çeyreğinde negatif iken üçüncü çeyrekte nötr olarak gerçekleşmiştir. Kredi standartları ise üçüncü çeyrekte tarihsel ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum ticari kredilere uygulanan standartlardaki iyileşmeden kaynaklanmaktadır. Kredi faizlerindeki düşüş eğiliminin sürmesi ve bankalar tarafından kredilere uygulanan standartların seyri yıllık kredi büyümesindeki düşüş eğiliminin önümüzdeki dönemde devam etmeyeceğine işaret etmektedir. Öte yandan jeopolitik risklere bağlı artan ihtiyati tasarruf eğiliminin ve TCMB'nin likidite duruşundaki sıklığın finansal koşullardaki gevşemeyi sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.



5.1. Finansal Piyasalar

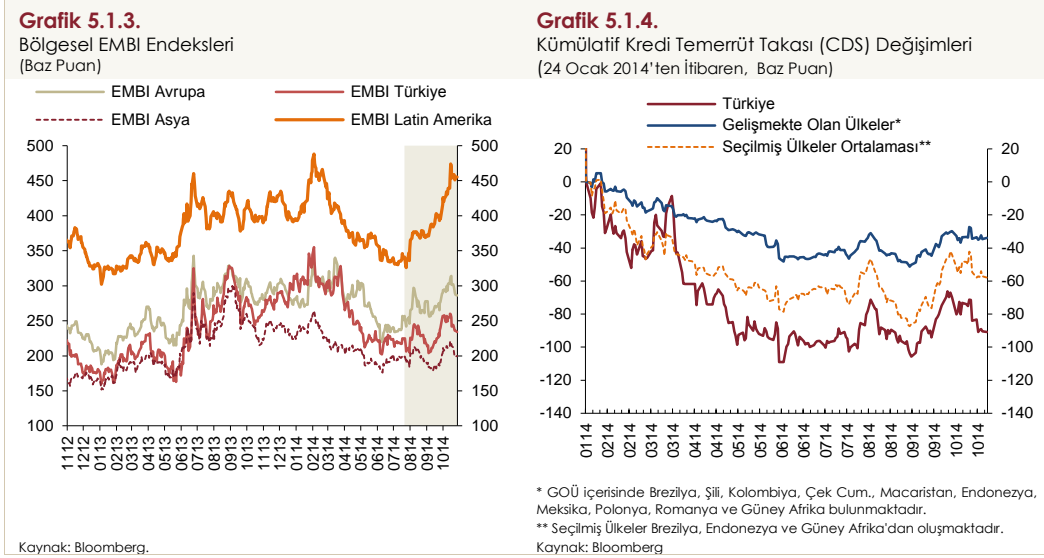
Küresel Risk Algılamaları

2014 yılı üçüncü çeyreğinde küresel para politikalarında belirsizlikler devam etmiş, Fed varlık alımlarını sonlandırırken politika faizini bir süre daha düşük seviyede tutacağını ifade etmiştir. ABD ikinci çeyrek büyüme oranında Ağustos ve Eylül aylarında yapılan yukarı yönlü revizyonlar ve hem iktisadi faaliyette hem de öncü göstergelerde gözlenen toparlanma, Fed'in faiz artırımını daha erken bir tarihe alabileceği yönünde bir algı oluşturmuştur. Diğer taraftan, Ekim ayında bazı Fed üyelerinin, zayıf seyreden küresel büyüme karşısında, Fed'in iktisadi büyümeyi desteklemeye devam edeceği şeklinde oluşturduğu algılar küresel risk iştahının artmasına sebep olmuştur. Öte yandan, ECB Euro Bölgesi iktisadi faaliyetinin zayıf seyri ve artan deflasyon riskine karşılık politika faizi ve bankaların kendisinde tuttukları mevduata uyguladığı negatif faizi 10'ar baz puan düşürmenin yanında, bu yılın son çeyreğinde başlamak üzere iki yıl sürecek olan varlığa dayalı menkul kıymet satın alımları politikasını hayata geçirmeye karar vermiştir. Bu çeyrekte gözlenen bir diğer önemli gelişme ise açıklanan Japonya ikinci çeyrek büyüme verisinin yüksek oranda düşüş kaydetmesi olmuş, bu durum piyasalarca Japonya tarafından ekonomiyi destekleyici yeni teşvikler sağlanabileceği beklentilerini güçlendirmiştir. Bu dönemde küresel para politikalarına dair belirsizlikler ve artan jeopolitik riskler oynaklık endekslerinde artışa yol açmıştır (Grafik 5.1.1 - Grafik 5.1.2). Çeyrek başında bozulan risk algıları sonrasında, küresel yatırımcıların güvenli liman olarak gördükleri ABD varlıklarına artan talebi, bu ülke getirilerinin düşüş kaydetmesine sebep olurken, son dönemde hisse senedinden devlet tahvillerine geçişler ABD getirilerindeki düşüşün sürmesini sağlamıştır (Grafik 5.1.1).



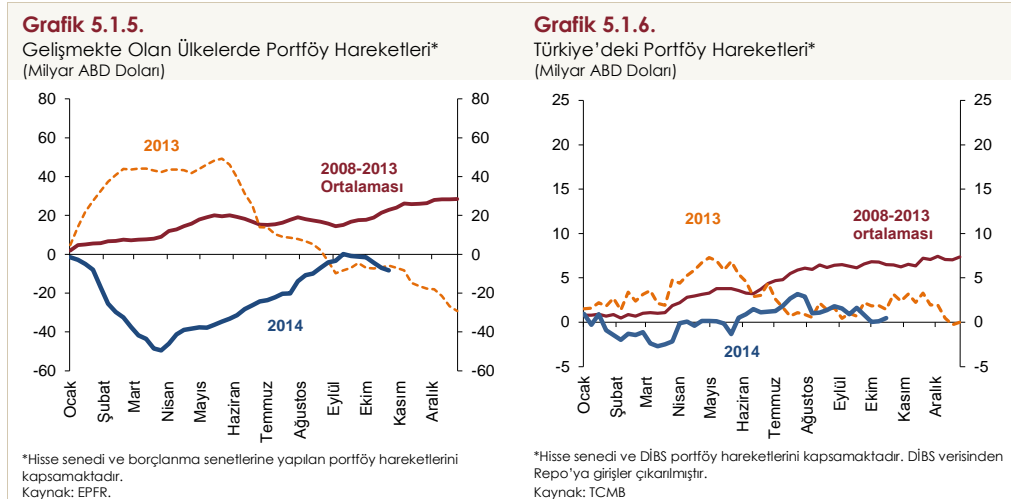
Yılın üçüncü çeyreğinde, özellikle Fed'den gelen sinyaller ile Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkeleri iktisadi faaliyetinde gözlenen yavaşlama, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılarını olumsuz yönde etkilemiş, böylece bu ülkelerin risk primlerinde artışlar gözlenmiştir. 2014 yılının ilk yarısında küresel belirsizliklerin azalmasıyla gelişmekte olan ülkelerin Kredi Temerrüt Takası (CDS) primlerinde gerçekleşen düşüşler, yılın ikinci yarısında Fed'in faiz artırımını ile ilgili belirsizlikler ile Irak ve Suriye'deki gelişmeler kaynaklı artan jeopolitik risklerden dolayı artış kaydetmiştir. Öte yandan, son dönemde iktisadi büyümeyi destekleyici yönde Fed'den gelen açıklamalar neticesinde artan küresel risk iştahıyla beraber CDS

primlerinde bir miktar düşüş gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi de bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel hareket ederek artış göstermiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4).



Portföy Hareketleri

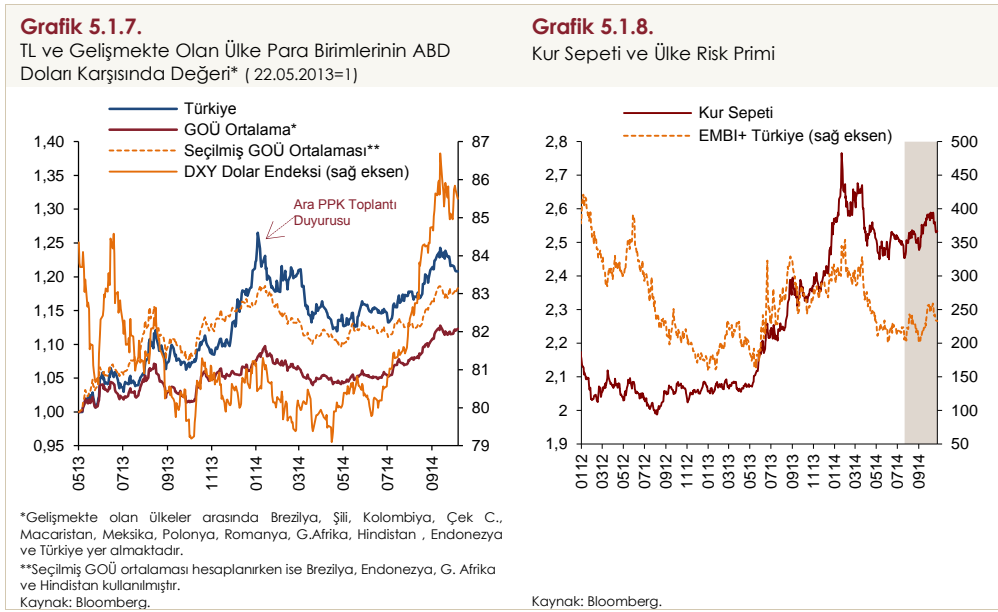
Gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansında gözlenen ivme kaybı ve küresel para politikaları kaynaklı belirsizlikler 2014 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının zayıf ve dalgalı bir seyir izlemelerine sebep olmuştur (Grafik 5.1.5). Türkiye'ye sermaye akımları da bu dönemde artan ülke risk primlerinin de etkisiyle zayıf ve dalgalı bir seyir izlemiş, Haziran-Temmuz dönemindeki sermaye girişlerine karşılık, bu Enflasyon Raporu döneminde sermaye çıkışları yaşanmış ve sene başından itibaren birikimli portföy akımları sıfıra yakın düzeylerde olmuştur (Grafik 5.1.6).



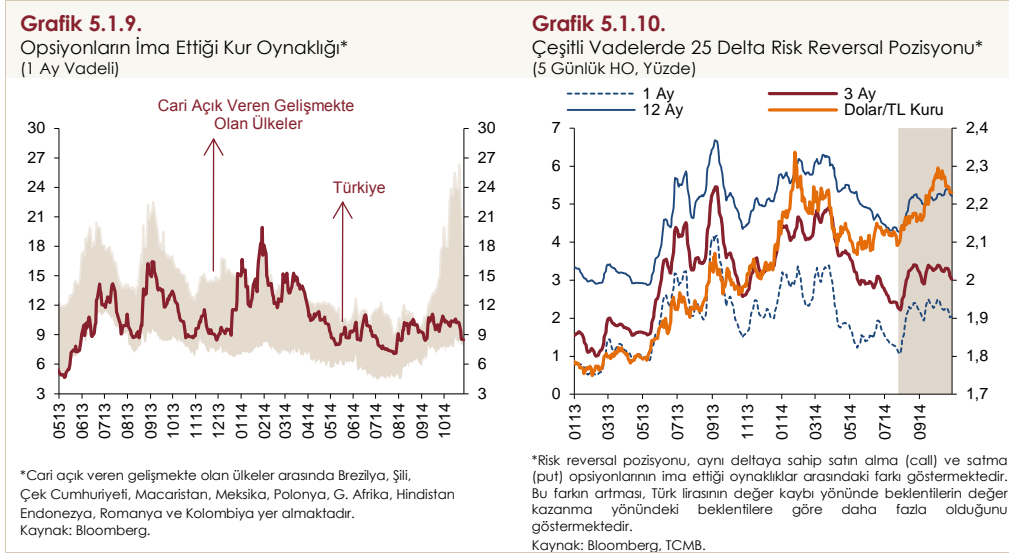
Döviz Kurları

ABD'de olumlu açıklanan büyüme ve istihdam verileri ile öncü göstergelerin işaret ettiği iktisadi toparlanma Fed'in para politikasında normalleşmeyi beklenenden daha erken başlatabileceği şeklinde yorumlanmıştır. Bu durum, Euro Bölgesi ve Japonya'da ekonomiyi destekleyecek yeni nicel genişleme

hamleleriyle gevşek para politikası duruşunun sürdürüleceği beklentileriyle beraber Dolar Endeksi'nin yılın üçüncü çeyreğinde hızla yükselmesine sebep olmuştur. Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana gelişmekte olan ülke para birimleri ise ABD doları karşısında azalan küresel risk iştahı ve ülke risk primlerinde gözlenen artışlara bağlı olarak değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.7). Ekim ayında Fed'den gelen olumlu sinyaller neticesinde bir miktar toparlanan küresel risk iştahı sayesinde bu kayıpların bir kısmı geri alınmıştır. Türk lirası da yılın üçüncü çeyreğinde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir hareket göstermiştir. Bu dönemde, kur sepeti ve risk primi arasındaki güçlü ilişki devam etmiş ve risk primindeki artışa paralel olarak kur sepeti de artış kaydetmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı 24 Temmuz 2014 tarihinde 2,46 seviyesinde seyreden kur sepeti, 27 Ekim 2014 itibarıyla 2,53 seviyelerinde seyretmektedir (Grafik 5.1.8).



2014 yılı üçüncü çeyrek gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarına da yansımış ve ilgili para birimlerinin ima edilen oynaklıklarında artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere paralel hareket ederek hem kısa hem de uzun vadede yükselme kaydetmiştir (Grafik 5.1.9). Son dönemde olumlu seyreden küresel risk iştahıyla beraber, Türk lirasının ima edilen oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke kurlarından pozitif ayrılarak tekrar düşüş kaydetmiştir. Buna ek olarak, kurda üçüncü çeyrek başında gözlenen hareket, satın alma (call) ve satma (put) opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar arasındaki farkı ifade eden risk reversals pozisyonlarında da gözlenmiştir. Bu farkın artması, Türk lirasının değer kaybı yönünde beklentilerin değer kazanma yönündeki beklentilere göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Ancak kurda Eylül ayından itibaren gözlenen artışın risk reversals pozisyonlarına yansımadığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.10.)



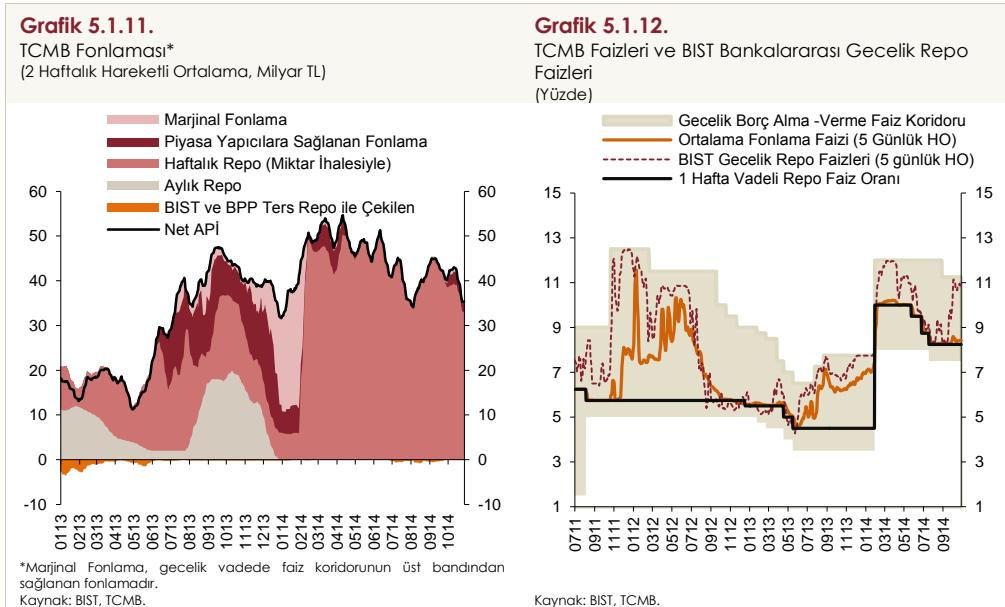
Para Politikası Uygulamaları

2014 yılının üçüncü çeyreğinde küresel likidite koşulları bir miktar bozulmuş, küresel para politikasına ilişkin belirsizlikler devam etmiştir. Bu dönemde Fed varlık alımlarını sonlandırırken, ekonomiyi destekleyici politikalarını bir süre daha devam ettireceğini açıklamış ve uzun vadeli faiz beklentilerini düşürmüştür. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası ekonomik yavaşlama ve deflasyon risklerine karşı politika faizlerinde düşüşe gitmiş ve nicel genişleme programının ayrıntılarını açıklamıştır. Gelişmiş ülkelerin para politikalarındaki gözlenen bu ayrışma, gelişmekte olan ülkeler iktisadi faaliyetindeki ivme kaybıyla beraber sermaye akımlarının oynak bir seyir izlemesine sebep olmaktadır. Bu süreçte TCMB temkinli politika duruşunu sürdürmüş, ölçülü faiz indirimlerine gitmiştir. Bu çerçevede, Temmuz ayında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 8,75'ten yüzde 8,25'e, gecelik borçlanma faizini ise yüzde 8'den yüzde 7,5'e indirmiştir. Ağustos ayında ise faiz koridorunu daha simetrik hale getirmek amacıyla gecelik borç verme faizini yüzde 12'den yüzde 11,25'e, piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranını ise yüzde 11,5'ten yüzde 10,75'e indirmiştir.

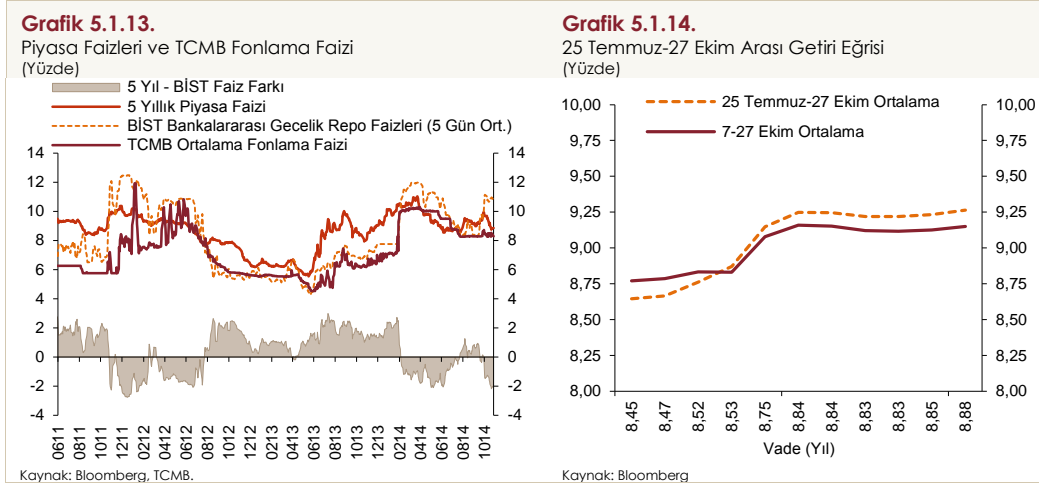
TCMB, önümüzdeki aylarda gerçekleşmesi beklenen küresel para politikalarının normalleşme sürecinde Türkiye'de dengeli büyümenin ve sermaye akımlarının sürekliliğini desteklemek amacıyla, Döviz Depo Piyasası'nda bankalara tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının faiz oranlarını değiştirmiştir. Bankaların bir hafta vadeli olarak TCMB'den son borçlanma imkanı faizlerinin 9 Ekim 2014 tarihinden itibaren ABD doları için yüzde 10'dan yüzde 7,5'e, Euro için yüzde 10'dan yüzde 6,5'e indirilmesine karar verilmiştir. Ayrıca TCMB, bankaların Döviz ve Efektif Piyasalarındaki mevcut toplam 10,8 milyar ABD doları işlem yapma limitlerini bankaların bilanço büyüklüklerinde ve TCMB rezervlerinde görülen artışı dikkate alarak "2015 Yılı Para ve Kur Politikası" basın toplantısında güncelleyeceğini duyurmuştur. Bunun yanında, finansal istikrar açısından bankacılık sektörünün mevcut sağlıklı yapısının daha da güçlendirilmesinin önem taşıdığı ifade edilmiştir. Bu çerçevede TCMB, 21 Ekim 2014 tarihinde yaptığı duyuruda dengeli büyümeyi ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla 2014 yılı Kasım ayından itibaren finansal kuruluşların zorunlu karşılıklarının Türk lirası olarak tutulan kısmına faiz ödemeye başlayacağını belirtmiştir. Buna göre çekirdek yükümlülük rasyoları (mevduat ve özkaynağın kredilere oranı) sektörün üzerinde olan bankalara TCMB ortalama

fonlama maliyetinin 500 baz puan eksiği oranında diğer bankalara da 700 baz puan eksiği oranında faiz ödenecektir. Çekirdek yükümlülüklerle ödenmeye başlanacak faizin bu doğrultuda bir teşvik unsuru olacağı değerlendirilmektedir.

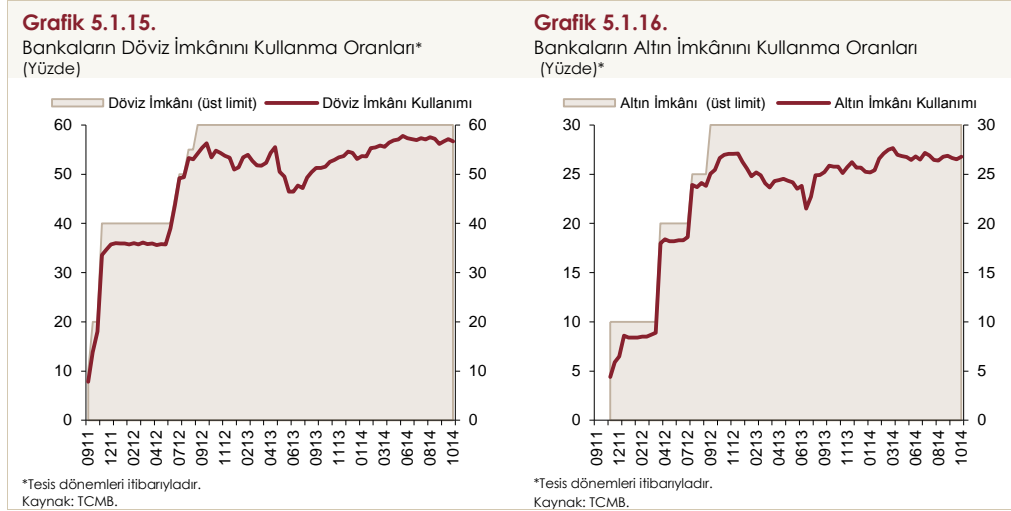
Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana, Ocak ayındaki PPK ara toplantısında alınan para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirme kararı kapsamında başlanan TCMB fonlamasının temelde bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılması uygulanmasına devam edilmiştir (Grafik 5.1.11). TCMB fonlamasının çoğunlukla bir hafta vadeli repo ihaleleriyle sağlanması, TCMB ortalama fonlama faizinin haftalık fonlama faizi seviyelerine yakın oluşmasına yol açmıştır. Öte yandan Eylül ayından itibaren jeopolitik riskler ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklık göz önünde bulundurularak sıkı para politikası aktif likidite politikasıyla desteklenmiştir. Bu çerçevede 2014 yılının Temmuz ve Ağustos aylarında bir hafta vadeli repo ihale faizine yakın seviyelerde oluşan BIST gecelik repo faizleri son dönem itibarıyla faiz koridorunun üst bandına yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.12).



TCMB, 2014 yılının üçüncü çeyreğinde ölçülü faiz indirimlerine gitmiş olmakla beraber getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. Bu dönemde 5 yıllık piyasa faizleriyle BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizleri arasındaki fark Ekim ayı itibarıyla negatif değerlerde seyretmektedir (Grafik 5.1.13). Ayrıca TCMB'nin son dönemde likidite politikasını sıkılaştırmasının da etkisiyle kısa vadeli faizlerde artış gözlenmiş ve getiri eğrisi yataya yakın konumunu korumuştur (Grafik 5.1.14). TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürecektir.

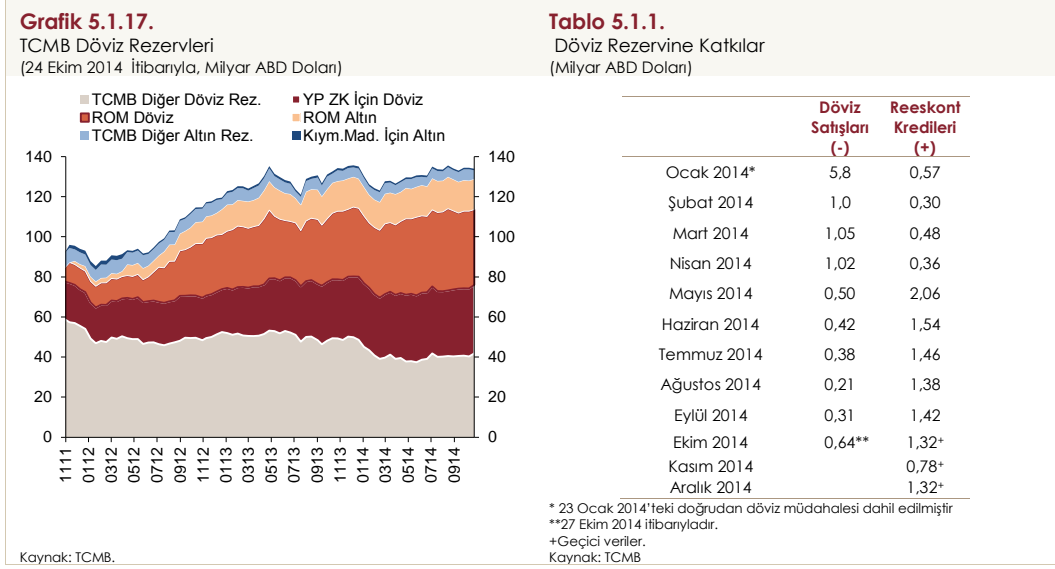


2014 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyrekte olduğu gibi Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyirini koruması sebebiyle Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nı kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların hem altın hem de döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.15 ve Grafik 5.1.16). Bankaların imkândan faydalanma oranı 24 Ekim 2014 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 94 (56,7/60), altın imkânı içinse yüzde 89 (26,8/30) olarak gerçekleşmiştir.



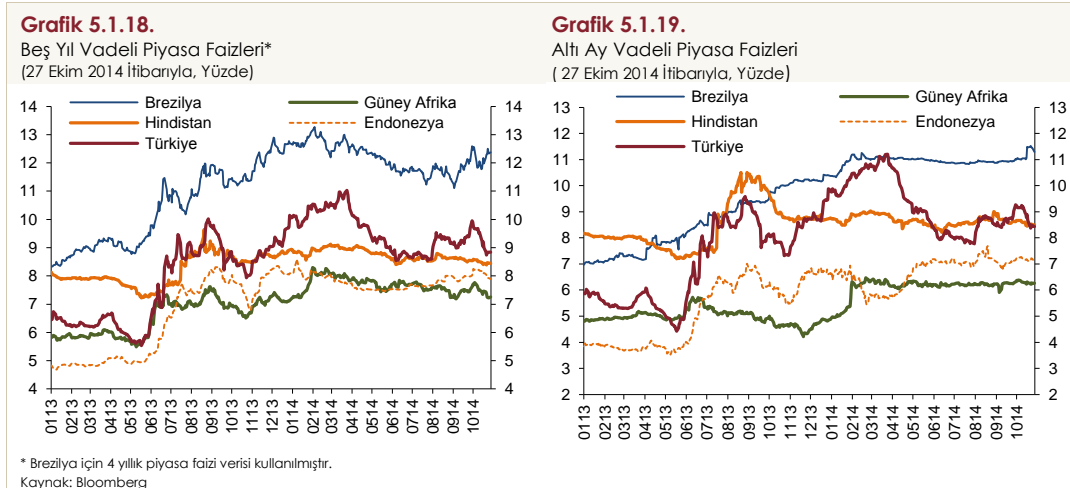
Temmuz Enflasyon Raporu dönemine göre, TCMB rezervlerinde kayda değer bir değişiklik yaşanmamıştır (Grafik 5.1.17). TCMB, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde küresel piyasalarda yaşanan gelişmeleri ve zorunlu karşılıklara ilişkin operasyonel süreçleri dikkate alarak ROM kapsamında tesis edilen döviz cinsini 15 Ağustos 2014 tesis döneminden itibaren ABD doları ile sınırlandırmıştır. Bu dönemde, bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezervlerde yaşanan sınırlı düşüş yabancı para zorunlu karşılık kapsamında tutulan rezervlerdeki artışla telafi edilmiştir. TCMB, 2014 yılının 3. çeyreğinde döviz kurlarındaki oynaklıkta görülen artış nedeniyle 29 Eylül 2014 tarihinden itibaren döviz satım ihale tutarını "en az 10 milyon ABD doları"ndan "en az 40 milyon ABD doları"na yükseltmiştir. Öte yandan TCMB, 20 Ekim 2014 tarihinde yaptığı değişiklikle dengeli büyümeyi desteklemek amacıyla İhracat Reeskont kredisi limitlerini artırmış ve kredi maliyetlerini düşürmüştür. Bu değişiklikler sayesinde

ihracatçıların TCMB reeskont kredisi imkanını daha fazla kullanması ve TCMB döviz rezervlerine bu yolla sağlanacak katkının 2015 yılında daha yüksek seviyelerde gerçekleşmesi beklenmektedir. Önümüzdeki dönemde döviz satım ihalelerine devam edilmesi ise TCMB döviz rezervini azaltıcı yönde etkileyecektir (Tablo 5.1.1).



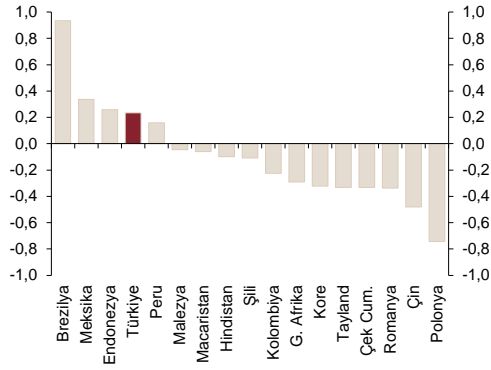
Piyasa Faizleri

2014 yılı üçüncü çeyreğinin başında gelişmekte olan ülkelerin ülke risk primlerinde gözlenen artış ve sermaye akımlarındaki zayıf ve dalgalı seyrin etkisiyle gelişmekte olan ülke piyasa faizleri bir miktar yükselmiştir. Ekim ayında küresel risk iştahında gözlenen toparlanmayla beraber, piyasa faizlerindeki artışlar kısmen geri alınmıştır (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri de önce artmış, daha sonra düşüş göstermiştir. Türkiye'nin jeopolitik risklerin yaşandığı bölgelere yakınlığı ve bu bölgedeki ülkelerle ticari ilişkileri bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizlerinin diğer gelişmekte olan ülke faizlerine göre daha oynak bir seyir izlemesine sebep olmuştur. Ülke bazında bakıldığında ise Türkiye, beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre en fazla artış kaydeden ülkeler arasında yer almaktadır (Grafik 5.1.20 ve Grafik 5.1.21).



Grafik 5.1.20.

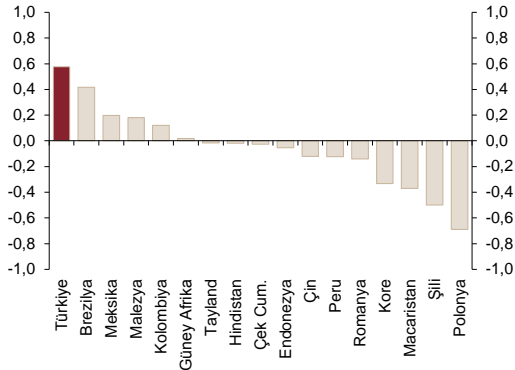
2014 Yılı 3. Çeyrekte Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim
(24 Temmuz – 29 Ekim 2014 Arası Değişim, Yüzde)



* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.21.

2014 Yılı 3. Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim
(24 Temmuz – 29 Ekim 2014 Arası Değişim, Yüzde)

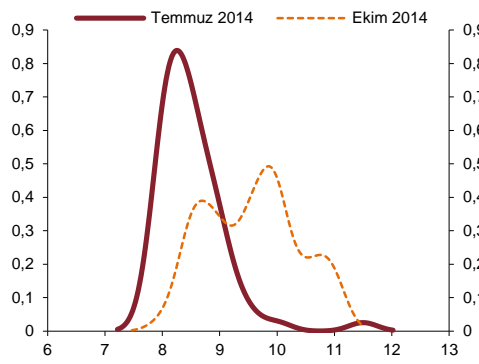


Kaynak: Bloomberg.

Eylül ayından itibaren artan jeopolitik riskler ve finansal piyasalarda gözlenen oynaklığa karşılık TCMB sıkı politika duruşuna ilaveten likidite önlemlerine de başvurmuştur. Son dönemde alınan likidite önlemlerinin etkisiyle BIST gecelik repo faizlerinin faiz koridoru üst bandına yakın oluşması sağlanmıştır. Buna bağlı olarak BIST Repo-Ters Repo pazarı gecelik faiz beklentisi dağılımı Temmuz ayına göre bir miktar sağa kaymıştır (Grafik 5.1.22). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Temmuz ayına kıyasla artış gözlenmektedir (Grafik 5.1.23).

Grafik 5.1.22.

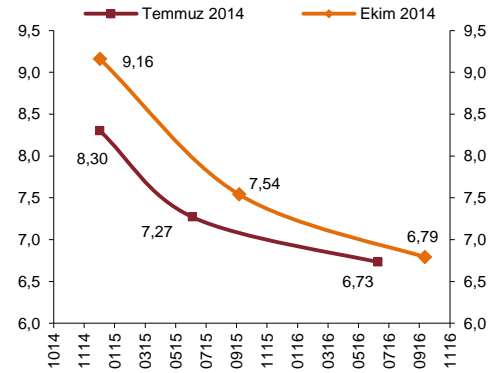
BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faiz Beklentisi*



*Beklenti Anketi'nden alınmıştır.
Kaynak: TCMB.

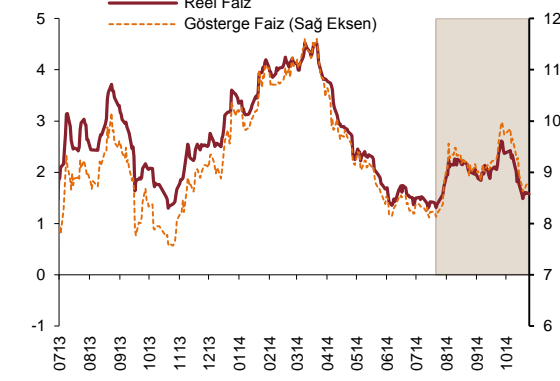
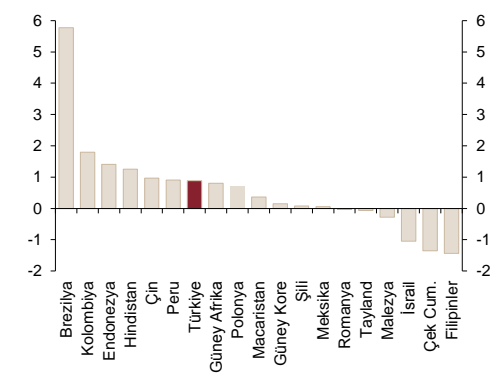
Grafik 5.1.23.

Enflasyon Beklenti Eğrisi *



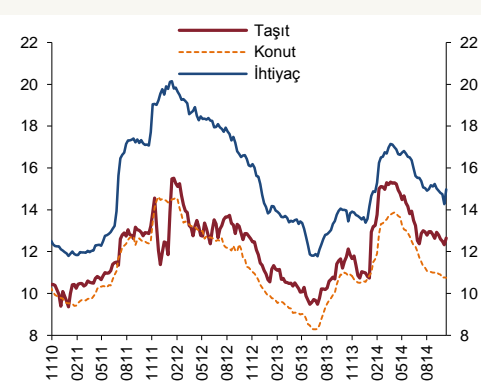
*Beklenti Anketi'nden alınmıştır. Değerler sırasıyla, cari yıl sonu, 12 ay sonrası ve 24 ay sonrasına dair beklentileri göstermektedir.
Kaynak: TCMB.

2014 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye'de reel faizlerin önce arttığı, daha sonra azaldığı gözlenmiştir. İki yıl vadeli enflasyon beklentilerinde kayda değer bir değişim gözlenmemekle birlikte, nominal faiz oranlarının seyri iki yıl vadeli reel faizlerin bu çeyrekteki hareketinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.1.24). Gösterge faiz ise, üçüncü çeyrek boyunca genel olarak Türkiye'nin risk primine paralel bir hareket göstererek önce artmış, daha sonra ise düşüş kaydetmiştir (Grafik 5.1.24). Son dönemde gözlenen düşüşler sonrasında Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında orta seviyelere doğru hareket etmiştir (Grafik 5.1.25).

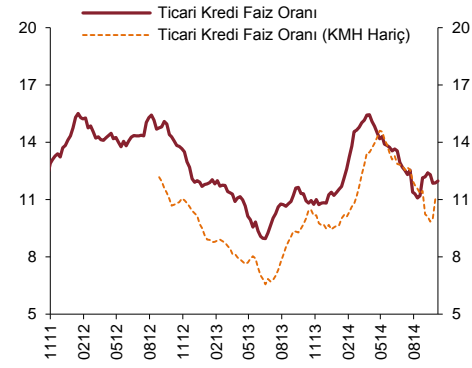
Grafik 5.1.24.Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi ve Gösterge Faiz*
(Yüzde, 27 Ekim itibarıyla)* Bloomberg'den alınan Türkiye'nin 2 yıllık piyasa faizinden TCMB Beklentisi Anketi'nden alınan önümüzdeki 2 yıla ait TÜFE enflasyon beklentisiyle çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.**Grafik 5.1.25.**İki Yıllık Reel Faizler**
(29 Ekim 2014 Tarihi İtibarıyla)**Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvil gelirlerinden Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen gelecek 2 yıla ait enflasyon beklentisiyle çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2014 yılı başında önemli ölçüde artış gösteren finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları yılın devam eden kısmında gerek yurt içi gerekse yurt dışı finansman koşullarının daha az sıkı hale gelmesi ile birlikte kademeli olarak azalış göstermiştir. Tüketici kredileri faiz oranlarında bir önceki çeyreğe göre en fazla düşüş yaklaşık 130 baz puan ile konut kredilerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.26). Önemli ölçüde kısa vadeli kullanılan ticari kredi faiz oranları aşağı yönlü hareketine devam ederek yaklaşık 100 baz puanlık bir düşüş gerçekleştirmiştir. Ramazan Bayramı haftasında görülen azalış devam etmemiş, takip eden haftada ticari kredi faiz oranı eski seviyesine yükselmiştir (Grafik 5.1.27). Yılın üçüncü çeyreğine yönelik Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre bankalar ticari firmalara yönelik teminat ihtiyacını sınırlı olarak düşürürken faiz dışında alınan ücret ve komisyonlarda herhangi bir değişim gerçekleştirilmemiştir.

Grafik 5.1.26.Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, Yüzde)

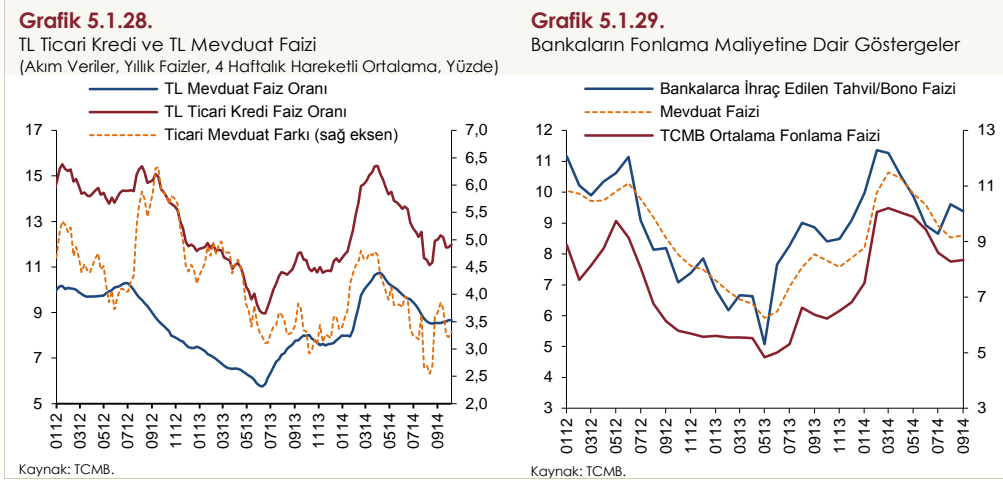
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.27.TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yüzde)

Kaynak: TCMB.

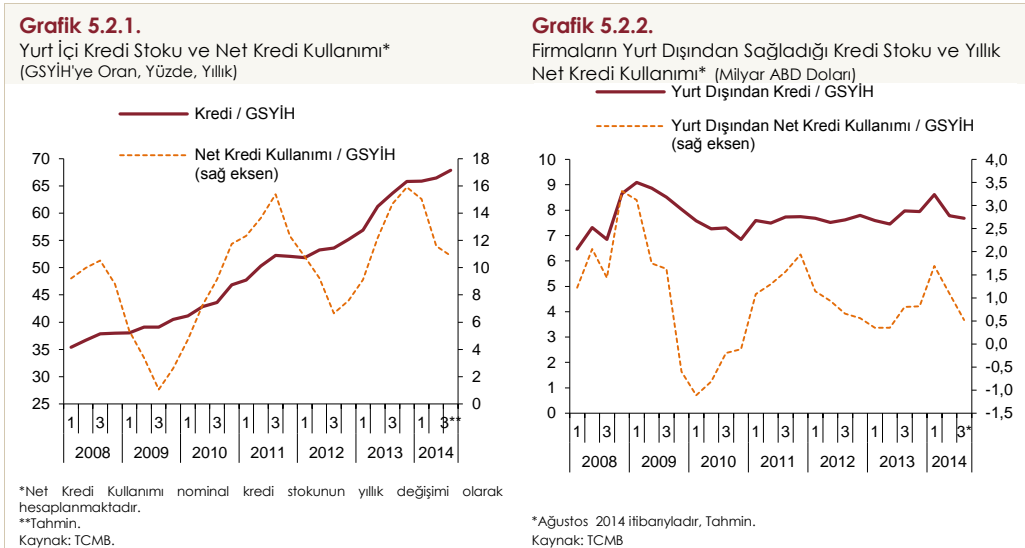
Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip olan mevduatlara ödenen faiz oranı, yılın ikinci çeyreğine TCMB'nin aldığı kararları yansıtabilecek şekilde düşüş göstererek başlamış; Ağustos ve Eylül aylarında ise yatay bir seyir izlemiştir. Bu dönemde, ilgili gelişmeleri yansıtabilecek şekilde hareket eden ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki

fark üçüncü çeyreğin sonunda yüzde 3,5 değerinin bir miktar altında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.28). Yılın üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkeler büyüme performansında gözlenen ivme kaybı ve küresel para politikaları kaynaklı belirsizlikler bu dönemde sermaye akımlarının zayıf ve dalgalı bir seyir izlemelerine sebep olurken Türkiye'ye sermaye akımları da bu dönemde artan ülke risk primlerinin de etkisiyle benzer bir seyir izlemiştir. Bu nedenlerle Ağustos ayında bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri artış göstermiş, Eylül ayında ise bir miktar düşmüştür (Grafik 5.1.29).

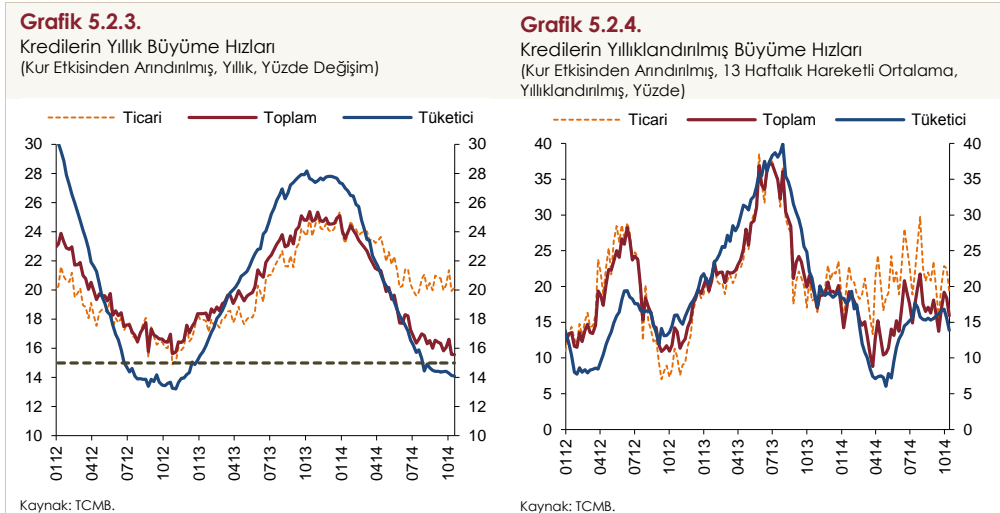


5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

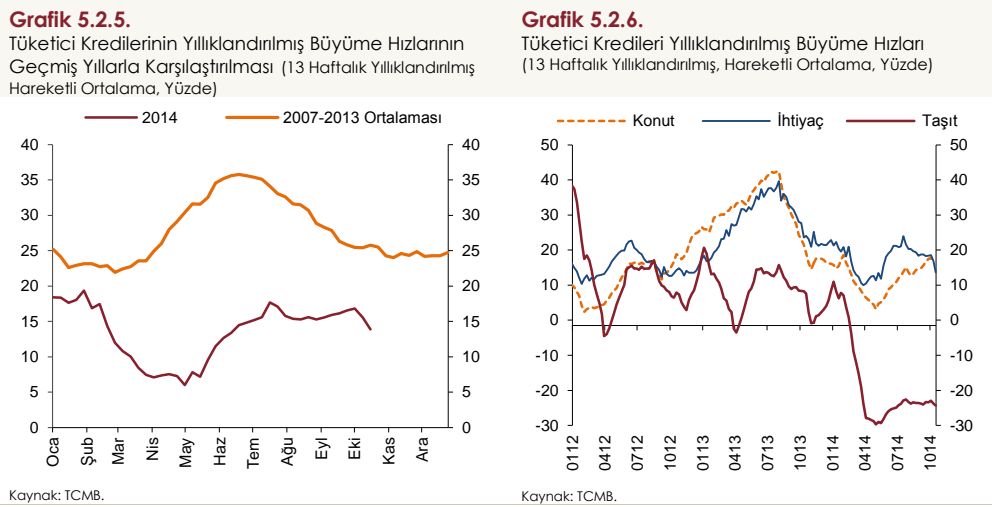
Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredinin GSYİH'ye oranı, kredi büyüklüğünün artış hızındaki yavaşlamayı yansıtacak şekilde 2014 yılının üçüncü çeyreğinde düşüş eğilimini sürdürmüştü ve yüzde 12 seviyesinin altına inmiştir (Grafik 5.2.1). Önümüzdeki çeyrekte, TCMB'nin temkinli politika duruşunun etkisiyle net kredinin GSYİH'ye oranının ılımlı olarak düşüş göstereceği değerlendirilmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredi kullanımının ise bu dönemde tarihsel ortalamalara yakın seyretmesi yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşamadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2).



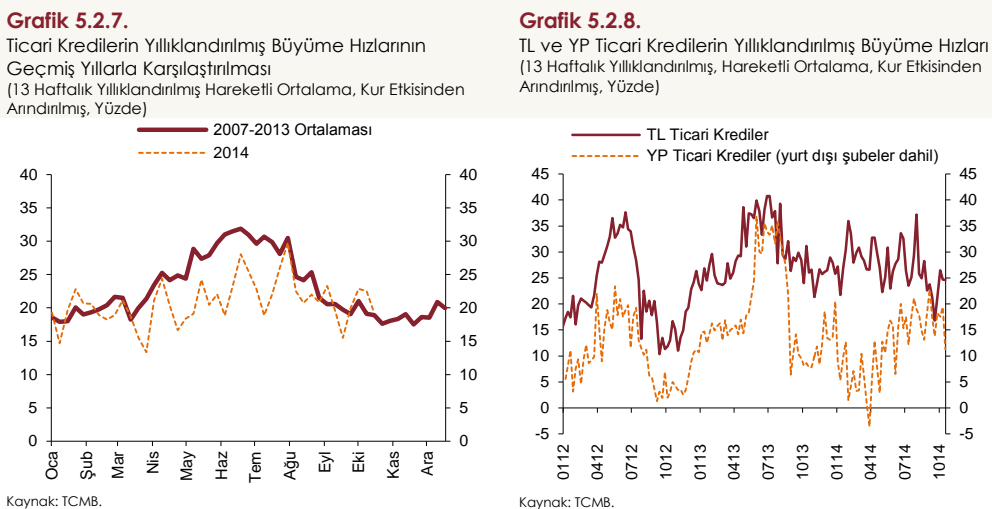
TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve BDDK'nın sene başında yürürlüğe koyduğu uygulamalar neticesinde yavaşlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranı, 2014 yılının üçüncü çeyreğinde ılımlı bir düşüş göstermiştir. Son üç aylık dönemdeki kredi gelişmelerini yansıtan yıllıklandırılmış toplam kredi büyüme oranı, geçmiş yıllar ortalamasının altında seyretmekle beraber ortalama değere yaklaşmıştır. Bu durumda azalan yurt içi fonlama maliyetlerine bağlı olarak ılımlı düşüş gösteren kredi faiz oranları etkili olmuştur. Ancak, tüketici güvenindeki seyrin bir önceki çeyreğe göre düşük devam etmesi ve genel iktisadi görünüme dair algıda bir değişim olmaması kredi büyüme oranının yükselmesini engellemiştir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2014 yılı ikinci çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 16,4 (Grafik 5.2.3), üçüncü çeyreği kapsayan 13 haftalık hareketli ortalama yıllıklandırılmış bazda yüzde 16,7 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Yılın son çeyreğinde, hanehalkı ve firmaların kredi taleplerinin artış göstereceği beklentisi ile iktisadi faaliyette toparlanma beklentisi kredi büyüme oranlarında artışı ima ederken bankaların hem yurt içi hem de yurt dışı fonlama maliyetlerinde artış beklemesi ima edilen bu artışın sınırlı olacağını işaret etmektedir.



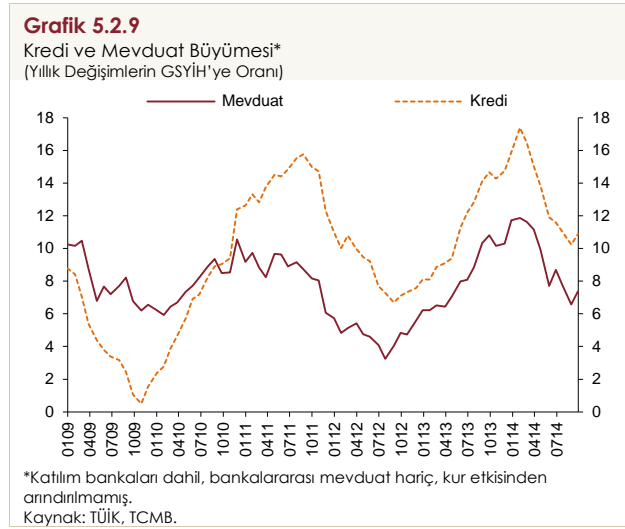
Mayıs ayından başlayarak yıllıklandırılmış büyüme oranı yükselmeye başlayan tüketici kredileri, yılın üçüncü çeyreğinde de bu hareketini devam ettirmiştir (Grafik 5.2.5). Mevsimselliğe rağmen ılımlı olarak yükselen tüketici kredileri büyüme oranı kademeli bir düşüş sergileyen tüketici kredisi faiz oranlarındaki gelişmeleri yansıtmaktadır. Yukarı yönlü bu hareket faiz duyarlılığı yüksek olan konut kredilerinde belirgin bir şekilde gözlenmektedir. İhtiyaç kredileri ise geçmiş yıllar ortalamasına paralel bir seyir izlemektedir. Konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı çeyrek sonu itibarıyla yüzde 17,5 oranında gerçekleşirken ihtiyaç kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı aynı dönem için yüzde 18,3 oranı ile geçmiş yıllarının ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 5.2.6). Yılın üçüncü çeyreğini kapsayan Kredi Eğilim Anketi'ne göre tüm tüketici kredisi alt kalemlerinde sınırlı bir kredi standartı sıkılaştırması görülürken, talep tarafında konut kredilerinde gözlemlenen artış belirgindir. 2014 yılı son çeyreğinde bankalar bireysel kredilerin standartlarında herhangi bir değişim yapmayı beklemezken, aynı dönem için konut ve ihtiyaç kredilerinde görülen talepte bir artış beklemektedir. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde sınırlı düşüş gösteren tüketici güven endeksleri talepte görülmesi beklenen bu artışın sınırlı olabileceğini ima etmektedir.



Yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel ortalamanın bir miktar altında seyreden ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı üçüncü çeyrekte geçmiş yıllar ortalamasına yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 5.2.7). Kur ayırımına bakıldığında Türk lirası cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme oranının düşüş gösterdiği, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme oranının ise arttığı görülmektedir (Grafik 5.2.8). Yılın üçüncü çeyreğini kapsayan Kredi Eğilim Anketi sonuçlarına göre ölçek, vade ve para cinsi ayrımlarına göre ticari kredi standartlarında herhangi bir değişiklik gerçekleşmemiştir. Bu dönemde, ticari firmalardan talep edilen teminat ihtiyacında sınırlı bir azalış gerçekleşmiştir. Talep tarafına bakıldığında ise, firmaların bankalara yansıttığı talepte bir daralma görülmektedir. Bu daralma daha çok büyük ölçekli firmalar için yaşanmıştır. İşletmelerin kredi talebini etkileyen unsurlar incelendiğinde, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde yatırım talebinin belirgin şekilde azaldığı görülmektedir. Önceki dönemde talebi artırıcı unsurlar arasında önemli bir rol oynayan stok artırımını ve işletme sermayesi kullanımı bu dönemde talebi artırıcı bir unsur olmamıştır. Yılın son çeyreği için bankalar ticari kredi standartlarında bir değişim olmasını beklemediklerini belirtmiştir. Aynı dönem için firmaların kredi taleplerinde artış olacağı öngörülmektedir. Bu durum hem KOBİ hem de büyük ölçekli firma kredi talepleri için geçerlidir. Ancak bankalar kısa vadeli krediler için talepte bir değişiklik beklememektedir.



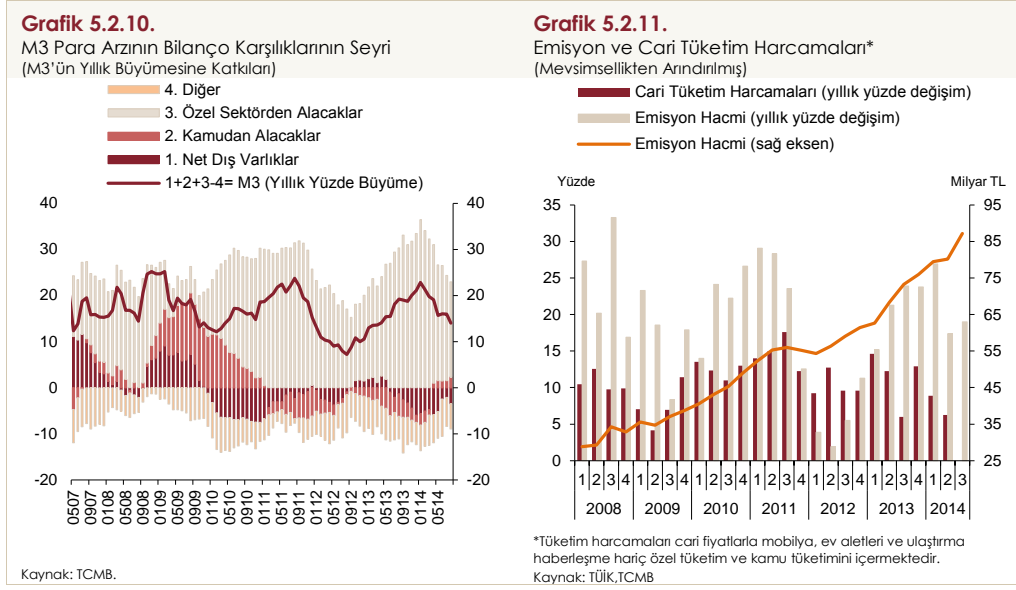
2014 yılı üçüncü çeyreğinde tüketici kredilerinde daha kuvvetli olmak üzere, toplam kredilerin yıllık büyüme oranındaki düşüş devam etmiştir. Alınan makroihtiyati önlemlerle sağlanan ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi ekonomideki dengelenme sürecini desteklerken, ekonomik faaliyete iç talebin katkısının daha sınırlı olacağı ve net ihracatın katkısının ise yüksek olacağı bir görünüm ile uyumludur. Önümüzdeki çeyrekte hem yurt içi hem de yurt dışı fonlama maliyetlerindeki artış beklentisi ve tüketici güveninin seyri kredi büyüme oranları üzerindeki aşağı yönlü etmenler iken tüketici ve ticari kredi taleplerinde öngörülen artış ve iktisadi faaliyette olası toparlanma kredi büyüme oranlarını yükseltebilecektir. TCMB ve BDDK tarafından gerçekleştirilen politikalar neticesinde yavaşlayan kredi büyümesinin kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı düşünülmektedir (Grafik 5.2.9). Kredi ve mevduat büyümeleri farkındaki azalmanın aynı zamanda bankacılık sektörünün dış finansman ihtiyacını da azaltarak önümüzdeki dönemde olası finansal dalgalanmalara karşı sektörün dayanıklılığını artıracak bir faktör olabileceği değerlendirilmektedir.



Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde özel sektöre açılan kredilerdeki artış seyrinin belirleyici olma özelliği 2014 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki artış hızının gerilemesi devam ederek M3 para arzındaki gerilemenin temel unsuru olmuştur.

Diğer taraftan, Kamudan Alacaklar kaleminin M3 büyümesine 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren vermeye başladığı pozitif yöndeki katkısı üçüncü çeyrekte de devam etmektedir. 2014 yılı ikinci çeyreğine göre net dış varlıklar kaleminin negatif katkısında azalış gözlenmiştir. Buna karşılık banka kârlılıklarına paralel olarak görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kaleminin negatif katkısı ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliği korumakla birlikte yılın ikinci çeyreği sonuna göre bir miktar azalmıştır (Grafik 5.2.10).



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi yıllık artış hızında 2014 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artış gözlenmiştir (Grafik 5.2.11). Bu gelişme özel kesim talebinde üçüncü çeyrekte beklenen artış ile uyumludur. Ancak, sıkı para politikası duruşuyla birlikte alınan makroihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle tüketici kredileri büyüme hızlarının yavaşlaması ve özel kesim yurt içi talebinde beklenen ılımlı seyir, emisyon hacmi yıllık artış hızında yaşanan bu yükselişin ılımlı olabileceğine dair beklenti oluşturmaktadır.

Özel sektöre açılan toplam krediler, küresel finansal kriz öncesi dönemde, gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere nazaran oldukça hızlı bir artış göstermiştir. Küresel finans krizi gelişmekte olan ülkelerdeki söz konusu kredi artışını kısa bir dönem için yavaşlatmış olsa da özellikle son yıllarda kredilerin yeniden toparlandığı görülmektedir. Bu artışın temel belirleyicisi ise, küresel kriz öncesi dönemdeki likidite bolluğunun, kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerde uygulanan nicel genişleme politikalarının da etkisi ile daha da belirginleşmesi olmuştur.

Kredi genişlemesinin, ertelenen kredi talebini soğurucu, yatırımları ve dolayısıyla geliri artırıcı etkisi olsa da, hızlı bir kredi genişlemesi potansiyel riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu risklerden birisi kredilerin ithal mal talebi yoluyla cari dengeyi bozmasıdır. Bir diğer risk ise, son küresel krizin öğrettiği gibi, alım gücünün hızlı artışı ile varlık fiyatlarında oluşabilecek balonların finansal hızlandırıcı etkisiyle birlikte sistemik krizlere yol açabilmesidir¹. Merkez bankalarının son yıllarda sık sık dile getirdiği makroihtiyati politikalar bu anlamda, beklentilerin iyi olduğu genişleme dönemlerinde artan kınlanlığı dikkate almanın önemini vurgulamaktadır. Merkez bankaları bu amaçla geleneksel fiyat istikrarı amacının yanına finansal istikrarı da koydukları yeni bir politika anlayışı benimsemektedirler.

Küreselleşen ve derinleşen finans piyasalarında makroihtiyati bir çerçevenin nasıl tasarlanması gerektiği güncel bir sorudur. Bu konuda, her ülkenin kendi finansal koşulları çerçevesinde dikkate alması gereken noktalar olduğu gibi, uluslararası bir çerçeve oluşturmak için de çalışmalar yapılmaktadır². Borio (2010) makroihtiyati politikalara yönelik çalışmaların riskin farklı boyutlardaki dağılımına göre iki temel yaklaşım içerdiğini belirtmektedir. Bu yaklaşımlardan ilki, finans piyasalarındaki sistemik riskin zaman içindeki gelişimini incelemekte; riskin arttığı zamanlarda döngü yumuşatıcı (countercyclical) politikalar uygulanması gereğine vurgu yapmaktadır. İkinci olarak, belirli bir zamanda, riskin çoklu finansal yapıların belirlediği finansal ağ yapısı içinde nasıl dağıldığına, finansal kurumların risklerinin birbirleriyle olan korelasyona bakan; finans piyasalarındaki olası bir krizin etkisinin olumsuz dışsalıklar yoluyla artmasını önleyici tedbirler üzerine yoğunlaşan bir yaklaşımdan söz etmek mümkündür.

Finans piyasalarındaki risklerin yukarıda bahsedildiği gibi, gerek zaman içindeki gelişimini, gerekse yatay-kesit boyutunu dikkate alan birçok risk göstergesi önerilmektedir. Bu göstergelerden bir kısmı piyasa verilerine dayanan erken uyarı sistemleridir. Son yıllarda akademik yazında değer kazanan bir diğer yaklaşım ise kriz öncesi daha çok tercih edilen ve finansal kurumların bilançolarına dayanan mikroihiyati bakış açısını, finans piyasalarının gittikçe karmaşıklaşan yapısını dikkate alarak makroihtiyati bir çerçeveye taşımaya amaçlamakta; bu amaçla stress testlerine, finansal ağ modellerine veya ekonometrik modellere ağırlık vermektedir. Bu çerçevede bu kutu yakın zamanda literatürde bir sistemik risk göstergesi olarak önerilen çekirdek olmayan yükümlülükler ve bu gösterge ile ilgili Türkiye'de yapılan çalışmalar hakkında bilgi sunmayı amaçlamaktadır.

Shin (2010) çalışması bankacılık sisteminin fonlama yapısının güvenilirliğini, finansal kuruluşların bilançolarının yükümlülük tarafındaki büyüklüklerin ayrıştırılması yoluyla incelenmesini önermektedir. Çekirdek ve çekirdek olmayan yükümlülüklerin tanımlanması, ekonomilerin canlanma dönemlerinde görülen kredi genişlemesinin

¹ Schularick ve Taylor (2014) 14 ülke için 130 yılı aşkın bir veri seti ile yaptıkları çalışmada kredi genişlemesinin finansal krizlerle olan ilişkisini göstermektedirler.

² Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) belirli periyodlarla uluslararası BASEL düzenleyici politika çerçevesinin ilgili ülkelerdeki uygulamaları hakkında özet bildirimler yayınlamaktadır. Güncel bir örnek için bkz. BIS (2014).

hangi kanallarla finanse edildiğini görmek açısından faydalıdır. Bankalar, ekonomilerin canlanma dönemlerinde kredi talebini karşılamak amacıyla mevduat gibi güvenilir fonlama kaynakları yerine yurtdışından borçlar veya repo gibi görece daha az güvenilir ve oynak kaynaklara yönelebilmektedirler. Finansal ağ yapısının karmaşıklaştığı, finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağımlılığın arttığı bir çerçevede böylesi bir fonlama davranışı, sektörü sistemik risklere karşı kırılgan bir hale getirebilmektedir. Bu noktadan hareketle, Akdoğan ve Yıldırım (2014) çalışması Türkiye için çekirdek ve çekirdek olmayan bilanço yükümlülük kalemlerinin bir sınıflandırmasını sunmaktadır^{3,4} (Tablo 1).

Tablo 1. Çekirdek ve Çekirdek Olmayan Yükümlülük Sınıflaması			
	Çekirdek Yükümlülükler	Orta Düzey Yükümlülükler	Çekirdek Olmayan Yükümlülükler
	Hanehalkı	Kurumsal ve Ticari	Finansal Kuruluşlar
Likit	Vadesiz Mevduat	Vadesiz Mevduat	Vadesiz Banka Mevduatı
	Kısa Vadeli Tasarruf Mevduatı (1 aya kadar)	Kısa Vadeli Ticari Mevduat (3 aya kadar)	Repodan Sağlanan Fonlar Kısa Vadeli Bankalara Borç
Kısmen Likit	Orta Vadeli Tasarruf Mevduatı (1 ay-1 yıl)	Orta ve Uzun Vadeli Kurumsal ve Ticari Mevduat	Vadeli Banka Mevduatı
Likit Olmayan	Uzun Vadeli Tasarruf Mevduatı (1 yıl ve üzeri)		Orta ve Uzun Vadeli Bankalara Borç Menkul Değer İhraçları Bankalardan Alınan Diğer Borçlar

Kaynak: Akdoğan ve Yıldırım (2014).

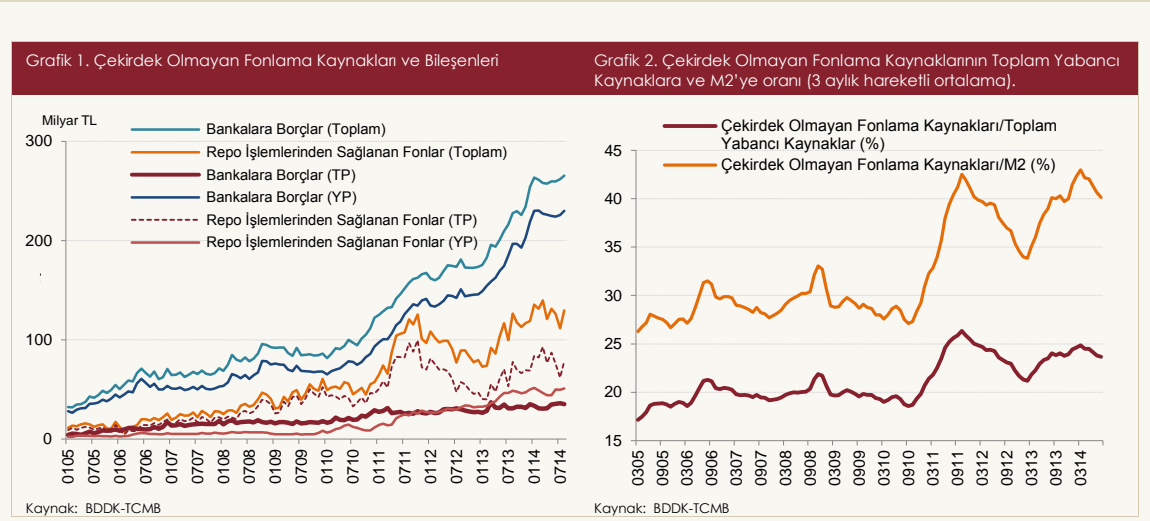
Tablo 1'de görüldüğü gibi yurt içi yerleşik hanehalkının vadesiz ve vadeli mevduatı çekirdek fonlama kaynaklarını oluşturmaktadır. Bu mevduatlar, hanehalkının gelir düzeyi ile birlikte hareket eden; daha güvenilir ve görece olarak ucuz fonlama kaynaklarıdır. Bununla beraber, ekonomilerde canlanma dönemlerinde kredi talebindeki artış, mevduatlardaki artışın üstüne çıkabilmektedir. Bu dönemlerde bankalar mevduat gibi güvenilir kaynaklar yerine diğer finansal kuruluşlardan, özellikle de yurt dışından fonlama sağlamayı tercih edebilmektedirler. Bu çerçevede, çekirdek olmayan yükümlülükler, bankalara borçlar, repo gibi diğer finansal kuruluşlardan alınan borç kalemlerini kapsamaktadır. Bu yükümlülükler, çekirdek yükümlülüklere göre hem daha kısa vadeli hem de daha oynak fonlama kaynaklarıdır.

Türkiye için çekirdek olmayan yükümlülüklerin bileşenlerini incelendiğinde, bankalara borçlar kaleminin, repo işlemlerine kıyasla daha büyük bir payı olduğu görülmektedir (Grafik 1). Borçlanma cinsi açısından karşılaştırıldığında ise, bankalara borçlar kaleminin daha çok yurt dışı bankalara olan borçlardan; repo işlemlerinin ise ağırlıklı olarak Türk lirası cinsi işlemlerden oluştuğu görülmektedir. Grafik 2'de ise çekirdek olmayan yükümlülüklerin toplam yabancı kaynaklara oranı resmedilmektedir⁵. 2005-2010 yılları arası yüzde 17-22 aralığında gezinen bu oran, bu tarihten sonra artış sergileyerek yüzde 25 seviyelerine ulaşmıştır.

³ Akdoğan ve Yıldırım (2014) çalışmasında ayrıca çekirdek olmayan kaynakların gelişimi Türkiye, ABD ve Kore örnekleri ile karşılaştırmalı olarak incelemektedir. Çekirdek olmayan kaynaklardaki artışın temel belirleyicisinin ABD için repo kalemi; Türkiye ve Kore için ise yurtdışı borçlanma kalemi olduğu vurgulanmaktadır. Türk bankacılık sisteminin karşılıklı bağımlılığının finansal ağ bağlantı sistemi ile simüle edildiği çalışma, sistemin likidite şoklarına karşı dayanıklılığını test etmek amacıyla bir likidite stres testi uygulaması sunulmaktadır. Çekirdek olmayan kaynakların son yıllardaki artış göstermesine rağmen, toplam yabancı kaynaklar içindeki payının yüzde 20'ler seviyesinde olmasının, incelenen dönem itibarıyla Türk bankacılık sistemi için endişe verici seviyelere işaret etmediği belirtilmektedir; konjonktürel dalgalanmalarla paralel hareket eden çekirdek olmayan yükümlülüklerin bir sistemik risk göstergesi olarak kullanılması önerilmektedir.

⁴ Kılınc vd. (2013) çalışması Türkiye'de çekirdek olmayan yükümlülükler ile kredi artışı arasında yakın bir ilişkinin varlığını işaret etmektedir. Özen vd. (2013) çalışması ise çekirdek olmayan yükümlülüklerin ve portföy akımlarının finansal piyasaların sakin ve hareketli olduğu dönemlerde farklı hareket edebileceği tezinden hareketle söz konusu büyüklüğün gelişimini 1995-2000 ve 2004-2012 dönemler için karşılaştırmalı olarak incelemektedir. Çalışmanın sonuçları, çekirdek olmayan yükümlülüklerin 2004-2012 döneminde finansal piyasalarda yurtdışındaki gelişmelerden kaynaklanan sıklıkla bir önceki döneme göre daha fazla tepki verdiğini göstermektedir. Binici ve Köksal (2013) çalışması çekirdek olmayan yükümlülükleri Türk bankacılık sisteminin kaldıraç çevrimlerinin temel belirleyicilerinden birisi olduğunu belirtmektedir.

⁵ Shin (2010) bankacılık sektörünün mevduat sahiplerine olan yükümlülüklerinin dikkate alınması amacıyla çekirdek olmayan yükümlülüklerin M2'ye oranının da dikkate alınmasını önermektedir.



Çekirdek yükümlülüklerin toplam yabancı kaynaklara oranının bir sistemik risk göstergesi olarak takip edilmesi ve gerektiğinde bu yükümlülüklerin makul seviyelere çekilmesi amacıyla politikalar geliştirilmesi; finansal sistemin likidite şoklarına karşı dayanıklılığının artması, dengeli büyümenin sağlanması ve yurt içi tasarrufların güçlendirilmesi amaçlarına hizmet edecektir. Bu bağlamda, TCMB Ekim ayı içerisinde çekirdek yükümlülük rasyoları sektör ortalamasından daha yüksek olan finansal kuruluşlara kendi durumlarını bozmadıkları sürece daha yüksek oranda zorunlu karşılık faizi ödenmesine ilişkin bir teşvik mekanizmasını hayata geçirmiştir⁶. TCMB ileriki dönemlerde de gerek söz konusu rasyonun gerekse kredi/mevduat oranının gelişimini yakından takip edecek ve finansal sistemin konjonktürel dalgalanmalara olan duyarlılığını azaltacak politika araçlarını uygulamaya koyabilecektir.

Kaynakça

- Akdoğan, K., & Yildirim, B. D. (2014). Non-core Liabilities as an Indicator of Systemic Risk and a Liquidity Stress Test Application on Turkish Banking System. *Iktisat İşletme ve Finans*, 29(338), 39-66.
- BIS, (2014), Progress report on implementation of the Basel regulatory framework, Basel Committee on Banking Supervision.
- Binici, M., & Köksal, B. (2012). Is the Leverage of Turkish Banks Procyclical?. *Central Bank Review*, 12(2), 11-24.
- Borio, C., (2010), "Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism" keynote address for the BIS-HKMA research conference on "Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach", Honk Kong SAR, 5-6 July 2010.
- Kilinc, Z., Karasoy, H. G., & Yucel, E. (2013). Non-Core Bank Liabilities and Credit Growth: Evidence From an Emerging Economy. *International Finance Review*, 14, 71-90.
- Özen, E., Sahin, C., & Unalmis, I. (2013). External Financial Stress and External Financing Vulnerability in Turkey: Some Policy Implications for Financial Stability. *Central Bank Review*, 13(Special Issue on Systemic Risk), 65-74.
- Schularick, M., & Taylor, A. M. (2009). *Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870–2008* (No. w15512). National Bureau of Economic Research.
- Shin, H.S. and Shin, K., (2010), "Procyclicality and Monetary Aggregates", *NBER Working Papers*, 16836.

⁶ Ayrıntılar için bkz. Çekirdek Yükümlülüklerine Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu (21 Ekim 2014)

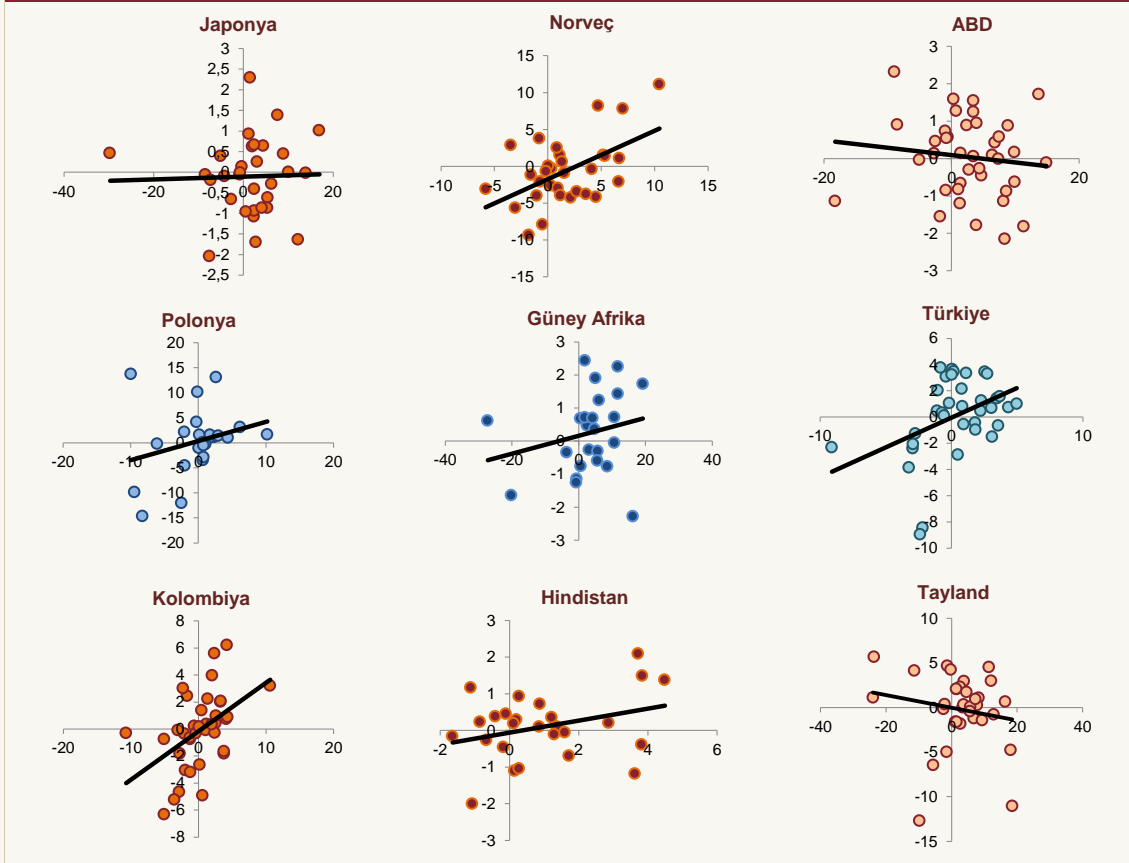
Kutu
5.2

Uluslararası Sermaye Akımları ve Yurt İçi Kredi Büyümesi

Uluslararası sermaye akımları, özellikle düşük tasarruf oranına sahip ülkeler düşünüldüğünde yatırımların finansmanı açısından ekonomiyi olumlu etkileyebilmektedir. Bununla birlikte küresel kriz sonrası dönemde gözlemlendiği gibi gelişmekte olan ülkelerde makro-finansal risklerin birikmesine de yol açabilmektedir. Dolayısıyla uluslararası sermaye akımları ve makro-finansal istikrar arasındaki ilişki cevap aranan önemli bir soru olmayı sürdürmektedir. Özellikle, sermaye akımlarının olumlu taraflarından azami ölçüde fayda sağlarken olumsuz taraflarının önüne geçebilmek politika yapıcılar için önemli bir tartışma konusudur.

Bu kutuda, gelişmiş ve gelişmekte olan 101 ülkeden oluşan panel veri kullanılarak uluslararası sermaye akımları ile yurtiçi kredi büyümesi arasındaki ampirik ilişki incelenmektedir.⁷ Ampirik bulgular bu iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkileşim ortaya koymaktadır. Veri setindeki ülkelere, kişi başına düşen milli gelir ayırımında bakıldığında, kredi büyümesi-sermaye akımları ilişkisinin Türkiye'nin de içinde bulunduğu üst-orta gelir grubu ülkelerde alt-orta ve yüksek gelir grubu ülkelere göre daha güçlü olduğu görülmüştür.

Grafik 1. Uluslararası Sermaye Akımları ve Yurtiçi Kredi Büyümesi



⁷Bu kutuda Arslan ve Taşkın (2014) çalışmasının temel bulguları özetlenmiştir. Analiz detayları için ilgili çalışmaya bakılabilir.

Analizde kullanılan veriler Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) ve Dünya Kalkınma Göstergeleri (WDI) veri tabanları ile Chinn ve Ito (2006), Darvas (2012) ve Broner vd. (2013) çalışmalarından alınmıştır ve 1970-2009 yıllarını kapsamaktadır. Analizde, yurt içi kredi büyümesi, net sermaye akımları, GSYİH, kişi başına düşen milli gelir, reel kur, enflasyon ve dışa açıklık endeksi gibi makroekonomik değişkenler kullanılmıştır.⁸

Regresyon Analizi

Uluslararası sermaye akımları ile yurt içi kredi büyümesi arasındaki ampirik ilişkiyi incelemek amacıyla panel veri regresyonları kullanılmıştır. Referans regresyonda sabit etki modeli, alternatif olarak da Arellano-Bond modeli kullanılmıştır. Regresyon analizinde aşağıdaki denklem tahmin edilmiştir:

$$CR_{it} - CR_{it-1} = \alpha + (NCF_{it} - NCF_{it-1})\beta + (X_{it} - X_{it-1})\delta + D_{yr}\theta + D_{cr}\lambda + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Burada, CR ve NCF sırasıyla, yurt içi kredilerinin doğal logaritmasını ve net uluslararası sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranını temsil etmektedir. X, tüketici fiyat endeksi, reel efektif kur, dışa açıklık, reel GSYİH, reel kişi başına düşen milli gelir değişkenlerini temsil etmektedir. D_{yr} ve D_{cr} ise sırasıyla yıl ve kriz kukla değişkenlerini temsil etmektedir.

Tablo 1. Regresyon Sonuçları

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Net Sermaye Akımları/	0.43***	0.39***	0.37***	0.35***	0.37***	0.37***
GSYİH Değişim	[0.084]	[0.081]	[0.068]	[0.064]	[0.062]	[0.062]
Reel GSYİH	0.62	0.99***	1.16***	1.14***	1.16***	1.18***
% Değişim	[0.514]	[0.176]	[0.188]	[0.188]	[0.178]	[0.180]
Enflasyon	-0.01**	-0.01**	-0.00	-0.00	-0.00	
	[0.004]	[0.004]	[0.003]	[0.003]	[0.003]	
Kriz Kukla Değişkeni	-0.04*	-0.03*	-0.05**	-0.04		
	[0.021]	[0.020]	[0.024]	[0.024]		
Reel Kur	-0.12	-0.10	-0.11			
% Değişim	[0.077]	[0.077]	[0.073]			
Dışa Açıklık	0.01	0.01				
Endeksi Değişim	[0.008]	[0.008]				
Kişi Başına Düşen	0.46					
GSYİH % Değişim	[0.446]					
Yıl Kukla Değişkenleri	+	+	+	+	+	+
Gözlem Sayısı	2,187	2,268	2,436	2,436	2,466	2,466
R ²	0.16	0.15	0.14	0.13	0.13	0.13
Ülke Sayısı	98	100	101	101	101	101

Parantez içinde standart hatalar verilmiştir. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Ana denklem sabit etki modeliyle, değişkenlerin yüzde değişim değerleri kullanılarak tahmin edilmiştir. Kukla değişkenlerin değişimleri yerine kendi değerleri kullanılmıştır. Tahmin edilen katsayılar Tablo 1'de sunulmuştur. Birinci satır net uluslararası sermaye girişleri ile kredi büyümesi arasındaki ilişkiyi gösteren β katsayısının tahmin edilen değerini göstermektedir. Tabloda her bir sütun açıklayıcı değişkenler eklendiğinde sonuçların nasıl değiştiğini göstermektedir. Bu iki değişken arasındaki ilişki pozitif (0,43) ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu diğer kontrol değişkenleri farklılaştığında da değişmemiştir (Tablo 1, sütun 1-6). Denklem tahmininden ayrıca diğer açıklayıcı değişkenlerle kredi büyümesi arasında da istatistiksel olarak anlamlı katsayılar bulunmuştur (Tablo 1, satır 2-7).

⁸ Verilerle ilgili detaylı bilgi için Arslan ve Taşkın (2014)'e bakılabilir.

Uluslararası sermaye akımları ile yurt içi kredi büyümesi arasındaki ilişkiyi kişi başına düşen milli gelir grupları ayırarak incelemek amacıyla (1) numaralı denkleme etkileşim değişkenleri eklenmiştir. Gelir grubu kukla değişkenleri (yüksek gelir grubu ve alt-orta gelir grubu) oluşturulmuş ve bu değişkenlerin diğer açıklayıcı değişkenler ile etkileşimi denkleme dahil edilmiştir. Etkileşim değişkenlerinin katsayı tahminleri Tablo 2'de verilmiştir. Her iki etkileşim değişkeninin katsayısı da negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Buna göre net sermaye girişleri ile kredi büyümesi arasındaki ilişkinin alt-orta ve yüksek gelir grubu ülkelerde, Türkiye'nin de içinde bulunduğu üst-orta gelir grubu ülkelere göre daha zayıf olduğu sonucu çıkmaktadır (Tablo 2, satır 2-3).

(1) Kredi % Değişim	Değişkenler	(2) Kredi % Değişim
0.71*** [0.212]	Net Sermaye Akımları/GSYİH Değişim	-
-0.38 [0.234]	Net Sermaye Akımları/GSYİH Değişim*HID	-
-0.39* [0.230]	Net Sermaye Akımları/GSYİH Değişim*LMID	-
-	Net Sermaye Akımları/Trend GSYİH Değişim	0.77*** [0.218]
-	Net Sermaye Akımları/Trend GSYİH*HID	-0.52** [0.245]
-	Net Sermaye Akımları/Trend GSYİH*LMID	-0.45* [0.236]
2,176	Gözlem Sayısı	2,179
0.17	R ²	0.17
97	Ülke Sayısı	97

Parantez içinde standart hatalar verilmiştir. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Özetle, bu kutuda, uluslararası sermaye akımları ile yurt içi kredi büyümesi arasındaki ilişki incelenmiştir. Ampirik bulgular, bu iki değişken arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkileşim olduğunu göstermiştir. Ülkelere kişi başına düşen milli gelir grupları ayırarak bakıldığında, Türkiye'nin de içinde bulunduğu üst-orta gelir grubu ülkelerde yurt içi kredi büyümesi ile sermaye akımları arasındaki ilişkinin daha güçlü olduğu görülmüştür.

Kaynakça

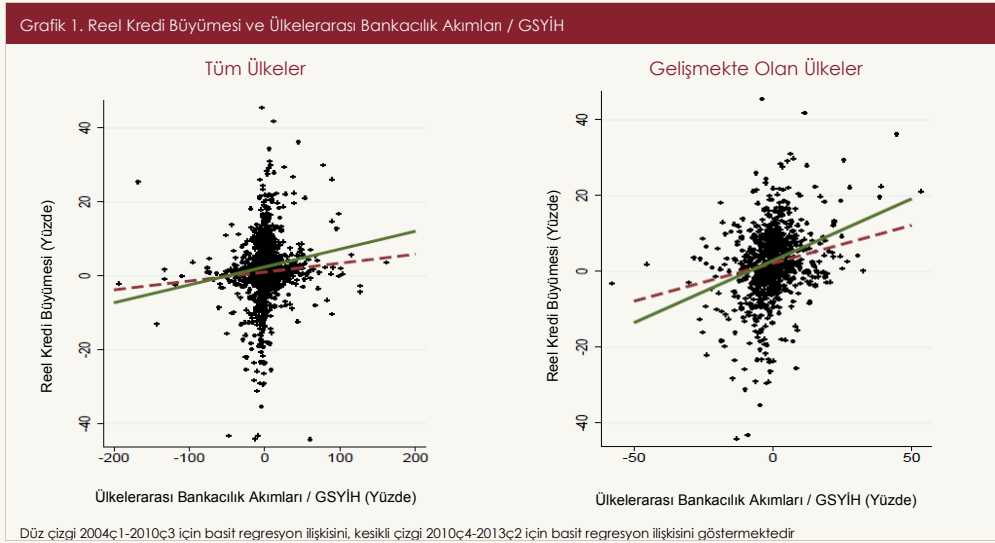
- Arellano, J., Bond, S. (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arslan, Y., Taşkın, T. (2014), "International Evidence on the Interaction Between Cross-Border Capital Flows and Domestic Credit Growth", *İktisat, İşletme ve Finans* 29(341), 37-56.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., Schmukler, S. (2013), "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises", *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 113-133.
- Chinn, M., & Ito, H. (2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.
- Darvas, Z. (2012), "Real Effective Exchange Rates for 178 Countries: a New Database", *Bruegel Working Paper No. 716*.

Kutu
5.3

Sermaye Hareketleri ve Kredi Büyümesi: Makroihtiyati Önlemlerin Etkisi

Küresel finans krizi sonrasında gelişmiş ülkelerde uygulanan nicel genişleme politikaları sonucunda, birçok gelişmekte olan ülke kısa vadeli ve oynak sermaye hareketlerinin getirdiği problemlere maruz kalmıştır. Sermaye girişleri yakınsama sürecinde bulunan ülkelerin verimli projeleri finanse etmesine imkan sağlayarak ekonomik refahın artırılmasına destek verebilirken bu akımlar aynı zamanda finansal risklere de yol açabilmektedir. Bu çerçevede birçok gelişmekte olan ülke son yıllardaki sermaye hareketi dalgalanmalarına karşı politika tedbirleri almıştır.

Bu kutuda, kredi büyümesinin ülkeler arası bankacılık akımlarına olan esnekliğinin sermaye hareketlerine karşı uygulanan politika çerçevelerinden sonra nasıl değiştiği incelenmektedir.⁹ Bu amaçla 33 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için 2004ç1-2013ç2 dönemini kapsayan panel veri kullanılmıştır¹⁰. Bulgular ülkeler arası bankacılık akımlarının kredi büyümesi açısından önemli bir değişken olduğunu ve birçok gelişmekte olan ülkede sermaye akımlarına yönelik politika çerçevesinin uygulanması ile kredi büyümesinin sermaye akımlarına olan esnekliğinin azaldığını göstermektedir.



Grafik 1 analizde kullanılan reel kredi büyümesi ve bankacılık sektörü sermaye akımlarını göstermektedir. 2004ç1-2010ç3 dönemi için iki değişken arasında anlamlı pozitif bir korelasyon gözlenmektedir. Bu korelasyon gelişmekte olan ülkeler için daha güçlüdür. Ayrıca 2010 yılı sonundan itibaren bu ilişkinin tüm ülke grubunda ve gelişmekte olan ülkeler grubunda zayıfladığı gözlenmektedir. Bir regresyon analizi uygulanarak 2010 sonrası dönemde makroihtiyati politika çerçevesi geliştiren ülkelerin kredi büyümesi ve sermaye akımı ilişkisinde diğer ülkelere göre ne kadar farklılaştığına bakılacaktır.

⁹ Daha detaylı bilgi için bakınız Aysan vd. (2014).

¹⁰ 18 gelişmekte olan ülke: Brezilya, Bulgaristan, Şili, Kolombiya, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Filipinler, Polonya, Romanya, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye. 15 gelişmiş ülke: Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İzlanda, İrlanda, İtalya, Japonya, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç.

Regresyon analizinde bağımlı değişken olarak çeyreklik reel kredi büyümesi ($\Delta Kredi_{it}$), açıklayıcı değişkenler olarak ülkeler arası bankacılık akımlarının milli gelire oranının çeyreklik değişimi ($\Delta SermayeAkımı_{it}$), kamu borcunun milli gelire oranının çeyreklik değişimi ($\Delta KamuBorç_{it}$), reel kurun çeyreklik yüzde değişimi ($\Delta ReelKur_{it}$), faiz ve enflasyon oranları kullanılmıştır. Ülke kukla değişkeni kullanılan her bir ülke için 1 değerini almaktadır. Bu çerçevede aşağıdaki denklem sistem GMM metodu ile hesaplanmış ve genel sonuçlar ile Türkiye'ye özgü sonuçlar Tablo 1'de verilmiştir.

$$\Delta Kredi_{i,t} =$$

$$a + \sum_{k=1}^2 \rho_k \Delta Kredi_{i,t-k} + \sum_{s=0}^1 (\gamma_1^s \Delta SermayeAkımı_{i,t-s} + \gamma_2^s \Delta SermayeAkımı_{i,t-s} * Kukla[MakroihtiyatiDönem] + \gamma_3^s \Delta SermayeAkımı_{i,t-s} * Kukla[Ülke] + \gamma_4^s \Delta SermayeAkımı_{i,t-s} * Kukla[MakroihtiyatiDönem] * Kukla[Ülke]) + \Delta KamuBorç/GSYİH_{i,t-1} + \Delta ReelKur_{i,t-1} + Enflasyon_{i,t-1} + Faiz_{i,t-1} + \mu_i + v_{i,t}$$

Makroihtiyati önlemlerin uygulandığı dönem olarak 2010ç4 ve sonraki dönemler tanımlanmıştır. Amerika Merkez Bankası (Fed) Kasım 2008 tarihinde birinci nicel genişleme paketini açıklamış, sonrası dönemde küresel likidite artış yaşanmış, gelişmekte olan ülkelere yönelik güçlü sermaye akımı girişleri gözlenmiş ve bu ülkelerin kurlarında değerlenmeler olmuştur. Fed Kasım 2010 tarihinde ise ikinci nicel genişleme paketini açıklamıştır. 2010 yılı sonu itibarıyla birçok gelişmekte olan ülke, politika çerçevelerini finansal istikrara vurgu yapacak şekilde geliştirmiş ve yeni politika tedbirleri almaya başlamıştır. Örneğin bu dönemde Brezilya sermaye hareketlerine karşı vergi önlemleri getirmiş, Kolombiya bankaların bilanço dışı türev ürünlerine kısıtlamalar koymuş, Endonezya zorunlu karşılık oranları artırmış ve bankaların kısa vadeli yabancı para borçlanmalarına limit koymuş, Kore bankaların çekirdek olmayan yükümlülüklerini sınırlamış ve Tayland konut piyasasında borç-değer oranı gibi makroihtiyati önlemler almıştır (daha fazla ayrıntı için bakınız IMF (2011)).

Tablo 1. Regresyon Sonuçları					
Bağımlı Değişken: Reel Kredi Büyümesi					
Açıklayıcı Değişkenler	(1)	(2)	Açıklayıcı Değişkenler (Devam)	(1)	(2)
Reel Kredi	0.370***	0.351***	Δ Sermaye Akımı (<i>t</i>)*	-	-0.043***
Büyümesi (<i>t-1</i>)	[0.066]	[0.072]	Kukla[Makro İhtiyati Dönem]	-	[0.014]
Reel Kredi	-0.255***	-0.251***	Δ Sermaye Akımı (<i>t</i>)*	-	0.846***
Büyümesi (<i>t-2</i>)	[0.036]	[0.038]	Kukla[Türkiye]	-	[0.086]
Δ Sermaye	0.030***	0.042***	Δ Sermaye Akımı (<i>t</i>)*	-	-0.110
Akımı (<i>t</i>)	[0.012]	[0.015]	Kukla[Makro İhtiyati Dönem]*Kukla[Türkiye]	-	[0.079]
Δ Sermaye	0.028**	0.037**	Δ Sermaye Akımı (<i>t-1</i>)*	-	-0.032**
Akımı (<i>t-1</i>)	[0.013]	[0.016]	Kukla[Makro İhtiyati Dönem]	-	[0.014]
Δ Kamu Borcu	-0.220**	-0.236***	Δ Sermaye Akımı (<i>t-1</i>)*	-	-0.166**
/ GSYİH (<i>t-1</i>)	[0.088]	[0.078]	Kukla[Türkiye]	-	[0.078]
Δ Reel Kur (<i>t-1</i>)	-0.216**	-0.181**	Δ Sermaye Akımı (<i>t-1</i>)*	-	-0.625***
	[0.081]	[0.082]	Kukla[Makro İhtiyati Dönem]*Kukla[Türkiye]	-	[0.164]
Faiz (<i>t-1</i>)	0.059	0.040	Kukla[Makro İhtiyati Dönem]	0.535	0.270
	[0.057]	[0.061]		[0.525]	[0.457]
Enflasyon (<i>t-1</i>)	1.011***	1.102***	Kukla[Küresel Finansal Kriz]	3.142***	3.312***
	[0.247]	[0.262]		[0.966]	[0.957]
Gözlem Sayısı	1,229	1,229			
Ülke Sayısı	33	33			

Parantez içinde standart hatalar verilmiştir. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tablo 1'deki (1) numaralı denklem tüm ülkeler ve tüm dönem için reel kredi büyümesi ile diğer makro değişkenler arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Buna göre gerek sermaye akımının aynı dönem değeri gerek bir önceki dönem değeri reel kredi büyümesi üzerinde oldukça etkili bulunmaktadır. Benzer bir analizi yıllık veri kullanarak daha geniş bir ülke grubu ve daha geniş bir sermaye akımı için yapan Kutu 5.2. ve Arslan ve Taşkın (2014) çalışması da bu ilişkiyi anlamlı bulmaktadır. (2) numaralı denklemde ise genel denkleme makroihtiyati döneme ve Türkiye'ye özgü kuklalar eklenmiştir. Buna göre makroihtiyati politikaların uygulandığı dönemde genel olarak tüm ülkeler için reel kredi büyümesinin sermaye akımlarına olan esnekliği daha düşük bulunmaktadır (Δ Sermaye Akımı*Kukla[Makro İhtiyati Dönem] değişkenlerinin katsayıları). Ayrıca diğer ülkelere göre tüm dönemde Türkiye'de bu esneklik daha yüksek bulunmaktadır (Δ Sermaye Akımı*Kukla[Türkiye] değişkenlerinin katsayıları). Bu sonuca göre tüm ülkeler grubu içinde Türkiye kredilerin sermaye akımlarına esnekliğinin daha yüksek olduğu bir ülke olarak ortaya çıkmaktadır. Fakat 2010ç4 ve sonrası dönemde Türkiye'de bu esneklik diğer ülkelere göre önemli oranda düşmektedir (Δ Sermaye Akımı*Kukla[Makro İhtiyati Dönem] *Kukla[Türkiye] değişkenlerinin katsayıları). Regresyonlarda sadece gelişmekte olan ülkeler kullanıldığında da bu sonuç geçerli olmakta, yani Türkiye'de reel kredi büyümesinin sermaye akımlarına olan esnekliği 2010ç4 ve sonrası dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere göre azalmaktadır. Aynı analizler bazı gelişmekte olan ülkeler için tekrarlandığında, Türkiye'ye benzer şekilde Kolombiya, Endonezya ve Kore için tüm dönemde kredi-sermaye akımı esnekliğinin diğer ülkelere göre yüksek olduğu fakat 2010ç4 ve sonrası makroihtiyati tedbirler döneminde, bu esnekliğin gerilediği görülmektedir.¹¹

Özetle, bu kutuda yurt içi reel kredi büyümesinin ülkeler arası bankacılık akımları ile anlamlı bir ilişkisi olduğu geniş bir ülke grubu için ortaya konmaktadır. Gelişmekte olan birçok ülke oynak ve kısa vadeli olan sermaye akımlarının oluşturduğu finansal riskleri sınırlamak için 2010 sonrası dönemde politika çerçevelerini güçlendirmiş ve makroihtiyati tedbirler kullanmıştır. Yapılan analizler tedbirlerin uygulandığı dönemde bu ülkelerde kredi-sermaye akımı esnekliğinin düştüğünü göstermektedir.

Kaynakça

Yavuz Arslan ve Temel Taşkın (2014), "International Evidence on the Interaction Between Cross-Border Capital Flows and Domestic Credit Growth", İktisat, İşletme ve Finans 29(341), 37-56.

Ahmet Faruk Aysan, Salih Fendoğlu, Mustafa Kılınc ve Sümeyye Yıldız (2014), "Credit Cycles and Capital Flows: Effectiveness of Macroprudential Policy Framework in Emerging Countries", TCMB devam eden çalışma.

IMF (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>

¹¹ Benzer sonuçlar, farklı tahmin yöntemleri ile de elde edilmiştir (örneğin sabit etki veya fark GMM). Ayrıca, makroihtiyati tedbir dönemi olarak 2010ç4 yerine bir çeyrek öncesi veya sonrası alındığında da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Detaylar için bakınız Aysan vd. (2014).