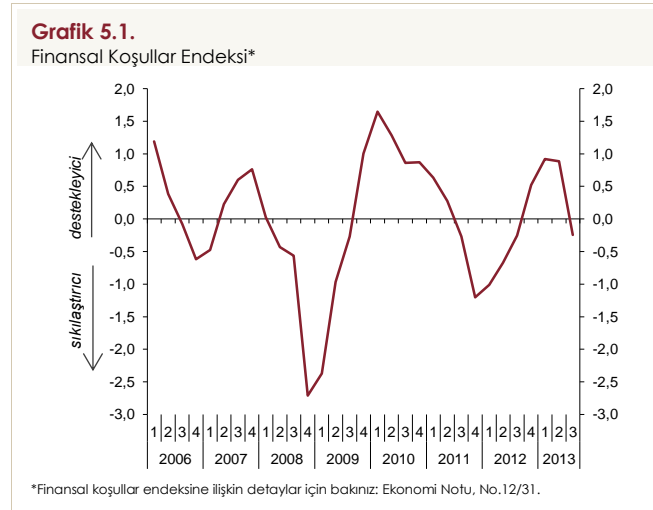


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2013 yılının üçüncü çeyreğinde finansal piyasalarda belirsizlikler devam etmiş ve sermaye çıkışlarına paralel olarak finansal koşullar sınırlı bir miktar sıkılaşmıştır. Bu dönemde Fed'in miktarsal genişleme politikasından çıkış stratejisine dair belirsizliklerin devam etmesi ve ABD'de borç tavanının çözümlüne ilişkin sorunlar küresel piyasalarda belirsizliğe yol açan temel faktörler olmuştur. Mayıs ayından bu yana küresel düzeyde para politikalarına ilişkin gelişmeler tüm finansal varlıkların yeniden fiyatlanmasına neden olmuş ve bu durum küresel portföy yatırımlarında gelişmekte olan ülke varlıklarının ağırlığının azalmasına yol açmıştır.



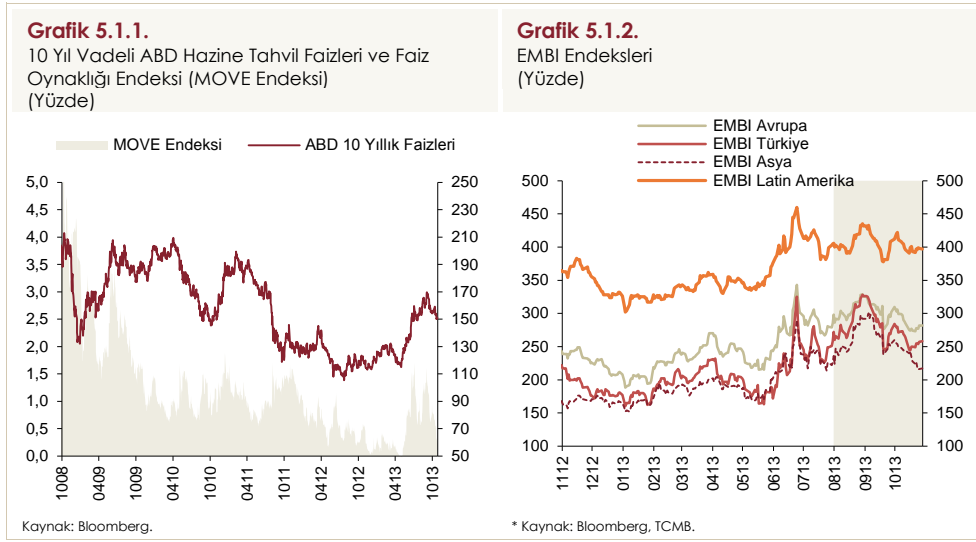
Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan finansal koşullar endeksinde (FKE) üçüncü çeyrekte sınırlı bir sıkılaşma gözlenmektedir (Grafik 5.1). Endekste ki sıkılaşmada temel olarak sermaye akımları ve piyasa faizleri etkili olmuştur.

5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

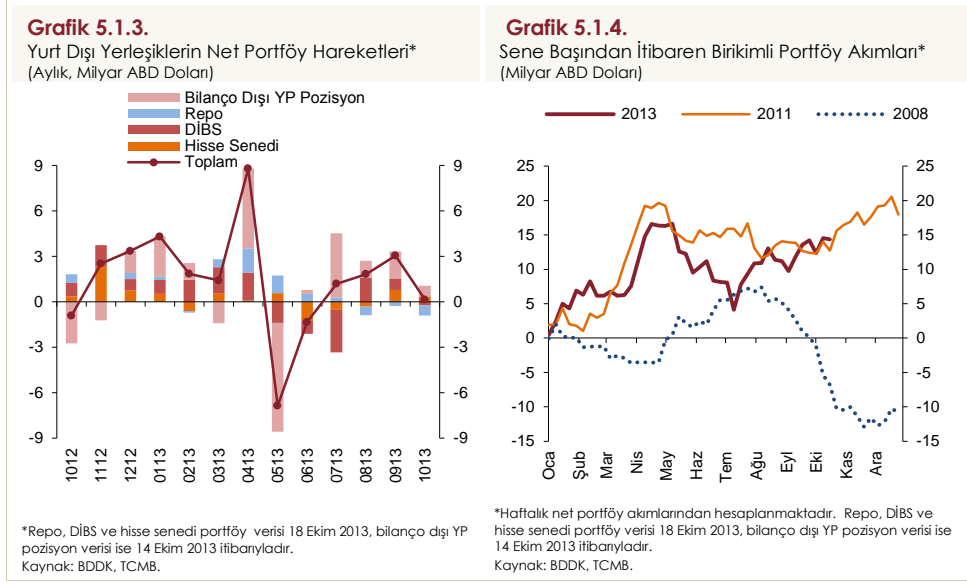
2013 yılı ikinci çeyreğinde Fed'in miktarsal genişleme politikasını kademeli olarak terk edebileceğini belirtmesinin ardından yükselen ABD faizleri dalgali bir seyir izlemiştir. Bu çeyrekte de Fed'in para politikasına dair belirsizlik devam etmiş ve bu dönemde ABD faizlerinin oynaklığı artmıştır (Grafik 5.1.1). Fed'in para politikasına dair artan belirsizlik ve küresel piyasalarda bol likidite döneminin sona

ereceği beklentisi gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş ve ülke risk primleri yükselmiştir. Ağustos ayında hem küresel para politikalarına dair belirsizlikler hem de Suriye'ye dair oluşan politik riskler sebebiyle ülke risk primindeki artışın belirginleştiği görülmüştür. Ancak son dönemde, Fed'in Eylül ayı toplantısında miktarsal genişlemeden çıkışını ertelemesi ve Suriye konusundaki risklerin azalmasıyla beraber gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde düşüşler gözlenmiştir (Grafik 5.1.2). Bu dönemde Türkiye'nin ülke risk priminin de diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir seyir izlediği gözlenmekle beraber Türkiye'nin risk primi daha fazla düşüş göstermiştir. Bu durum söz konusu gelişmelere Türkiye'nin daha hassas olduğuna işaret etmektedir.



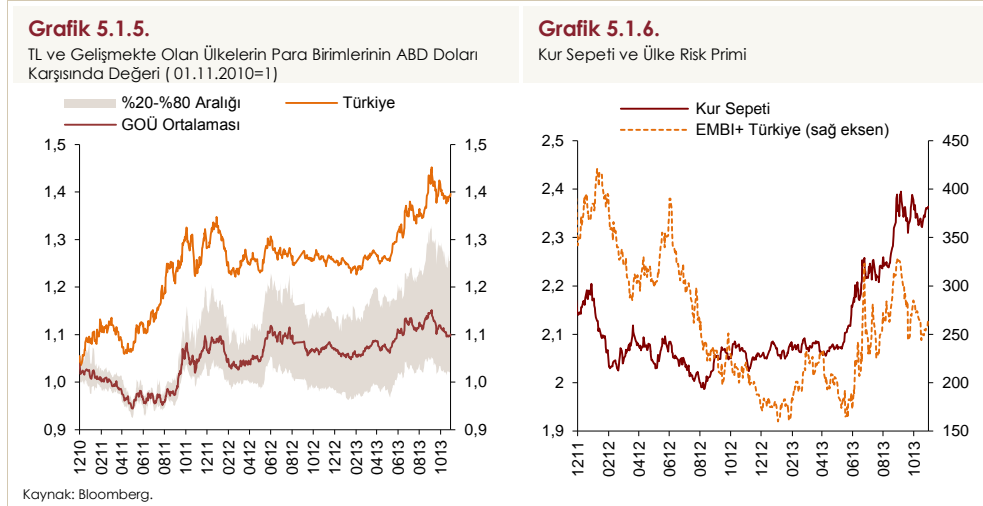
Portföy Hareketleri

Küresel para politikalarına dair belirsizliklerin devam etmesi gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının zayıf ve dalgalı bir seyir izlemesine yol açmaktadır. Türkiye'den de, bu bağlamda, 2013 yılının ikinci çeyreğinde özellikle kur takası ve hisse senedi kaynaklı hızlı sermaye çıkışı gözlenmiş, üçüncü çeyrekte ise sermaye akımları zayıf kalsa da pozitive dönmüştür (Grafik 5.1.3). Portföy akımlarına 2013 yılı başından bu yana birikimli olarak bakıldığında da sermaye akımlarındaki bu eğilim gözlenebilmektedir. Piyasalardaki son dönem dalgalanma daha önceki kriz dönemleriyle karşılaştırıldığında, bu dönemdeki sermaye çıkışları, 2008 krizine kıyasla sınırlı kalsa da, 2011 Avrupa borç krizinde yaşanan çıkışın üstünde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.4).



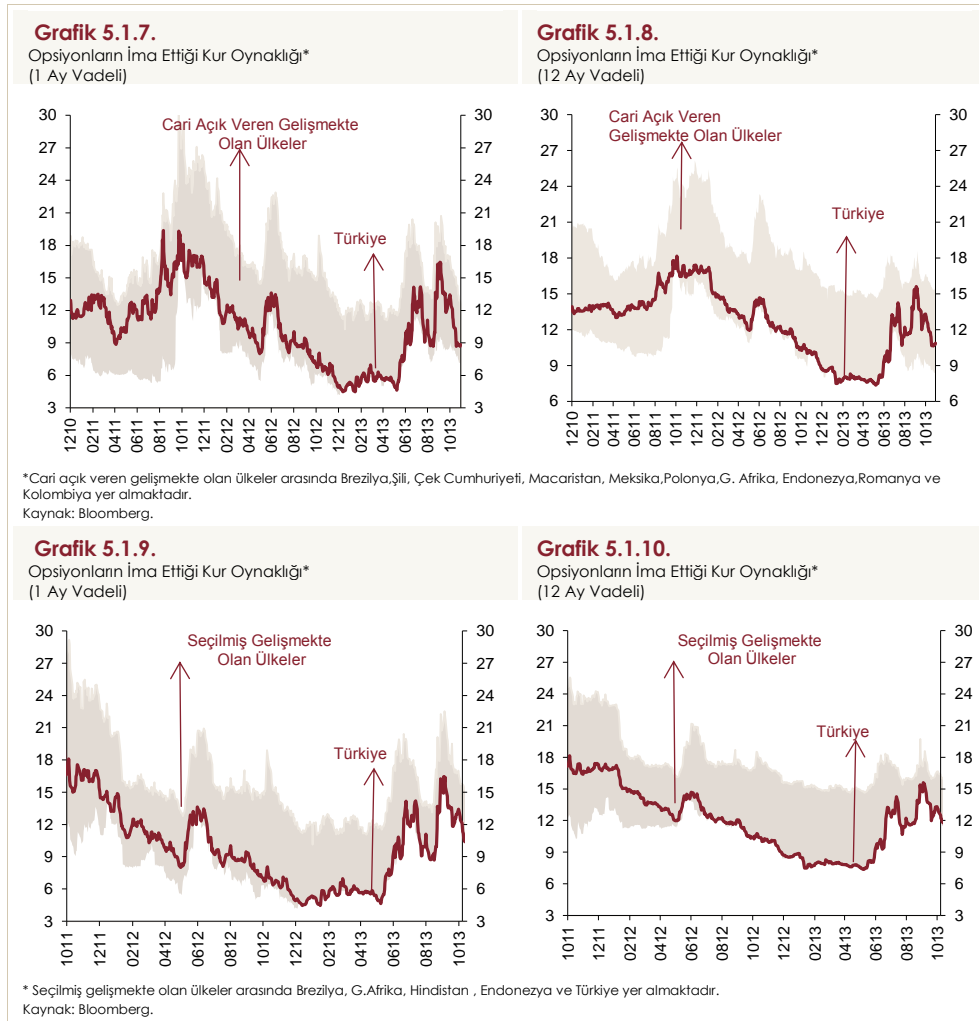
Döviz Kurları

Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana, Fed'in miktarsal genişleme politikasından çıkış stratejisine ilişkin belirsizliğin devam etmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde dalgalı bir seyir gözlenmiştir. Türk lirası da gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine paralel bir eğilim izlemiştir (Grafik 5.1.5). 2012 yılının son çeyreğinden itibaren zayıf seyreden kur sepeti ve risk primi arasındaki ilişki son dönemde yeniden güçlenmiş ve risk primindeki belirgin artışa paralel olarak sepet kur da yükselmiştir. (Grafik 5.1.6).



Mayıs ayından bu yana gelişmekte olan ülke risk primlerinde görülen artış ve döviz piyasalarında yaşanan dalgalanma opsiyonlarının ima ettiği döviz kuru

oyunaklıklarına da yansımış ve bu dönemde Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığının düşük seviyelerden orta seviyelere yükseldiği göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.7-Grafik 5.1.8). Bu durum Türkiye'nin dış finansman ihtiyacının yüksek olması sebebiyle son dönemdeki küresel belirsizliklere karşı daha hassas olmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim, dış finansman ihtiyacı yüksek olan diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığının en düşük seviyede olduğu göze çarpmaktadır.

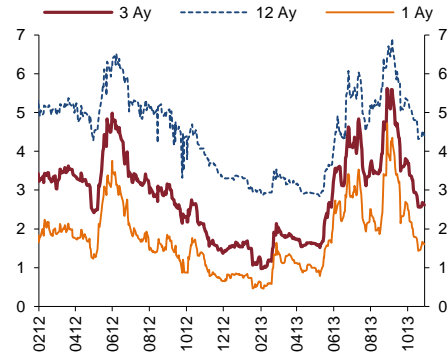


2013 yılının ikinci çeyreğinde küresel piyasalarda artan belirsizlikler satın alma (call) ve satma (put) opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar arasındaki farkı ifade eden risk reversal pozisyonlarında da kendini göstermektedir. Bu farkın artması, Türk lirasının değer kaybı yönünde beklentilerin değer kazanma yönündeki beklentilere göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Ancak Eylül ayı ile birlikte söz konusu pozisyonun ima ettiği değerler düşüş göstermeye

başlamıştır (Grafik 5.1.11). Ayrıca Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler için ima edilen oynaklığın eğiminin yeniden pozitif dönmeye geçmesi de kısa vadelere dair yüksek seviyedeki belirsizliğin azaldığını ve daha öngörülebilir bir ortamın oluştuğunu göstermektedir (Grafik 5.1.12).

Grafik 5.1.11.

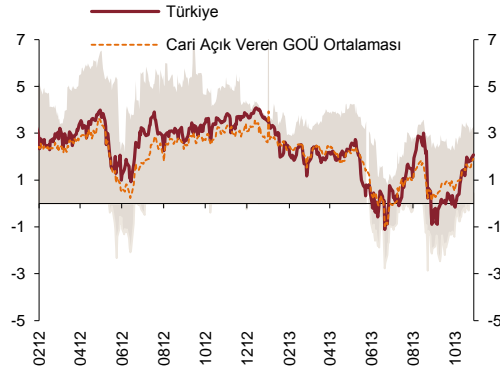
Çeşitli Vadelerde 25 Delta Risk Reversal Pozisyonu* (Yüzde)



*Risk reversal pozisyonu, aynı deltaya sahip satın alma (call) ve satma (put) opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar arasındaki farkı göstermektedir. Bu farkın artması, Türk lirasının değer kaybı yönünde beklentilerin değer kazanma yönündeki beklentilere göre daha fazla olduğunu göstermektedir.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.1.12.

İma Edilen Volatilitenin Eğimi** (Yüzde)



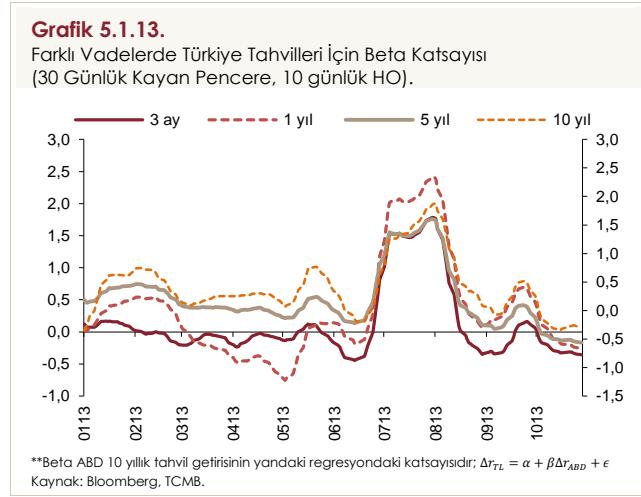
**12 ay ve 1 ay vadelerdeki ima edilen oynaklıkların farkıdır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Para Politikası Uygulamaları

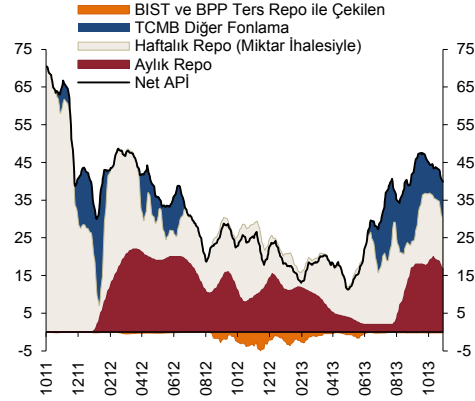
Mayıs ayından bu yana küresel düzeyde para politikalarına ilişkin gelişmeler tüm finansal varlıkların yeniden fiyatlanmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarına dair belirsizlik finansal piyasalarda oynaklığın artmasına yol açmaktadır. Bu dönemde TCMB, enflasyona odaklı ve küresel para politikalarındaki belirsizliklerin yarattığı olumsuz etkileri sınırlamayı amaçlayan bir para politikası uygulamasına yönelmiştir. Bu doğrultuda hedefin üzerinde seyreden enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla ek parasal sıkılaştırmalara devam edilmiştir. Ağustos ayında ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak amacıyla gecelik borç verme faiz oranı yüzde 7,25'ten yüzde 7,75'e artırılarak faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiştir. Eylül ve Ekim aylarında TCMB politika faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmemesine rağmen temkinli para politikası duruşunu koruyarak ek parasal sıkılaştırmalara devam etmiştir.

Fed'in para politikasının yüksek frekansta açıklanan ekonomik verilere bağlı olması ve söz konusu verilerdeki oynak seyir finansal piyasalarda oynaklığın

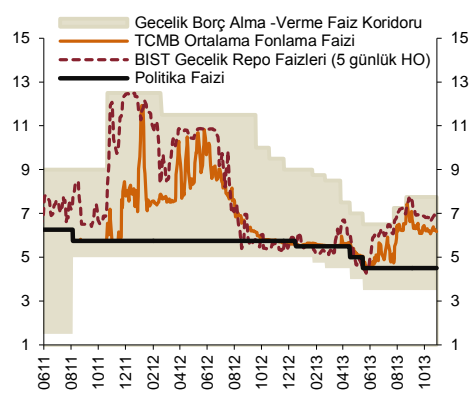
artmasına yol açmaktadır. Bu dönemde TCMB, küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yurt içine yansımalarını sınırlamak açısından Türk lirası likidite politikasındaki öngörülebilirliğin artırılmasına karar vermiştir. Bu doğrultuda faiz belirsizliğini azaltma yönünde bir strateji benimsenerek, ekonominin iktisadi temellerden kaynaklanmayan olumsuz bir döngüye sürüklenmesi engellenmeye çalışılmıştır. Nitekim, para politikasına dair verilen sinyallerin ardından küresel faiz oranları ile yurt içi faiz oranları arasındaki ilişkinin büyük ölçüde zayıfladığı göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.13). Özellikle kısa vadeli Türk lirası faizlerinin ABD faizlerine olan duyarlılığının uzun vadeli faizlere göre daha düşük gerçekleştiği gözlenmektedir.



Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Bu dönemde 30 Temmuz'dan itibaren piyasaya yaklaşık 4,61 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlamıştır. Yapılan döviz satım ihalelerinin sterilize edilmemesi likidite açığını artırıcı, bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarını artırmaları ise düşürücü yönde etkilemiştir. Bu dönemde döviz satım ihaleleri yoluyla çekilen tutarın daha fazla olması sebebiyle piyasadaki likidite açığı artış göstermiştir (Grafik 5.1.14). TCMB bu çeyrekte ek parasal sıkılaştırma çerçevesinde piyasaya sağladığı likiditede bir hafta vadeli repo ihalesi ile verilen fon tutarını azaltmış ve geleneksel ihale yöntemiyle düzenlenen aylık repo miktarlarını artırmıştır. Bu dönemde bankaların TCMB gecelik borç verme olanakları ile sağladığı fonların tutarının da arttığı gözlenmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak TCMB ortalama fonlama faizi ile BIST bankalararası gecelik repo faizleri artış göstermiştir (Grafik 5.1.15). Ayrıca, bu dönemde ek parasal sıkılaştırma günlerinde piyasa yapıcı bankaların da faiz koridorunun üst bandından fon sağlamaları, faizlerin daha hızlı bir şekilde artmasına olanak sağlamıştır.

Grafik 5.1.14.TCMB Fonlaması*
(2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)

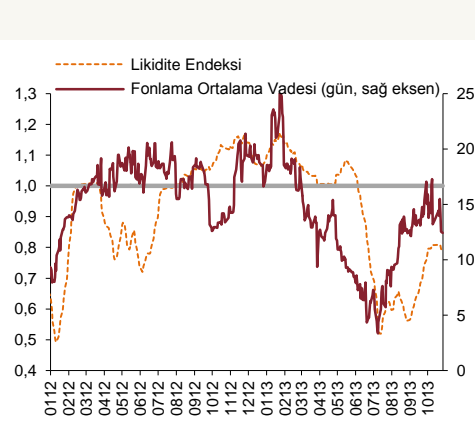
* Diğer fonlama, TCMB'nin piyasa yapıcılığı repo imkânı, borç verme faiz oranından sağlanan BIST bünyesinde repo imkânı ve Bankalararası Para Piyasası depo verme imkânından oluşmaktadır.
**BIST gecelik repo faizi olarak, BIST Bankalararası Gecelik Repo Pazarı'ndaki gecelik vadedeki faizler kullanılmıştır.
Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 5.1.15.BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler**
(Yüzde)

Ağustos ve Eylül aylarında para politikasında sıkı duruş sürdürülerek ek parasal sıkılaştırmalara devam edilmesi sebebiyle likidite endeksi yılın üçüncü çeyreğinde 1 değerinin altında kalmıştır (Grafik 5.1.16). Çeyreğin sonlarına doğru ise miktar ihalesi ile verilen fonların artırılmasının etkisiyle likidite endeksi, artış göstermekle beraber halen 1 değerinin altında seyretmektedir. Bu durum TCMB'nin likidite duruşunun halen sıkı olduğunu yansıtmaktadır. Ayrıca, bu dönemde bankacılık sektörüne sağlanan Türk lirası likiditenin vadesinin bir ay vadeli repo ihale tutarlarındaki artıştan ötürü yükseldiği göze çarpmaktadır. Bu dönemde piyasadaki likidite açığının artmasının etkisiyle TCMB fonlamasının bankacılık sektörü yükümlülükleri içerisindeki payı artmaya devam etmiştir (Grafik 5.1.17).

Grafik 5.1.16.

Likidite Duruşu*

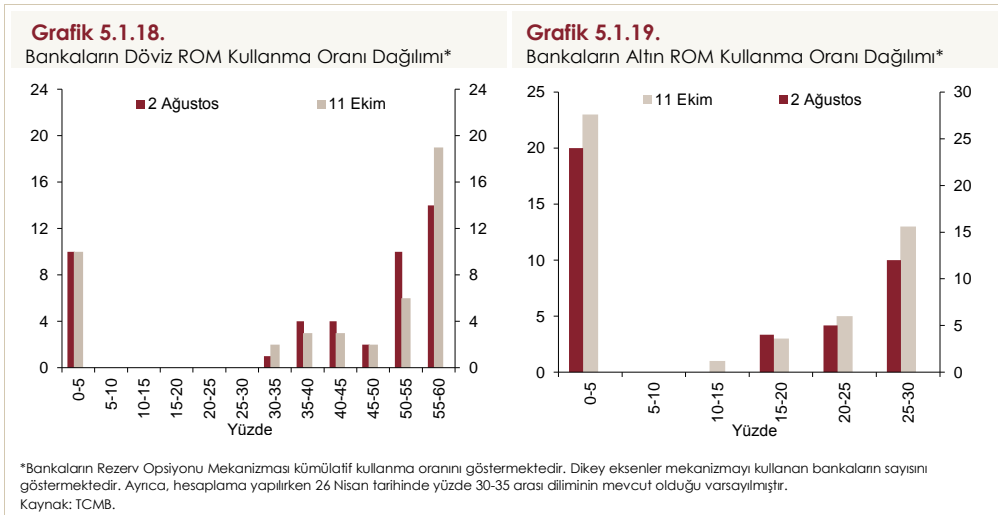


* Endeksin t zamanındaki değeri, TCMB'nin son 20 iş günü içerisinde bankalararası para piyasasında yaptığı toplam fonlamanın yine son 20 iş gününde bankalararası para piyasasında oluşan likidite açığı üzerine koşulan regresyonun katsayısını ifade etmektedir. TCMB'nin likidite ihtiyacı kadar fonlama yaptığı dönemlerde endeks 1 değerini alacak, likidite politikası ile ek sıkılaştırma amaçlandığında endeks 1'in altına düşecek ve son olarak genişleyici likidite politikaları uygulandığında ise endeks 1'i aşacaktır.
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.17.TCMB Fonlamasının Bankacılık Sektörü
Yükümlülükleri İçindeki Payı
(Yüzde)

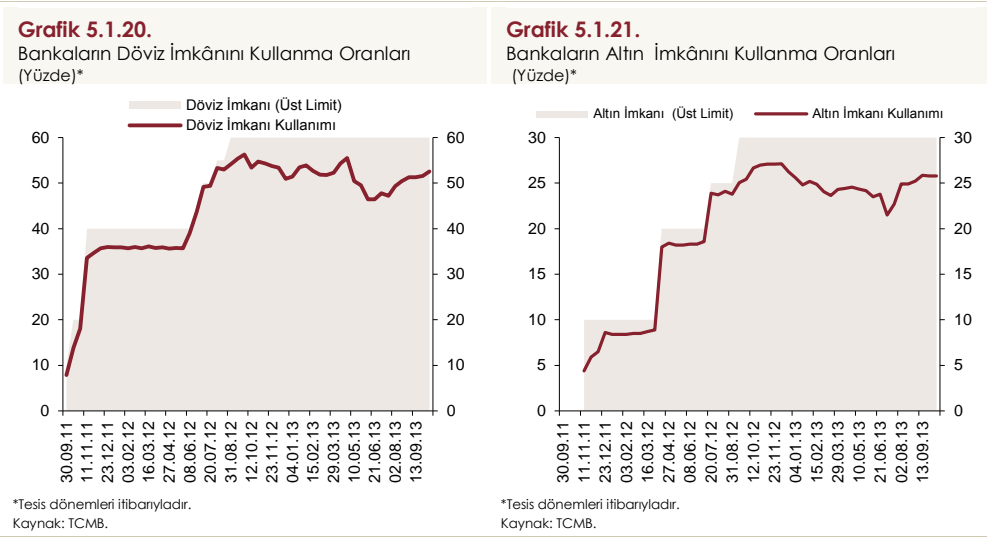
TCMB, yılın üçüncü çeyreğinde bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve öngörülebilirliği artırmak amacıyla, başlanmış olan ek parasal sıkılaştırma (EPS) uygulamasının toplam ve kalan gün sayısını açıklamaya başlamıştır. Buna ek olarak, EPS yapılan günlerde döviz satım ihalesi yapılmasına karar verilmiş ve bu doğrultuda kalan EPS günlerinin her birinde yapılacak döviz satış ihalelerinin her biri için geçerli olacak güncel minimum satış tutarı açıklanmaya başlanmıştır. Ayrıca, söz konusu satış tutarı gerekli görülmesi halinde gün içinde bir kereyi aşmamak kaydıyla yukarı yönde güncellenebilmektedir. EPS döneminde en son duyurulan minimum satış tutarı EPS'yi takip eden ilk normal gün için de geçerli olacaktır. Ayrıca, bu dönemde normal günlerde açılacak olan döviz satım ihale tutarının minimum tutarı 50 milyon ABD dolarından 20 milyon ABD dolarına düşürülmüştür.

Yılın üçüncü çeyreğinde rezerv opsiyonu katsayılarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Ancak bu dönemde Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre daha fazla artış göstermesi sebebiyle, bankalar açısından rezerv opsiyonu mekanizmasını kullanmak daha avantajlı hale gelmiş ve bu sebeple bankaların rezerv opsiyonu mekanizması kullanma oranını artırdıkları gözlenmiştir. Nitekim, yılın ikinci çeyreğine göre, hem döviz hem de altın ROM için, üçüncü çeyrekte son dilimleri kullanan banka sayısında bir artış olduğu ve bankaların kümülatif kullanma oranlarının üst dilimlere kaydıkları göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.18-Grafik 5.1.19).



Rezerv opsiyonu kullanma oranlarında bankalar arasında farklılaşmalar olmasına rağmen son dönemde bazı bankaların imkânı daha fazla kullanması sebebiyle hem altın hem de döviz için sektör kullanım oranı artış göstermiştir. Bankaların imkândan faydalanma oranı 11 Ekim 2013 tesis dönemi itibarıyla

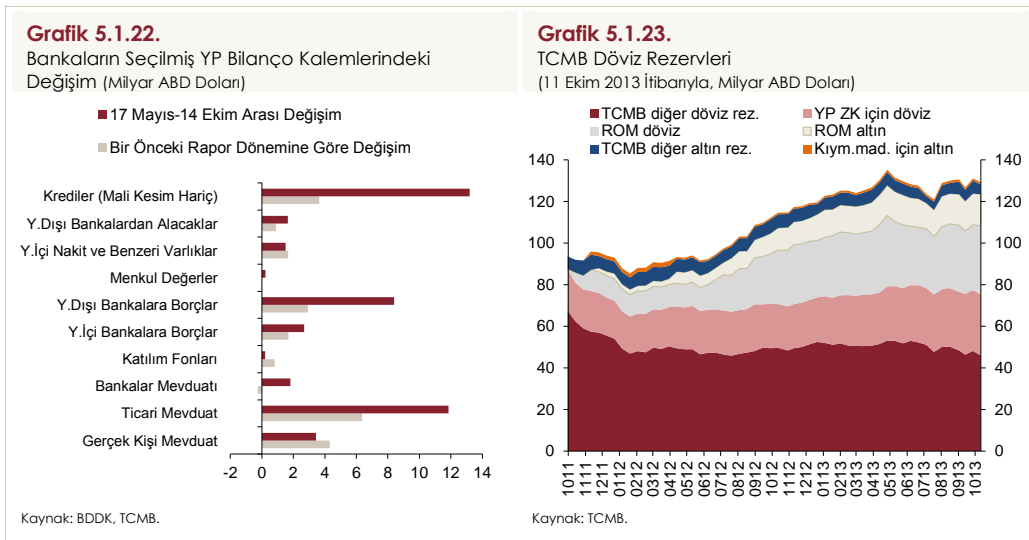
döviz imkânı için yüzde 87,5 (52,5/60), altın imkânı içinse yüzde 86 (25,8/30) olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.20 ve Grafik 5.1.21). Bu dönemde yabancı para ve altın fon bulma konusunda limitleri olan bankalar için, ABD doları, euro ve altının Türk lirası karşısında değer kazanmalarının, bu bankaların kullanım oranındaki artışta etkili olduğu düşünülmektedir. Ancak, aynı dönemde bankaların ROM kapsamında tuttıkları döviz ve altın rezervlerini artırdıkları göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.23).



Sermaye çıkışlarının görüldüğü bir dönemde bankaların yabancı paraya ulaşım imkânlarının azalıp azalmadığının anlaşılması önem arz etmektedir. Bu konuda bankaların yabancı para cinsi bilanço kalemlerindeki değişimler bankaların yabancı para kaynak kullanımına dair önemli bilgi vermektedir. 22 Mayıs 2013 tarihinde Fed'in para politikası çıkışına dair yapmış olduğu açıklamadan bu yana bankaların yabancı para cinsi kredi kullandırmaya devam etmesi ve yurt dışı bankalardan borçlanmalarını artırmaları bankaların yabancı para kaynak konusunda sorun yaşamadıklarına işaret etmektedir (Grafik 5.1.22). Ayrıca, bankaların yurt dışı borç döndürme oranlarında önemli bir değişiklik gözükmemektedir (Grafik 5.2.3). Bunun yanı sıra, banka bilançolarında dikkat çeken bir diğer önemli gelişme ise bu dönemde ticari mevduatın önemli bir artış göstermesidir. Bu durumun döviz açık pozisyonu olan reel sektörün, kur riskini azaltmak amacıyla açık pozisyonunun bir kısmını kapatmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Yılın ikinci çeyreğinde azalış eğilimi gösteren TCMB rezervlerinin üçüncü çeyrekte tekrar artmaya başladığı göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.23). Bu dönemde bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kullanım oranları ile yabancı

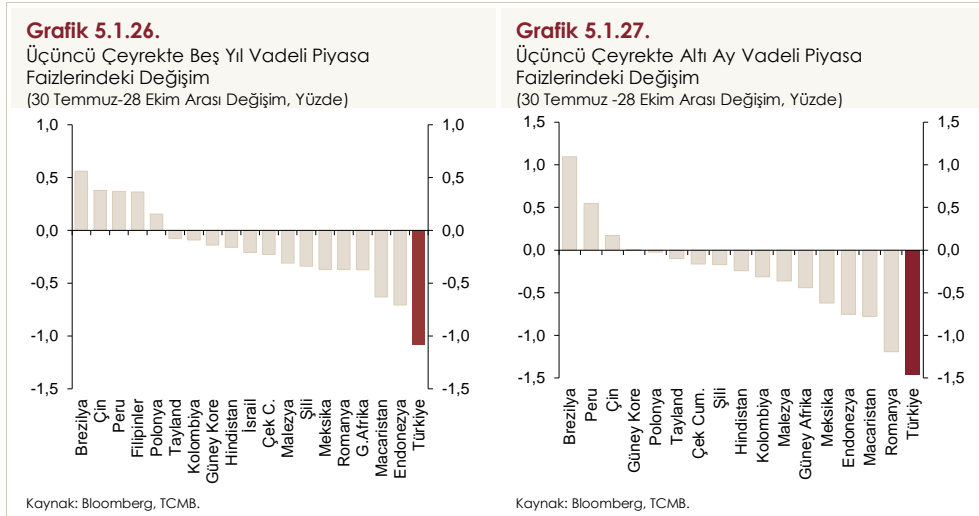
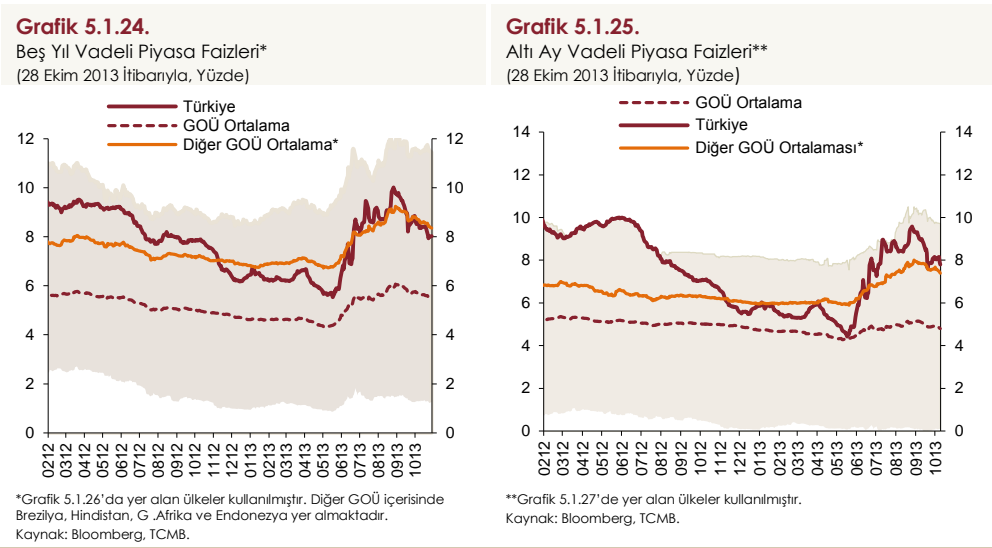
para zorunlu karşılık yükümlülüklerindeki artış, TCMB rezervlerini artırıcı yönde etkilemiştir. Bu rezervlerdeki artış TCMB'nin net döviz rezervlerini etkilememektedir. Bu çeyrekte döviz satım ihalelerine devam edilmesi TCMB net rezervlerini azaltırken, ihracat reeskont kredileri ise net rezervleri artırıcı yönde etki etmiştir. Ayrıca, bu çeyrekte ihracat reeskont kredi limiti 6 milyar ABD dolarından 12 milyar ABD dolarına yükseltilmiş ve söz konusu kredilerin vadesi uzatılmıştır. Ek olarak, ihracat reeskont kredileri teminat şartlarına dair kullanım kolaylığı getirilmiştir. Söz konusu bu değişikliğin TCMB net döviz rezervlerini artırması beklenmektedir.



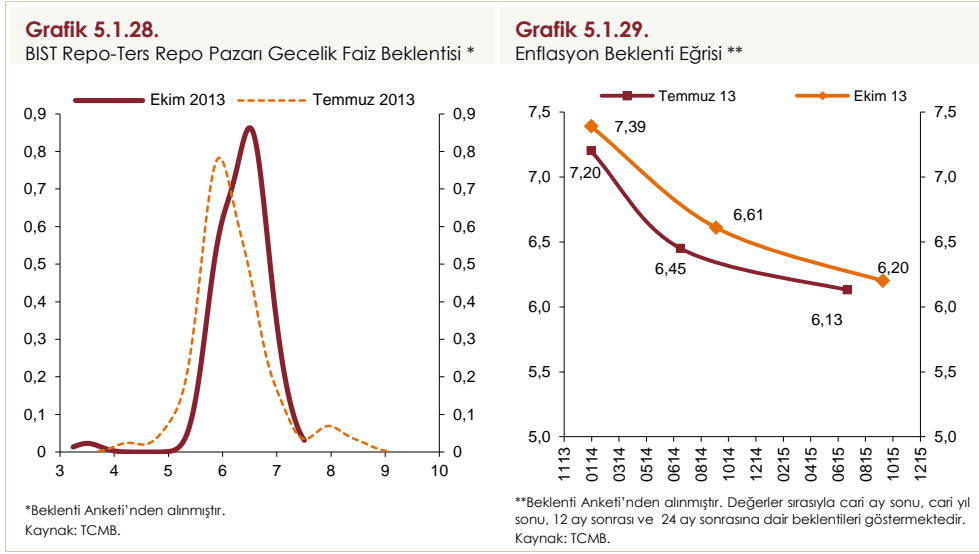
Piyasa Faizleri

Yılın üçüncü çeyreğinin başında Fed'in miktarsal genişleme politikasından çıkış stratejisine dair belirsizlikler ile Suriye'ye ilişkin politik riskler faizlerin yüksek seviyelerde seyretmesine yol açmıştır. Ancak çeyreğin geri kalanında gerek Suriye'ye ilişkin politik risklerin azalması gerekse de Fed'in para politikasından çıkış stratejisini ertelemesi gelişmekte olan ülkelere piyasa faizlerinin düşmesinde etkili olmuştur. Bu dönemde Türkiye'nin faizlerinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla düşüş gösterdiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.24 ve 5.1.25). Bu durumda Türkiye'nin dış finansman ihtiyacından dolayı Fed'in miktarsal genişleme yönündeki kararlarına daha hassas olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Benzer bir eğilim, dış finansman ihtiyacı yüksek diğer gelişmekte olan ülkelerin hem uzun hem de kısa vadeli faizlerinde de gözlenmektedir (Grafik 5.1.26 ve 5.1.27). Ayrıca, bu dönemde Türkiye'nin kısa vadeli faizlerinin uzun vadeli faizlerine göre daha fazla düşüş gösterdiği dikkat

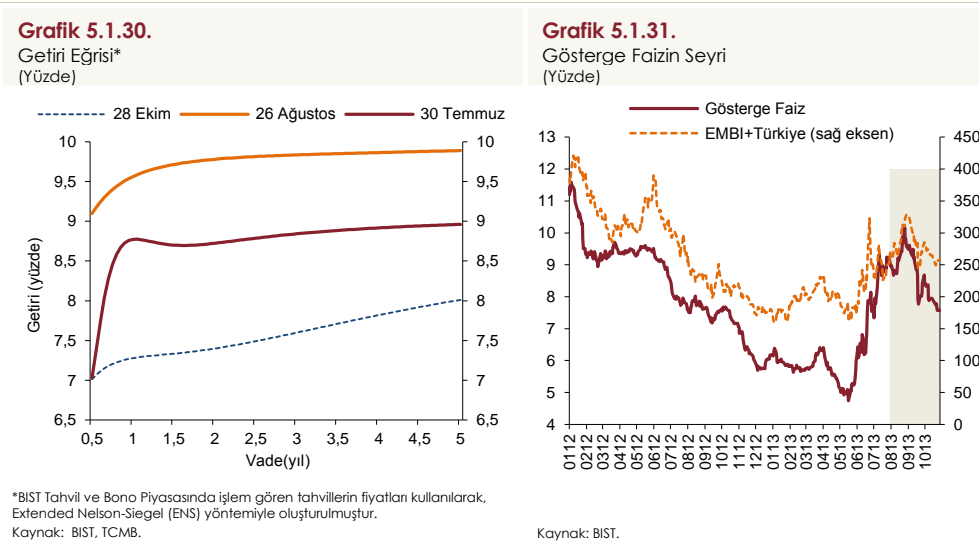
çekmektedir. Bu durum TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde faiz belirsizliğini azaltmasından kaynaklanmaktadır.



Bu dönemde TCMB'nin faiz belirsizliğini azaltmaya yönelik vermiş olduğu sinyallerin etkisiyle BIST gecelik repo faizi beklentileri dağılımının varyansının bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla düştüğü gözlenmektedir (Grafik 5.1.28). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer etken olan enflasyon beklentilerinde ise bu dönemde Türk lirasının değer kaybının da etkisiyle artış olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.29). Bu durum piyasa faizlerini yükseltici yönde etkilemektedir.

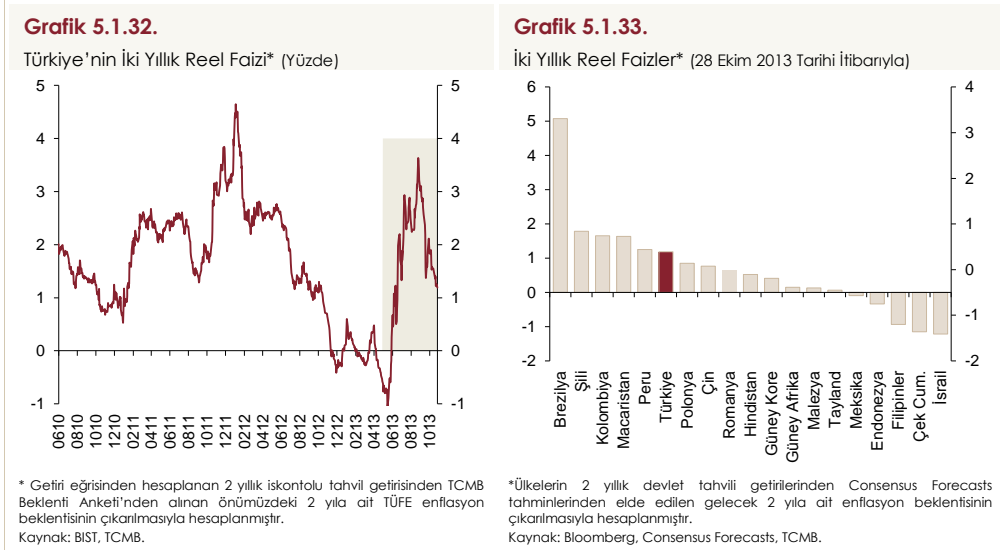


Yılın üçüncü çeyreğinde faizler kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre düşüş göstermiş ve getiri eğrisinin eğimi artmıştır (Grafik 5.1.30). Bu durum, küresel risk algılamalarında sınırlı düzelme ve Türkiye'nin risk primindeki düşüşün yanı sıra TCMB'nin faiz belirsizliğini azaltıcı para politikası stratejisinin kısa vadeli faizleri daha fazla etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Bu dönemde gösterge faizin de Türkiye'nin risk primine paralel bir hareket gösterdiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.31).



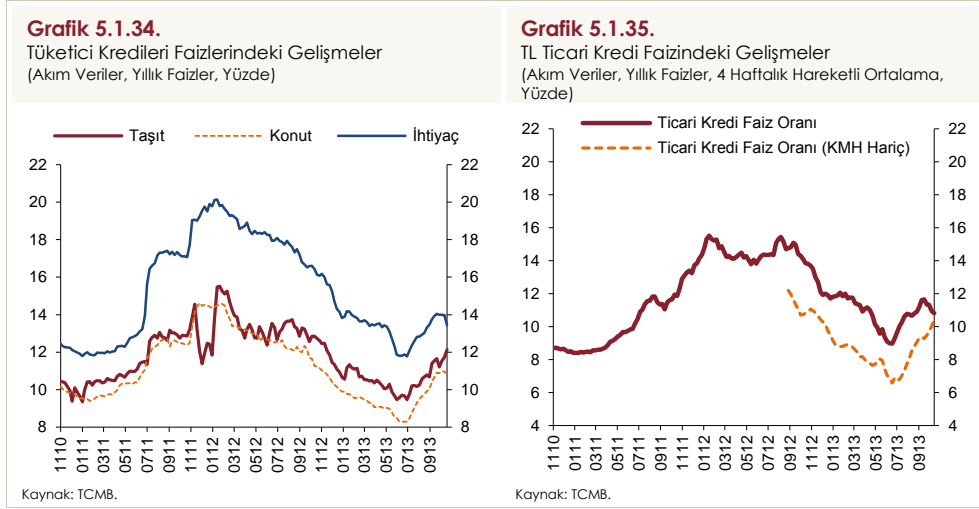
Yılın üçüncü çeyreğinde iki yıl vadeli reel faizler, nominal faizlerdeki düşüşe bağlı olarak düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.32). Bu dönemde iki yıl vadeli enflasyon beklentilerinin artış göstermesi de reel faizlerdeki düşüşte etkili olmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak, yılın üçüncü çeyreğinde Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi

bir önceki Rapor dönemine göre düşüş göstermiş ve diğer gelişmekte olan ülkelerle sıralamasında da aşağı seviyelere gerilemiştir (Grafik 5.1.33).

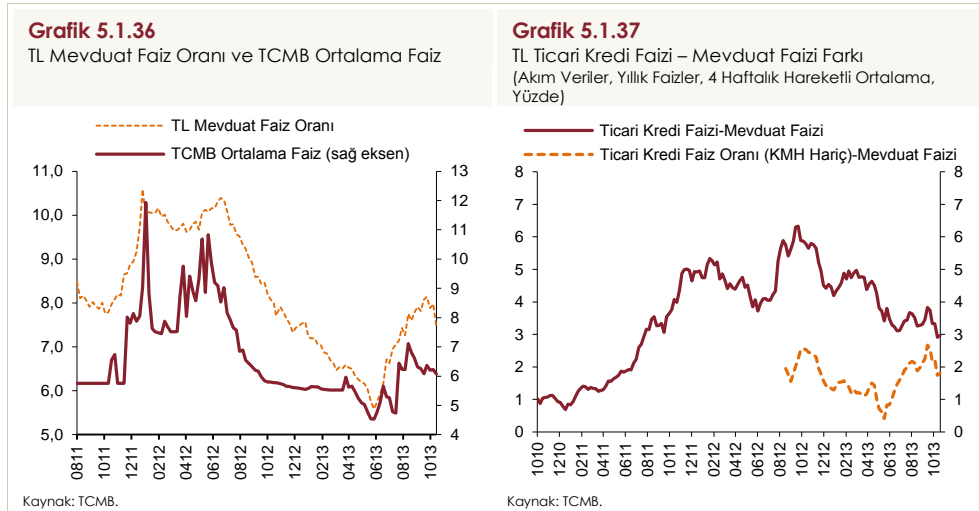


Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2013 yılının ilk yarısında aşağı yönlü hareket eden finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları yılın üçüncü çeyreğinin başından itibaren yukarı yönlü bir eğilim göstermiştir. Çeyrek boyunca devam eden bu seyir küresel gelişmeler ile TCMB'nin Temmuz ve Ağustos ayında faiz koridoru borç verme faiz oranında gerçekleştirdiği sıkılaştırıcı kararları yansıtmaktadır. Üçüncü çeyrek başından bu yana ihtiyaç kredi faiz oranlarında 195, konut kredi faiz oranlarında ise 242 baz puanlık bir artış gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.34). Yükseliş hareketinin taşıt hariç tüketici kredi faiz oranlarında sınırlı olarak devam etmesi beklenirken, üçüncü çeyrek başından itibaren görece olarak daha az artış kaydeden ve TCMB faiz koridoru üst bandına daha duyarlı olan ticari kredi faiz oranlarında sene sonuna kadar faiz koridorunda bir değişiklik beklenmemesi nedeniyle yukarı yönlü hareketin nispeten daha az olması beklenmektedir (Grafik 5.1.35).

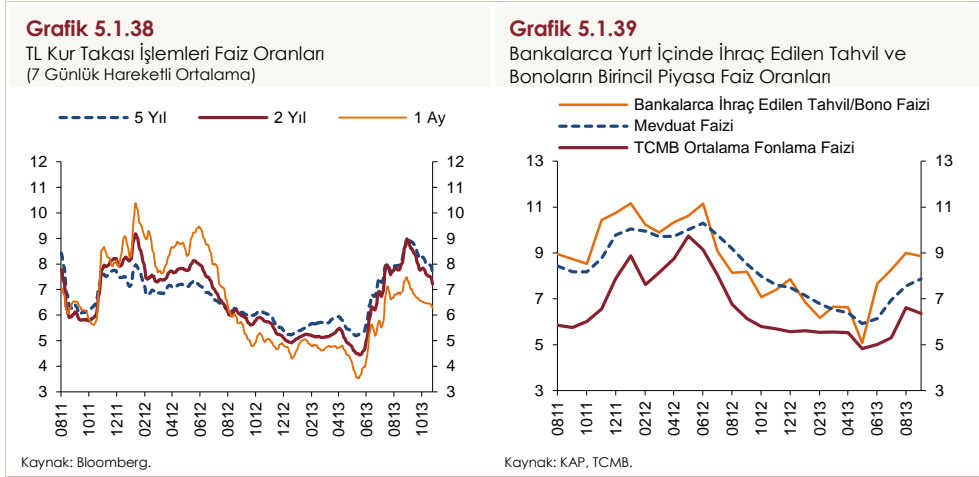


2012 yılının ortasından itibaren dört çeyrek boyunca önemli ölçüde düşüş kaydeden mevduat faiz oranları TCMB gecelik fonlama maliyetlerini takip ederek yılın ortasından itibaren yükselmeye başlamıştır (Grafik 5.1.36). Hem ticari kredi faizleri hem de mevduat faizlerinde üçüncü çeyrekte artış görülmesine rağmen mevduat faizlerindeki artış daha sınırlı olmuş ve bu iki faiz oranındaki fark son dönemde artmıştır (Grafik 5.1.37). Ancak yılın son çeyreğinde hem yurt içi hem de yurt dışı finansman koşullarının bankalar için sıkılaşıcağı ve faiz koridorunda değişiklik yapılmayacağı beklentisi, ticari kredi faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki farkın sınırlı olarak düşeceğini ima etmektedir.



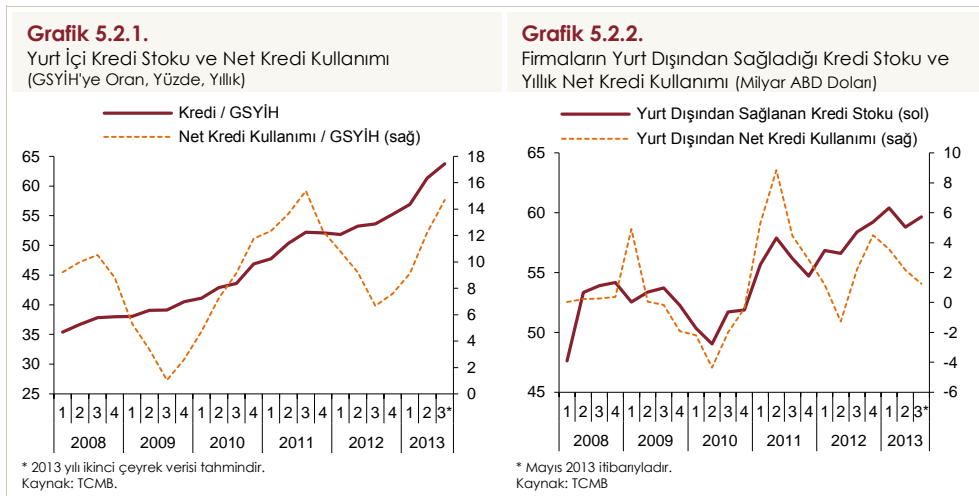
2013 yılı Mayıs ayından itibaren küresel piyasalarda artan belirsizliğin ve TCMB'nin daha sıkı bir para politikası uygulamasının etkileriyle hızlı bir yükseliş gösteren kur takası faiz oranları Eylül ayından itibaren faiz artırım beklentilerinin sona ermesi ve finansal piyasalardaki gelişmelerle beraber düşme eğilimine

girmiştir (Grafik 5.1.38). Benzer şekilde, bankaların yurt içinde ihraç ettikleri tahvil ve bonoların birincil piyasa faizleri de Temmuz ve Ağustos ayında artarken Eylül ayında mevduat faizleri ile arasındaki farkı koruyarak aşağı yönlü hareket etmiştir (Grafik 5.1.39).



5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

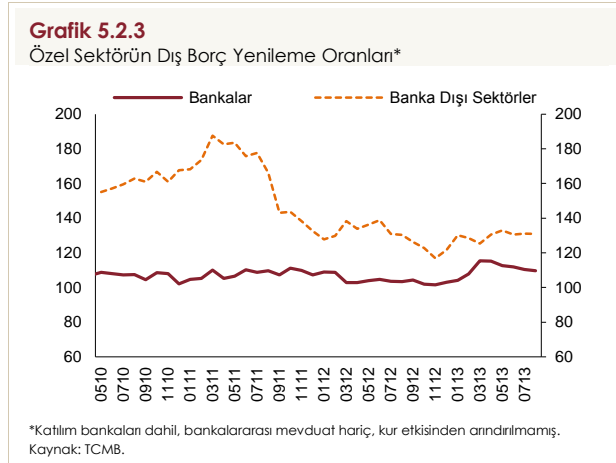
Kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan ve kredi stokundaki yıllık değişim olarak hesaplanan net kredi kullanımı, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra dört çeyrek boyunca gerilemiştir. 2012 yılının son çeyreğinden itibaren ise, kredilerin büyüme hızında yaşanan toparlanma ile beraber, net kredi kullanım oranında artış yaşandığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.1).



Yurt içinde yerleşik firmaların yurt dışından sağladığı kredinin yurt dışı finansman olanaklarındaki gelişmelere paralel olarak 2011 yıl sonundan itibaren

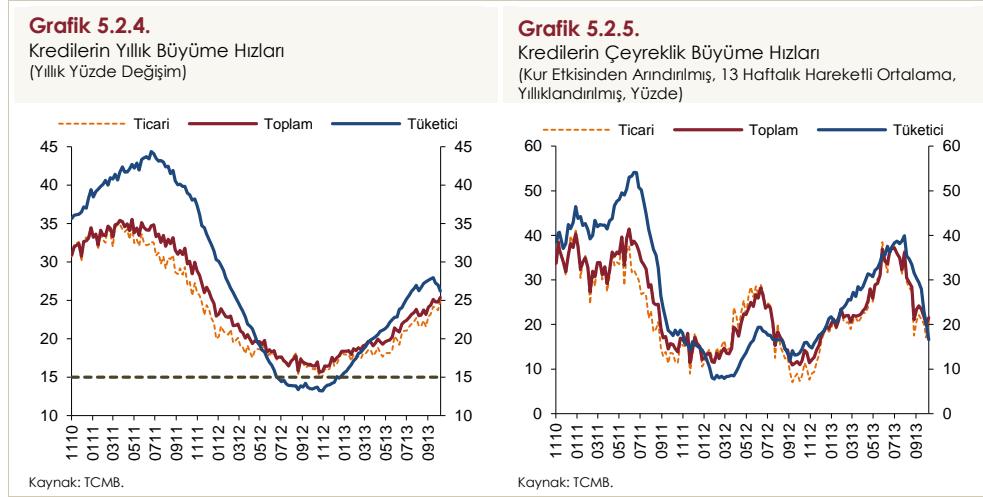
artış eğilimi sergilediği görülmektedir. Benzer şekilde, yurt dışından net kredi kullanımı da 2012 yılı ikinci çeyreğinden itibaren ivmelenme kaydetmiştir (Grafik 5.2.2). Ancak 2013 yılı başından itibaren reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan kullandığı net finansmanda düşüş yaşandığı gözlenmektedir.

2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yukarı yönlü hareket eden banka dışı sektörlerin dış borç çevirme oranı, 2011 yılının Nisan ayında tepe noktasına ulaşarak finansal istikrarı destekleyecek şekilde düşmeye başlamıştır. 2012 yılı başına kadar devam eden bu aşağı yönlü hareket belirtilen tarihten sonra yüzde 100 seviyesinin üzerinde yatay bir seyre kavuşmuştur. Bankacılık sektörü dış borç çevirme oranı ise 2013 yılı Mart ayında sınırlı olarak yükselmiş ve güncel tarihe kadar yüzde 110 seviyesinde hareket etmiştir (Grafik 5.2.3). Her iki dış borç çevirme oranının yüzde 100 değerinin üstünde olması bankacılık ve banka dışı sektörlerinin yurt dışı fonlama konusunda sorun yaşamadıklarını göstermektedir.

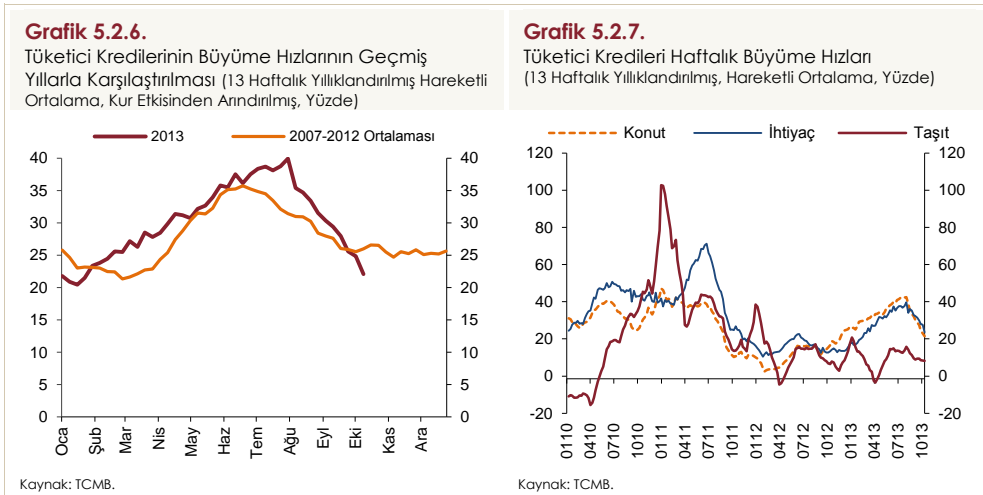


TCMB tarafından uygulanan destekleyici likidite politikası ve düşük seyreden kredi faizlerinin etkisi ile 2012 yılının Kasım ayından itibaren yükseliş göstermeye başlayan yurt içi bankalarca finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin büyüme hızı 2013 yılı üçüncü çeyreğinde referans değerinin üzerinde bir eğilim sergilemiştir. Yaklaşık dört çeyrektir ivmesini koruyan finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2013 yılı üçüncü çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 24,8 (Grafik 5.2.4), üçüncü çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 21,7 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.5). Yıllıklandırılmış büyüme oranının yıllık büyüme oranından düşük seyretmesi finansal olmayan kesime açılan kredilerin yıllık büyüme ivmelenmesinde azalış olacağını göstermektedir. Bu durumda, genel olarak 2007-2012 ortalama büyüme hızlarının üzerinde olsalar da hem ticari kredi

hem de tüketici kredi büyüme oranlarındaki azalış etkili olmuştur. 2013 yılı üçüncü çeyreği boyunca likidite politikasındaki sıkı duruş ve zayıflayan sermaye girişleri kredi arzı tarafında gevşeme olmasını engellerken yükselen kredi faiz oranları, iktisadi faaliyetin bu dönemde büyüme göstermesine rağmen kredi talebinde artış görülmemesine neden olmuştur.

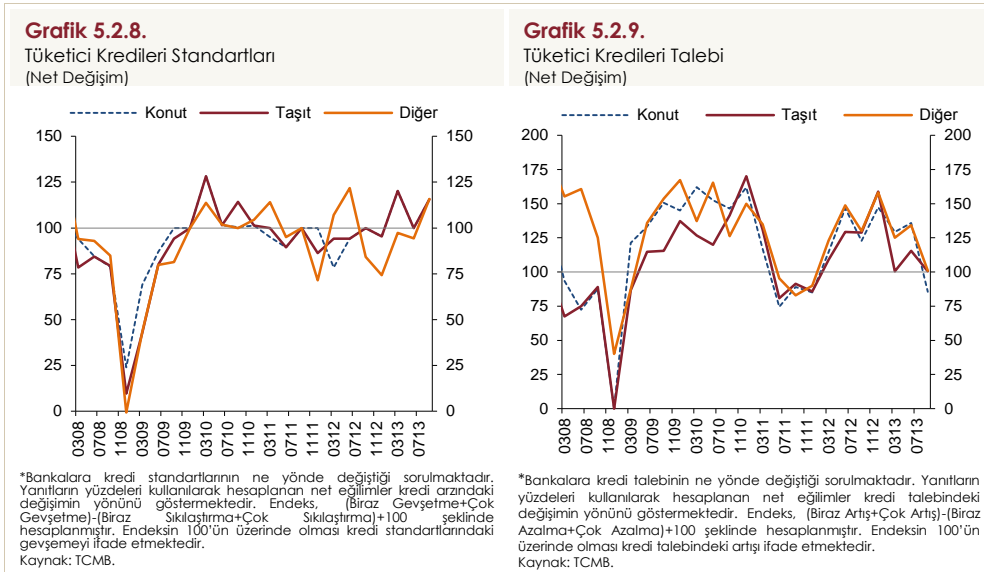


2013 yılının ilk yarısında mevsimsel ortalamanın üzerinde seyreden tüketici kredilerinin büyüme hızı, üçüncü çeyrekte ivmesini kaybederek mevsimsel ortalamanın altına inmiştir (Grafik 5.2.6). Üçüncü çeyrek boyunca ihtiyaç kredilerindeki hareket mevsimsel etkilerin ötesine geçmezken, konut kredilerinde büyük oranda düşüş gerçekleşmiş ve tüketici kredilerinde görülen gelişmelerin ana belirleyicisi olmuştur (Grafik 5.2.7).



Tüketici kredileri alt kalemlerinde gerçekleşen bu ayrışmanın talep yönlü olduğu değerlendirilmektedir. 2013 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre bankalar tüm alt kalemler için kredi

standartlarında sınırlı ölçüde gevşeme gerçekleştirirken konut kredileri talebinde 2011 yılından bu yana ilk defa azalış gerçekleşmiştir. Bu durumda konut kredileri talebinin artan faiz oranlarına olan tepkisinin yüksek olması ve konut piyasasına ilişkin beklentiler rol oynamıştır. Yılın son çeyreğinde bankalar, ihtiyaç ve taşıt kredileri talebinde artış, konut kredileri talebinde ise sınırlı bir azalış olacağını öngörmektedir. Bu dönemde taşıt kredileri için mevsimsel koşulların destekleyici olması beklentisi ile taşıt kredileri standartlarında gevşeme olacağı değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.8 ve Grafik 5.2.9). Ancak, TCMB'nin ağırlıklı olarak taşıt kredisi kullandıran finansman şirketlerini zorunlu karşılık kapsamına alması toplam taşıt talebini sınırlayacaktır. Bunun yanında, konut ve ihtiyaç kredi standartları için bankalar sınırlı bir sıkılaştırma beklemekte, bu durumun ilgili kredi faizlerinde süregelen yükseliş eğilimini destekleyeceği düşünülmektedir. Sonuç olarak, taşıt kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payı dikkate alındığında yılın son döneminde tüketici kredileri büyüme eğiliminin mevsimsel etkilerle beraber son dönem gelişmeleri yansıtarak aşağı yönlü hareket edeceği değerlendirilmektedir.

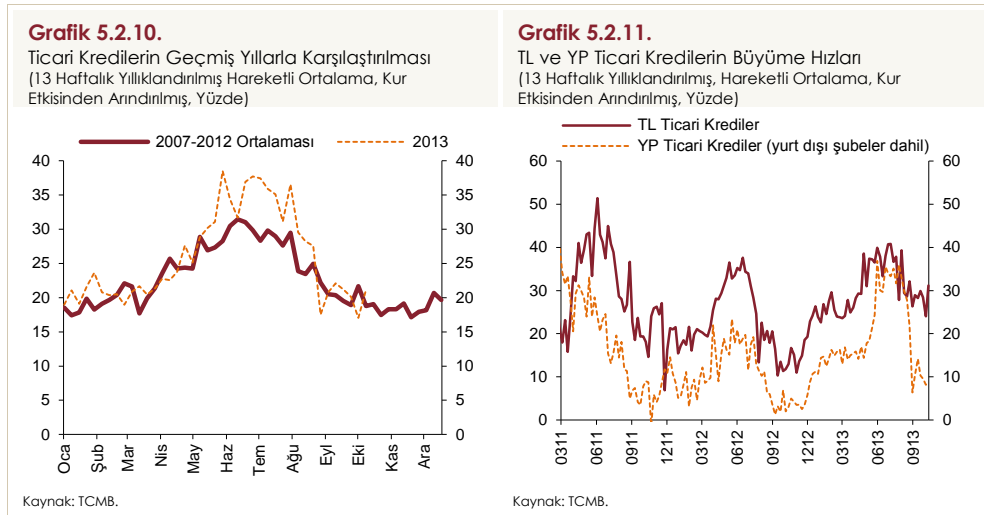


Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) yayınladığı son düzenlemelerle tüketici kredisi ile kredi kartları yönetmeliklerinde değişiklik yapmıştır. Kısaca özetlemek gerekirse; tüketici kredileri, gerçek kişilere ait tasarruf mevduatlarına bağlı olarak kullanılan kredili mevduat hesabı kredileri ile bankalar tarafından uygulanan tekdüzen hesap planlarına göre tüketici kredisi olarak izlenen krediler ve gerçek kişilere kredi kartları vasıtasıyla, mal ve hizmet alımı için veya nakit olarak kullanılan krediler olarak tanımlanmıştır. İhtiyaç kredileri için karşılık oranı arttırma şartı, yüzde 5 yükseltilerek ilgili bankanın tüketici

kredilerinin toplam kredilere oranı yüzde 25 olacak şekilde belirlenmiştir. Kredi kartları asgari ödeme tutarları artırılarak yeni tahsis edilen kredi kartlarına bir yıl kadar süreyle asgari ödeme tutarı belirlenmiştir. Kredi kartı kart limit artırımlarına yönelik ek düzenlemeler getirilmiştir. İhracat ve KOBİ kredileri için ayrılan genel karşılık oranları standart nitelikli kredilerden ayrıştırılarak düşürülmüştür.

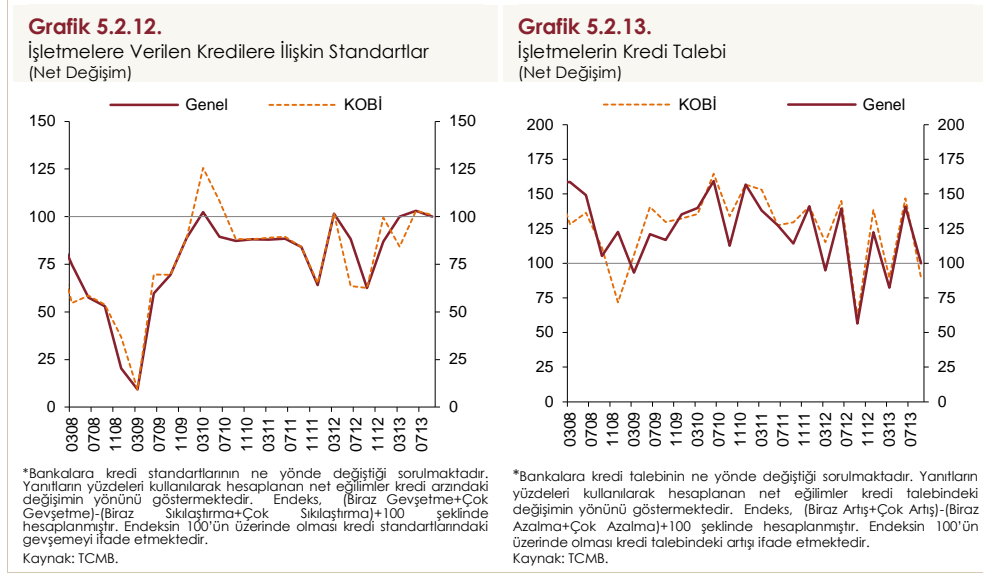
Yapılan bu düzenlemelerle beraber bireysel kredi kartları maliyetleri bankalar için artacaktır. Bu nedenle, kredi kartları kullanımının azalacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca, yeni tahsis edilen kredi kartlarına yönelik getirilen düzenlemelerle kullanıcıların kredi kartı kullanarak borç döndürmesi zorlaştırılmıştır. İhracat ve KOBİ kredileri için genel karşılık oranlarının diğer kredilere göre daha düşük belirlenmesinin ihracatı destekleyerek iç ve dış talep arasında süren dengelenme sürecine katkı sağlayacağı ve iktisadi faaliyetleri olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

2013 yılının ikinci çeyreğinde tek firmaya dayalı münferit bir hareketten dolayı mevsimsel ortalamasının üzerinde seyreden ticari kredi büyüme hızı, Ağustos ayı sonu itibarıyla mevsimsel ortalamasının altına inmiştir (Grafik 5.2.10). Bu durum YP cinsinden kullanılan ticari kredilerde daha kuvvetli hissedilmiştir (Grafik 5.2.11).

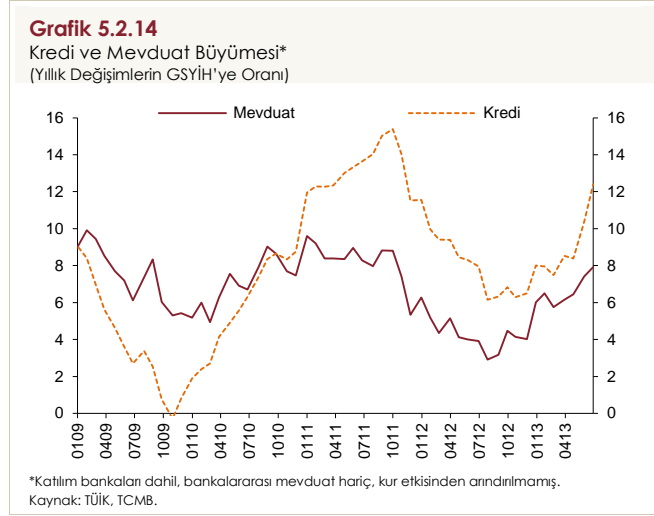


Banka Kredi Eğilim Anketi sonuçları daha detaylı incelendiğinde, yılın üçüncü çeyreği için küçük ve orta ölçekli firmalara verilen kredi standartlarında önemli bir değişim olmazken büyük ölçekli firma kredileri standartlarında sınırlı bir sıkılaştırma görülmektedir (Grafik 5.2.12). Vadeler bazında ise kısa vadeli kredileri standartlarında bir değişim gerçekleşmezken uzun vadeli kredi standartlarında sınırlı bir sıkılaştırma olmuştur. Anket sonuçlarında faiz dışında alınan ücret ve komisyonlara ilişkin koşulların sıkılaştırıldığı görülmüştür, firmalara verilen kredilerin

arındaki sıkılaştırmanın halihazırda artmış bulunan ticari kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farkın ima ettiğiinden daha fazla olabileceğine işaret etmektedir. Kredi talebi tarafında ise, ölçekler bazında hem KOBİ hem de büyük ölçekli firmaların talebinde düşüş gerçekleşirken, vadeler bazında ise uzun vadeli kredi talebinde artış gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.13).

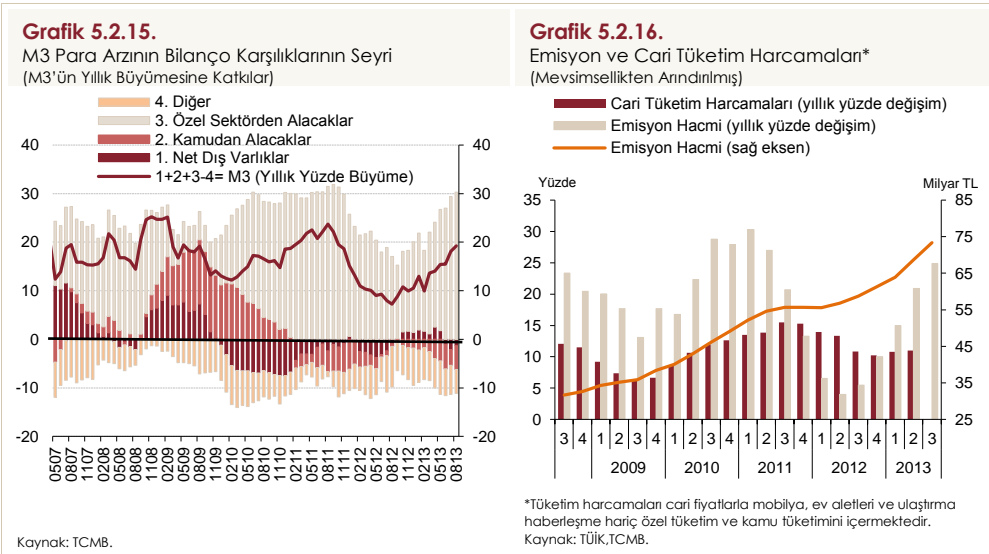


Yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyrekte kuvvetli seyreden kredi büyüme oranı hem tüketici hem de ticari kredilerde görülen yavaşlamayla beraber düşüş göstermiştir. TCMB'nin Temmuz ve Ağustos ayında faiz koridorunun üst sınırını yükseltmesi ile beraber TCMB fonlama maliyetleri de yükselmiş ve bu durum beklenildiği gibi kredi faizlerine yansımıştır. Kredi faiz oranlarına daha duyarlı olan tüketici kredileri, bankaların kredi standartlarında gevşemeye gitmesine rağmen özellikle konut kredi talebinde gerçekleşen düşüşle beraber aşağı yönlü hareket etmiştir. İşletmelerin kredi talebindeki düşüşe sermaye girişlerindeki zayıflamanın eşlik etmesiyle ticari kredi büyüme oranında yavaşlama görülmüştür. Bankaların dış kaynak kullanımı standartlarının sıkılaşacağı beklentisi ile TCMB'nin almış olduğu makro ihtiyati önlemlerle beraber kredi büyümesinin yavaşlayarak kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.14).



Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde gözlenen artış eğiliminde özel sektöre açılan kredilerdeki artışın belirleyici olma özelliği yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Bununla birlikte karşılık kalemlerinin M3 büyümesine negatif yönde katkı veren kalemlerin toplamında yaşanan azalışın da geniş para arzının büyüme hızına sınırlı oranda bir ivme kazandırdığı gözlenmektedir. Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesi kompozisyonundaki negatif katkısı güçlü bir şekilde gözlenirken, net dış varlıklar kaleminin negatif katkısı da azalmakla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde devam etmektedir. Buna karşılık Banka kârlılıklarına paralel olarak azalmış bulunan diğer kaleminin ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olarak başvurulabildiğini işaret etmektedir (Grafik 5.2.15).



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi, 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğilimin ima ettiği seviyenin altında kalmış olmasına rağmen, yıllık artış hızı yılın üçüncü çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.16). Dengeye uyarılma süreci nedeniyle emisyon büyüklüğünün geçmişte cari tüketim harcamalarındaki gelişmelerle gösterdiği eş anlı hareketlilik son dönemlerde bir miktar zayıflamış gibi görünse de, yılın üçüncü çeyreğinde artış eğiliminin güçlenerek devam etmesi iktisadi faaliyette toparlanmanın yaşandığına dair bir işaret olarak değerlendirilebilir.

Kutu
5.1

Oynak Sermaye Akımlarını İlimliştirmede Makro-İhtiyati Tedbirlerin Etkinliği: Türkiye Örneği

Gelişmiş ülkelerin uyguladığı parasal genişleme politikaları sonucu kısa vadeli global sermaye akımlarında önemli bir artış olmuştur. Bununla birlikte bu ülkelerdeki ekonomik toparlanmanın yavaş seyri ve halen süregelen politika belirsizlikleri bu akımları oldukça oynak hale getirmiş; bu durum, gelişmekte olan ülkeleri olası finansal ve makroekonomik riskleri azaltmak için konvansiyonel olmayan politika araçlarına itmiştir. Bu ülkeler daha çok miktar-temelli direkt sermaye kontrollerine başvururken (ör. Brezilya, Şili, Kolombiya), Türkiye asimetrik faiz koridoru, rezerv opsiyonu mekanizması, vadeye dayalı zorunlu karşılıklar gibi daha yapısal ve piyasayla uyumlu makro-ihtiyati tedbirlere başvurmuştur. Bu bağlamda, Türkiye'deki yeni politika çerçevesinin sermaye akımlarının etkilerini sınırlamada benzer diğer gelişmekte olan ülkelerdeki çerçeveye göre ne derece etkin olduğunun incelenmesi önem arz etmektedir. Bu kutuda, Türkiye'deki yeni makro-ihtiyati politika çerçevesinin brüt sermaye girişinin global faktörlere hassasiyetini sınırlamadaki etkinliği geniş bir panel veri seti kullanarak karşılaştırmalı olarak incelenecektir.¹

Yakın dönemde literatür, global bankaların uluslararası aktivitelerinin global sermaye akımlarını iyi derecede yansıttığını göstermektedir. Bu bağlamda, Bruno ve Shin (2013a), global sermaye akımlarının belirleyici faktörlerini teorik bir modelde çalışmış, global fon arz/talep fonksiyonlarının global ve bölgesel/yerel bankaların kaldıraç oranlarına ve kaldıraç oranlarındaki değişime bağlı olduğunu göstermiştir. Bu teorik modelden yola çıkarak Bruno ve Shin (2013b) Güney Kore'de yakın dönemde uygulanmaya başlanan makro-ihtiyati çerçevenin etkinliğini incelemiştir. Bu kutudaki analizde Bruno ve Shin (2013a,b)'deki teorik ve ampirik çerçeveye temel alınmaktadır.

Veri, gelişmiş ve gelişmekte olan 46 ülkeyi ve çeyreklik frekansta global kriz öncesi ve sonrasını (2004Ç1-2012Ç4) içermektedir.² Analizde panel regresyon - sabit etki yöntemi ile aşağıdaki regresyon modeli temel alınmıştır:

$$\Delta L_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \Delta GF_{t-1} + \gamma_1 VIX_t + \delta_1 \Delta VIX_{t-1} + \theta (\text{kontrol değişkenleri})_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$\Delta L_{i,t}$, i ülkesine giren banka-bazlı brüt sermaye akımındaki değişimi; GF değişkeni ise ABD'den banka-bazlı çıkan toplam fon miktarını göstermektedir (global fonlama).³ Kontrol değişkenleri olarak global para arzı stoğundaki değişim, reel

¹ Bu kutuda, makro-ihtiyati tedbirlerin etkinliği brüt sermaye girişlerine etkisi kapsamında ele alınmaktadır. Bununla birlikte, bu tedbirlerin küçük açık ekonomilerde kredi büyümesi ve döviz kuru oynaklığını azaltması da beklenir. Daha geniş kapsamlı analiz ileri çalışmalarda ele alınabilir. Mevcut ampirik ve anekdotal bulgular, bu tedbirlerin kredi büyümesi ve kur oynaklığı üzerinde de etkili olduğunu göstermektedir. Bkz. Aysan, Fendoğlu ve Kılıç (2013a), Binici vd. (2013a,b), Değerli ve Fendoğlu (2013).

² Detaylar için bkz. Aysan, Fendoğlu ve Kılıç (2013b). Dahil edilen ülkeler: Almanya, Arjantin, Avustralya, Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Brezilya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Endonezya, Estonya, Filipinler, Finlandiya, Fransa, Güney Kıbrıs, Hollanda, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Kanada, Latviya, Litvanya, Macaristan, Malezya, Malta, Meksika, Mısır, Norveç, Polonya, Portekiz, Romanya, Rusya Federasyonu, Slovakya, Slovenya, Şili, Tayland, Türkiye, Ukrayna, Uruguay, Vietnam ve Yunanistan.

³ Banka-bazlı brüt sermaye girişi verisi BIS'den alınmıştır. Diğer veriler Fed, IMF ve Dünya Bankası'ndan alınmıştır.

GSYİH büyümesi, reel döviz kurundaki değişim ve mali borcun GSYİH'a oranındaki değişimi kullanılmıştır.⁴

Makro-ihtiyati tedbirler döneminde Türkiye'ye gelen brüt sermaye akımlarının global faktörlere hassasiyeti azaldı mı?

Türkiye'de uygulanan makro-ihtiyati çerçevenin diğer ülkelerdeki çerçeveye oranla ne derece etkin olduğunu anlamak için yukarıdaki regresyon modeli etkileşim değişkenleri ile zenginleştirilmiştir. $K_Çerçeve$ kukla değişkeni ile makro-ihtiyati çerçeve dönemi (2010Ç4 ve sonrası 1, öncesi ise 0 değerini almakta), $K_Türkiye$ kukla değişkeni ile de Türkiye'ye özel parametre tahmini elde edilmektedir (Türkiye için 1, diğer ülkeler için 0 değerini almaktadır). Dolayısıyla, tahmin edilen

$$\Delta L_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \Delta GF_{t-1} + \beta_2 \Delta GF_{t-1} * K_Çerçeve + \beta_3 \Delta GF_{t-1} * K_Türkiye + \beta_4 \Delta GF_{t-1} * K_Türkiye * K_Çerçeve + \gamma_1 VIX_t + \delta_1 \Delta VIX_{t-1} + \theta (kontrol\ değişkenleri)_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

regresyon modeli ile Türkiye'nin global fonlamaya hassasiyetinin makro-ihtiyati çerçeve ile 2010 sonrasında azalıp azalmadığı ve diğer ülkelere göre görece etkinliği tahmin edilmektedir.⁵

Örneğin $\beta_2 + \beta_4 = 0$ boş hipotezinin testi, Türkiye'ye gelen brüt sermaye akımının global değişkene hassasiyetinin 2010 sonrasında (2010 öncesine göre) değişip değişmediğini göstermektedir. $\beta_3 + \beta_4 = 0$ boş hipotezi ise, Türkiye'ye gelen brüt sermaye akımının global değişkene hassasiyetinin diğer ülkelere (2010 sonrasında) farklı olup olmadığını göstermektedir.

Ana sonuçlar Tablo 1 ve 2'de sunulmuştur. Tablo 1'de geniş veri seti (46 ülke), Tablo 2'de ise Türkiye'ye benzer gelişmekte olan ülke seti (13 ülke) kullanılmıştır. Benzer sonuçlar elde edildiği için, sonuçları bir bütün olarak özetlemek gerekirse:

1. Global fonlamadaki artış, ülkelere gelen brüt sermaye akımını artırmaktadır. Bu etki, 2010 sonrasında diğer ülkeler için daha güçlüdür. Ancak Türkiye için bu değişkene hassasiyet, makro-ihtiyati çerçeve döneminde anlamlı derecede düşmektedir.⁶
2. VIX'teki artış, brüt sermaye girişini düşürmektedir, ve bu etki diğer ülkeler için 2010 sonrasında daha güçlüdür. Türkiye, diğer ülkelere nazaran ortalamada VIX'ten daha az etkilenmekle birlikte, bu düşük hassaslık derecesi makro-ihtiyati çerçeve döneminden gelmektedir. Türkiye'ye gelen brüt sermaye girişinin VIX'e hassasiyeti makro-ihtiyati çerçeve döneminde anlamlı derecede düşmüştür.

⁴ Kontrol değişkenleri brüt sermaye akımlarını etkileyebileceği gibi, sermaye akımları da kontrol değişkenlerini eş-anlı olarak etkilemektedir. Bu sebeple, olası içsellik sorununu çözmek için, kontrol değişkenlerinin bir gecikmeli değeri kullanılmıştır.

⁵ Benzer hassasiyet analizi global değişkenlerden VIX ve ΔVIX için de yapılmıştır. VIX, ima edilen S&P500 endeksi oynaklığını göstermektedir. Ayrıca benzer analiz 46 ülke yerine Türkiye'ye benzer gelişmekte olan ülkeler bağlamında da yapılmıştır. Dahil edilen ülkeler; Brezilya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, Güney Kore, İsrail, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili.

⁶ Kutuda anlatımı kısaltmak için istatistiksel olarak anlamlılık yerine "anlamlı" tabiri kullanılmıştır.

3. Benzer şekilde VIX'teki değişimdeki artış brüt sermaye girişini düşürmektedir. Ancak bu etki 2010 sonrası için anlamlı bulunmuştur. Türkiye özelinde bu değişkene hassasiyette anlamlı bir farklılık gözlenmemiştir.
4. Kontrol değişkenlerinin brüt sermaye girişlerine etkisi beklenen yönde bulunmuştur. Reel kurdaki artış (değerlenme) brüt sermaye girişini artırmaktadır (ancak bu etki anlamlı bulunmamıştır). Global para arzındaki artış, brüt sermaye girişlerini anlamlı derecede artırmaktadır. GSYİH büyümesi brüt sermaye akımlarını artırmakta iken, mali borçtaki artış (beklendiği üzere) sermaye girişlerini düşürmektedir. Gelişmekte olan ülke veri setinde yerel makroekonomik değişkenler brüt sermaye girişine beklenen yönde etki etmekte ise de, bu etki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.⁷

Sonuç olarak, global sermaye akımlarının etkilerini sınırlamak, finansal ve makroekonomik istikrarı desteklemek amacıyla bir çok gelişmekte olan ülke makro-ihiyati tedbirlere başvurmuştur. Konvansiyonel olarak uygulanmakta olan direkt sermaye kontrollerinin (ör. Brezilya, Güney Kore) ülkeye gelen global sermaye akımlarının oynaklığını azaltmada belirli ölçüde etkili olduğu görülmektedir. Ancak piyasa oyuncularının bu kontrolleri zaman içerisinde kısmen bertaraf edebildiği ve bu kontrollerin etkinliğini azaltabileceği bilinmektedir. Bu sebeple çoğu zaman politika uygulayıcıları bu kontrollerin etkinliğini yakından takip etmek ve çerçeveyi geliştirmek durumunda kalmaktadır. Ayrıca, bu kontroller piyasa katılımcılarının dinamik karar mekanizmalarını bozmakta, dolayısıyla iktisadi refahta azalmaya neden olabilmektedir. Son olarak bu kontrollerin konması ya da konması beklentisi, ani sermaye çıkışlarına da sebep olabilir. Bu sebeplerle, piyasayla uyumlu tedbirlerin uygulanması refahı ençoklaştırma bağlamında ön plana çıkmaktadır.

Brüt sermaye girişlerinin global değişkenlere hassasiyetini azaltabilme bağlamında makro-ihiyati tedbirlerin etkinliğini incelediğimiz bu kutuda, vardığımız sonuç Türkiye'de uygulanmakta olan piyasayla uyumlu makro-ihiyati çerçevenin istatistiksel olarak anlamlı derecede etkili olduğunu göstermektedir. Türkiye'ye gelen brüt sermaye girişlerinin global değişkenlere hassasiyeti bu dönemde gerek önceki döneme göre ve gerekse örneklemedeki diğer ülkelere göre azalmaktadır.

⁷ Benzer analiz, direkt sermaye kontrolleri uygulayan ülkeler için de yapmak faydalı olacaktır. Örneğin, çoğu Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi, Brezilya 2009'dan başlamak üzere brüt sermaye girişlerindeki dalgalanmayı ılımlaştırmak amacıyla portföy girişleri ve lürev ürünleri alım-satımı üzerine artan miktarda vergi koymuş (IOF) ve yabancı para borçlanma ürünlerini tutmak için belirlenen minimum zaman limitini artırmıştır. Brezilya için yapılan analiz, uygulanmakta olan direkt sermaye kontrollerinin de brüt sermaye girişlerinin global fonlamaya hassasiyetini azaltmada etkili olduğunu göstermektedir. Benzer sonuçlar için bkz. Baba ve Kokenyine (2011) ve IMF (2013).

Tablo 1: Panel Modeli Tahmin Sonuçları (Türkiye ve Geniş Ülke Sefi -46 Ülke-)

		[1]	[2]	[3]
β_1	ΔGF	0,301*** (0,053)	0,297*** (0,052)	-0,020 (0,085)
β_2	$\Delta GF * K_{\text{Çerçeve}}$		0,134** (0,054)	
β_3	$\Delta GF * K_{\text{Türkiye}}$	0,350*** (0,017)	10,224*** (0,993)	
β_4	$\Delta GF * K_{\text{Türkiye}} * K_{\text{Çerçeve}}$		-10,002*** (1,000)	
γ_1	VIX	-0,050*** (0,009)	-0,051*** (0,009)	-0,055*** (0,009)
γ_2	VIX * K _{Çerçeve}			-0,011*** (0,003)
γ_3	VIX * K _{Türkiye}			0,016 (0,012)
γ_4	VIX * K _{Türkiye} * K _{Çerçeve}			0,079*** (0,016)
δ_1	ΔVIX	0,001 (0,009)	0,000 (0,009)	-0,002 (0,011)
δ_2	$\Delta VIX * K_{\text{Çerçeve}}$			-0,064** (0,029)
δ_3	$\Delta VIX * K_{\text{Türkiye}}$			-0,013 (0,012)
δ_4	$\Delta VIX * K_{\text{Türkiye}} * K_{\text{Çerçeve}}$			-0,020 (0,017)
θ	ΔRER	0,048 (0,073)	0,057 (0,073)	0,057 (0,075)
	$\Delta \text{Global Para Arzı}$	0,294** (0,112)	0,333*** (0,112)	0,307** (0,121)
	GSYİH Büyümesi	0,298** (0,121)	0,302** (0,115)	0,291** (0,125)
	$\Delta \text{Mali Açık} / \text{GSYİH}$	-0,296*** (0,086)	-0,275*** (0,087)	-0,250*** (0,089)
Gözlem Sayısı		1595	1595	1595
R²		0,135	0,140	0,143
Sabit Etki		Var	Var	Var
Boş Hipotez Testleri		p-değeri		
$\beta_2 + \beta_4 = 0$		0,0003		
$\beta_3 + \beta_4 = 0$		0,0010		
$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$		0,0005		
$\gamma_2 + \gamma_4 = 0$		0,2191		
$\gamma_3 + \gamma_4 = 0$		0,0477		
$\gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_4 = 0$		0,1029		
$\delta_2 + \delta_4 = 0$		0,0874		
$\delta_3 + \delta_4 = 0$		0,3025		
$\delta_1 + \delta_2 + \delta_3 + \delta_4 = 0$		0,0981		
Not: ***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir. Küme etkisinden arındırılmış standart hatalar kullanılarak hesaplanmıştır.				

Tablo 2: Panel Modeli Tahmin Sonuçları (Türkiye ve Benzer Gelişmekte Olan Ülkeler - 13 Ülke -)

		[1]	[2]	[3]
β_1	ΔGF	0,278*** (0,103)	0,281*** (0,106)	-0,149 (0,113)
β_2	$\Delta GF * K_{\text{Çerçeve}}$		0,305** (0,073)	
β_3	$\Delta GF * K_{\text{Türkiye}}$	0,336*** (0,029)	8,725*** (1,672)	
β_4	$\Delta GF * K_{\text{Türkiye}} * K_{\text{Çerçeve}}$		-8,668*** (1,665)	
γ_1	VIX	-0,045*** (0,014)	-0,047*** (0,013)	-0,052*** (0,015)
γ_2	VIX * K _{Çerçeve}			-0,015** (0,006)
γ_3	VIX * K _{Türkiye}			-0,009 (0,023)
γ_4	VIX * K _{Türkiye} * K _{Çerçeve}			0,081*** (0,022)
δ_1	ΔVIX	0,010 (0,019)	0,010 (0,019)	-0,011 (0,026)
δ_2	$\Delta VIX * K_{\text{Çerçeve}}$			-0,094** (0,043)
δ_3	$\Delta VIX * K_{\text{Türkiye}}$			-0,009 (0,040)
δ_4	$\Delta VIX * K_{\text{Türkiye}} * K_{\text{Çerçeve}}$			-0,033 (0,035)
θ	ΔRER	0,083 (0,092)	0,098 (0,087)	0,085 (0,087)
	Δ Global Para Arzı	0,523** (0,157)	0,616*** (0,182)	0,555** (0,165)
	GSYİH Büyümesi	0,118 (0,186)	0,152 (0,165)	0,113 (0,176)
	Δ Mali Açık / GSYİH	-0,238 (0,319)	-0,139 (0,314)	-0,088 (0,312)
Gözlem Sayısı		465	465	465
R²		0,110	0,137	0,126
Sabit Etki		Var	Var	Var
Boş Hipotez Testleri		p-değeri		
$\beta_2 + \beta_4 = 0$		0,0030		
$\beta_3 + \beta_4 = 0$		0,3636		
$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$		0,0000		
$\gamma_2 + \gamma_4 = 0$		0,0134		
$\gamma_3 + \gamma_4 = 0$		0,0016		
$\gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_4 = 0$		0,0084		
$\delta_2 + \delta_4 = 0$		0,0062		
$\delta_3 + \delta_4 = 0$		0,0655		
$\delta_1 + \delta_2 + \delta_3 + \delta_4 = 0$		0,0122		
Not: ***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir. Küme etkisinden arındırılmış standart hatalar kullanılarak hesaplanmıştır.				

Kaynakça

- Aysan, A.F., Fendoğlu, S., ve M. Kılınç (2013a). Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey. Çalışma Tebliđi.
- Aysan, A.F., Fendoğlu, S., ve M. Kılınç (2013b). Macroeprudential policies as buffer against volatile cross-border capital flows. Çalışma Tebliđi.
- Baba, C. ve A. Kokenyine (2011). Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. IMF Working Paper 11/281.
- Binici, M., Erol, H., Özlü, P., ve D. Ünalmiş (2013a). Unconventional Monetary Policy Tools and Credit Growth. Çalışma Tebliđi.
- Binici, M., Erol, H., Özlü, P., ve D. Ünalmiş (2013b). Faiz Koridoru: Yeni Bir Makroihtiyati Araç. TCMB Ekonomi Notları No. 2013-20.
- Bruno, V., H.S. Shin (2013a). Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity. Princeton Üniversitesi, Çalışma Tebliđi.
- Bruno, V., H.S. Shin (2013b). Assessing Macroeprudential Policies: Case of Korea. Yayım Aşamasında, Scandinavian Journal of Economics özel sayısı.
- Değerli, A., ve S. Fendoğlu (2013). Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool. Evidence from Exchange Rate Expectations. TCMB Çalışma Tebliđi No. 13/28.
- IMF (2013). Brazil – Macroeprudential Policy Framework Technical Note. IMF Country Report 13/148.

Kutu
5.2

Arakazanç Ticareti (Carry Trade) Getirileri

Son dönemde yapılan birçok ampirik çalışma arakazanç ticaretinin önemli bir portföy yatırımı olduğunu ve bu şekilde döviz kurları üzerinde etkili olduğunu göstermektedir (Galati, Heath ve McGuire, 2007). Likiditenin bol olduğu ve faiz hadlerinin çok düşük olduğu bir ortamda gelişmekte olan ülkeler açısından söz konusu yatırımlar önem arz etmektedir. Bu kapsamda görece olarak daha yüksek faiz hadlerinde bulunan gelişmekte olan ülke para birimleri için arakazanç ticareti getirilerinin incelenmesi ve birbiriyle kıyaslanması önem arz etmektedir.

Bu doğrultuda bu kutuda arakazanç ticaretinin getirileri ve bu getirilerin oynaklığı seçilmiş gelişmekte olan ülke para birimleri ile karşılaştırılmaktadır. Buna ek olarak, Türkiye için söz konusu getiriler ve getirilerin oynaklığı bileşenlerine ayrıştırılmıştır. Ayrıca, söz konusu getiriler riskleri ile düzeltilerek gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırılmıştır.

Arakazanç Ticareti

Arakazanç ticareti için oluşturabilecek birçok farklı portföy çeşidi bulunmakla beraber, arakazanç ticareti temel olarak faiz farklarından ve düşük kur oynaklığından faydalanmak amacıyla, düşük getirili para birimlerinden borç alınıp yüksek getirili para birimlerine yatırım yapılmasıdır. Bu portföy, faiz farkının, yatırım yapılan para biriminin borç alınan para birimine göre değer kaybından daha fazla olduğu sürece kârlıdır. Bu kutuda düşük faizli para birimi olarak ABD doları ve yüksek faizli para birimi olarak gelişmekte olan ülke para birimleri ele alınmıştır. Bu şekilde ele alınan portföye göre başlangıç anında öncelikle 1 ABD doları r_f maliyetle borç alınır. 1 ABD doları spot piyasada Türk lirasına çevrilir ve S_0 birim Türk lirası alınır. Daha sonra S_0 Türk lirası ile r_t getirili iskontolu Hazine tahviline yatırım yapılır. Ayrıca, kredi riskini azaltmak amacıyla 1 ABD doları nominal değerli Türkiye eurobondu üzerine yazılmış olan çeyreklik kupon ödemeleri olan kredi temerrüt takasında (CDS) uzun pozisyona girilir⁸. Aşağıdaki hesaplamalarda yatırım yapılan Hazine tahvillerinin, kredi temerrüt takasının ve borç alınan fonların vadesinin bir yıl olduğu durum incelenmektedir⁹. Ayrıca işlemleri basitleştirmek amacıyla portföyün vade sonuna kadar elde tutulduğu varsayılmıştır. Bu şekilde oluşturulan portföyün 1 yıl sonundaki getirisi aşağıdaki gibi olacaktır.

⁸ Kredi riskini azaltmak için yapılması gereken S_0 nominal değerli Türk hazine tahvili üzerine CDS almaktır. Ancak Türk lirası tahvil üzerine yazılmış CDS olmaması sebebiyle eurobondlar üzerine yazılanlar analizde kullanılmıştır.

⁹ Benzer bir yaklaşımla diğer vadeler için de arakazanç ticareti getirileri incelenebilir.

$$Getiri = \frac{S_0(1+r_t)}{S_T} - (1+r_f) - \frac{CDS}{4} \left(\left(1+r_{f,3,12} \frac{9}{12}\right) + \left(1+r_{f,6,12} \frac{6}{12}\right) + \left(1+r_{f,9,12} \frac{3}{12}\right) + 1 \right)$$

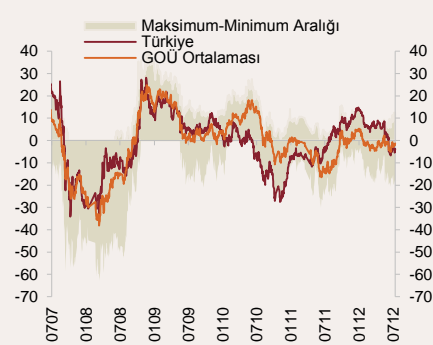
Yukarıdaki eşitlikte $r_{f,t,T}$ t anındaki (T-t) vadeli forward getirileri yansıtmaktadır. Yukarıdaki eşitlikte 1 yıl sonunda CDS'nin vadesi dolacağı için herhangi bir ters pozisyon alınmasına gerek bulunmamaktadır. Ayrıca, ABD doları faiz oranlarının düşük seviyelerde olması sebebiyle, bu eşitlik işlemleri basitleştirmek amacıyla aşağıdaki şekilde de yazılabilir:

$$Arakazanç\ Getirisi \sim \Delta i_t - \Delta e_{t/T} - cds_t \Delta i_t = r_t - r_f \text{ ve } \Delta e_{t/T} = \frac{S_T}{S_0} - 1$$

Bu şekilde bakılacak olursa, arakazanç ticareti getirisinin temel belirleyicileri, faiz farkı, kur değişimi ve CDS primi olmaktadır. Bu kapsamda hesaplanan getiriler gerçekleşmiş getirilerdir.

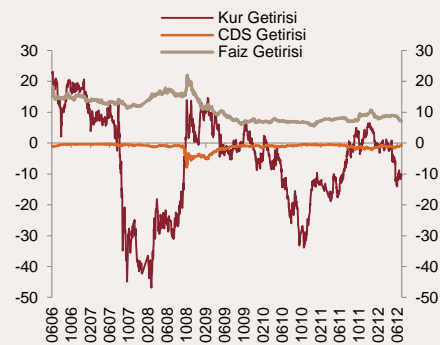
Söz konusu getiriler seçilmiş gelişmekte olan ülke para birimleri için 1 yıl vade ele alınarak incelenmiştir (Grafik 1). Yukarıdaki yaklaşım çerçevesinde hesaplanan getiriler incelendiğinde Türkiye'nin genel olarak diğer gelişmekte olan ülke para birimleri ile beraber hareket ettiği gözlenmektedir. Ayrıca, bazı dönemlerde arakazanç ticaretinin oldukça yüksek ve düşük getiriler sağladığı göze çarpmaktadır. Türkiye için arakazanç ticareti getirileri bileşenlerine ayrıldığında, getirilerin faiz farkından ziyade kur hareketinden olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 2). Faiz getiri farkının nispeten yatay bir seyir izlediği göze çarpmakla beraber kredi riskini azaltmak amacıyla alınan CDS'in maliyeti ise oldukça düşüktür. Bu durum sadece Türkiye'ye özgü olmayıp aynı zamanda diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinde de benzer bir durum gözlenmiştir.

Grafik 1. 1 Yıl Vade İçin Arakazanç Ticareti Getirileri* (Yüzde)



*Gelişmekte olan ülkeler arasında, Brezilya, Kolombiya, Şili, Endonezya, Macaristan, Çek C., Polonya ve G.Afrika yer almaktadır.
Kaynak: Bloomberg, Yazarların Hesaplamaları.

Grafik 2. Türkiye İçin 1 Yıl Vade İçin Arakazanç Ticareti Getirilerinin Bileşenleri (Yüzde)

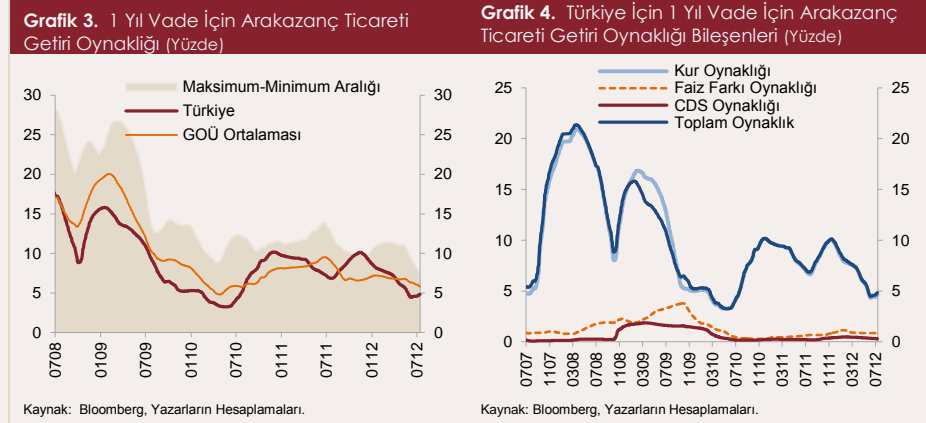


Kaynak: Bloomberg, Yazarların Hesaplamaları.

Ara Kazanç ticaretinde getirilerin yanısıra söz konusu getirilerin oynaklığının da incelenmesi önem arz etmektedir. Bu kapsamda, seçilmiş gelişmekte olan ülke para birimleri için getirilerin oynaklığı, getirilerin 1 yıllık standart sapması şeklinde hesaplanarak ele alınmıştır. Buna ek olarak, oynaklığı artıran ve azaltan faktörleri incelemek amacıyla, getirilerin oynaklığı aşağıdaki denkleme göre bileşenlerine ayrıştırılmıştır. Bu eşitlikte yer alan ρ ifadesi korelasyonu, σ ifadesi ise standart sapmayı ifade etmektedir.

$$\text{Getiri varyansı} = \sigma_{\Delta i_t}^2 + \sigma_{\Delta e_{t,T}}^2 + \sigma_{cds_t}^2 - 2\sigma_{\Delta i_t}\sigma_{\Delta e_{t,T}}\rho_{i,e} - 2\sigma_{\Delta i_t}\sigma_{\Delta cds_t}\rho_{i,c} + 2\sigma_{\Delta e_{t,T}}\sigma_{\Delta cds_t}\rho_{e,c}$$

Ara Kazanç ticareti için getiri oynaklığı incelendiğinde Türkiye'nin getiri oynaklığının genel olarak diğer gelişmekte olan ülke ortalamasına yakın bir seyir izlediği göze çarpmaktadır (Grafik 3). Ayrıca, son dönemde Türkiye'nin getiri oynaklığının diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla düşüş gösterdiği göze çarpmaktadır. Türkiye için getiri oynaklığının bileşenlerini incelediğimizde toplam oynaklıkta kur oynaklığının belirleyici olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4). Ayrıca, dikkat edilmesi gereken bir nokta kur oynaklığının bazı dönemlerde tek başına toplam oynaklığın üstünde olduğudur. Ancak getiri bileşenleri arasındaki korelasyonlar, toplam oynaklığın kur oynaklığından daha düşük olmasına yol açmaktadır.



Ara Kazanç ticareti getirilerinin riskliliği ile düzeltilip incelenmesi daha faydalı ve karşılaştırılabilir bir bilgi sunabilmektedir. Bu kapsamda getiriler, standart sapmasına bölünerek riskliliği ile düzeltilmiştir. Bu şekilde ne kadarlık bir riske karşılık ne kadar bir getiri sağlandığı anlaşılabilir. Riskliliğe göre düzeltilmiş getiriler diğer gelişmekte olan ülke para birimleri ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin diğer ülkelerle benzer bir eğilimi göstermekle beraber 2011 yılından itibaren diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek riskle düzeltilmiş getiriler sağladığı dikkat çekmektedir (Grafik 5). Bu durum hem Türk lirasının nispeten daha yüksek getiriler sağlamasından hem de getiri oynaklığının düşmesinden kaynaklanmaktadır.

