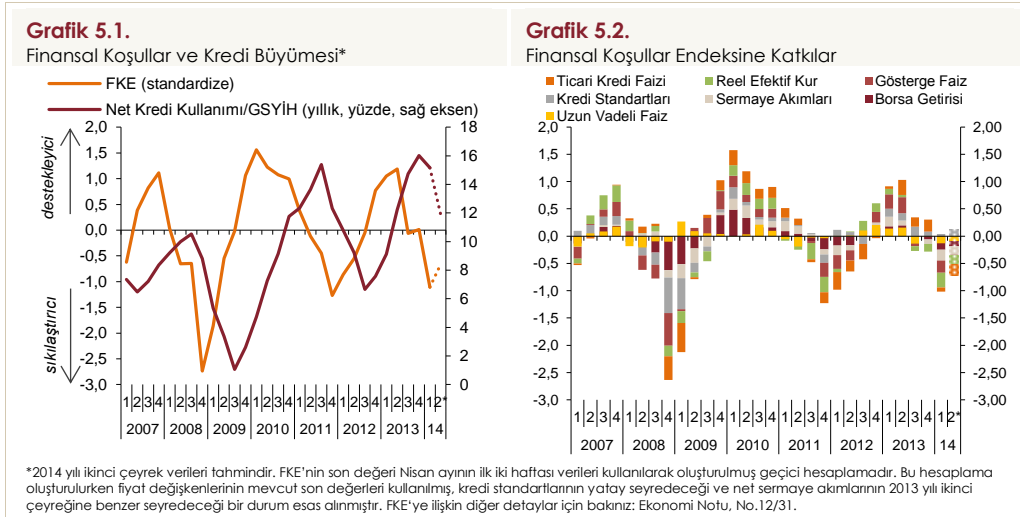


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2013 yılının Mayıs ayı ve sonrasında Fed'in likidite politikalarında normalleşme sürecinin duyurulması ve başlatılması ile birlikte yüksek dış finansman ihtiyacı olan ülkeler başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmıştır. Ancak bu süreçte dış finansman ihtiyacı yüksek gelişmekte olan ülkelerin politika manevra alanlarının olması şokları daha iyi yönetmelerini sağlamış ve zaman içinde bu ülkelere yönelik risk algılaması düzelmeye başlamıştır. Türkiye'ye yönelik risk algılamaları TCMB'nin Ocak ayı sonundaki faiz artırımı kararı sonrasında iyileşmeye başlamış, Mart ayı sonunda iç belirsizliklerin azalması da bu süreci hızlandırmıştır.

Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2014 yılının ilk çeyreğinde ciddi bir sıkılaşmaya işaret etmiştir (Grafik 5.1). Bu durumda Türk lirasındaki değer kaybı, sermaye akımlarındaki yavaşlama, borsa endeksindeki gerileme ve piyasa faizlerindeki artış etkili olmuştur (Grafik 5.2). Bu dönemde kredi standartları ise tarihsel ortalamasına yakın gerçekleşmiştir. Ancak, yılın ilk çeyreğinde finansal koşullarda gözlenen keskin sıkılaşmanın yılın kalanını temsil etmeyebileceği düşünülmektedir. Nitekim, çeyreğin sonuna doğru finansal koşullardaki sıkılaşma azalmaya başlamıştır. Mart ayı sonunda küresel risk iştahının tekrar artması ve iç belirsizliklerin azalması ile birlikte endekste yer alan değişkenlerin finansal koşullara negatif katkısı düşmüştür. Sermaye akımlarındaki zayıflamanın durması, Türk lirasındaki değer kaybının önemli miktarda geri alınması ve TCMB'nin likidite duruşundaki sıklığı azaltması finansal koşullara pozitif yönde etki etmektedir. Nitekim, Rapor'un kaleme alındığı dönemde mevcut olan Nisan ayının ilk iki haftasına ilişkin veriler finansal koşullardaki sıkılaşmanın ikinci çeyrekte hafifleyebileceğini ortaya koymaktadır. Bu gelişme, kredi büyümesine dair aşağı yönlü riskleri azaltmaktadır.



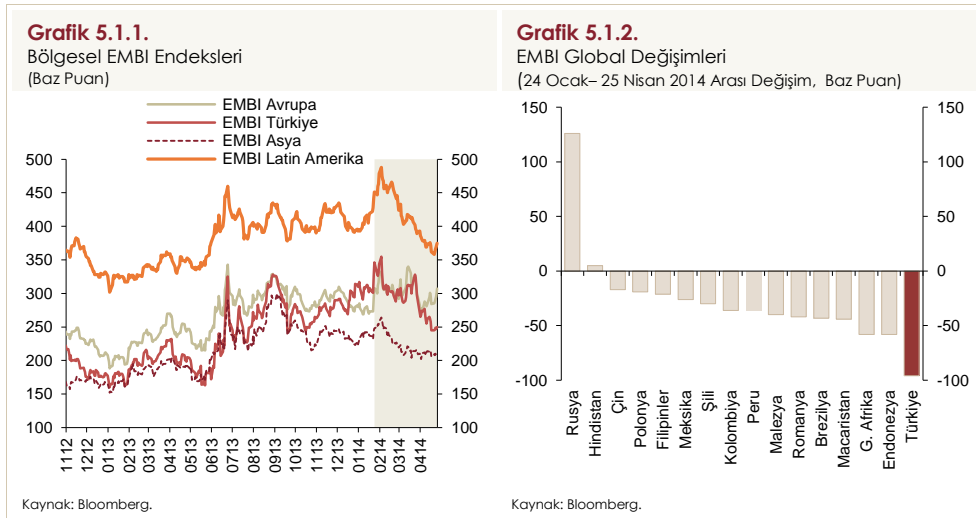
5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

2014 yılının ilk çeyreğinde, küresel piyasaları etkileyen en önemli faktör olarak Fed'in para politikası gelişmeleri ön plana çıkmıştır. Fed'in varlık alımlarını azaltmaya başlaması ve bu yönde belirsizliğin azalması küresel piyasaları olumlu yönde etkilerken, politika faizlerini ne zaman artırmaya

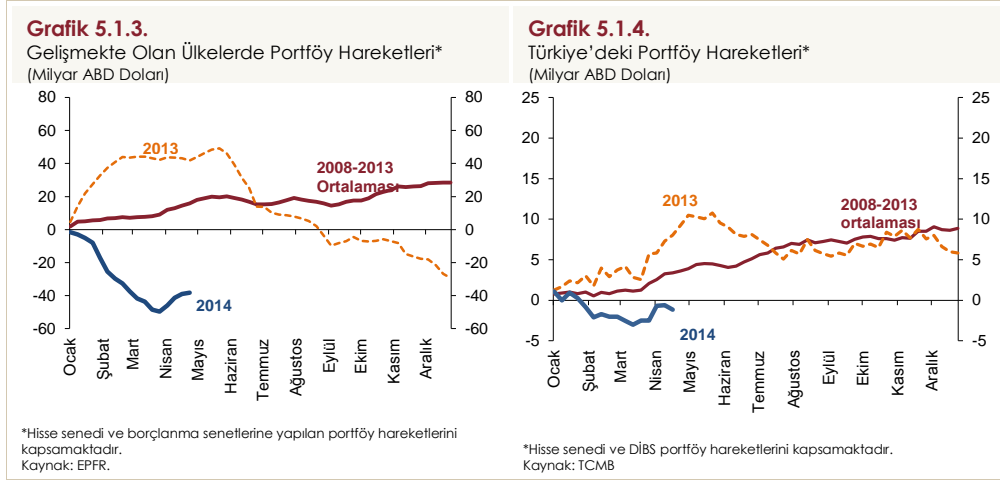
başlayacağı ise belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir. Bu dönemde bir diğer önemli gelişme de, Euro Bölgesi'ndeki deflasyonist risklere karşı yeni bir nicel genişleme programının gündeme gelmesi olmuştur. Gelişmiş ekonomilerin toparlanmaya başladığı ve para politikalarının normalleştiği bu konjonktürde, gelişmekte olan ülkeler de para politikalarını bir miktar sıkılaştırmışlardır. Bu doğrultuda, yılın ilk çeyreğinde gelişmekte olan bazı ülkeler politika faizlerini artırmışlardır.

Yılın ilk çeyreğinde, Mayıs 2013'ten bu yana devam eden belirsizliklerin azalması ve gelişmekte olan ülkelere yönelik olumlu risk algılamasının etkisiyle, bölgesel EMBI endekslerinde düşüşler gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Ülkeler bazında bakıldığında da, risk primlerindeki düşüş eğiliminin genele yayıldığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.2). İstisnai olarak, Rusya'ya dair siyasi gelişmelerin etkisiyle Rusya'nın ülke risk primleri artış göstermiştir. Dikkat çeken bir diğer gelişme ise, dış finansman ihtiyacı yüksek olan ülkelerin ülke risk primlerinin diğerlerine göre daha fazla düşüş göstermesidir. Bu dönemde Türkiye'nin ülke risk priminin en fazla düşen ülke olduğu göze çarpmaktadır. Bu durumda küresel risk algılamalarına ek olarak, TCMB'nin sıkı para politikası duruşu ve Türkiye'ye özgü belirsizliklerdeki azalmanın etkili olduğu düşünülmektedir.



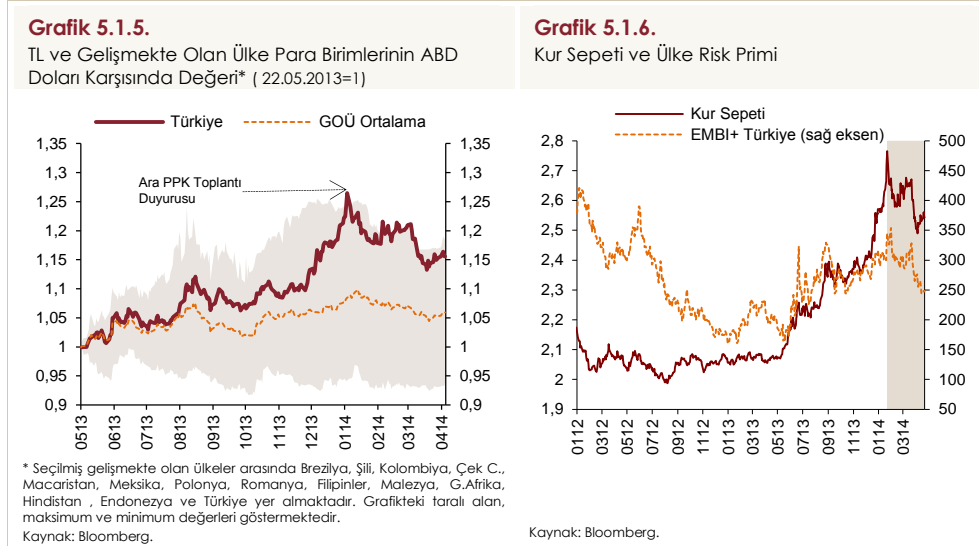
Portföy Hareketleri

Fed'in nicel genişlemeden kademeli çıkış sinyali verdiği 22 Mayıs 2013'ten itibaren gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları zayıf ve dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu dönemde, küresel bol likidite döneminin sonuna gelindiği düşüncesi ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün görece olarak olumsuz seyretmesi sebebiyle, sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere yönelmiştir. Bu sebeple 2013 yılında gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları geçmiş yıllar ortalamasının oldukça altında kalmış, bu eğilim 2014 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.1.3). Bu dönemde Türkiye'den de sermaye çıkışları gözlenmekle birlikte, 2013 yılında sene başından itibaren birikimli olarak bakıldığında net portföy akımları geçmiş yıllar ortalamasına yakın seviyelerde oluşmuştur. 2014 yılı ilk çeyreğinde ise, artan risk primlerinin de etkisiyle portföy çıkışları gözlenmiş, ancak son dönemde gerek TCMB'nin faiz artırımını gerekse de azalan iç belirsizliğin etkisiyle Türkiye'ye portföy akımları bir miktar toparlanma göstermiştir (Grafik 5.1.4).



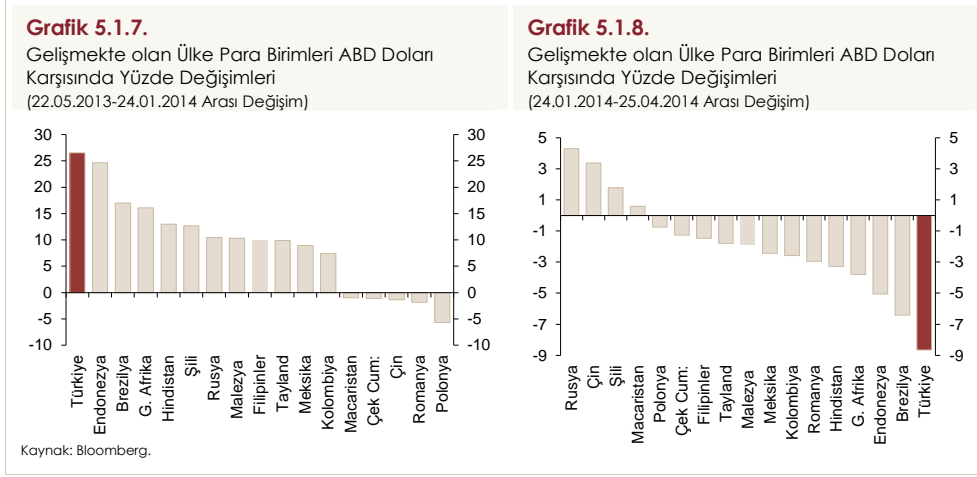
Döviz Kurları

2014 yılı Ocak Enflasyon Raporu döneminden bu yana yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında yaşadıkları değer kaybını geri almaya başlamışlardır (Grafik 5.1.5). Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir hareket göstermekle beraber, TCMB'nin Ocak ayında faiz artırım ve son dönemde iç belirsizliklerin azalmasıyla diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha fazla değer kazanmıştır. Bu dönemde, kur sepeti ve risk primi arasındaki ilişki devam etmiş ve risk primindeki belirgin düşüşe paralel olarak kur sepeti de düşüş göstermiştir. PPK ara toplantısının duyurulduğu günden bir önceki işgünü olan 24 Ocak itibarıyla 2,76 seviyesine çıkan kur sepeti 25 Nisan 2014 itibarıyla 2,54 seviyelerine kadar inmiştir (Grafik 5.1.6).

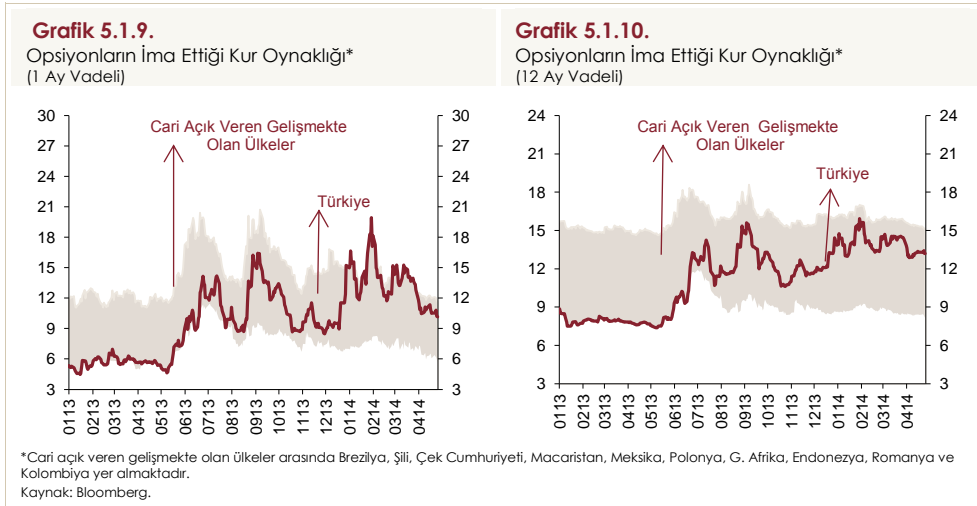


Döviz kurlarındaki gelişmelere ülke bazında bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler arasında da bir ayrışmanın olduğu dikkat çekmektedir. 22 Mayıs 2013 ile 24 Ocak 2014 tarihleri arasında, dış finansman ihtiyacı yüksek olan ülke para birimlerinin daha fazla değer kaybettiği gözlenirken, 24 Ocak 2014'ten sonra ise bu eğilimin tersine döndüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.7- Grafik 5.1.8). 2014 yılı ilk çeyreğinde ise, Türk lirasının diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha olumlu bir performans gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu durumda, yukarıda bahsedilen gelişmelerin yanı sıra TCMB'nin 28 Ocak 2014 tarihinde

politika faizlerini artırmasının ve Mart ayı sonu itibarıyla iç belirsizliğin azalmasının etkili olduğu düşünülmektedir.



Son dönem gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarına da yansımış ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen oynaklıklarında düşüşler gözlenmiştir. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere paralel hareket ederek hem bir hem de on iki ay vadede düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.9- Grafik 5.1.10). Bu dönemde, bir ay vadede ima edilen kur oynaklığının on iki aya göre daha fazla düşmesi dikkat çekmektedir. Bu durumda Türkiye'deki kısa dönemli iç belirsizliklerin azalması etkili olmuştur. Böylelikle on iki ay ile bir ay vadeli ima edilen kur oynaklığı farkı tekrar pozitifte dönmüştür.



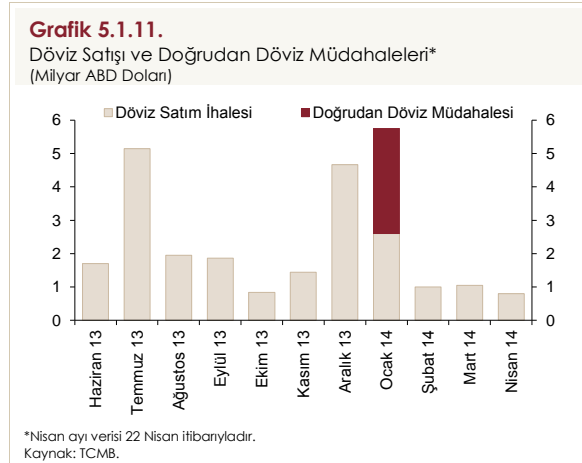
Para Politikası Uygulamaları

2014 yılının başında risk algılamalarını olumsuz etkileyen iç ve dış gelişmeler neticesinde Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk primlerinde kayda değer bir artış görülmüştür. Döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz seyri nedeniyle enflasyonun uzun bir müddet hedefin üzerinde seyredecek olması beklentilerin katılaşmasına ve enflasyon ataletinin güçlenmesine sebep olabilecektir. TCMB, bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımalarının sınırlanması için 28 Ocak tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden

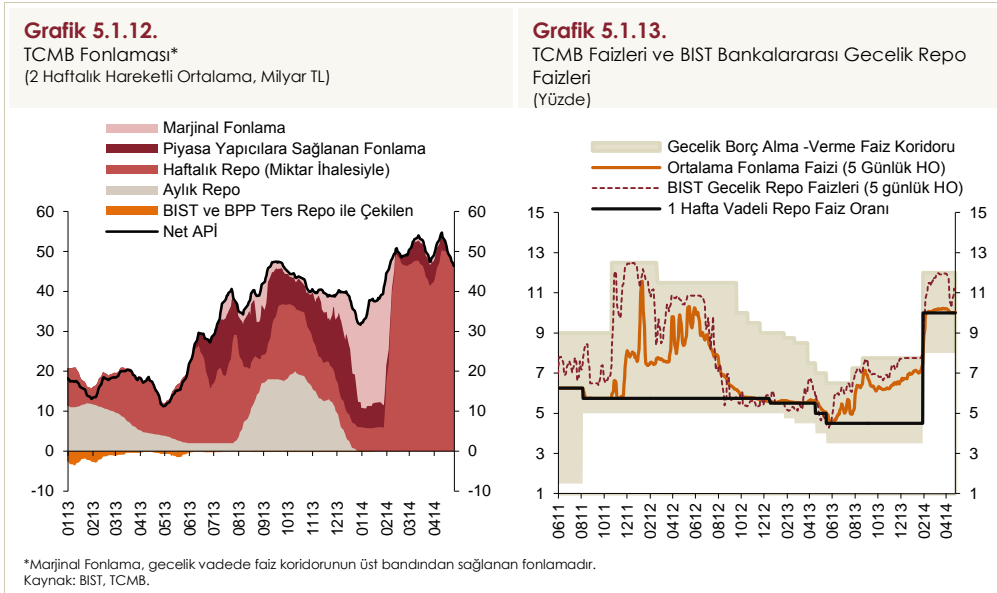
yüklemeli bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. Bu doğrultuda marjinal fonlama oranı yüzde 7,75'ten yüzde 12'ye, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı yüzde 6,75'ten yüzde 11,5'e, Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 3,5'ten yüzde 8'e yükseltilmiştir. Ayrıca, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 0 düzeyinde sabit tutulurken, borç verme faiz oranı yüzde 10,25 düzeyinden yüzde 15 düzeyine yükseltilmiştir. Operasyonel çerçevenin sadeleştirilmesi bağlamında TCMB fonlamasının temel olarak marjinal fonlama oranı yerine bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanması karar alınmış ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 4,5'ten yüzde 10'a çıkarılmıştır. Yine aynı doğrultuda, ek parasal sıkılaştırma uygulamasına son verilmiştir.

Öte yandan, TCMB yaşanan belirsizliklerin ve risk primindeki artışın uzun sürmesi durumunda ekonomide güven ve bilanço kanalı üzerinden bir yavaşlama gözlenme olasılığı bulunduğuna işaret ederek bu riskin gerçekleşmesi halinde, elindeki araçları bankaların aracılık maliyetlerini azaltıcı yönde kullanarak dengeleyici bir politika izleyebileceğini belirtmiştir. Mart ayı Para Politikası Kurulu toplantı özetinde ise önümüzdeki dönemde, gerekli görülmesi halinde Türk lirası zorunlu karşılıklara sınırlı oranda bir faiz ödemesi yapılabileceği ifade edilmiştir. Bu doğrultuda ve aynı zamanda para politikasının normalleşme sürecinin bir parçası olarak, TCMB Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine yönelik mevzuat değişikliğini gerçekleştirmiştir. Nisan ayında ise TCMB, son dönemde azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki kısmi iyileşme nedeniyle geç likidite penceresi borç verme faiz oranını yüzde 15'ten yüzde 13,5'e indirmiştir.

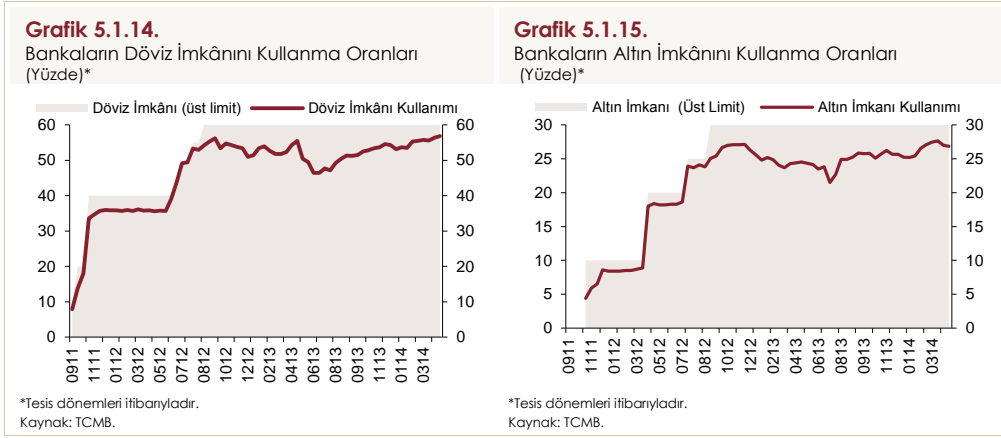
2014 yılının ilk çeyreğinde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Ayrıca, Türk lirası üzerindeki değer kaybı baskılarının şiddetlendiği Ocak ayında 3,151 milyar ABD doları tutarında doğrudan döviz müdahalesi gerçekleştirilmiştir. 28 Ocak PPK ara toplantısında alınan kararların Türk lirası üzerindeki değer kaybını kontrol altına almada etkili olması sebebiyle bu çeyreğin geri kalan döneminde döviz satım ihaleleriyle sağlanan döviz likiditesi nispeten sınırlı düzeylerde olmuştur. Döviz satım ihalelerinin başladığı 2013 yılının ikinci yarısından 2014 yılı Ocak ayına sonuna kadar 23,37 milyar ABD doları döviz satımına karşın, 31 Ocak 2014 ile 22 Nisan 2014 tarihleri arasında piyasaya yaklaşık 2,85 milyar ABD doları döviz satımı gerçekleştirilmiştir (Grafik 5.1.11).



Yapılan döviz satım ihalelerinin sterilize edilmemesi likidite açığını artırıcı yönde, bu dönemde bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarındaki artış ise düşürücü yönde etkilemiştir. ROM kullanım oranlarındaki artışın sınırlı olması sebebiyle finansal sistemin likidite ihtiyacı artış göstermiştir (Grafik 5.1.12). Bu dönemde enflasyon görünümünü orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirmek amacıyla likidite durumu sıkılaştırılarak BIST Bankalararası Para Piyasası'ndaki gecelik faiz oranlarının faiz koridoru üst bandı olan yüzde 12'ye yakın seviyelerde oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.13). Ayrıca, TCMB fonlamasının çoğunlukla bir hafta vadeli repo ihaleleriyle sağlanması, TCMB ortalama fonlama faizinin yüzde 10 seviyelerine yakın oluşmasına yol açmıştır. Ancak, Nisan ayında iç belirsizliklerin azalmasına bağlı olarak, likidite önlemleriyle BIST gecelik repo faizlerinin sınırlı miktarda düşmesi sağlanmıştır. Bu dönemde hem TCMB likidite politikasının sadeleştirilmesi hem de sistemin artan fonlama ihtiyacı sebebiyle bir hafta vadeli repo ihalelerindeki sınırlamalar da kaldırılmıştır.

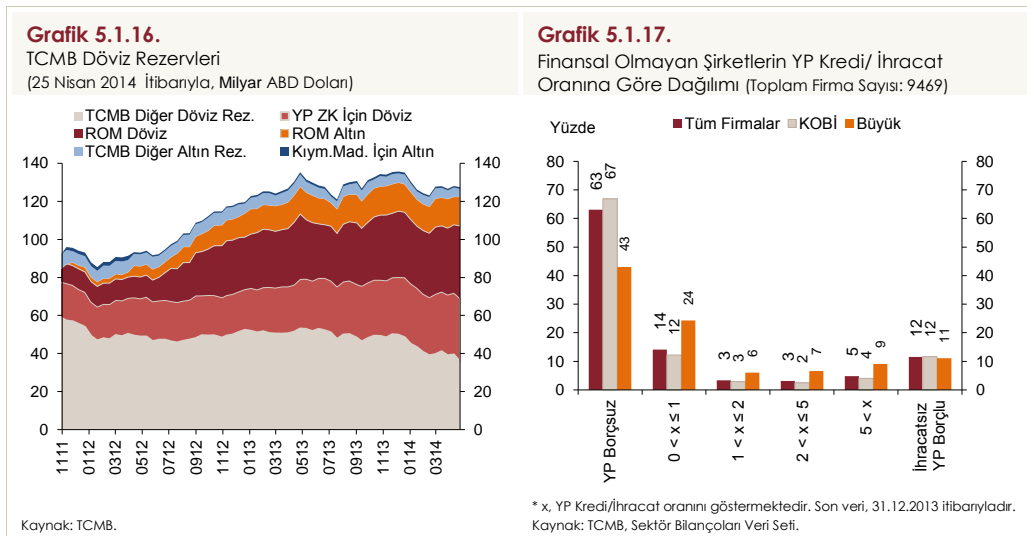


2014 Yılı Para ve Kur Politikası metninde de duyurulduğu üzere, Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nın otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirici yönde adımlar atılmıştır. Bu doğrultuda 31 Ocak 2014 tesis döneminde başlamak üzere döviz rezerv opsiyonu katsayıları yüzde 40'tan sonraki dilimlerde 0,4 puan artırılmıştır. Bu dönemde de bir önceki çeyrekte olduğu gibi Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyirini koruması sebebiyle Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nı kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların hem altın hem de döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.14 ve Grafik 5.1.15). Bankaların imkândan faydalanma oranı 25 Nisan 2014 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 95 (56,8/60), altın imkânı içinse yüzde 89 (26,8/30) olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde Türk lirası zorunlu karşılıklara kısmi faiz ödenmesi durumunda, ROM kullanım oranı etkilenebilecektir.



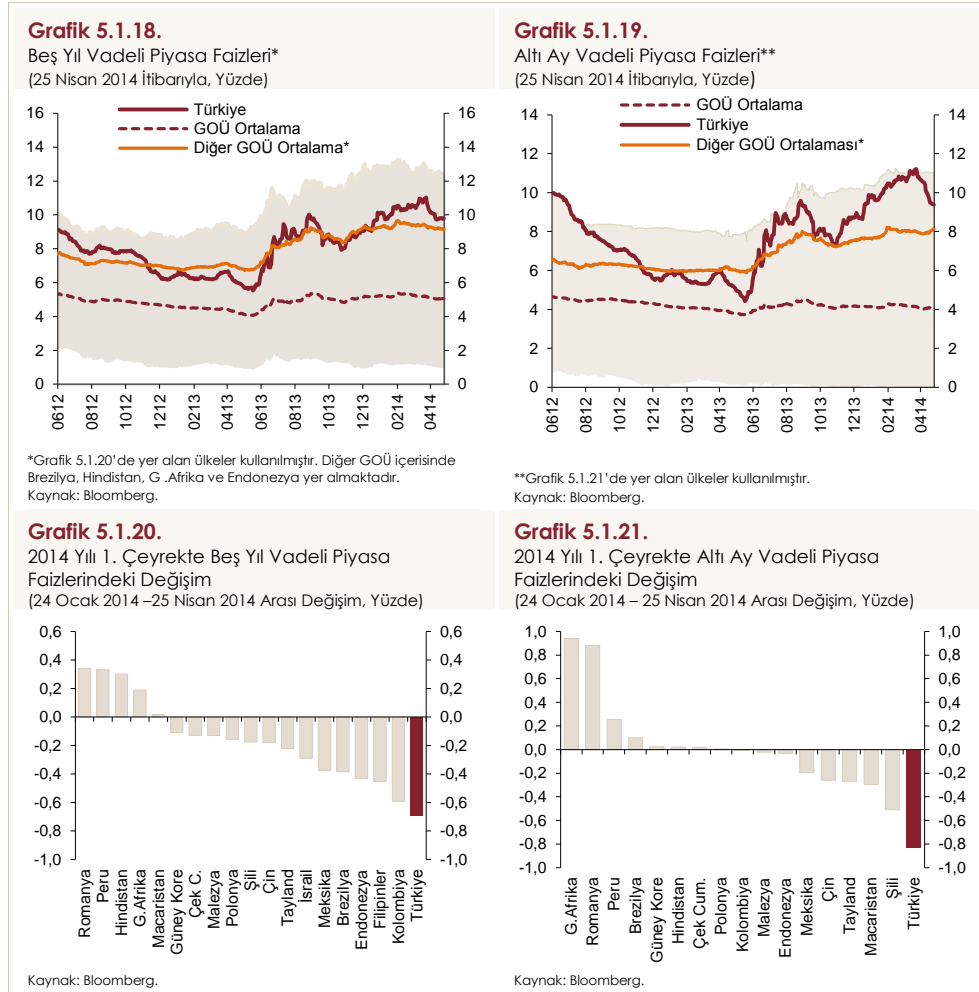
2014 yılının ilk çeyreğinde TCMB rezervlerinin önce düşüş, ardından ise artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.16). Bu dönemde, Ocak ayında yapılan 3,151 milyar ABD doları doğrudan müdahale ile olmak üzere toplam 5,75 milyar ABD doları döviz satımı TCMB rezervlerini azaltıcı yönde etkilemiştir. Aynı süre zarfında bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezervler ile yabancı para zorunlu karşılık kapsamında tutulan rezervler, TCMB rezervlerindeki düşüşün sınırlı düzeylerde kalmasını sağlamıştır. Ayrıca, bu dönemde yaklaşık 1,71 milyar ABD doları tutarındaki reeskont kredisi geri ödemesi de TCMB rezervlerine katkı sağlamıştır. Önümüzdeki dönemde de TCMB'nin döviz satım ihalelerine devam edecek olması TCMB rezervlerini azaltıcı, ihracat reeskont kredileri ise TCMB rezervlerini artırıcı yönde etkileyecektir. Ayrıca, son dönemde Türk lirası maliyetlerde yaşanan düşüşlerin ROM kullanım oranını düşürücü yönde etkilemesi beklenmekte, bu durumun TCMB rezervlerini aşağı yönlü etkileyebileceği değerlendirilmektedir.

Döviz kurunda son dönemde yaşanan dalgalanma ve aşırı değer kaybı, net döviz pozisyon açığı olan reel sektör şirketlerini olumsuz etkileme potansiyeline sahiptir. Ancak, reel sektör firmalarının çoğunun YP borcunun olmaması bu riskleri sınırlamaktadır (Grafik 5.1.17). Ayrıca, YP borç/ihracat oranının büyük ölçekli firmalarda daha fazla olduğu da dikkat çekmektedir (Kutu 5.2).

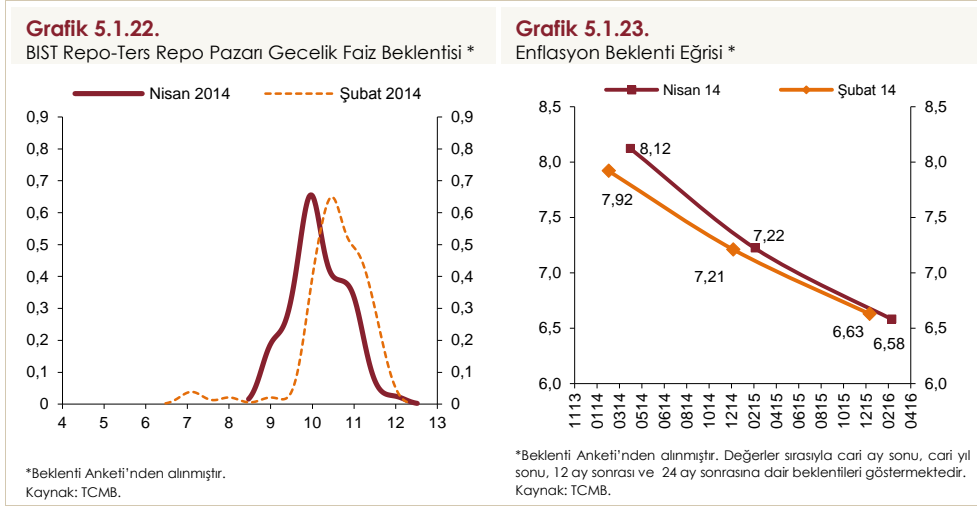


Piyasa Faizleri

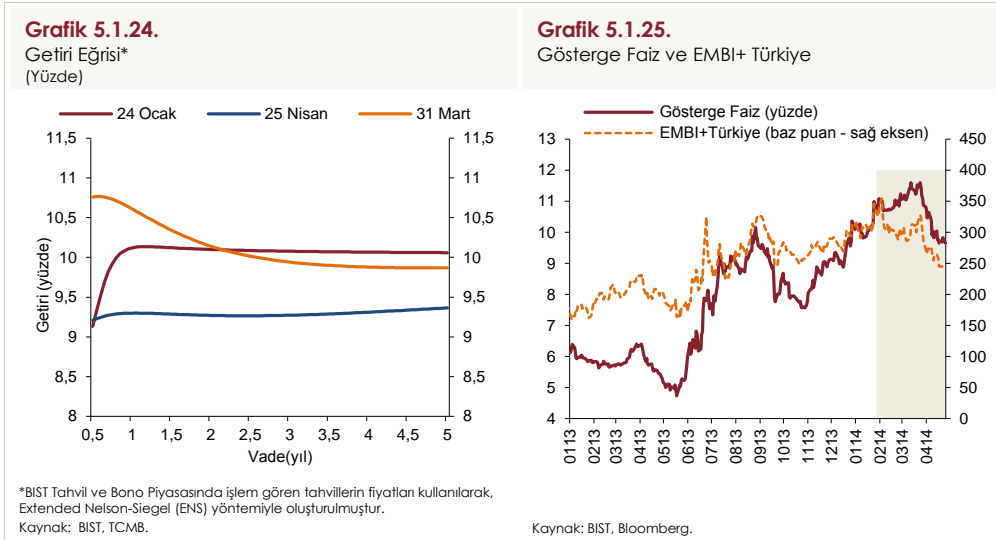
2014 yılı ilk çeyreğinde Fed'in nicel genişleme politikasından çıkış stratejisinin belirginleşmesinin etkisiyle gelişmekte olan ülkelerin piyasa faizleri sınırlı oranda düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri, temkinli para politikası ve Türkiye'ye özgü risklerin belirginleşmesiyle artmış olmakla beraber, Nisan ayından itibaren söz konusu risklerin azalmasına bağlı olarak düşüş göstermiştir. Ülke bazında bakıldığında ise, bir önceki Enflasyon Rapor dönemine göre, Türkiye'nin beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinin diğer gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinden daha fazla düştüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.20 ve Grafik 5.1.21).



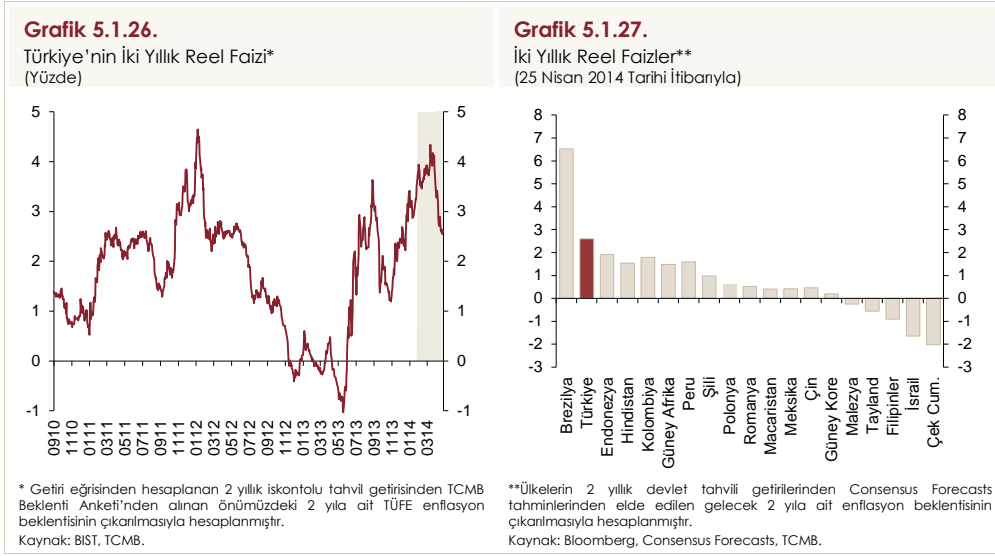
28 Ocak PPK ara toplantısında alınan faiz artırım kararları ile BIST gecelik repo faizi beklentileri Mart ayında Şubat ayına göre bir miktar sağa kaymıştı. Ancak, Nisan ayında faiz beklentilerinin ortalamasının Şubat ayı ortalamasından daha düşük seviyelere geldiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.22). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Şubat ayına kıyasla önemli bir değişim gözlenmemiştir (Grafik 5.1.23).



24 Ocak 2014'ten Mart ayının sonuna kadar faizler kısa vadelerde belirgin bir şekilde olmak üzere tüm vadelerde artış göstermiş ve getiri eğrisinin eğimi negatife dönmüştür. Nisan ayından itibaren ise tüm vadelerde faizler düşmüş ve getiri eğrisi yataylaşmıştır. (Grafik 5.1.24). Çeyreğin ilk döneminde kısa vadeli faizlerin daha fazla artış göstermesinde para politikasındaki temkinli duruş, güçlü faiz artırımını ve Mart ayının sonlarına kadar iç belirsizliklerin kısa vadede yoğunlaşmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Gösterge faizin Türkiye'nin risk priminin hareketinden farklı bir şekilde çeyreğin başında yükseldiği, sonrasında ise tekrar risk primine paralel bir hareket gösterdiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.25).

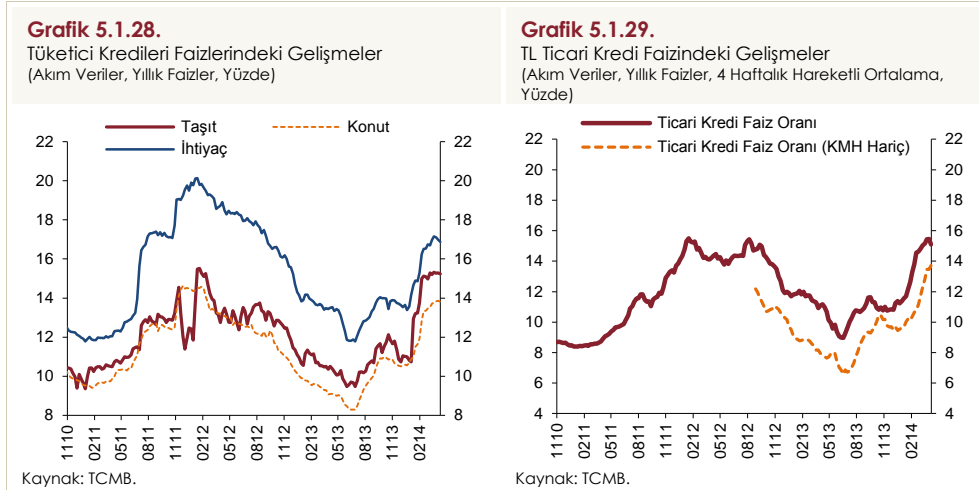


Yılın ilk çeyreğinde, iki yıl vadeli enflasyon beklentilerindeki yükselişe rağmen nominal faizlerdeki artışın daha fazla olması sebebiyle iki yıl vadeli reel faizler önce artış göstermiş, Nisan ayından itibaren nominal faizlerdeki düşüşle birlikte reel faizler de bir önceki dönem seviyelerine geri çekilmiştir (Grafik 5.1.26). Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.27).



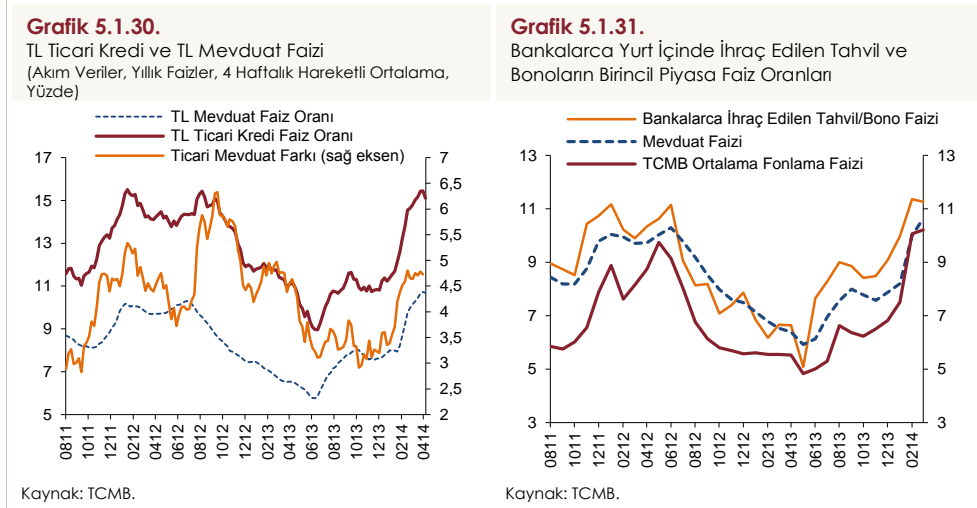
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2013 yılı ortalarında son 3 yılın en düşük seviyelerine ulaşan tüketici kredisi faiz oranları bu dönemden 2014 başına kadar yukarı yönlü hareket ederken son aylarda yatay bir seyir izlemiştir. Daha çok uzun dönemli faizlerden etkilenen konut kredi faiz oranlarındaki artış göreceli olarak daha düşük seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.28). Önemli ölçüde kısa vadeli olarak kullanılan ticari kredi faiz oranlarındaki yükseliş daha belirgin olmuştur (Grafik 5.1.29).



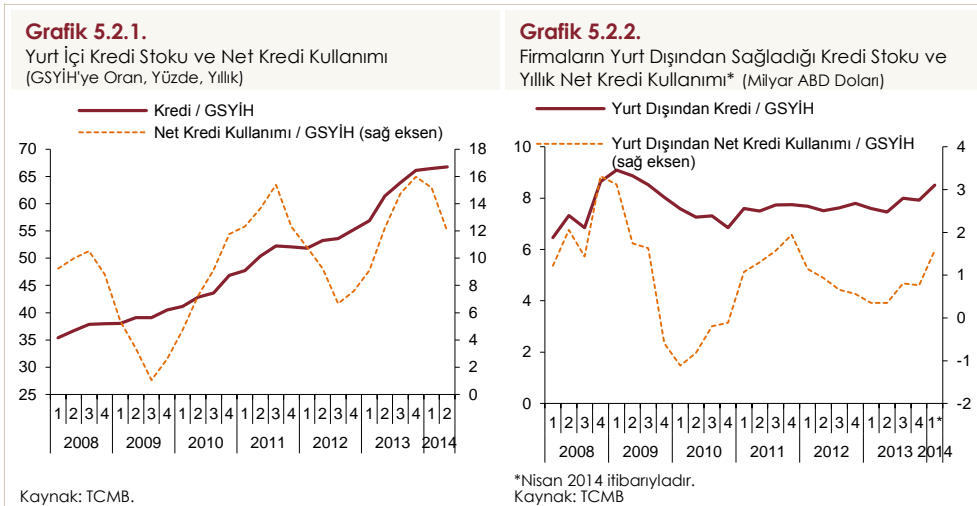
2014 yılının ilk çeyreğinde, bir önceki döneme göre yaklaşık 300 baz puan artan mevduat faizleri TCMB'nin fonlama maliyetindeki gelişmeleri yansıtmaktadır. Ancak aynı dönemde ticari kredi faizlerinin daha fazla artması bu iki faiz oranı arasındaki farkın yükselmesine neden olmuştur (Grafik 5.1.30). Kredi Eğilim Anketi'nde ticari bankaların işletme kredileri için standartlarda belirgin sıkılaşma olmadığını belirtmelerine rağmen artan kâr marjına ilave olarak faiz dışı masrafların yükseltilmesinin ve teminat koşullarının sıkılaştırıldığının ifade edilmesi, firmaların kredi maliyetlerinin önemli ölçüde arttığını ima etmektedir. Bu durumda bankaların genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentilerinin rol oynadığı değerlendirilmektedir. Ancak bankaların önümüzdeki çeyrek için gerek yurt

içi gerekse yurt dışı fonlama maliyetlerinde sınırlı bir azalma bekleme nedeniyle firmaların kredi maliyet koşullarının sınırlı da olsa gevşeyeceği düşünülmektedir. Bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri de mevduat ve TCMB ortalama faizine paralel bir seyir izleyerek bu dönemde artış göstermiştir (Grafik 5.1.31).

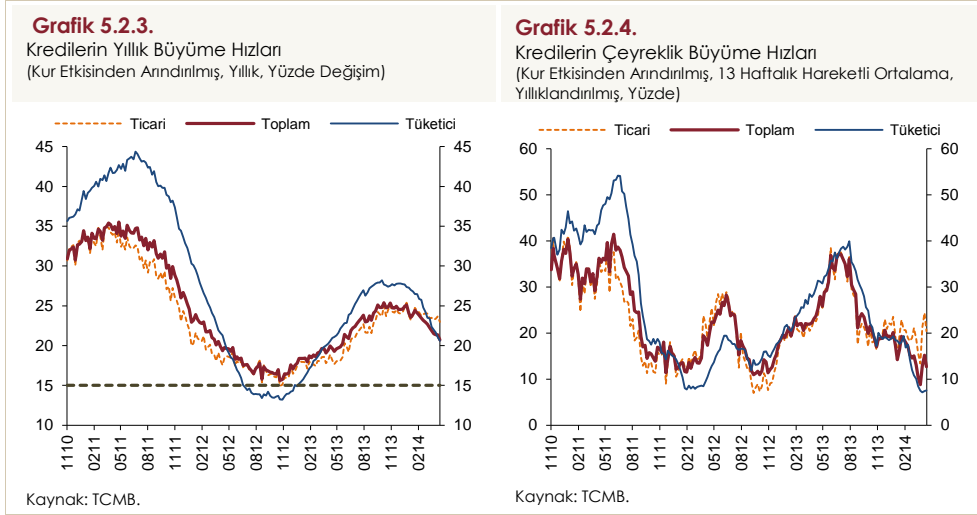


5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

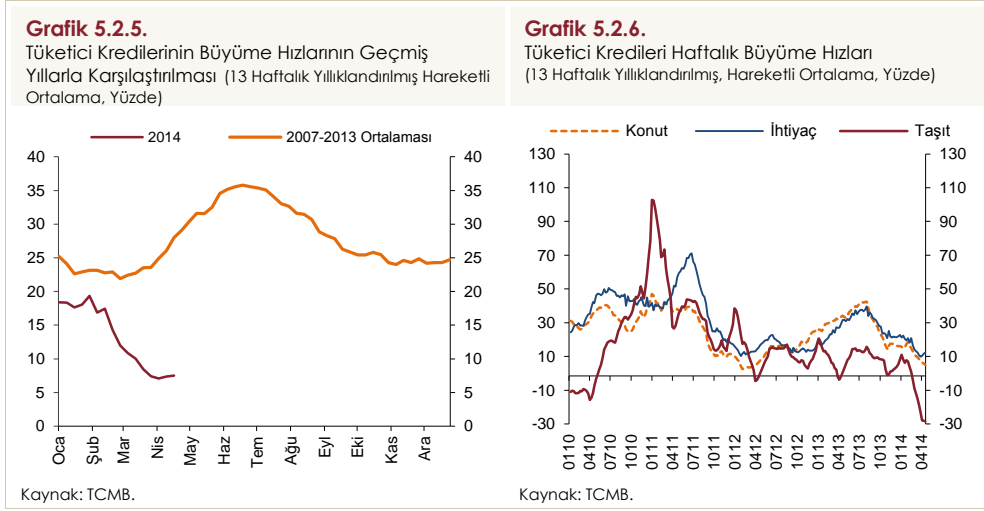
Finansal istikrar açısından önem arz eden ve TCMB tarafından yakından takip edilen net kredinin GSYİH'ye oranının 6 çeyrek boyunca süren yükselişi 2014 yılının ilk çeyreğinde sona ermiştir (Grafik 5.2.1). Bu durumda BDDK'nın aldığı önlemlerin ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın etkili olduğu değerlendirilmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde yıllık net kredi kullanımındaki aşağı yönlü hareketin devam etmesi beklenmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredi kullanımının ise bu dönemde artması firmaların yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşamadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2).



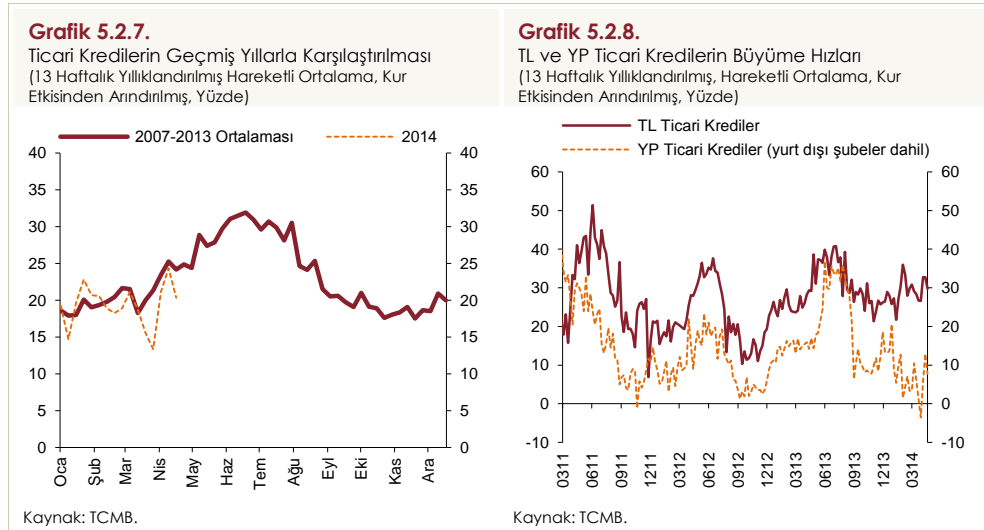
2012 yılının Eylül ayından itibaren yükselen finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin büyüme hızları, 2014 yılıyla beraber belirgin olarak düşüş eğilimine girmiştir. Gözlenen bu düşüş BDDK'nın sene başında yürürlüğe koyduğu uygulamaların kapsamı nedeniyle tüketici kredilerinde daha güçlü olarak görülmektedir. Toplam kredilerin gelişmeleri kredi arzı ve talebi açısından değerlendirildiğinde, hem arz hem de talep tarafında azalış olduğu ancak talepte gözlenen azalışın görece olarak daha büyük olduğu değerlendirilmektedir. Bu durumda BDDK kararları ile birlikte genel ekonomik görünümüne dair algının da etkili olduğu düşünülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2014 yılı birinci çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 21,5 (Grafik 5.2.3), ilk çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 10,4 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Bu yavaşlamada mevsimsel unsurların etkisi olsa da iki büyüme oranındaki farkın önemli ölçüde fazla olması, toplam kredilerin hızındaki yavaşlamanın boyutu hakkında ileriye yönelik bir öngörü sunmaktadır. Kredi Eğilim Anketi'ne göre mevcut durumda, gerek bankaların gerekse hane halklarının genel iktisadi faaliyete dair beklentileri kuvvetli bir etkiye sahiptir.



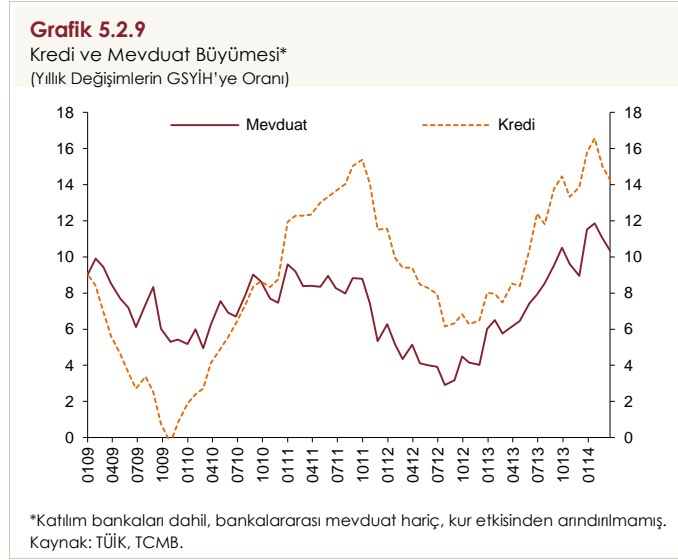
BDDK'nın tüketici kredilerine yönelik Şubat ayında yürürlüğe koymuş olduğu önlemler ile tüketici güveninin düşmesi, tüketici kredilerinin büyüme hızını önemli miktarda yavaşlatmıştır. Geçmiş yıllar ortalaması ile karşılaştırıldığında bahsedilen gelişmelerin etkisi belirgin şekilde görülmektedir (Grafik 5.2.5). Bu dönemde tüketici kredisi faiz oranlarının da yukarı yönlü hareket etmesi, düşüş sürecini desteklemiştir. Alt kalemlere bakıldığında bahsedilen aşağı yönlü hareketin en fazla taşıt kredilerinde olmak üzere tüm kalemlerde olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.6). Kredi Eğilim Anketi'nde bankalar konut kredisi standartlarını değiştirmediklerini belirtirken, taşıt ve ihtiyaç kredilerinde sıkılaşma gerçekleştirdiklerini belirtmişlerdir. Ancak tüketici talebi tarafında taşıt, konut ve ihtiyaç kredi taleplerinin azalan tüketici güveni nedeniyle büyük oranda düştüğü görülmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde gerek finansal koşullardaki sıkılığın azalması gerekse mevsimsel unsurlar nedeniyle tüketici kredilerinde sınırlı bir toparlanma olması beklenmektedir.



Toplam kredilerin yüzde 65'ini oluşturan ticari krediler 2014 yılı boyunca geçmiş yıllar ortalamasına yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 5.2.7). Faiz oranlarına duyarlılığı düşük olan TL ticari kredilerin büyüme hızı yatay seyrederken, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme hızı büyük bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 5.2.8). Kredi Eğilim Anketi'ne göre bankalar, hem KOBİ hem de büyük işletmelere kullandırdıkları krediler için standartlarında önemli bir değişim gerçekleştirmemiştir. Ancak vade bazında bakıldığında uzun vadeli kredi standartlarında sınırlı bir sıkılaşma görülmektedir. Hem yurt içi hem de yurt dışı finansman koşullarının sıkılaşması, TL cinsi ticari kredi standartlarına yansıtılmamışken YP cinsi ticari kredi standartlarında belirgin bir sıkılaşma gerçekleştirilmiştir. TL cinsi ticari kredi standartlarında değişikliğe gidilmemesinde BDDK'nın Şubat ayında aldığı önlemlerin TL cinsinden kullanılan tüketici kredilerine yönelik olmasının etkili olduğu değerlendirilmektedir. Talep tarafına bakıldığında, borcun yeniden yapılandırılması nedeniyle KOBİ'lerin kredi talebinde artış görülmektedir. Yatırım talebinde ise düşüş gerçekleşmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde bankalar, KOBİ kredileri nedeniyle işletmelerin kredi talebinde bir artış olacağını beklemektedir. Ayrıca, yurt dışı finansman koşullarında daha fazla olmak üzere, finansman koşullarında bir miktar sıkılaşma olacağı bankalar tarafından öngörülmektedir..



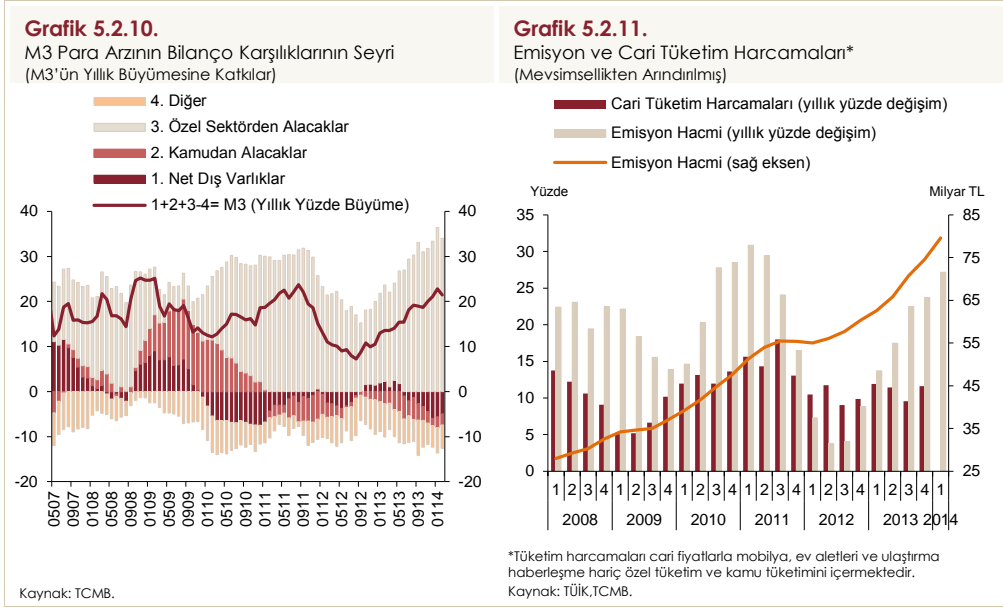
Genel olarak kredi büyümesinde gözlenen yavaşlamanın ve özellikle tüketici kredilerinde bu yavaşlamanın daha güçlü olmasının ekonomideki dengelenme sürecini desteklemesi beklenmektedir. Bu kredi büyümesi kompozisyonu, ekonomik faaliyete iç talebin katkısının daha sınırlı olacağı ve net ihracatın katkısının ise artacağı bir görünüm ile uyumludur. Ayrıca, sıkı para politikası duruşu, alınan makroihtiyati önlemler ve zayıf seyreden sermaye akımları nedeniyle yavaşlayan kredi büyümesinin kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı değerlendirilmektedir (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 ilk çeyreğinde de devam etmektedir. Özel sektöre açılan kredilerin yıllık artış hızında Ocak ayında önemli oranda artışa karşılık, Şubat ayında yaşanan gerileme yıl sonuna göre artışın sınırlı oranda kalmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, Ocak ayında M3 büyümesine negatif yönde katkı veren karşılık kalemlerin mutlak değerlerindeki artış Şubat ayında tekrar azalarak Şubat ayında M3 yaşanan gerilemenin sınırlı kalmasına katkıda bulunmuştur. (Grafik 5.2.10).

2013 yılı sonuna göre Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesi kompozisyonundaki negatif katkısı yılın ilk çeyreğinde artarken, net dış varlıklar kaleminin negatif katkısı zayıflamıştır. Buna karşılık banka kârlılıklarına paralel olarak görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kaleminin ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliği korunmaktadır.



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi yıllık artış hızı 2014 yılının ilk çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.11). Buna karşılık sıkı para politikası duruşuyla birlikte, alınan makroihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle tüketici kredileri büyüme hızlarının yavaşlayacak olmasına ve özel kesim yurt içi talebin bir miktar ivme kaybedeceğine işaret etmektedir. Bu durum ise önümüzdeki dönemde emisyon hacminde görülen artış eğiliminin geçici olacağına yönelik beklenti oluşturmaktadır.

Giriş

Döviz kurlarının gelecekteki seyrinin tahmin edilmesi gerek iktisadi karar alıcılar açısından gerekse de finansal piyasaların işleyişi açısından önemli bir konudur. İktisat yazınında döviz kuru tahmini üzerine çeşitli teoriler ve yöntemler temel alınarak pek çok çalışma yapılmıştır. Bunlar arasında zaman serisi yöntemleri ve iktisat teorisine dayalı tahmin yöntemleri en yaygın yöntemler olarak öne çıkmaktadır. Zaman serisi yöntemleri ARIMA ve VAR modelleri gibi tahmin modellerinin kullanılmasına dayanırken, iktisat teorisine dayalı yöntemler ise satın alma gücü paritesi ve kapsanmamış faiz paritesi gibi uluslararası parite koşullarından hareket etmektedir. Ayrıca pratikte bu yöntemlerin yanında yargısal tahmin yöntemleri de oldukça sıkça kullanılmaktadır. Yargısal tahminler ödemeler dengesi, enflasyon, büyüme görünümü ve dış piyasalardaki gelişmelerin bir arada değerlendirilmesi ile yapılmaktadır.

Bu kutuda, Chen ve Tsang (2013) tarafından gelişmiş ülkelere yönelik yapılan çalışmada kullanılan yöntem esas alınarak USD/TL ve EUR/TL döviz kurlarının 1 aydan 1 yıla çeşitli tahmin ufuklarında hareketlerinin öngörülmesi amaçlanmıştır. Söz konusu yöntem Kapsanmamış Faiz Paritesi (KFP) koşuluna ve faiz oranlarının vade yapısını açıklayan likidite primi teorisine dayanmaktadır. Bilindiği gibi KFP koşuluna göre bir yatırımcı için benzer risklilikte ve vadede yerli para ve yabancı para cinsi iki tahvilden birine yatırım yapmanın beklenen getirisinin diğer tahvile yatırım yapmanın beklenen getirisinden farklı olmaması gerekir. Aksi halde, yatırımlar beklenen getirisi yüksek olan tahvile kayacak ve söz konusu tahvilin getirisi düşerken diğer tahvilin getirisi artacaktır. KFP koşulu yaklaşık olarak aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$i_{m,t} = i_{m,t}^f + \Delta s_{m,t}^e$$

Burada i_m "m" yıl vadeli yerli para cinsi tahvilin getirisi, i_m^f aynı vadeye sahip yabancı para cinsi tahvilin getirisi ve $\Delta s_{m,t}^e$ döviz kurunda "m" yılda beklenen değişim oranını ifade etmektedir. Pratikte iki tahvil arasındaki risklilik farklılıkları ve döviz kuruna ilişkin belirsizlikler bu ilişkiyi bozmaktadır. Araştırmacılar uygulamalı çalışmalarda bu gibi sorunları kısmen gidermek üzere söz konusu koşulu risklilik farklılıklarını da dikkate alacak şekilde aşağıdaki gibi düzeltmektedir.

$$i_{m,t} = i_{m,t}^f + \Delta s_{m,t}^e + \theta_{m,t}$$

Burada θ iki tahvil arası risklilik farkını ve döviz kuruna ilişkin belirsizlik primini temsil etmektedir. Söz konusu primi iki ülkeye ilişkin risklilik farkları ve yapısal farklılıklar belirlemektedir. Chen ve Tsang (2013) bu noktadan hareketle döviz kuru değişim oranını iki ülke hazine bonusu getirileri arasındaki fark ile ülke ekonomileri arasındaki yapısal farklılıklar kullanarak tahmin etmeyi amaçlamışlardır. Ancak yaygın uygulamanın aksine, çalışmalarında tek bir vadedeki faizler ile diğer faktörleri kullanmak yerine tüm getiri eğrisinden yararlanmışlardır. Bilindiği gibi, likidite primi teorisine göre herhangi bir vadedeki faiz oranı, söz konusu vadeye kadar gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalaması ile söz konusu vadeye ilişkin bir likidite priminin toplamından meydana gelmektedir.

$$i_{m,t} = (i_{1,t} + i_{1,t+1}^e + i_{1,t+2}^e + \dots + i_{1,t+m-1}^e) / m + \lambda_{m,t}$$

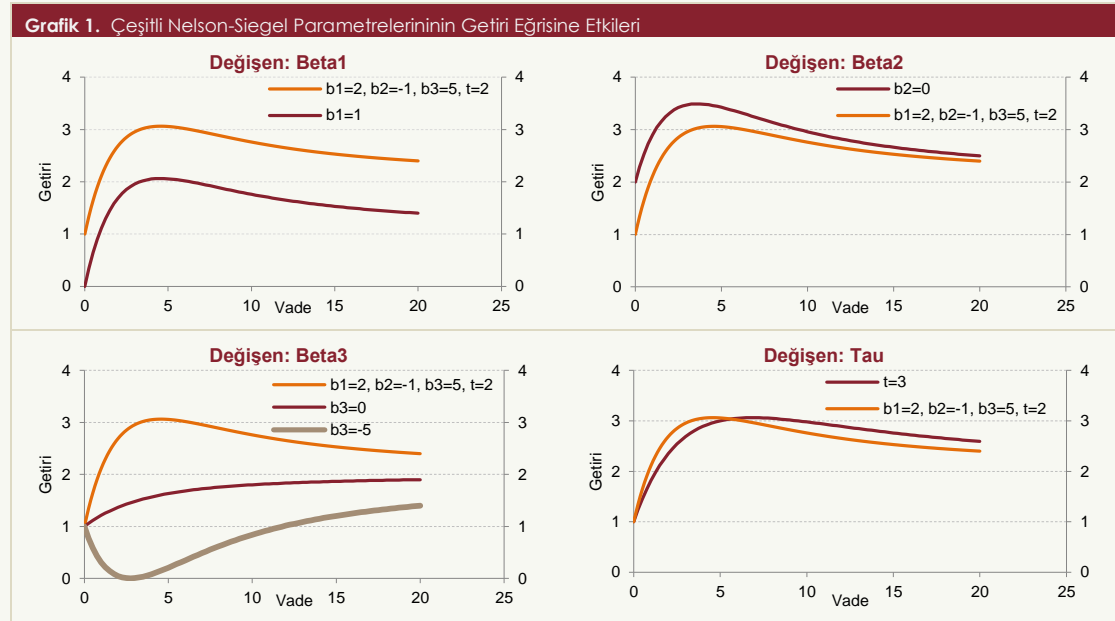
Burada i_m "m" dönem vadeli faizi, i_1 1 dönem vadeli faizi, "e" üst indisi beklentiye ve λ_m "m" dönem vadeye ilişkin likidite primini temsil etmektedir. Öte yandan, kısa vadeli faizlerin gelecekteki seyrinin para politikası, enflasyon ve iktisadi faaliyet başta olmak üzere pek çok makroekonomik değişkenin beklentileriyle ilişkili olması nedeniyle getiri eğrisi ülke ekonomisine ve geleceğe ilişkin beklentilere dair önemli bilgiler içermektedir.

Veri, Yöntem ve Bulgular

Döviz kuru tahmininde kullanılmak üzere tek bir faiz oranı yerine tüm getiri eğrisinin kullanılabilmesi için getiri eğrilerinin konumunu, eğimini ve şeklini özetlemek gerekmektedir. Aksi takdirde tüm vadelerdeki getirilerin aynı ayrı açıklayıcı olarak kullanılması gerekecektir. Bu da pratikte imkansız ve ekonometrik açıdan da sorunludur.¹ Nelson ve Siegel (1987) tarafından önerilen getiri eğrisi modellemesi bu açıdan oldukça kullanışlıdır. Söz konusu modele göre herhangi bir vadedeki getiri aşağıdaki gibi bir fonksiyon ile modellenmektedir:

$$i_t(m) = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} \left(1 - e^{-\tau m} / \tau m\right) + \beta_{3,t} \left(1 - e^{-\tau m} / \tau m - e^{-\tau m}\right) + \varepsilon_t$$

Burada i getiri, β_1 , β_2 , β_3 ve τ parametreler ve m vadeyi temsil etmektedir. Bu fonksiyonel form, getiri eğrisinin $\beta_1 + \beta_2$ noktasından başlayıp vade τ yıla ulaştığında "u" ya da "n" şeklinde bir kavis yapıp, vade sonsuza giderken β_1 'e asimptotik olarak yaklaşmasını sağlamaktadır. Bu şekilde parametrelendirilmiş bir getiri eğrisinde β_1 eğrinin konumunu, β_2 eğrinin eğimini (ters işaretli olarak) ve β_3 eğrinin şeklini (eğriselliğini) belirlemiş olmaktadır. Bu durum aşağıdaki Grafik 1'de temsili bir getiri eğrisi üzerinde çeşitli parametrelerin etkisi gösterilerek özetlenmiştir.

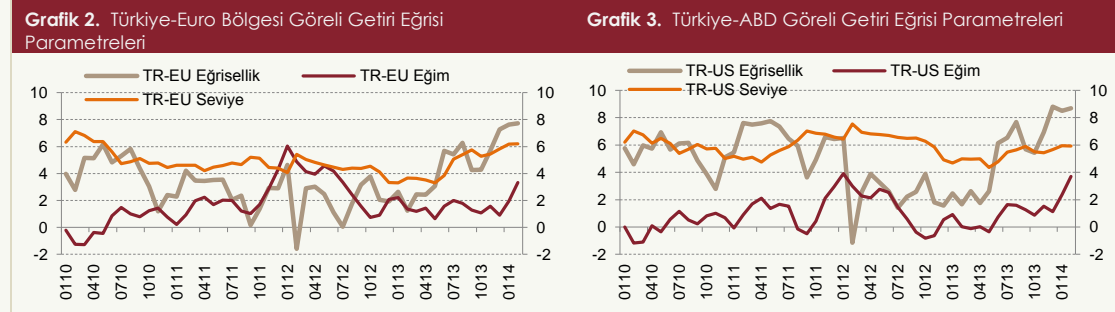


Grafik 1'de tüm panellerde 1 düzeyinden başlayan, vade 2 yıl iken bükülen ve vade büyüdükçe 2 düzeyine yakınsayan turuncu eğri $\beta_1=2$, $\beta_2=-1$, $\beta_3=5$ ve $\tau=2$ parametreleriyle oluşturulmuştur. İlk panelde konum parametresi olan β_1 'in 1'e gerilemesi getiri eğrisini olduğu gibi 1 puan aşağı indirmiştir ve uzun vadede yakınsanan getiri 2'den 1'e gerilemiştir. İkinci panelde eğim parametresi β_2 'nin -1'den 0'a yükselmesi getiri eğrisinin başlangıç noktasını 1 puan yükseltmiştir, böylece eğim de 1 puan düşmüştür. Üçüncü panelde eğrisellik parametresi β_3 'ün 5'ten 0'a düşmesi "n" şeklini tamamen ortadan kaldırmış, söz konusu parametrenin daha sonra -5'e düşmesi ise eğriselliğin yönünü terse çevirmiştir. Ancak her üç eğri de aynı noktadan başlayıp aynı noktaya yakınsamaktadır. Son panelde, eğriselliğin konumunu belirleyen τ 'nin 2'den 3'e çıkması bükümün 1 yıl ileride ortaya çıkmasına yol açmıştır.

¹ Çok sayıda açıklayıcı değişken olması hem serbestlik derecesini düşürecek hem de açıklayıcı değişkenler arasında çoklu doğrusallık (multi collinearity) sorununun ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Chen ve Tsang (2013) Nelson-Siegel (NS) fonksiyonunun bu yapısından yararlanarak çeşitli gelişmiş ülke paralarının ABD doları kurlarını, ilgili ülkelerin getiri eğrileri ve ABD getiri eğrisinin konum, eğim ve eğrimsellik farkları ile tahmin etmiştir. Yazarlar, örneğin, CAD/USD kurunun tahmini için öncelikle Kanada getiri eğrisi ile ABD getiri eğrisini kullanarak çeşitli vadelerdeki getirileri hesaplamış ve daha sonra Kanada'daki getirilerden ABD getirilerini çıkararak "görelî getiri"leri elde etmiştir. Sonraki adımda, yazarlar, bu görelî getirileri kullanarak NS yöntemiyle görelî getiri eğrisi hesaplamış ve bu eğrinin β_1 , β_2 ve β_3 değerlerini sırasıyla seviye (level, L), eğim (slope, S) ve eğrimsellik (curvature, C) olarak kullanarak 1, 3, 6, 12, 18 ve 24 ay vadeli kur değişimlerini açıklayan birer regresyon tahmin etmiştir. Söz konusu 3 parametre hem faiz farklarına hem de ekonomiler arası risklilik ve yapı farklılıklarına ilişkin bilgileri yansıtmaktadır.

Bu kutuda, USD/TL ve EUR/TL kurlarının getiri eğrileri kullanılarak tahmin edilebilirliğinin araştırılması için Fed tarafından yayımlanan çeşitli vadelerdeki sabit vadeli hazine getirileri ile ECB tarafından yayımlanan Euro Bölgesi getiri eğrisi parametreleri kullanılarak ABD ve Euro Bölgesi getiri eğrileri oluşturulmuştur. Bu getiriler TCMB bünyesinde tahmin edilen getiri eğrisinden hesaplanan Türk hazine bonusu getirilerinden çıkarılarak çeşitli vadelerde Euro Bölgesi için ve ABD için ayrı ayrı "görelî getiri" serileri elde edilmiştir. Bir sonraki aşamada, örnekleme yer alan her gün için TR-EU ve TR-US görelî getiri eğrisi parametreleri NS yöntemiyle tahmin edilmiştir. Getiri verilerinin yanında, TCMB internet sayfasından ABD doları ve euro alış kurları alınmış ve bu kurların 30, 61, 91, 182 ve 365 gün sonraki değerleri kullanarak farklı vadelerde kur değişim oranları hesaplanmıştır. Getiri değerleri sürekli bileşkelendirilmiş olduğundan döviz kuru değişim oranları da logaritmik fark şeklinde hesaplanmıştır. Böylece verilerin birbirine uyumu sağlanmıştır. Tahminlerde 2008 yılında başlayan ve uzun bir süre devam eden Küresel Finans Krizi'nin etkilerinin yer almaması ve son döneme odaklanabilmek için örneklem Ocak 2010 – Şubat 2014 dönemini kapsamaktadır. Söz konusu döneme ilişkin görelî getiri eğrisi parametreleri Grafik 2 ve Grafik 3'te yer almaktadır.



Söz konusu veriler kullanılarak aşağıdaki gibi birer regresyon modeli kurulmuştur:

$$\Delta s_{m,t} = \lambda_0 + \lambda_1 L_t + \lambda_2 S_t + \lambda_3 C_t + \lambda_4 \theta_t + u_t$$

Burada Δs_m döviz kurunda gelecek "m" yılda gerçekleşen değişim oranını, L, S, C görelî getiri eğrisinden elde edilen parametreleri, θ küresel risk iştahını temsil etmektedir. Tablo 1'de yer alan tahmin sonuçlarına göre görelî getiri eğrisi parametreleri euro kuru tahmininde ABD doları kuru tahminine kıyasla genellikle istatistiksel olarak daha anlamlı sonuçlar vermektedir. İstatistiksel olarak anlamlı olan katsayıların işaretlerine göre konum parametresi olan L arttıkça TL değer kazanmaktayken², görelî getiri eğrisinin eğimi arttıkça TL

² Örneğin, Tablo 1'de L parametresi için 6 aylık euro tahmin modellerinden elde edilen -4,677 değerine göre Türkiye'nin hazine getirileri Euro Bölgesi getirilerine kıyasla tüm vadelerde 1 puan artarsa euro kurunun 6 ay içinde ortalama olarak $2 \times 4,677 = \%9,35$ gerilemesi beklenmektedir.

değer kaybetmektedir.³ Eğrisellik parametresi C ise 12 aylık ABD doları kuru tahmini haricinde anlamlı bir katkı sağlamamaktadır. Elde edilen katsayı tahminleri Chen ve Tsang (2013) tarafından CAD/USD, JPY/USD ve GBP/USD kurları için tahmin edilen katsayılarla işaret olarak tutarlıdır. İktisadi olarak da Türkiye'nin hazine getirilerinin tüm vadelerde artmasının sonucunda TL'nin değerlenmesi ve getiri eğrisinin dikleşmesiyle kısa vadeli faizlerin düşük kalması sonucunda TL'nin değer kaybetmesi oldukça makul görünmektedir.

Tablo 1. Görelî Getiri Eğrisi Parametreleri ile Döviz Kuru Tahminleri

| Bağımlı: Kur Değişimi | EURTRY 1 ay | EURTRY 3 ay | EURTRY 6 ay | EURTRY 1 yıl | USDTRY 1 ay | USDTRY 3 ay | USDTRY 6 ay | USDTRY 1 yıl |
|-----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Sabit | 6.088** [2.577] | 19.728*** [6.895] | 35.784*** [7.563] | 50.565*** [9.822] | 2.884 [2.423] | 12.135*** [4.483] | 36.191*** [3.634] | 69.724*** [9.950] |
| Seviye | -0.485 [0.550] | -2.312 [1.435] | -4.677*** [1.659] | -5.413*** [1.855] | -0.25 [0.478] | -0.988 [0.955] | -5.042*** [0.697] | -8.511*** [1.445] |
| Eğim | -0.375 [0.259] | -0.832 [0.568] | -1.696* [0.848] | -3.198*** [0.612] | -0.185 [0.287] | -0.173 [0.561] | 0.925 [0.576] | -1.291*** [0.365] |
| Eğrisellik | -0.011 [0.224] | 0.298 [0.412] | 1.029 [0.695] | 0.985 [1.386] | 0.115 [0.178] | 0.185 [0.401] | 0.41 [0.444] | -1.116** [0.535] |
| VIX | -0.119** [0.052] | -0.302** [0.124] | -0.461** [0.194] | -0.609 [0.389] | -0.050 [0.077] | -0.238 [0.194] | -0.237 [0.143] | -0.155 [0.117] |
| Gözlem sayısı | 49 | 47 | 44 | 38 | 49 | 47 | 44 | 38 |
| R-kare | 0.161 | 0.348 | 0.527 | 0.409 | 0.044 | 0.173 | 0.647 | 0.74 |
| F istatistiği | 2.115* | 5.594*** | 10.845*** | 5.703*** | 0.501 | 2.198* | 17.856*** | 23.487*** |

Tüm tahminlerde otokorelasyon ve değişen varyansı dikkate alan Newey-West standart hataları kullanılmıştır.

Tablolarda *,**,*** sırasıyla yüzde10,yüzde 5 ve yüzde düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir. Standart hatalar parantez içinde verilmiştir.

Tüm tahmin sonuçlarında göze çarpan bir diğer husus da NS parametrelerinin kur değişimini açıklama oranlarının kısa vadelerde düşüken uzun vadelerde belirgin biçimde yükselmesidir. Bu da döviz kurlarının kısa vadede iktisadi temeller dışındaki faktörlerden (finansal piyasalarda "gürültü" olarak tabir edilen olgular) oldukça etkilendiği, ancak vade uzadıkça iktisadi temellerin kurlar üzerindeki belirleyiciliğinin öne çıktığını göstermektedir.

Sonuç

Bu kutuda yapılan basit ekonometrik analizler, Türkiye ekonomisi açısından en önemli finansal fiyatlar arasında yer alan USD/TL ve EUR/TL kurlarının tahmininde görelî getiri eğrilerinin önemli katkı verebileceğine ilişkin çeşitli ipuçları elde edilmesini sağlamıştır. Özellikle tahmin ufku arttığında finansal gürültü düzeyinin azalmasıyla görelî getiri eğrileri döviz kuru hareketlerini büyük oranda öngörebilmektedir. Elde edilen bulgulara göre Türkiye'de getiriler görelî olarak arttığında TL değerlenmektedir, getiri eğrisi görelî olarak dikleştiğinde ise TL değer kaybetmektedir. Bu bağlamda TCMB'nin esnek faiz koridoru dahilinde getiri eğrisini gerektiğinde hızlı bir şekilde etkileyebilmesi, küresel sermaye akımlarındaki oynaklıkların yurt içi piyasa üzerindeki etkilerini sınırlama potansiyeli taşımaktadır. Ayrıca, tahmin edilen katsayıların işaretlerinin ve büyüklüklerinin Chen ve Tsang (2013) tarafından gelişmiş ülkeler için hesaplanan değerlerle benzer olması dikkat çekmektedir. Ancak daha belirgin sonuçlara ulaşmak ve daha isabetli yargılara varabilmek için birtakım ek analiz ve sınamaların yapılması gerekmektedir.

Kaynakça

Nelson, C. R. & Siegel, A. F. (1987), "Parsimonious Modeling of Yield Curves", Journal of Business 60, sayfa 473-489.

Chen, Y. & Tsang, K. P. (2013), "What Does the Yield Curve Tell Us about Exchange Rate Predictability?", The Review of Economics and Statistics 95(1), sayfa 185-205.

³ Örneğin, Tablo 1'de S parametresi için 1 yıllık USD tahmin modelinden elde edilen -1,291 değerine göre Türkiye'nin getiri eğrisinin eğimi ABD getiri eğrisine kıyasla dikleşerek 1 puan artarsa (yani eğimin ters işaretlisi olan S parametresi 1 puan gerilirse) ABD doları kurunun 1 yıl içinde ortalama olarak yüzde1,29 yükselmesi beklenmektedir.

Kutu
5.2

Türkiye’de Şirketlerin Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riski

Reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kaynak yaratmaları (kârlılığı) ve söz konusu kaynakları yatırımlara yönlendirmeleri şirketlerin büyümesi açısından önem taşımaktadır. Türkiye’de ortalama şirket kârlılığı (iç kaynak yaratma potansiyeli) benzer ülkelere oranla daha düşüktür.⁴ Bu durum, şirketlerin iç kaynaklarını kullanmak suretiyle yatırım yapmalarını sınırlandırmakta, dolayısıyla büyümek için borçlanma (dış kaynak) gereksinimini gündeme getirmektedir. Türkiye’de yurt içindeki finansal sistemin yerli para cinsinden sunduğu kaynakların sınırlı ve “dış kaynak priminin” yüksek seyretmesi şirketleri yabancı para (YP) cinsinden borçlanmaya yöneltmektedir. Borç dolarizasyonu (YP cinsi borçların toplam borçlara oranı) olarak adlandırılan bu durum, Türkiye’de özellikle büyük ve ihracatçı şirketler arasında oldukça yaygın hale gelmiş, benzer ülke şirketlerine oranla Türkiye’deki şirketlerin daha yüksek borç dolarizasyon oranlarına sahip oldukları gözlenmiştir.⁵

Türkiye’de finansal olmayan şirketlerin YP cinsi yükümlülükleri (borçları), YP cinsi varlıklarından daha yüksektir. Söz konusu şirketlerin makro düzeyde hesaplanan YP net pozisyon açığı (makro pozisyon) Ocak 2014 itibarıyla 173 milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Yüksek net YP cinsi yükümlülük, şirketlerin bilançolarını dış sermaye girişlerinde oluşabilecek ani duruş veya sermaye çıkışları karşısında kırılgan hale getirebilmektedir. Böylece, sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek bir aksaklık, döviz kurunda oynaklığı artırmak suretiyle şirketlerin kârlılığında düşüşe ve yatırım istihlanlarında bozulmaya neden olabilmektedir.

Bu kutuda, TCMB Sektörel Bilançoları ve TBB Risk Merkezi verileri çerçevesinde 9 binden fazla şirketin bilanço, gelir tablosu ve borç bilgileri kullanılmıştır. Böylece, döviz kurundaki hareketlere duyarlı YP cinsi borçlardan kaynaklı kırılganlıklar mikro düzeyde incelenmiştir. Söz konusu şirketler, toplam ekonomide satışların yüzde 58,2’sini, ihracatın yüzde 72,5’ini ve YP cinsi borçların yüzde 40,1’ini gerçekleştirmekte olup toplam ekonomik faaliyet açısından oldukça önemli bir paya sahiptirler.

Şirketlerin YP cinsinden gelirlerinin olması (ihracat), YP cinsinden borçlarının kur riskini sınırlandırabilmektedir (natural hedge). Bu nedenle, YP cinsi borcun ihracata oranı, bu kutuda kur riski göstergesi olarak ele alınmış ve şirketler bu göstergeye göre üç grupta (risk grupları) sınıflandırılmıştır. Birinci grupta ihracatı olmayıp YP borcu brüt satışlarının yüzde 5’inden fazla olan şirketler ‘yüksek riskli’, ikinci grupta ihracat gelirleri olup da YP borçları ihracatlarının üç katından yüksek olanlar ‘orta riskli’ ve üçüncü grupta YP borçları ihracatlarının üç katından az olanlar ‘düşük riskli’ olarak adlandırılmıştır.⁶ Aşağıda sunulan analizlerde ağırlıklı olarak 2013 yılı sonu verileri kullanılmıştır.⁷

⁴ Özmen, Şahinöz ve Yalçın (2012).

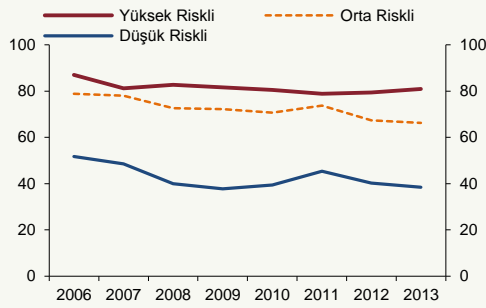
⁵ Alp (2013).

⁶ Orta riskli kriteri, firmaların YP borçlarının ortalama vadesinin üç yıl olduğu, böylece firmaların üç yıllık ihracatlarının YP borçlarına denk geldiği ve söz konusu oranın üçten büyük olmasının firmaların daha fazla risk taşıdığı varsayımları çerçevesinde oluşturulmuştur.

⁷ Borç verileri 2013, bilanço ve gelir tablosu verileri 2012 yıl sonu değerleridir. Zaman boyutunu da içeren ayrıntılı analizler Hülalagü ve Yalçın (2014)’da verilmektedir.

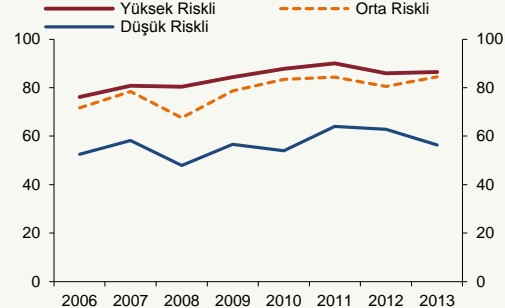
Yukarıda da vurgulandığı üzere, Türkiye'de şirketler kesiminin borç dolarizasyon oranı yüksek olmakla birlikte düşüş eğilimini sürdürmektedir. 2006-2013 döneminde satış ağırlıklı borç dolarizasyon oranı yüzde 55,1'den yüzde 44,3'e gerilemiştir. Öte yandan, aynı dönemde uzun vadeli (orijinal vadesi bir yıldan uzun) YP cinsi borcun toplam YP borç içindeki payında da artış gözlenmiştir. Söz konusu oranlar risk gruplarına göre incelendiğinde, yüksek riskli firmaların borç dolarizasyon oranlarının yüksek olduğu ve zaman içinde önemli değişim göstermediği görülmektedir (Grafik 1). Buna karşın, bu firmaların YP borçlarının ağırlıklı olarak uzun vadeli olduğu ve uzun vadeli borç payının 2006 yılında yüzde 76,1'den 2013 yılında yüzde 86,4'e çıktığı hesaplanmıştır (Grafik 2). Bu bulgular, döviz kurunda kısa vadede oluşabilecek dalgalanmalara karşı firmaların korunaklı olabildiklerini, dolayısıyla YP borç servisi üzerindeki olumsuz etkilerin önemli ölçüde sınırlanabildiğini ima etmektedir.

Grafik 1. Risk Gruplarına Göre Borç Dolarizasyon Oranı (Yüzde)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

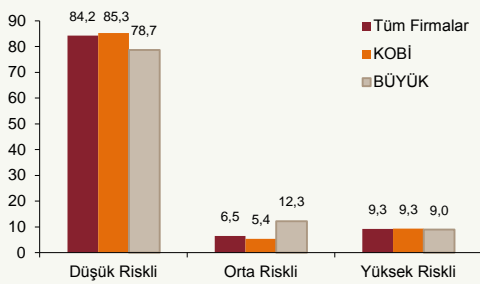
Grafik 2. Risk Gruplarına Göre YP Cinsi Borcun Uzun Vade Oranı (Yüzde)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

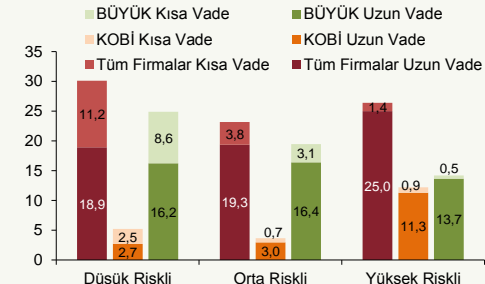
Veri setinde yer alan ve yüksek riskli olarak adlandırılan şirketler, sayı olarak toplam içinde sınırlı paya sahip olup, bu şirketlerin toplam YP cinsi borcunun yaklaşık üçte birine sahip oldukları hesaplanmıştır. Ayrıca, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin YP cinsi borçlarının yaklaşık yarısı KOBİ'lere ait olup hemen hemen tamamı uzun vadeli (Grafik 3 ve 4).^{8,9}

Grafik 3. Risk Gruplarına ve Büyüklüklerine Göre Şirketlerin Adet Dağılımı (Yüzde, Aralık 2013)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Grafik 4. Risk Gruplarına, Büyüklüklerine ve Vadelerine Göre Şirketlerin YP Borç Dağılımı (Milyar ABD Doları, Aralık 2013)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

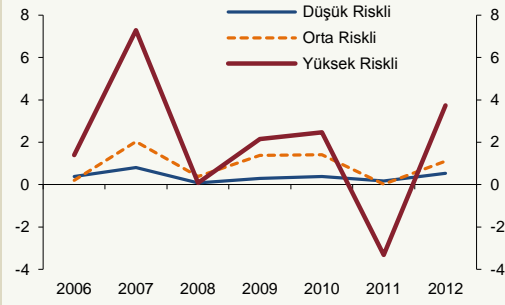
⁸ Net satışları yıllar itibarıyla büyük farklılıklar gösteren inşaat sektörü ile holding şirketlerinin faaliyetleri sektörlerinde "aktif büyüklük" kriteri, diğer sektörlerde ise "net satış" kriteri kullanılmıştır. Net satış kriterinde; 2012 yılında net satışları 10 milyon Euro'nun altında olan firmalar küçük ölçekte, 10 milyon Euro ile 50 milyon Euro arasında olanlar orta ölçekte, 50 milyon Euro'nun üzerinde olanlar ise büyük ölçekte yer almaktadır. Aktif büyüklük kriterine göre incelenen sektörlerde ise; 2012 yılı aktif toplamı 10 milyon Euro'dan az olan firmalar küçük ölçekte, 10 milyon Euro ile 43 milyon Euro arasında olan firmalar orta ölçekte, 43 milyon Euro'dan büyük olan firmalar ise büyük ölçekte grubunda sınıflandırılmıştır.

⁹ Özmen ve Yalçın (2007) çalışması 2001 krizinden sonra uygulamaya konan esnek döviz kuru rejiminin de etkisiyle özellikle KOBİ gibi kur riskine maruz şirketlerin dolarizasyon oranlarında belirgin düşüşler olduğunu ortaya koymuştur.

Şirketleri risk gruplarına ayırmanın yanı sıra net kambiyo kârı (kambiyo kârı ile kambiyo zararı toplamı) ve tahmini YP cinsi finansal giderler kullanılarak analiz zenginleştirilmiştir.¹⁰ Böylece, mal ve hizmet hareketlerinden kaynaklanan YP cinsinden faaliyetler (net kambiyo kârı) ile YP cinsi borçtan kaynaklanan YP cinsi finansal giderler risk grupları ve sektörler bazında değerlendirilmiştir.

Risk gruplarının satış ağırlıklı ortalama kambiyo marjlarının (net kambiyo kârı/brüt satışlar) zaman içindeki seyri Grafik 5'te verilmiştir. Buna göre, 2006-2012 döneminde şirketler ortalama olarak net kambiyo kârı elde etmişlerdir. 2008 ve 2011 yıllarında yaşanan döviz kuru şoku nedeniyle firmaların net kambiyo karlarında düşüşler olmuştur. Yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin 2011 yılında net kambiyo zararı vermelerine karşın, diğer yıllarda elde edilen net kambiyo kârı bu zararları fazlasıyla karşılamıştır. Nitekim, 2006-2012 döneminde ortalama olarak, kambiyo marjları yüksek riskli şirketlerde yüzde 1,82, orta risklilerde yüzde 0,97 ve düşük riskli firmalarda yüzde 0,39 olarak hesaplanmaktadır. Buna göre, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin ortalama kambiyo marjlarının kur oynaklığına rağmen diğer risk gruplarına oranla daha yüksek olduğu görülmektedir.

Grafik 5. Risk Gruplarına Göre Kambiyo Marjları
(Net Kambiyo Kârı / Brüt Satışlar)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

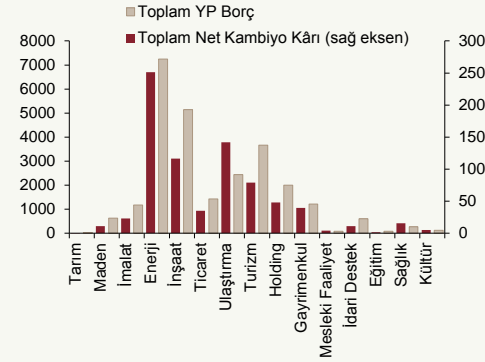
Yapılan hesaplamalarda, yüksek YP cinsi borcu ve dolayısıyla YP cinsi finansal giderleri olan firmaların daha fazla net kambiyo kârına sahip oldukları tespit edilmiştir. Nitekim, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin net kambiyo kârı ile borç dolarizasyon oranı ağırlıklı finansal giderleri arasında yüksek korelasyon (0,89) hesaplanmıştır. Benzer şekilde, YP cinsi borç ile net kambiyo kârı arasında da yüksek pozitif korelasyon tespit edilmiştir. Bu bulgular, yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin YP cinsi varlıklara sahip olmaları ve mal-hizmet alışverişlerinden doğan kur kaynaklı net kambiyo kârı elde etmeleri suretiyle YP cinsi borçlarına ilişkin kur risklerini dengelemeye yöneldiklerini ima etmektedir. Bu görüş, 2013 yılında yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin yüzde 54'ünde net kambiyo kârlarının finansal giderlerinin yarısından fazla olduğu bilgisiyle desteklenmektedir.

Sektörel düzeyde bakıldığında, YP cinsi borcu yüksek olan sektörlerin net kambiyo kârının da yüksek olduğu tespit edilmiştir (Grafik 6). Yüksek riskli grupta yer alan şirketlerin sayısı ise Grafik 7'de yer almaktadır. Holding şirketleri ile enerji, inşaat, turizm sektörlerinin her birinde YP cinsi borcun 2 milyar ABD dolarından fazla olduğu görülmektedir. Enerji sektöründe fiyatlar, uluslararası fiyat hareketleriyle uyumlu olarak belirlenmekte olup kur riski sektördeki fiyat ayarlamalarıyla doğrudan ilintilidir. Örneğin, doğalgaz dağıtımını yapan şirketlerde fiyatlama büyük oranda döviz kuru gelişmeleriyle birlikte belirlenmekte ve dolayısıyla kur riski önemli oranda kontrol edilmektedir. Diğer yandan, fiyatlaması kamu tarafından yönlendirilen ve bu nedenle döviz kuru hareketlerinin otomatik olarak yansıtılmadığı ürün ve hizmetler de mevcuttur. İnşaat sektöründe ise hammadde fiyatlarının önemli oranda YP cinsinden belirlenmesi, nihai fiyatlamasının belirli oranlarda YP cinsinden yapılmasına neden olduğu bilinmektedir. Ayrıca, büyük inşaat şirketlerinin yurt dışında yaygın iştirak ve ortaklıklarının olması, ve bunların finansmanının ağırlıklı olarak şirket merkezinden yapılması, ancak yurt dışında elde ettikleri gelirlerini yurt içinde düzenlenen bilançolarına ayrı tüzel kişilik olmaları nedeniyle

¹⁰ YP cinsi borca ait finansman gideri tahmini, toplam finansman giderinin borç dolarizasyon oranı ile çarpılmasıyla elde edilmiştir.

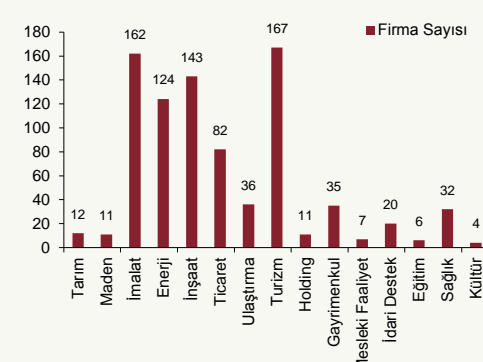
yansıtılmaları söz konusu şirketlerin kur risklerinin düşünülenden daha düşük olabileceğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, turizm gelirlerinin giderek artmasının ve özellikle otellerde fiyatlamanın yaygın olarak YP cinsinden yapılmasının turizm sektörünün yüklenmiş olduğu kur riskini sınırlandırdığı düşünülmektedir.

Grafik 6. Yüksek Riskli Firmalarda Sektörel YP Cinsi Borç ve Net Kambiyo Kârı (Milyon ABD Doları, Aralık 2013)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Grafik 7. Yüksek Riskli Grupta Firma Sayılarının Sektörel Dağılımı



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Öte yandan, firmaların olası kur riskini daha ayrıntılı ele almak üzere, yukarıda belirtilen risk gruplarına ek olarak, net kambiyo kârının YP cinsi borç ağırlıklı finansal giderlere oranı (karşılama oranı) hesaplanmıştır. Bu oranın düşük olması şirketlerde YP cinsi borç kaynaklı bir kırılganlığın olabileceğini göstermektedir. Bu doğrultuda, yüksek riskli grupta yer alan ve söz konusu oranı yüzde 50'nin altında olan firmalara daha yakından bakılmıştır. 2012 yılı bilançolarından elde edilen bilgiye göre, bu tanıma uyan ve "en riskli grup" olarak tanımlayabileceğimiz toplam 396 adet firma bulunmaktadır olup bu firmaların büyük çoğunluğu imalat (80), turizm (74), inşaat (68), ticaret (49) ve enerji (40) alanlarında faaliyet göstermektedir. Bu firmaların toplam aktif ağırlıklı ortalama cari, nakit ve kârlılık oranları ile firma başına YP borç miktarı Tablo 1'de verilmiştir. Buna göre, en riskli gruptaki firmaların likidite oranlarının düşük riskli firmalardan yakın olduğu görülmektedir. Buna karşın, söz konusu grubun kârlılık oranı diğer firmalara kıyasla daha düşüktür. Ayrıca, en riskli firmalarda ortalama YP borç miktarı 31,9 milyon ABD doları olup tamamına yakını uzun vadeli.

Tablo 1. Risk Gruplarına Göre Likidite Göstergeleri ve Kârlılık

| | Cari Oran (2012) | Nakit Oranı (2012) | Varlık Kârlılığı (Yüzde, 2012) | YP Borç Miktarı (Basit Ortalama, Aralık 2013, Milyon ABD Doları) |
|---------------|------------------|--------------------|--------------------------------|--|
| En Riskli | 3,33 | 1,24 | 2,04 | 31,9 |
| Yüksek Riskli | 2,68 | 0,89 | 3,30 | 30,7 |
| Orta Riskli | 1,92 | 0,54 | 3,79 | 38,5 |
| Düşük Riskli | 3,62 | 1,48 | 4,27 | 6,5 |

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları.

Sonuç olarak, incelenen veri seti baz alındığında, ihracat geliri olmayan veya sınırlı olan firmaların önemli oranda YP cinsinden borçlandıkları ve ilk bakışta kur riski taşıdıkları algısı oluşmaktadır. Öte yandan, verilere daha yakından bakıldığında, yüksek riskli grupta yer alan ve YP cinsi borcu yüksek olan firmaların ortalama net kambiyo kâr marjlarının diğer firmalara kıyasla yüksek olduğu görülmektedir. Net kambiyo kârının YP

finansal giderlerini karşılama oranı düşük olan en riskli gruptaki firmaların nakit tutma eğilimlerinin oldukça güçlü olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, sektörler düzeyinde bakıldığında, borç dolarizasyonu görece yüksek olan sektörlerin önemli bir kısmında YP cinsi gelir olarak sınıflanmayan ancak YP cinsinden fiyatlanan ve gelir elde edilen faaliyetlerin bulunduğu görülmektedir. Mevcut veri seti çerçevesinde elde edilen bulgular, Türkiye’de reel sektörde faaliyet gösteren firmaların sahip olduğu kur riskinin makro verilerin (makro pozisyon) ima ettiğinden daha sınırlı olabileceğine işaret etmektedir.

Kaynakça

- Özmen, E., ve C. Yalçın, 2007, “Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektörün Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu,” İktisat İşletme ve Finans, 22 (258), 5-39.
- Özmen, E., S. Şahinöz ve C. Yalçın, 2012, “Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey,” TCMB Çalışma Tebliği No. 12/14.
- Alp, B., 2013, “Türkiye’deki Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve Reel Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi,” TCMB Uzmanlık Tezi.
- Hülagü, T. ve C. Yalçın (2014), “Türkiye’de Yabancı Para Borcu ve Kur Riskinin Mikro Analizi,” Yayımlanmamış Not.