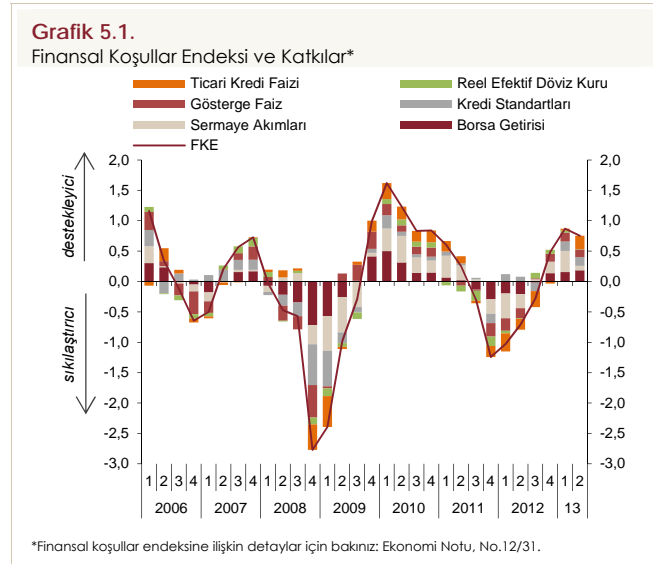


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2013 yılının ikinci çeyreğinde finansal piyasalarda belirsizliklerin artmasına yol açan gelişmeler yaşanmış, sermaye çıkışlarına paralel olarak finansal koşullar sınırlı bir miktar sıkılaştırmıştır. Bu durumda etkili olan başlıca faktörler Fed'in varlık alımlarını azaltma yönünde verdiği sinyaller ve başta Çin olmak üzere bazı gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarının beklenenin altında gerçekleşmesidir. Söz konusu gelişmeler uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere ilgisinin azalmasına ve Türkiye ile birlikte tüm gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Türkiye'de ise ekonomik aktivitedeki canlanmanın beklenenden yavaş seyretmesi ve uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırımı sonrası yatırımcıların kâr amaçlı satış gerçekleştirmeleri finansal koşullardaki gevşemeyi sınırlayan etmenler olmuştur.

Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan finansal koşullar endeksi (FKE) ikinci çeyrekte de ekonomiyi destekleyici yönde gerçekleşmekle birlikte sınırlı bir düşüş sergilemiştir (Grafik 5.1). Bu dönemde döviz kuru hariç tüm değişkenler endekse pozitif yönde katkı sağlamaya devam etmiş, döviz kurunun katkısı ise sıfıra yakın gerçekleşmiştir. Sermaye girişlerinin endekse pozitif katkısı oldukça azalırken, kredi faizlerindeki hızlı düşüş finansal koşullara en fazla pozitif katkı sağlayan faktör olmuştur.



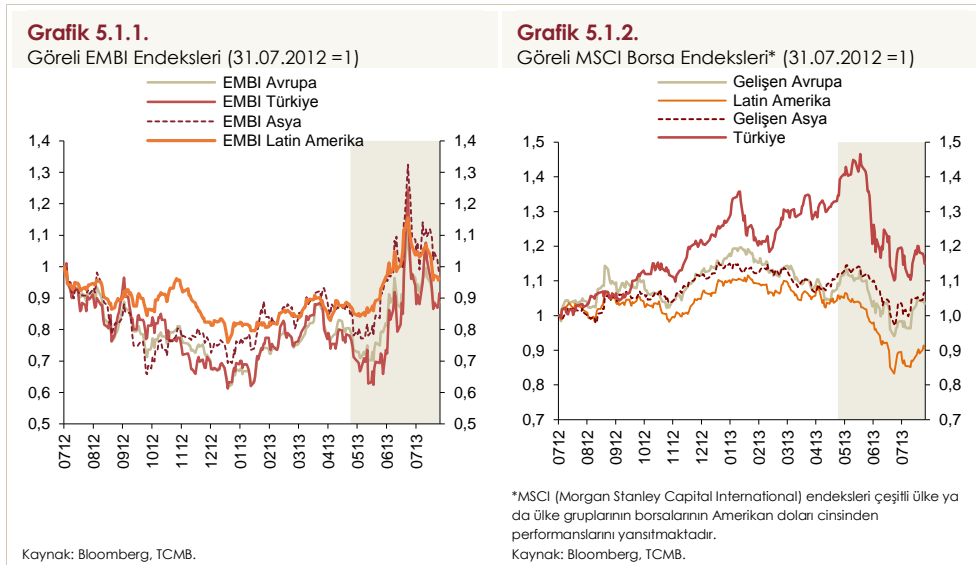
2013 yılının Temmuz ayı başından itibaren sermaye çıkışlarının devam etmesi, TCMB'nin likidite duruşundaki sıkılaştırmanın sürmesi ile birlikte piyasa

faizlerinin artması ve bankaların risk iştahındaki azalma nedeniyle kredi koşullarında daralma beklentisi finansal koşulların ekonomiyi destekleyici etkisinin önümüzdeki dönemde de azalacağına işaret etmektedir.

5.1. Finansal Piyasalar

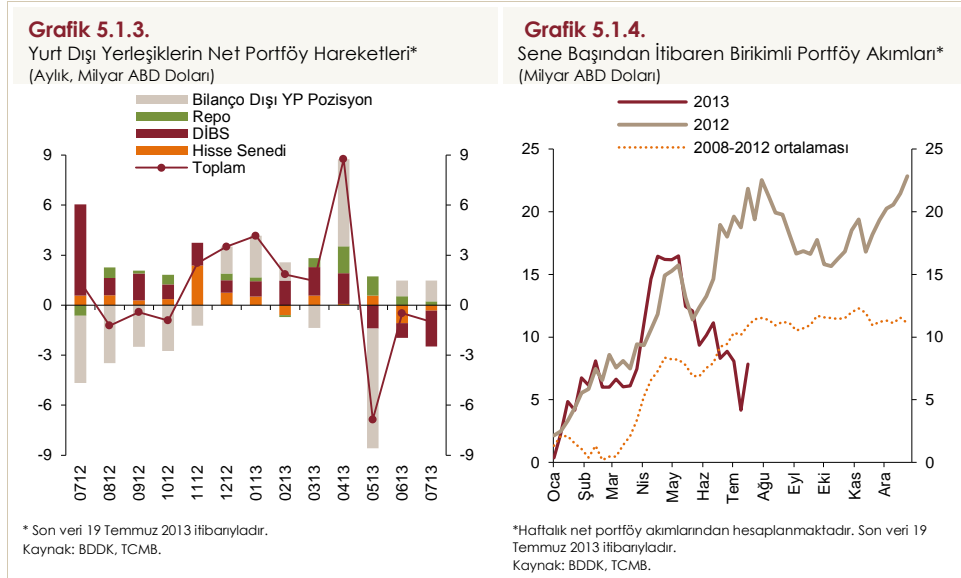
Küresel Risk Algılamaları

Yukarıda bahsi geçen gelişmelerin etkisiyle uluslararası yatırımcıların portföylerinde yeniden yapılandırmaya gitmeleri sonucu Nisan ayı Enflasyon Raporu döneminden bu yana gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahındaki azalmaya paralel olarak hisse senedi fiyatları da gerileme göstermiştir (Grafik 5.1.2). Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminde makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler ve not artırım beklentileri ile diğer gelişmekte olan ülkelere olumlu yönde ayrışma sürecinde olan Türkiye'nin hisse senedi piyasası bu rapor döneminde diğer gelişmekte olan ülkelere daha olumsuz performans göstermiştir. Bu durumda etkili olan faktörlerden biri Mayıs ayı ortasında uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırım sonrası yatırımcıların kâr amaçlı satış gerçekleştirmeleri olmuştur. Mayıs ayı ortasından sonuna kadar görece olarak hızlı bir düşüş sergileyen Türkiye'nin hisse senedi endeksi, bu tarihten itibaren diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir eğilim göstermiştir.



Portföy Hareketleri

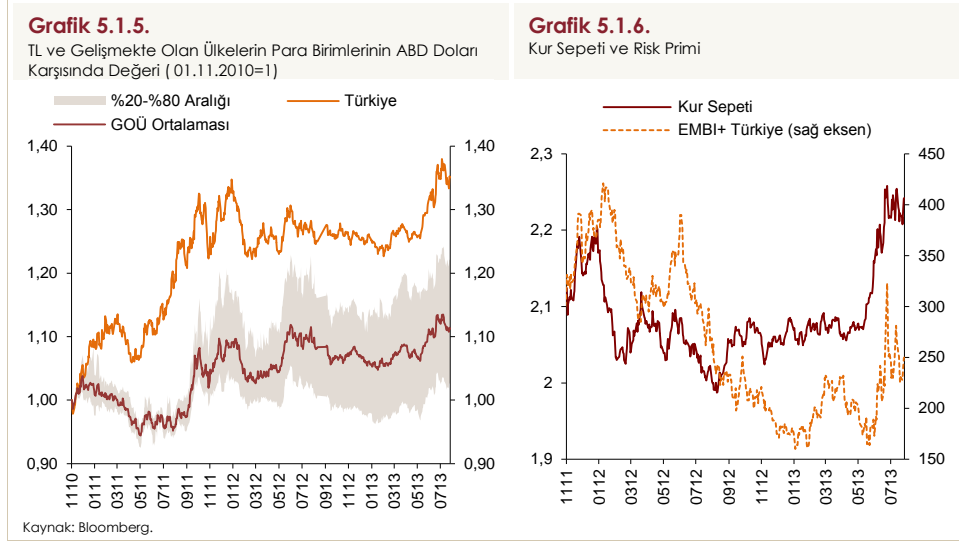
Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana Türkiye'ye yabancı portföy yatırımları azalmıştır (Grafik 5.1.3). Bu dönemde hisse senedi piyasasına ek olarak DİBS piyasasında da not artırım sonrası kâr amaçlı satışlar gerçekleşmiştir. Nisan ayında yüksek artış kaydeden kur takası işlemlerinde ise Mayıs ayında bir düzeltme hareketi kaydedilmiştir. Portföy akımlarına 2013 yılı başından bu yana birikimli olarak bakıldığında toplam sermaye akımlarının Haziran ayında ve Temmuz ayı başında geçtiğimiz yıllar eğiliminin tersine hareket ederek son beş yılın ortalamasının altına düştüğü görülmektedir (Grafik 5.1.4). 19 Temmuz haftasında ise koridorun üst bandında artış sinyali verilmesinin de olası etkisiyle sermaye girişi gözlenmiştir.



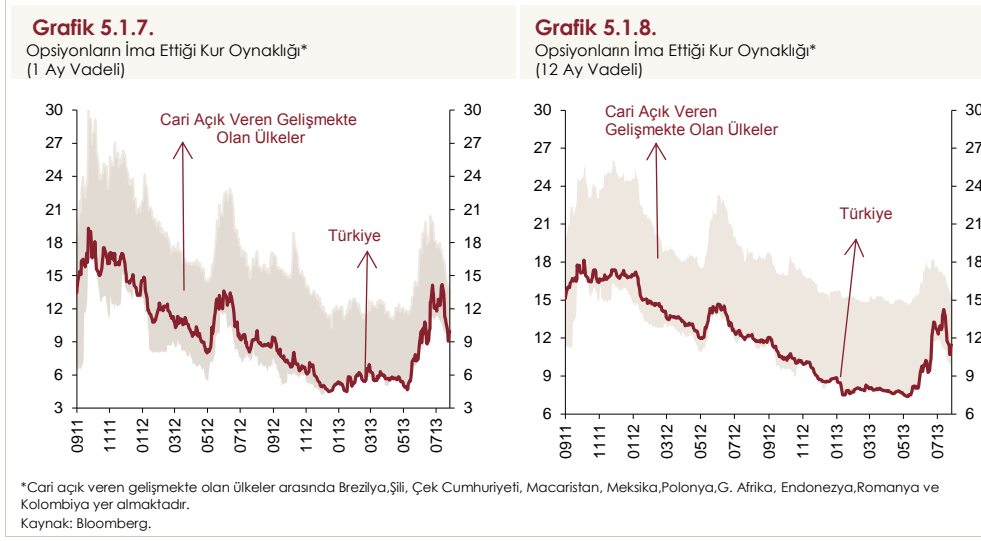
Döviz Kurları

Nisan ayı Enflasyon Raporu döneminden bu yana gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde dalgalı bir seyir gözlenmiştir. Mayıs ayının ikinci yarısında Fed Başkanı Bernanke'nin parasal genişlemenin kademeli olarak azaltılabileceği mesajının ardından düşen küresel risk iştahı nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin çoğu ABD doları karşısında değer kaybetmiştir. 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). Ancak

çeyreğin sonlarına doğru, faiz koridoru üst bandının artırılması ile Türk lirası tekrar değer kazanmaya başlamıştır.

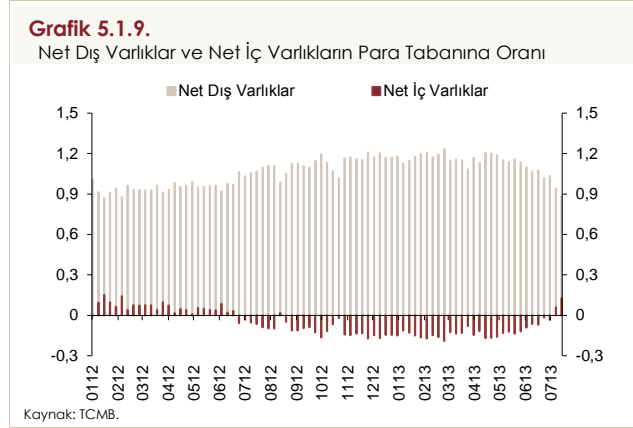


Mayıs ayından bu yana gelişmekte olan ülke risk primlerinde görülen artış ve döviz piyasalarında yaşanan dalgalanma opsiyonların ima ettiği döviz kuru oynaklıklarına da yansımıştır. Döviz piyasasındaki aşırı oynaklığın fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki olası etkilerini gidermek amacıyla TCMB gerekli görülen günlerde kısa süreli ek parasal sıkılaştırma uygulamış, ve ayrıca bu işlemleri destekleyici yönde, sterilize edilmemiş gün içi döviz satım ihaleleri gerçekleştirmiştir. Buna ek olarak, gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye çıkışlarının olduğu bu dönemde, bankaların ROM kapsamında gönüllü olarak biriktirdikleri rezervlerin bir kısmını kullanmaları ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalıştığına işaret etmektedir. Ayrıca, çeyreğin sonunda faiz koridoru üst bandında yapılan artışın da Türk lirasının ima oynaklığının görece düşük seviyelerde kalmasında etkili olduğu düşünülmektedir. Döviz kuru oynaklıklarında son dönemde yaşanan artışa rağmen TCMB'nin almış olduğu önlemler sayesinde Türk lirasının ima edilen kur oynaklığının, cari açık veren gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla hem kısa hem de orta vadelerde düşük seviyelerini korumakta olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.1.7-5.1.8).

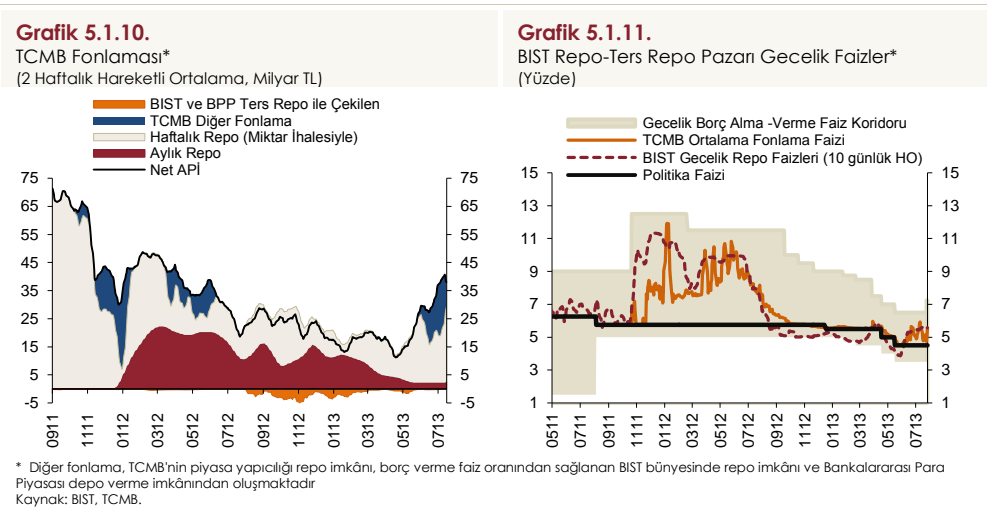


Para Politikası Uygulamaları

Nisan ayı Enflasyon Raporu döneminden bu yana, TCMB küresel belirsizliklerin yarattığı makro finansal riskleri de gözetererek esnek para politikası uygulamalarına devam etmiştir. Bu çerçevede ikinci çeyreğin başında güçlü sermaye akımlarının devam etmesi ve kredi büyümesinin referans değer in üstünde seyretmesi sebebiyle, finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla bir yandan kısa vadeli faiz oranları düşük tutulmuş, diğer yandan döviz rezervlerini artırıcı yönde makro ihtiyati tedbirlere devam edilmiştir. Bu doğrultuda Mayıs ayında politika faizi ile gecelik borç verme ve alma faiz oranları 50'şer baz puan indirilirken, yabancı para zorunlu karşılık oranları ve döviz Rezerv Opsiyonu Katsayıları artırılmıştır. Öte yandan, Mayıs ayı sonundan itibaren küresel para politikalarına ilişkin belirsizliklerin artmasının etkisiyle gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları gerçekleşmiş ve döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlenmiştir. Hem döviz kurlarındaki aşırı oynaklık hem de kredi büyümesinin referans değer in üstünde seyretmesi sebebiyle TCMB, kısa süreli ek parasal sıkılaştırmalar gerçekleştirmiş ve takip eden dönemde parasal sıkılaştırmanın etkisini güçlendirmek amacıyla döviz satım ihalelerine başlamıştır. Söz konusu gelişmeler sonucunda bu dönemde TCMB tarafından sağlanan likiditenin kompozisyonu net dış varlıklardan net iç varlıklara kaydırılmaya başlanmıştır (Grafik 5.1.9). Ayrıca, Temmuz ayında hem küresel belirsizliklerin etkisi hem de Türk lirasındaki değer kaybı ve yüksek seyreden enflasyonun genel fiyatlandırma davranışlarını bozmasını engellemek amacıyla faiz koridorunun üst bandı 75 baz puan artırılmıştır.

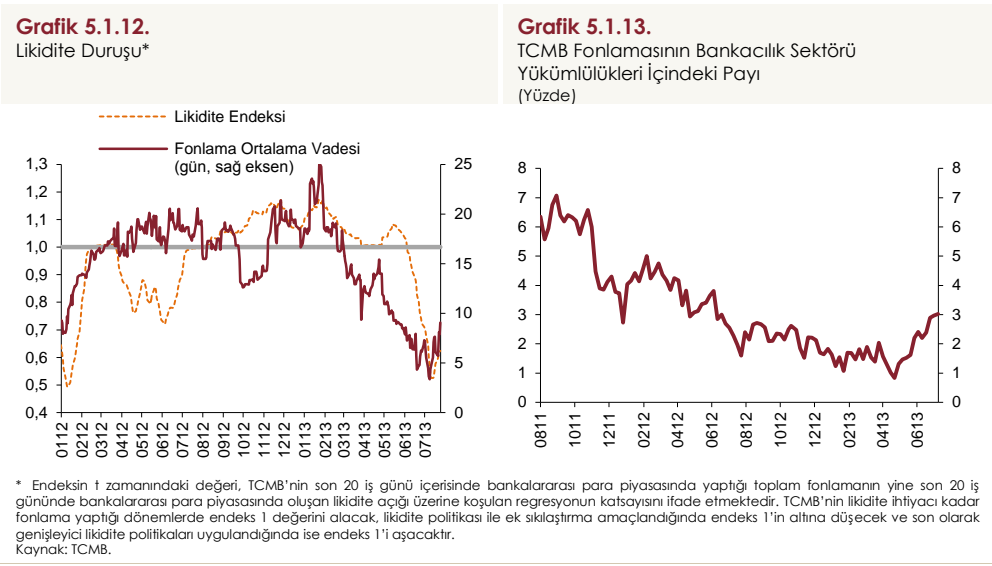


Yılın ikinci çeyreğinde piyasadaki likidite açığı temel olarak döviz satım ihaleleri ve bankaların Rezerv Opsiyonu Mekanizması kullanım oranlarındaki düşüşün etkisiyle artış göstermiştir (Grafik 5.1.10). Bu kapsamda bankaların Türk lirası likidite ihtiyacı yapılan döviz satım ihaleleri ile yaklaşık 12,2 milyar TL ve bankaların ROM kullanım oranlarındaki düşüşün etkisiyle yaklaşık 7 milyar TL artış göstermiştir. TCMB ek parasal sıkılaştırma çerçevesinde piyasaya sağladığı likiditede bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle düzenlenen aylık repo miktarlarını azaltmıştır. Bu dönemde bankaların TCMB gecelik borç verme olanaklarına daha yoğun olarak başvurdukları gözlenmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak TCMB ortalama fonlama faizi ile BIST gecelik repo faizlerinin artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.11) (Kutu 5.3, TCMB likidite yönetiminin BIST gecelik faizi üzerindeki etkisini analiz etmektedir).



Haziran ve Temmuz aylarında gerçekleştirilen ek parasal sıkılaştırmaların da etkisiyle son dönemde likidite endeksinin 1 değerinin altına indiği göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.12). Bu durum TCMB'nin para politikasının sıkı duruşuna dair önemli bir göstergedir. Bu dönemde TCMB'nin bilanço kompozisyon

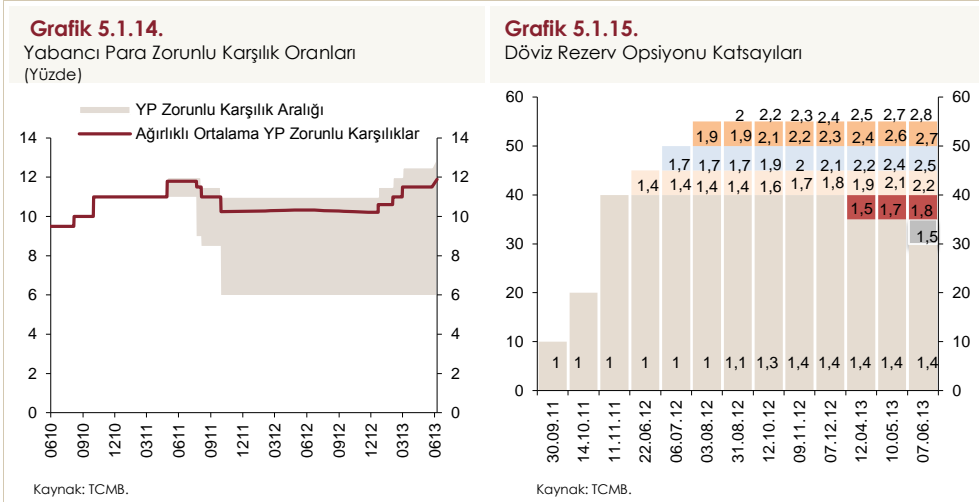
ayarlamasının etkisiyle bankacılık sektörüne sağlanan Türk lirası likiditenin vadesinin kısaltıldığı göze çarpmaktadır. Türk lirası likidite kompozisyonunun vadesindeki kısalmanın referans değerini üzerinde seyreden kredi büyümesi üzerinde de azaltıcı yönde etkili olması beklenmektedir. Bu dönemde TCMB fonlamasının bankacılık sektörü yükümlülükleri içindeki payının artış göstermesi para politikasının aktarımını güçlendirmektedir (Grafik 5.1.13).



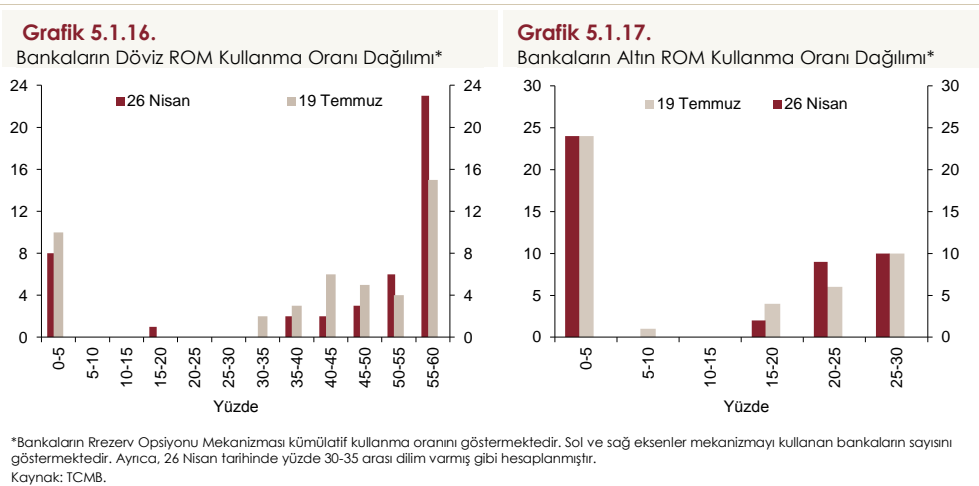
TCMB, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı yılın son çeyreğinde de duyurmaya devam etmiştir. Ancak, önümüzdeki dönemde söz konusu limitlere dair bir değişiklik yapılmadığı sürece basın duyurusu yapılmayacaktır. Yapılan TL likidite öngörülerini çerçevesinde, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 0,2 milyar TL olarak korunurken, üst sınırı ise Mayıs ayında 6,5 milyar TL'den 9 milyar TL'ye yükseltilmiştir. Ayrıca, geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında ise üst sınır Mayıs ayında 1 milyar TL'den 0,5 milyar TL'ye düşürülmüştür. Temmuz ayında ise hem politika faizinden yapılan fonlamaya hem de bir ay vadeli repo ihalelerine ilişkin üst sınırlar kaldırılmıştır. Ayrıca, ek parasal sıkılaştırma yapılan günlerde hem döviz satım ihalesi düzenlenmemesi hem de bankalara piyasa yapıcı imkânı üzerinden fonlama yapılmamasına karar verilmiştir.

Mayıs ayında finansal istikrara ilişkin riskleri dengelemek amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranları artırılarak efektif zorunlu karşılık oranı yüzde 11,9 seviyesine yükseltilmiştir (Grafik 5.1.14). Ayrıca, bu dönemde hem kuruluş

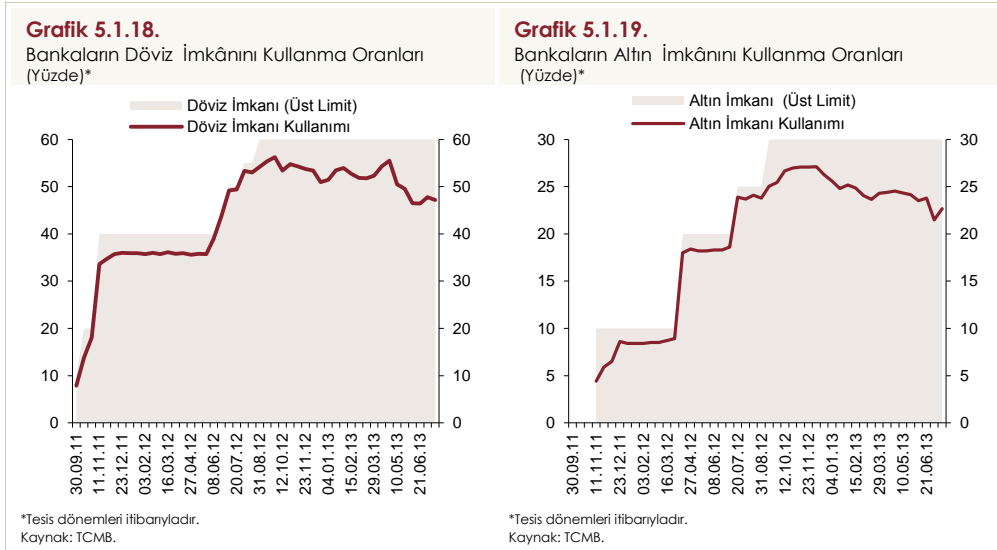
aşamasını tamamlamak hem de Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın etkinliğini artırmak amacıyla döviz rezerv opsiyonu oranlarına yüzde 30-35 basamağı ilave edilmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde Rezerv Opsiyonu Katsayısı 0,1 puan yükseltilmiştir (Grafik 5.1.15). Bu dönemde altın Rezerv Opsiyonu Katsayıları'nda ise herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Mevcut durumda döviz ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen katsayılar sırasıyla 2,8 ve 2,5 olmuştur.



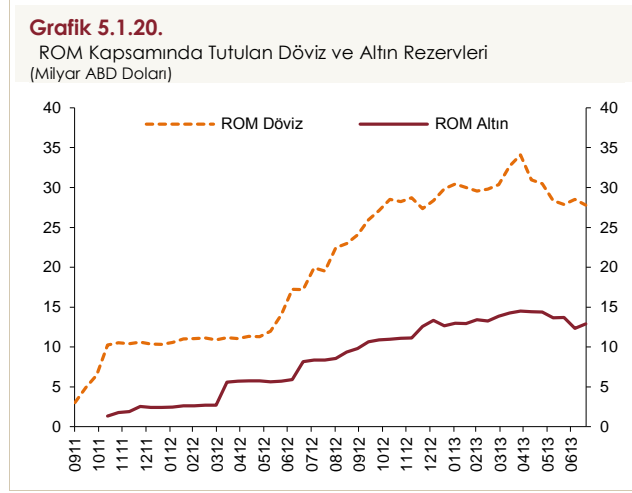
Rezerv Opsiyonu Katsayıları'nın artırılması bankalar açısından imkânın maliyetini kademeli olarak yükseltmektedir. Nitekim yılın ilk çeyreğine göre, hem döviz hem de altın ROM için, ikinci çeyrekte son dilimleri kullanan banka sayısında bir azalma olduğu ve bankaların kümülatif kullanma oranlarının alt dilimlere kaydıkları göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.16-Grafik 5.1.17). Yılın ikinci çeyreğinde Nisan ayında Rezerv Opsiyonu Katsayıları'na alınan 0,2 puanlık artışların da devreye girmesinin bankaların kullanma oranlarındaki düşüşte etkili olduğunu göstermektedir.



Rezerv opsiyonu kullanma oranlarında bankalar arasında farklılaşmalar olmasına rağmen son dönemde birçok bankanın imkândan daha az faydalanması sebebiyle hem altın hem de döviz için sektör kullanım oranı düşüş göstermiştir. Bankaların imkândan faydalanma oranı 19 Temmuz 2013 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 78,7 (47,2/60), altın imkânı içinse yüzde 75,5 (22,6/30) olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19). Özellikle 10 Mayıs tarihli tesis döneminde ROK'lardaki artışın devreye girmesi, bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarındaki düşüşte etkili olmuştur. Bunun yanı sıra, bazı bankaların proje finansmanı olarak bu dönemde yabancı para kredi vermeleri ve küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalar da kullanım oranlarındaki düşüşte etkili olmuştur. Ayrıca, altın ROM kullanım oranlarındaki azalışta son dönemde altın fiyatlarında görülen düşüşün de etkili olduğu düşünülmektedir.



Sonuç olarak, bankaların Rezerv Opsiyonu Mekanizması kapsamında gönüllü olarak biriktirdikleri rezervlerin bir kısmını son dönemde kullandıkları göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.20). Bankalar, 19 Temmuz tarihli tesis dönemi itibarıyla 26 Nisan tarihli tesis dönemine göre Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulan kısmının yaklaşık 6,3 milyar ABD dolarını kullanmışlardır. Bu kapsamda tutulan rezervlerin sermaye çıkışları durumunda bankalar tarafından kullanılması Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın otomatik dengeleyici olarak çalıştığını göstermektedir.

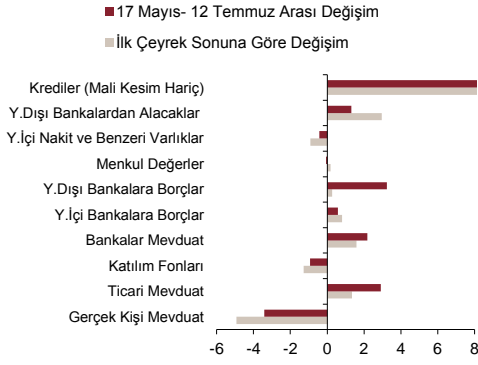


Sermaye çıkışlarının görüldüğü bir dönemde bankaların yabancı paraya ulaşım imkânlarının azalıp azalmadığının anlaşılması önem arz etmektedir. Bankaların yabancı para cinsi bilanço kalemlerindeki değişimler bankaların yabancı para kaynak kullanımına dair önemli bilgi vermektedir. Yılın ikinci çeyreğinde bankaların yabancı para bilanço kalemlerindeki değişimler incelendiğinde, bu dönemde yurt dışı bankalara borçların arttığı ve gerçek kişi mevduatlarının azaldığı göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.21). Artan küresel belirsizliklere rağmen, bankaların yurtdışı bankalardan sağladıkları fonlardaki artış, bankaların yabancı para kaynak konusunda sorun yaşamadıklarına işaret etmektedir.

Ayrıca, yılın ikinci çeyreğinde TCMB'nin rezervlerinin aşağı yönlü bir seyir izlediği göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.22). Bu dönemde Mayıs ayında yapılan YP zorunlu karşılık oranlarındaki artış rezervleri artırıcı yönde etkilerken; bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarındaki düşüş, döviz satım ihaleleri ve altın fiyatlarındaki düşüş rezervleri düşürücü yönde etki etmiştir. Altının değer kaybı TCMB'nin altın rezervlerinin ABD doları cinsinden değerini düşük göstermekle beraber bankaların altın için Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nı daha az kullanmasına da yol açarak rezervlerin düşmesinde etkili olmaktadır. Aynı şekilde ABD doları ve euronun değer kazanması da bankaların Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülükleri için tesis etmeleri gereken döviz miktarını azalttığından TCMB rezervlerinin azalmasına yol açmaktadır. Ayrıca, yılın ikinci çeyreğinde döviz satım ihalelerinin etkisiyle TCMB'nin net rezervi azalış göstermiştir.

Grafik 5.1.21.

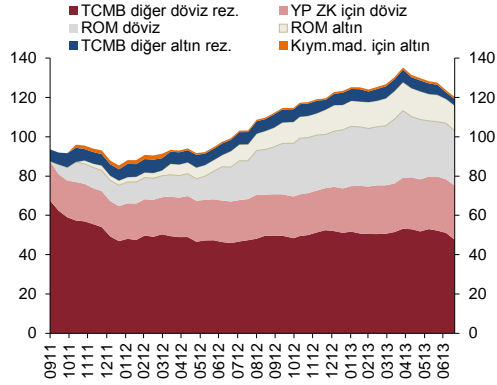
Bankaların Seçilmiş YP Bilanço Kalemlerindeki Değişim (Milyar ABD Doları)



Kaynak: BDDK, TCMB.

Grafik 5.1.22.

TCMB Döviz Rezervleri (19 Temmuz 2013 İtibarıyla, Milyar ABD Doları)

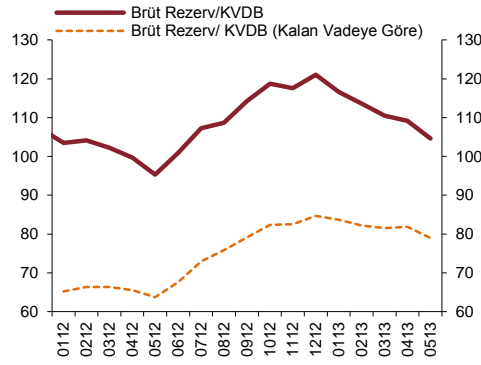


Kaynak: TCMB.

Yılın ikinci çeyreği itibarıyla bakıldığında TCMB'nin rezervlerinin uluslararası kriterlerle uyumlu olduğu göze çarpmaktadır. Brüt rezervlerin kısa vadeli dış borç (KVDB) istatistiklerine oranı olarak hesaplanan Greenspan Guidetti rasyosuna göre Türkiye'nin değeri eşik değer olan yüzde 100'ün üzerindedir (Grafik 5.1.23). Ayrıca, brüt rezervin kalan vadeye göre KVDB'ye oranı da yüzde 80 seviyesinde seyretmektedir. Bir diğer rezerv yeterlilik rasyosu olan rezervlerin ithalatı karşılama oranının ise 6,5 ay olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.24). Söz konusu rasyolar da TCMB'nin rezervlerinin yeterliliğine işaret etmektedir.

Grafik 5.1.23.

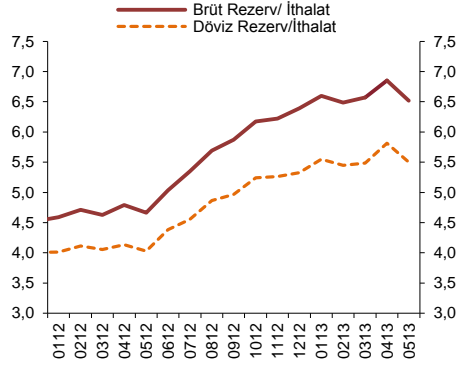
Greenspan Guidetti Rezerv Yeterlilik Rasyosu (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.24.

Rezervin İthalatı Karşılama Oranı*



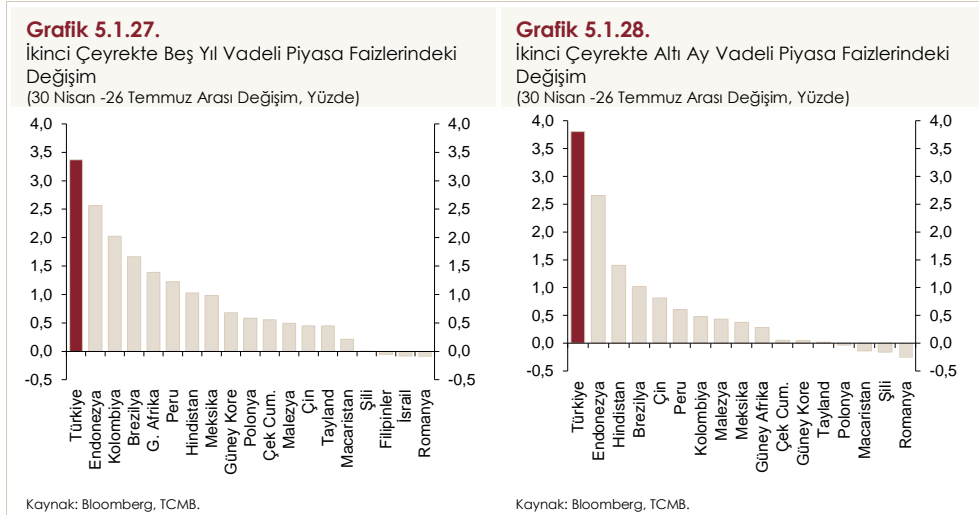
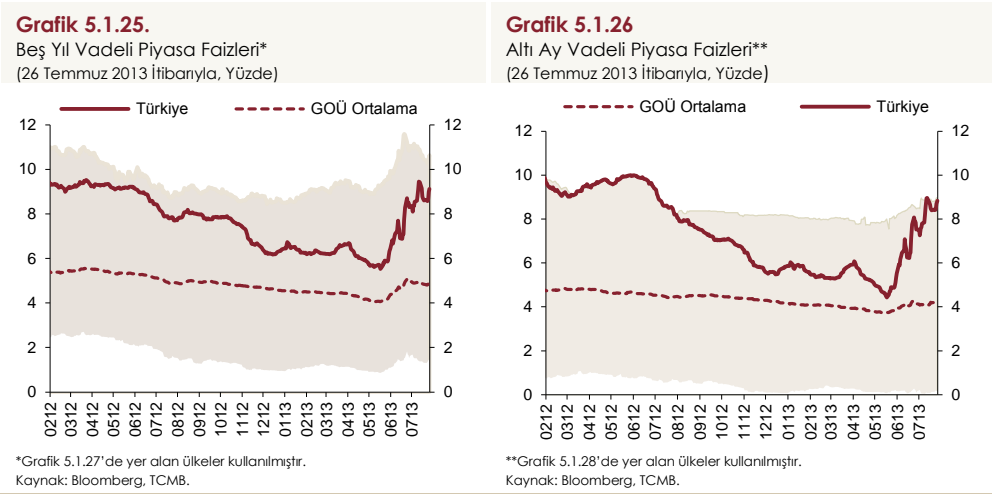
*Aylık ortalama ithalat verisi kullanılmıştır.

Kaynak: TCMB.

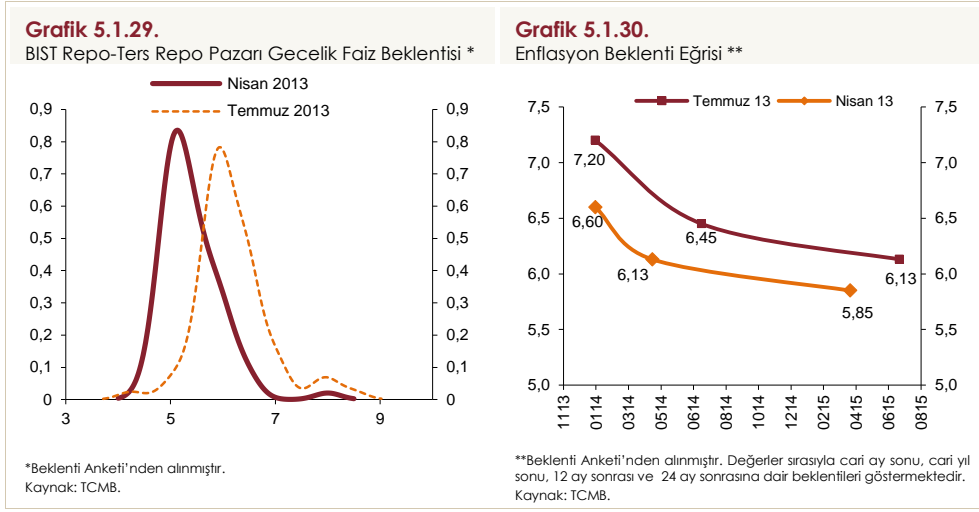
Piyasa Faizleri

Yılın ikinci çeyreğinde küresel para politikalarındaki belirsizlikle beraber gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinin hem uzun hem de kısa vadelerde artış gösterdiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.25 ve Grafik 5.1.26). Türkiye'de de 2013 yılı ilk

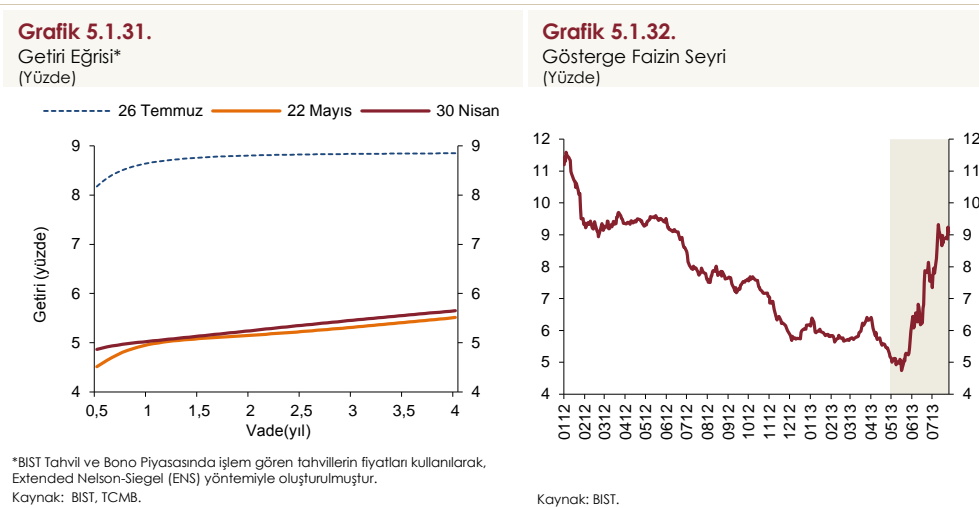
çeyreğine göre piyasa faizleri kısa vadelerde daha fazla olmak üzere tüm vadelerde artış göstermiştir (Grafik 5.1.27 ve Grafik 5.1.28).



Bu dönemde küresel risk algılamalarındaki bozulmaya paralel olarak BIST gecelik repo faizi beklentilerinin bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.29). Bu dönemde bir ay vadeli repo ihale faiz oranlarının koridorun üst bandını aşması da piyasa oyuncularının koridorun üst bandında bir artırım beklediğini göstermektedir. Bu durum piyasa faizlerini artırıcı yönde etkilemektedir. Ayrıca, bu dönemde açıklanan Haziran ayı enflasyon rakamının piyasa beklentisinden yüksek gelmesi ve Türk lirasının değer kaybının da etkisiyle enflasyon beklentilerinde bir artış olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.30). Bu durum da piyasa faizlerini yükseltici yönde etkilemektedir.

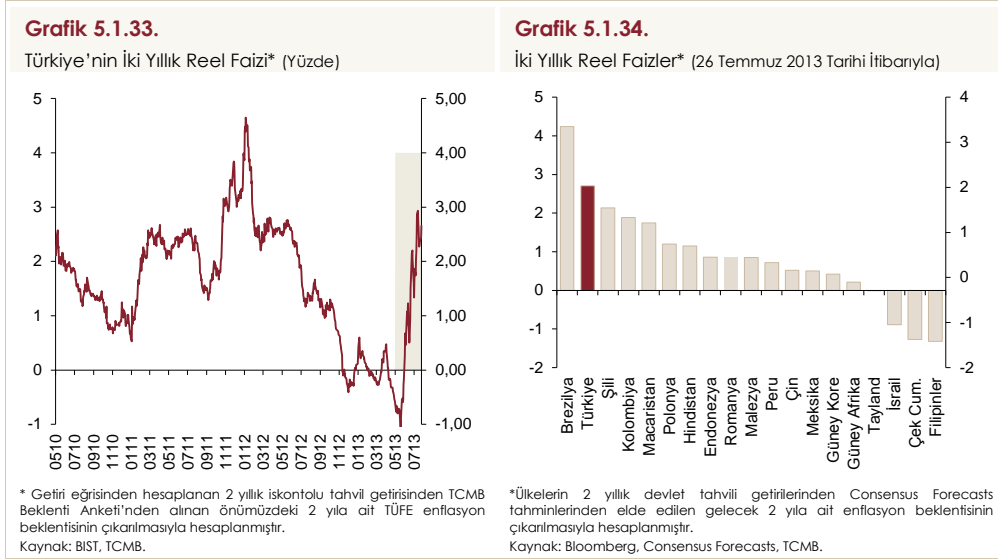


Mayıs ayında politika faizi ile gecelik borç verme ve alma faiz oranlarının indirilmesi ve Türkiye'nin kredi notunun artırılarak ikinci bir derecelendirme kuruluşu tarafından da yatırım yapılabilir ülke seviyesine yükselmesinin etkisiyle tüm vadelerde faizler sınırlı oranda düşüş göstermiştir. Faizlerdeki düşüşün sınırlı olmasının sebebi ise bu gelişmelerin daha önceden fiyatlanmasından kaynaklanmaktadır. Ancak Mayıs ayı sonundan bu yana küresel para politikasına dair belirsizliklerin artması ve TCMB'nin ek parasal sıkılaştırmalara başlamasının da etkisiyle tüm vadelerde faizler artış göstermiş ve getiri eğrisi yukarı doğru kaymıştır (Grafik 5.1.31). Bu dönemde gösterge faizin de benzer bir eğilim sergilediği göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.32).



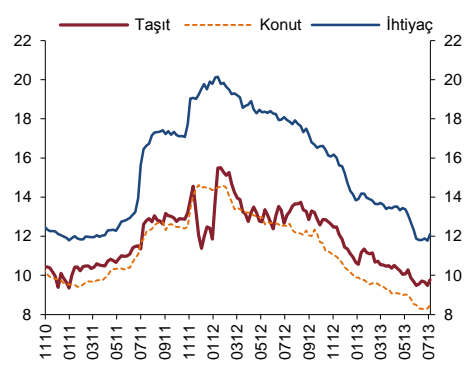
İki yıl vadeli faizlerin iki yıl vadeli enflasyon beklentilerine göre daha fazla artmasının etkisiyle Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi bir önceki rapor dönemine

göre yükselmiştir (Grafik 5.1.33). Gelişmekte olan ülkelerin nominal faiz sıralamasında üst sıralarda bulunan Türkiye'nin reel faizi de bir önceki çeyreğe göre diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında yukarı seviyelere ilerlemiştir (Grafik 5.1.34).

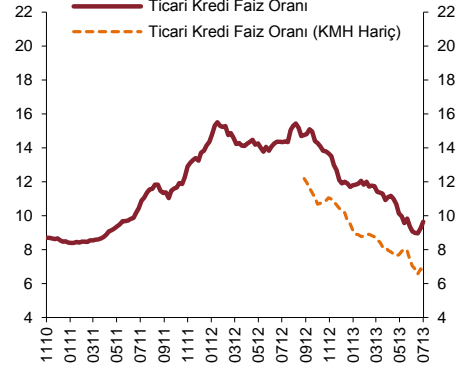


Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

Finansal olmayan kesime açılan kredilerin faiz oranlarında yaşanan gerileme eğilimi 2013 yılının ikinci çeyreğinde sürmüştür. TCMB'nin faiz koridorunun alt ve üst sınırında gerçekleştirdiği indirimlerin beraberinde, tüketici kredisi ve ticari kredi faiz oranlarında azalış gerçekleşmiştir. TCMB'nin uyguladığı gecelik faiz oranlarına daha duyarlı olan ticari kredilerin faiz oranlarının, yılın ikinci çeyreğinde yaklaşık 160 baz puan gerilediği görülmektedir (Grafik 5.1.36). İkinci çeyrekte likidite politikalarında gerçekleşen sıkılaştırmanın ve Mayıs ayının son döneminden itibaren artan ortalama fonlama maliyetinin, özellikle bankalar arasında yaşanan yoğun rekabet ve düşen kar marjlarının etkisiyle ikinci çeyrekte tüketici kredileri ve ticari kredi faiz oranlarına yansımadağı değerlendirilmektedir (Grafik 5.1.35). Fonlama maliyetindeki artışların yanında, Temmuz ayında TCMB'nin faiz koridorunu genişletici yönde aldığı kararın kredi faizleri üzerinde etkilerinin görüleceği düşünülmektedir.

Grafik 5.1.35.Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, Yüzde)

Kaynak: TCMB.

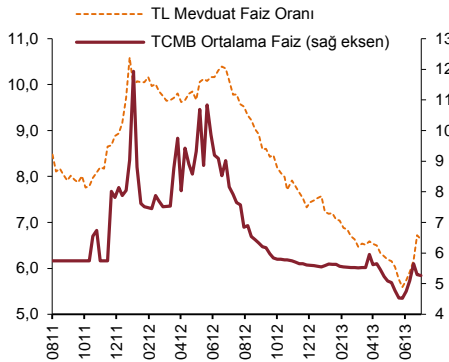
Grafik 5.1.36.TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yüzde)

Kaynak: TCMB.

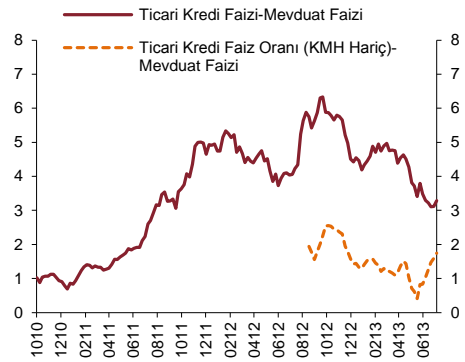
2012 yılının ikinci yarısından itibaren düşme eğilimi sergileyen mevduat faiz oranları, Mayıs ayı sonuna kadar kredi faizleriyle paralel hareket ederek geriledikten sonra, likidite politikasının sıkılaşması ve ortalama fonlama maliyetinin yükselmesiyle uyumlu olarak belirgin bir artış kaydetmiştir (Grafik 5.1.37). Bankaların işletmelere kullandırdıkları kredilere uyguladıkları kâr marjlarını gevşetmelerinin beraberinde, ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkın bu çeyrekte azaldığı ve 2011 yılında gerçekleşen parasal sıkılaştırmadan önceki seviyeye yaklaştığı görülmektedir (Grafik 5.1.38).

Grafik 5.1.37

TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz



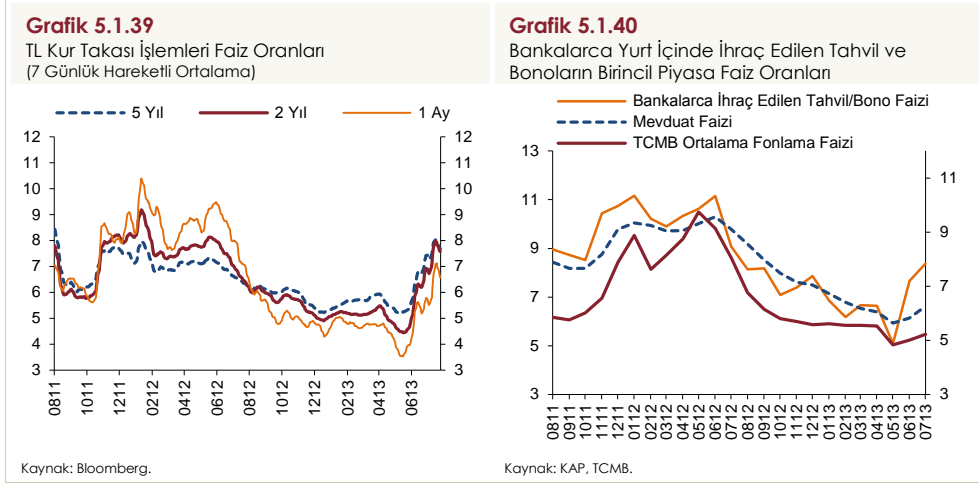
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.38TL Ticari Kredi Faizi – Mevduat Faizi Farkı
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yüzde)

Kaynak: TCMB.

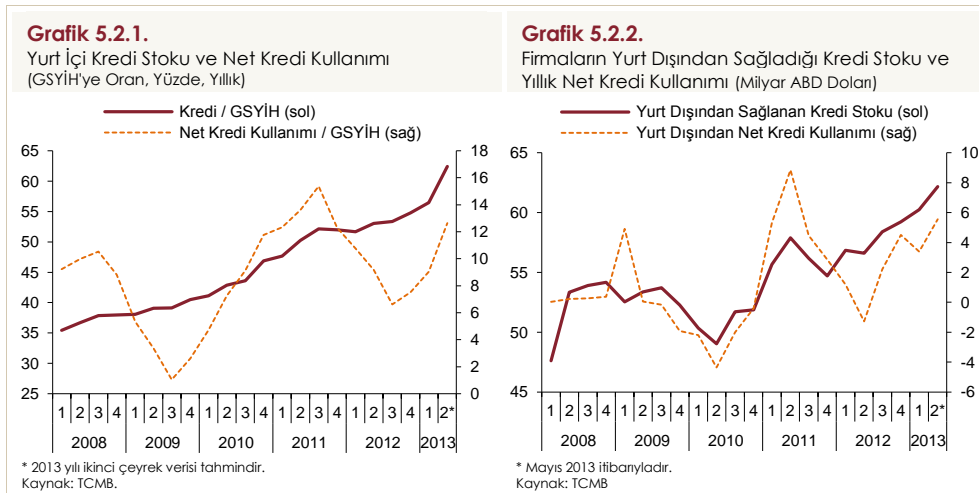
Tüketici kredileriyle benzer vadeye sahip devlet iç borçlanma senedi getirileri ve kur takası faiz oranları, Mayıs ayı son haftasına kadar azalış kaydetmiştir. İzleyen dönemde küresel piyasalarda para politikalarına dair artan belirsizliklere paralel olarak TCMB'nin daha sıkı bir para politikası uygulamasının da etkisiyle bu dönemden itibaren hızlı bir yükseliş göstermiştir (Grafik 5.1.39).

Bankaların yurt içinde ihraç ettikleri tahvil ve bonoların birincil piyasa faizleri de 2013'ün Nisan ve Mayıs aylarında gerilerken, Haziran ayında artış sergilemiş ve mevduat faizlerinin belirgin bir biçimde üstünde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.40).



5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

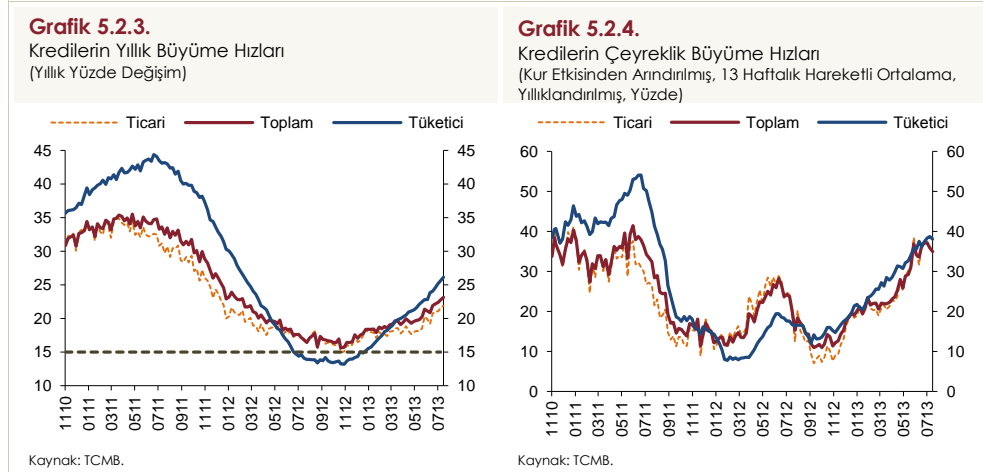
Kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan ve kredi stokundaki yıllık değişim olarak hesaplanan net kredi kullanımı, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra dört çeyrek boyunca gerilemiştir. 2012 yılının son çeyreğinden itibaren 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). Mayıs ayı itibarıyla ikinci çeyrekte reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan kullandığı net finansmanda artış yaşandığı gözlenmektedir.

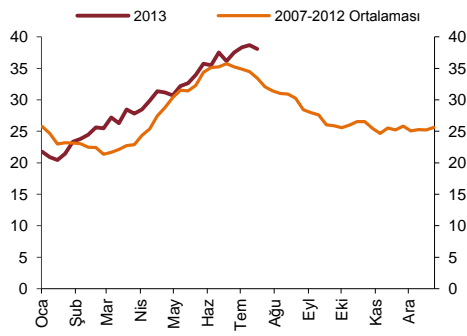
Yurt içi bankalarca finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin büyüme hızı, 2012 yılının Kasım ayından itibaren belirgin bir ivmelenme göstermiştir. 2013 yılının ikinci çeyreğinde de kredilerin büyüme hızı referans değer üzerinde bir eğilim sergilemeyi sürdürmüştür. Finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2013 yılı ikinci çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23,1 (Grafik 5.2.3), ikinci çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 34,9 (Grafik 5.2.4) oranında bir büyüme kaydetmiştir. İlk çeyrekte farklı olarak, ikinci çeyrekte gerek tüketici kredilerinin gerekse ticari kredilerin büyüme hızları 2007-2012 ortalamalarının belirgin bir biçimde üzerinde gerçekleşmiştir. 2013 yılı ikinci çeyreğinde zayıflayan sermaye girişleri ve sıkılaştırılan likidite koşullarından dolayı arz tarafında belirgin bir gevşeme olmamıştır. Diğer taraftan ılımlı ekonomik toparlanmanın ve düşük kredi faizlerinin sürüklediği kredi talebine ilave olarak, faizlerde indirim sürecinin sonuna gelindiğine dönük algının güçlenmesi neticesinde kredi talebinin öne alınmasının kredilerin büyüme hızının bu dönemde de artış göstermesine yol açtığı düşünülmektedir.



Tüketici kredilerinin büyüme hızı, ikinci çeyrekte geçmiş yıllardaki ortalama eğilime paralel hareket ederek artış göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.2.5). Alt kalemler incelendiğinde, mevsimsel unsurların etkisiyle taşıt kredilerinin de toparlanmasıyla birlikte tüm tüketici kredisi alt türlerinin büyüme hızında yaşanan artışa katkı sağladığı, bununla birlikte özellikle konut ve ihtiyaç kredilerindeki büyümenin oldukça güçlü olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.6).

Grafik 5.2.5.

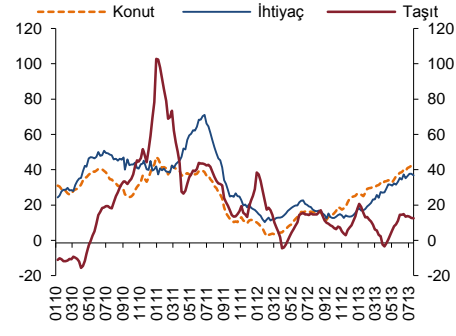
Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.6.

Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)

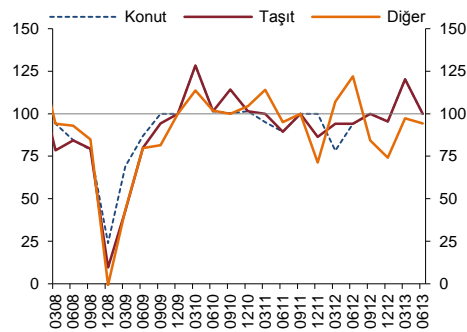


Kaynak: TCMB.

2013 yılı ikinci çeyreğine ilişkin Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, bankalar konut ve taşıt kredilerine ilişkin standartlarda bir değişim gerçekleştirmezken, ihtiyaç kredilerine ilişkin standartlarda sınırlı düzeyde sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamalarında yaşanan iyileşmenin yanında bankalararası rekabet tüketici kredilerinde standartları gevşetici yönde etkide bulunurken genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler standartları sıkılaştıran başlıca unsur olmuştur. Diğer yandan, tüm tüketici kredilerinde talepte artış yaşandığı bankalarca ifade edilmiştir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Tüketici finansman şirketlerince kullanılan taşıt ve konut kredilerinin büyüme hızlarının da bu dönemde güçlü seyrederek artış göstermesi, tüketici kredilerinde talepte yaşanan artışı teyit etmektedir. Bankalar 2013 yılının üçüncü çeyreğinde tüm alt kalemlerdeki bireysel kredi talebinde artış, standartlarda ise sınırlı düzeyde sıkılaştırma beklediklerini bildirmiştir.

Grafik 5.2.7.

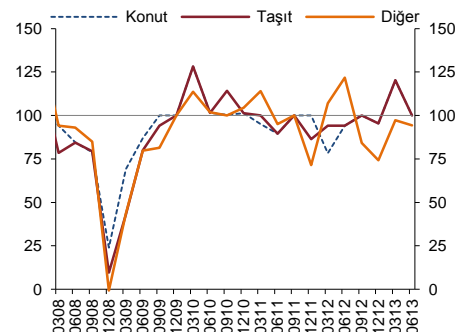
Tüketici Kredileri Standartları (Net Değişim)



*Bankalara kredi standartlarının ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Gevşetme+Çok Gevşetme)-[Biraz Sıkılaştırma+Çok Sıkılaştırma]+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

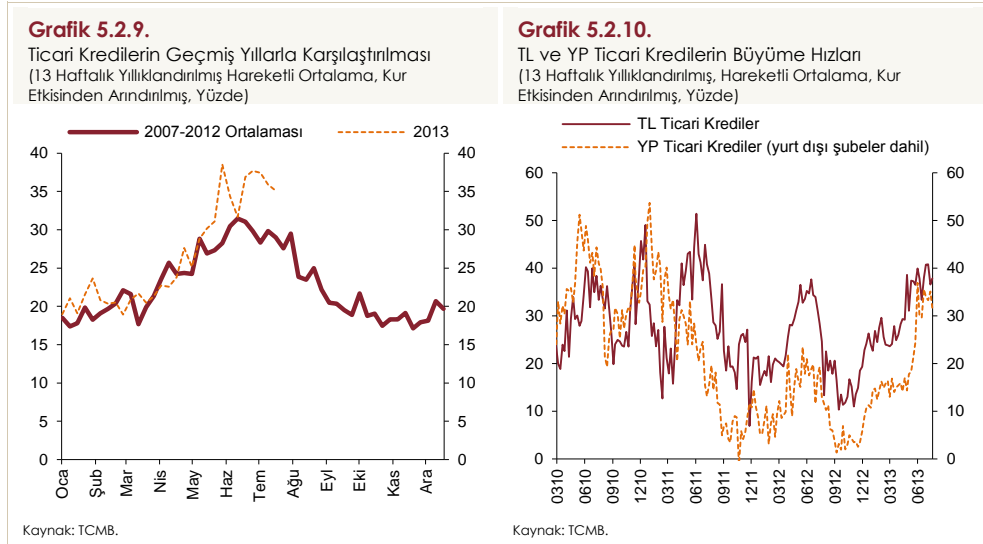
Grafik 5.2.8.

Tüketici Kredileri Talebi (Net Değişim)

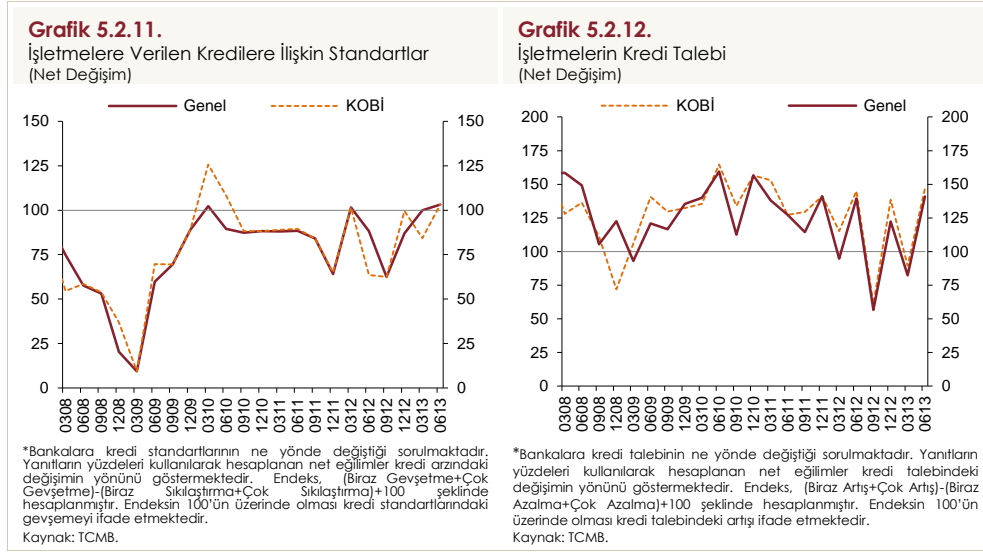


*Bankalara kredi talebinin ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi talebindeki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Artış+Çok Artış)-[Biraz Azalma+Çok Azalma]+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi talebindeki artışı ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

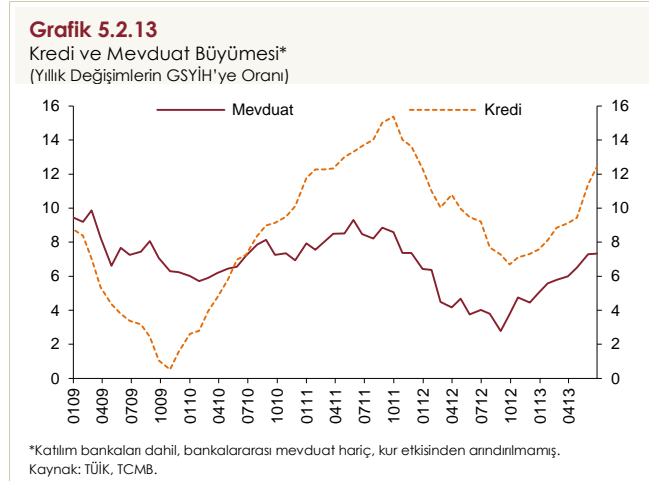
2012 yılının son aylarından itibaren belirgin bir toparlanma gösteren ticari kredilerin büyüme hızı, 2013 yılı ikinci çeyreğinde güçlü seyrini sürdürerek 2007-2012 ortalamasının üzerine çıkmıştır (Grafik 5.2.9). Para birimi bazında incelendiğinde de gerek TL gerekse YP cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme hızının artış kaydettiği görülmektedir (Grafik 5.2.10). Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçları, tüm ölçekler bazında firmaların kredi talebinde önemli bir artış yaşandığını göstermektedir. Vade bazında incelendiğinde de tüm vadelerde kredi talebinde artış gerçekleşmiştir.



Bankaların Kredi Eğilim Anketi'ne verdikleri yanıtlar, 2013 yılı ikinci çeyreğinde bankaların tüm ölçekler bazında ticari kredi standartlarında sınırlı düzeyde gevşeme gerçekleştirdiklerini göstermektedir (Grafik 5.2.11). 2013 yılı ikinci çeyreğinde ticari kredilerin standartlarında sınırlı düzeyde yaşanan gevşemede en önemli etkenin rekabet baskısı olduğu, bunun neticesinde de ticari krediler üzerine uygulanan kâr marjının azaldığı görülmektedir. Bankalar, 2013 yılının üçüncü çeyreğinde tüm vadelerde ve ölçeklerde kredi talebinde artış, genel olarak ticari kredi standartlarında da sıkılaşıma belediklerini ifade etmiştir.

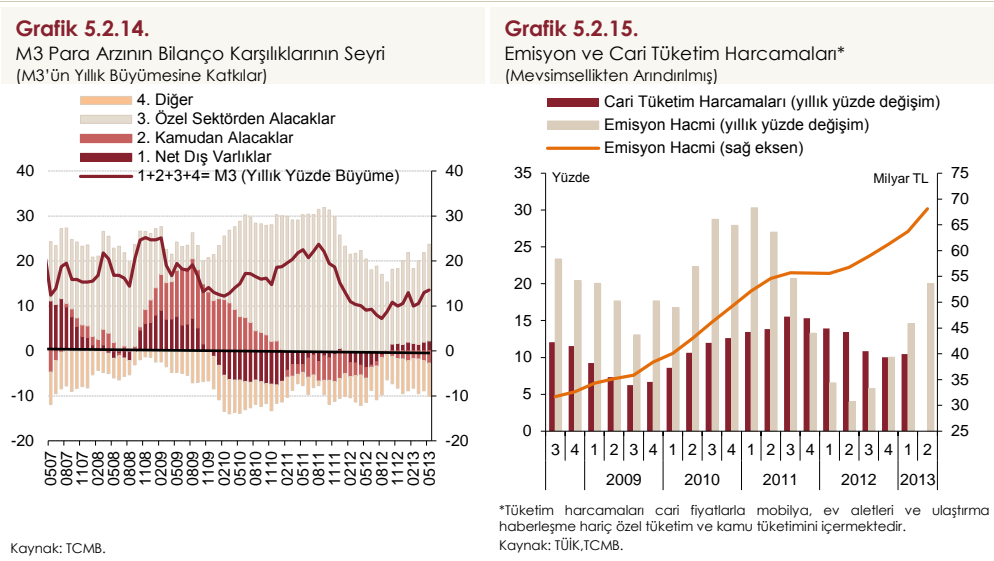


Yılın ikinci çeyreğinde tüketici kredilerinde ve ticari kredilerde kuvvetli seyrin sürdüğü ve kredilerdeki artışın öngörülen seviyelerin üzerinde olduğu görülmüştür. Yılın ikinci çeyreğinde sermaye girişlerinin oldukça zayıf ve oynak olmasının yanında TCMB'nin likidite politikasını daha sıkı hale getirmesinin arz tarafında gevşemeyi sınırlandırdığı, diğer yandan düşük kredi faizlerinin ve toparlanan yurt içi nihai talebin beraberinde kredi talebinin güçlü olduğu değerlendirilmektedir. Son dönemde gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair belirsizliklerin etkisiyle sermaye girişlerindeki zayıflığın sürdüğü gözlenmektedir. Bu gelişmelerin beraberinde önümüzdeki dönemde bankaların dış kaynak kullanımının yavaşlaması beklenmektedir. Mevsimsel unsurların etkisinin yanında, TCMB'nin likidite kompozisyonunda ve faiz koridorunda yaptığı ayarlamaların neficesinde mevcut durumda aşırı hızlı seyreden kredi büyümesinin yavaşlayarak kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.13).



Parasal Göstergeler

M3 tanımlı para arzının yıllık büyümesinde gözlenen artış eğilimi özel sektöre açılan kredilerdeki artışa paralel olarak yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiştir. Karşılık kalemlerinin M3 büyümesine verdikleri katkılara bakıldığında aynı dönemde parasal sektörün net dış varlıklarında belirginleşen artış yönündeki katkının, Kamudan Alacaklar kalemindeki azalışla kısmen dengelendiği gözlenmektedir. Banka kârlılıklarına paralel olarak artan diğer kalemi ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 5.2.14).



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi, 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğilimin ima ettiği seviyenin altında kalmış olmasına rağmen, yıllık artış hızı yılın ikinci çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.15). Dengeye uyarılama süreci nedeniyle emisyon büyüklüğünün geçmişte cari tüketim harcamalarındaki gelişmelerle gösterdiği eş anlı hareketlilik son dönemlerde bir miktar zayıflamış gibi görünse de, yılın ikinci çeyreğinde artış eğiliminin güçlenerek devam etmesi iktisadi faaliyette toparlanmanın sürdüğüne dair bir işaret olarak algılanmaktadır.

Kutu
5.1Otomatik Dengeleyici Bir Politika Aracı Olarak Rezerv Opsiyonu
Mekanizması

Gelişmiş ülkelerin uyguladığı parasal genişleme politikaları sonrasında kısa vadeli sermaye akımlarındaki artan oynaklığın oluşturduğu finansal risklerin önüne geçebilmek için gelişmekte olan ülkeler konvansiyonel olmayan politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Bu dönemde TCMB, aşırı kur oynaklığını azaltmak ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için yeni bir makro-ihtiyati politika aracı olarak Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'ni aşamalı olarak uygulamaya koymuştur.¹

ROM döviz kurundaki dalgalanmaları azaltarak döviz kurunda istikrar sağlayıcı ve bu dalgalanmaların gelişmekte olan ülkeler iç çevrimleri üzerindeki bozucu etkilerini önleyici piyasa dostu bir araç olarak kurgulanmıştır. Örneğin, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin olduğu bir dönemde doların fonlama maliyeti görece olarak daha düşük olacağı için bankalar ROM imkanını daha fazla kullanmak isteyeceklerdir. Böylece, sermaye girişlerinin bir bölümü merkez bankası rezervlerine yönlendirilerek TL üzerindeki değerlenme baskısı azalacaktır. Sermaye çıkışlarının olduğu dönemde ise mekanizma tam tersi yönde işleyecek ve TL üzerindeki değer kaybetme baskısı hafifleyecektir.

Bu kutuda, rezerv opsiyonu mekanizmasının ABD doları/TL döviz kuru beklentileri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Cevaplanmak istenen temel iki soru; (i) piyasanın ABD Doları/TL döviz kurundaki oynaklık, çarpıklık ve basıklık beklentilerinin ROM sonrasında diğer benzer gelişmekte olan ülke kurlarına kıyasla ne ölçüde farklılaştığı (ii) ABD doları/TL döviz kuru beklentilerinin dışsal faktörlere hassasiyetinin ne ölçüde değiştiği olarak sıralanabilir.

Metodolojik olarak, öncelikle opsiyon sözleşmeleri kullanılarak her ülke için döviz kuru dağılımlarının oynaklık, çarpıklık ve basıklık istatistikleri elde edilmiştir. Daha sonra her bir ülke için elde edilen yüksek momentler kullanılarak her bir moment için ayrı ayrı dinamik faktör modeliyle ortak dışsal faktörler hesaplanmıştır. Son olarak elde edilen ortak dışsal faktörler ve TCMB tarafından kullanılan diğer politika araçları kontrol edilerek yukarıda cevaplanmak istenen sorular için SUR modeli tahmin edilmiştir.²

Görelî Döviz Kuru Beklentileri

Rezerv opsiyonu mekanizmasının, diğer benzer gelişmekte olan ülkelere kıyasla ABD doları/TL döviz kurundaki oynaklık, çarpıklık ve basıklık beklentileri üzerindeki etkisini analiz etmek için aşağıdaki SUR modeli tahmin edilmiştir (Denklem 1).

¹ Detaylar için bkz. Alper, Kara, Yörükoğlu (2012), Oduncu vd. (2013), Küçüksarıç ve Özel (2012).

² Detaylar için bkz. Değerli ve Fendoğlu (2013).

$$\begin{aligned}\mu_{rel,t}^{(2)} &= \alpha_1 ROM_t + \sum_{k=1}^T \rho_1^j \mu_{rel,t-k}^{(2)} + \partial_1 x_t + \epsilon_t^{(2)} \\ \mu_{rel,t}^{(3)} &= \alpha_2 ROM_t + \sum_{k=1}^T \rho_2^j \mu_{rel,t-k}^{(3)} + \partial_2 x_t + \epsilon_t^{(3)} \\ \mu_{rel,t}^{(4)} &= \alpha_3 ROM_t + \sum_{k=1}^T \rho_3^j \mu_{rel,t-k}^{(4)} + \partial_3 x_t + \epsilon_t^{(4)}\end{aligned}\quad (1)$$

$\mu_{rel,t}^{(2)}$, $\mu_{rel,t}^{(3)}$ ve $\mu_{rel,t}^{(4)}$ sırasıyla ABD doları/TL kurunun standart sapma, çarpıklık ve basıklık değerlerini görece olarak göstermektedir. Örneğin $\mu_{rel,t}^{(2)}$ 'deki bir artış, ABD doları/TL kurunun standart sapmasının diğer benzer gelişmekte olan ülkelere göre arttığını ifade etmektedir. ROM_t bankaların ROM çerçevesinde TCMB'de tuttuğu miktarın TCMB toplam uluslararası rezervleri içerisindeki payını gösterirken, x_t TCMB tarafından kullanılan diğer politika araçları olan ek parasal sıkılaştırma (AMT) ve döviz kuru müdahalelerini (FXS) göstermektedir.³

Tablo 1: SUR Modeli Tahmin Sonuçları			
	Bağımlı Değişken		
	$\mu_{rel,t}^{(2)}$	$\mu_{rel,t}^{(3)}$	$\mu_{rel,t}^{(4)}$
ROM	-0,307*** (0,099)	-0,148* (0,085)	-0,093 (0,075)
AMT	-0,013 (0,026)	0,039 (0,032)	0,014 (0,029)
FXS	0,011 (0,027)	-0,008 (0,034)	-0,039 (0,030)
$\mu_{rel,t-1}^{(2)}$	0,437*** (0,059)		
$\mu_{rel,t-2}^{(2)}$	0,446*** (0,057)		
$\mu_{rel,t-1}^{(3)}$		0,276*** (0,054)	
$\mu_{rel,t-2}^{(3)}$		0,276*** (0,054)	
$\mu_{rel,t-1}^{(4)}$			0,503*** (0,048)
$\mu_{rel,t-2}^{(4)}$			0,358*** (0,050)
Sabit terim	0,102*** (0,026)	0,057*** (0,019)	0,046*** (0,014)
Gözlem Sayısı	235	235	235
R ²	0,887	0,710	0,731
p(x ²)	0,000	0,000	0,000
Q(5)	0,868	0,711	0,264

Not: ***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 1 incelendiğinde, ABD doları/TL döviz kuru beklentilerinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre ROM'un etkisiyle daha düşük oynaklık ve çarpıklık değerlerine sahip olduğu görülmektedir. ROM'un kurdaki aşırı hareket beklentilerini yansıtan basıklık istatistiği üzerindeki etkisi ise azaltıcı yönde bulunmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı gözükmemektedir.

³ ROM_t, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının uygulanmaya başlandığı tarih olan 30 Eylül 2011 öncesinde 0, sonrasında ise 1 değerini alan bir zaman kukla değişkeni olarak alındığında da benzer sonuçlar elde edilmektedir.

Otomatik Dengeleyici Bir Politika Aracı Olarak ROM

Rezerv opsiyonu mekanizmasının, ABD doları/TL döviz kurundaki oynaklık, çarpıklık ve basıklık beklentilerinin ortak dışsal faktörlere olan hassasiyetine etkisini incelemek için aşağıdaki SUR modeli tahmin edilmiştir (Denklem 2).

$$\begin{aligned}\mu_t^{(2)} &= \alpha_1 ROM_t + \beta_1 C_t^{(2)} + \gamma_1 ROM_t * C_t^{(2)} + \sum_{k=1}^T \rho_1^j \mu_{t-k}^{(2)} + \partial_1 x_t + \epsilon_t^{(2)} \\ \mu_t^{(3)} &= \alpha_2 ROM_t + \beta_2 C_t^{(3)} + \gamma_2 ROM_t * C_t^{(3)} + \sum_{k=1}^T \rho_2^j \mu_{t-k}^{(3)} + \partial_2 x_t + \epsilon_t^{(3)} \\ \mu_t^{(4)} &= \alpha_3 ROM_t + \beta_3 C_t^{(4)} + \gamma_3 ROM_t * C_t^{(4)} + \sum_{k=1}^T \rho_3^j \mu_{t-k}^{(4)} + \partial_3 x_t + \epsilon_t^{(4)}\end{aligned}\quad (2)$$

$\mu_t^{(2)}$, $\mu_t^{(3)}$ ve $\mu_t^{(4)}$ sırasıyla ABD doları/TL döviz kuru beklentilerinin standart sapma, çarpıklık ve basıklık değerlerini göstermektedir. $C_t^{(2)}$, $C_t^{(3)}$ ve $C_t^{(4)}$ ise sırasıyla oynaklık, çarpıklık ve basıklık istatistikleri için dinamik faktör modeli kullanılarak elde edilen ortak dışsal faktörleri göstermektedir. Denkleme ortak dışsal faktör değişkeninin yanısıra, ROM ve ortak dışsal faktör etkileşim değişkeni konularak yüksek momentlerin ortak dışsal faktörlere hassasiyetinin ROM sonrasında ne yönde değiştiği incelenmektedir.

Tablo 2: SUR Modeli Tahmin Sonuçları

	Bağımlı Değişken		
	$\mu_t^{(2)}$	$\mu_t^{(3)}$	$\mu_t^{(4)}$
ROM	-0,209*** (0,052)	-0,078** (0,031)	-0,242** (0,101)
C²	0,004*** (0,001)		
ROM * C²	-0,004 (0,006)		
C³		0,002* (0,001)	
ROM * C³		-0,008 (0,007)	
C⁴			0,008** (0,003)
ROM * C⁴			-0,049* (0,026)
AMT	-0,003 (0,012)	0,018 (0,011)	0,037 (0,033)
FXS	0,014 (0,013)	-0,017 (0,012)	-0,040 (0,035)
$\mu_{t-1}^{(2)}$	0,867*** (0,056)		
$\mu_{t-2}^{(2)}$	0,017 (0,056)		
$\mu_{t-1}^{(3)}$		0,905*** (0,047)	
$\mu_{t-2}^{(3)}$		0,059 (0,047)	
$\mu_{t-1}^{(4)}$			0,767*** (0,049)
$\mu_{t-2}^{(4)}$			0,154*** (0,052)
Gözlem Sayısı	235	235	235
R ²	0,977	0,935	0,871
p(x ²)	0,000	0,000	0,000
Q(5)	0,972	0,915	0,922

Not: ***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 2'deki sonuçlar, Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın uygulanmaya başlanmısıyla birlikte; (i) ortak dışsal faktörler ve TCMB tarafından kullanılan diğer politika araçları kontrol edildiğinde ABD doları/TL döviz kuru oynaklık, çarpıklık ve basıklık beklentilerinin anlamlı derecede düşüş gösterdiğini; (ii) tüm momentler için ortak dışsal faktörlerin arttırıcı yönde etkide bulunduğunu; (iii) ABD doları/TL döviz kurundaki aşırı hareket beklentilerini gösteren basıklık istatistiğinin ortak dışsal faktörlere hassasiyetinin azaldığını, dolayısıyla ROM'un otomatik dengeleyici bir işlevi bulunduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, yakın dönemde birçok gelişmekte olan ülke merkez bankası, kısa vadeli sermaye akımlarındaki artan oynaklığın döviz kuru oynaklığı ve yerel iş çevrimlerine etkisini sınırlamak amacıyla makro-ihtiyati tedbirlere başvurmuştur. TCMB'nin uygulamaya koyduğu yeni bir makro-ihtiyati politika aracı olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması da ABD doları/TL döviz kuru beklentilerinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrışmasına ve dışsal faktörlere olan duyarlılığının azalmasına sebep olmuştur.

Kaynakça

- Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M. 2012. Rezerv Opsiyonu Mekanizması. TCMB Ekonomi Notları No. 2012-28.
- Değerli, A., Fendoğlu, S. 2013. Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool: Evidence from Exchange Rate Expectations. CBRT Working Paper No. 13/28.
- Küçüksaraç, D., Özel, Ö. 2012. Reserve Options Mechanism and Computation of Reserve Options Coefficients. TCMB Ekonomi Notları No. 2012-33/07.
- Oduncu, A., Akçelik, Y., Ermişoğlu, E. 2013. Reserve Option Mechanism and FX Volatility. CBRT Working Paper No. 13/03.

Kutu
5.2

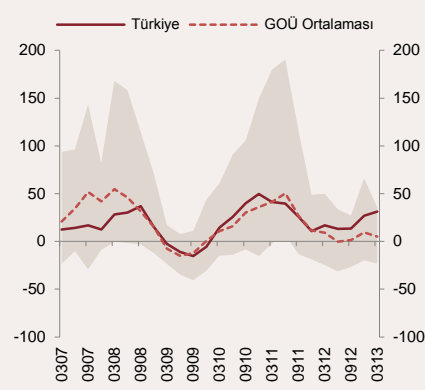
Bankaların Dış Borç Gelişmeleri ve ROM

Bu kutuda Türkiye'deki bankacılık sektörünün dış borç dinamiklerinin diğer gelişmekte olan ülke bankacılık sektöründen farklılaşıp farklılaşmadığını incelenmektedir. Ayrıca, kutuda son dönemde gündemde olan konulardan biri olan rezerv opsiyonu mekanizmasının bankaların kısa vadeli dış borçlarında herhangi bir artışa yol açıp açmadığı da ele alınmaktadır.

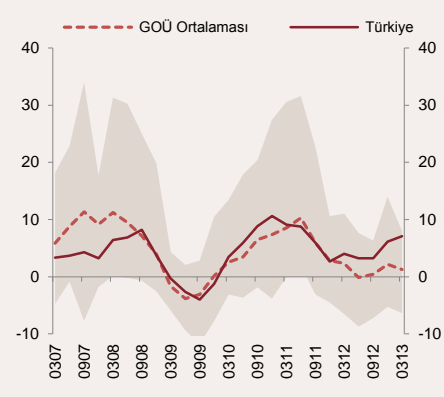
Bankacılık Sektörü Dış Borç Gelişmeleri

Bankaların dış borçları 2005 yılından itibaren artış eğiliminde olup sadece küresel kriz döneminde düşüş göstermiştir. 2012 yılı son çeyrek verilerine göre Türkiye'deki bankacılık sektörünün dış borcu yaklaşık olarak 113 milyar ABD doları seviyesinde olup bu borcun yaklaşık yüzde 60'ının vadesinin 1 yıldan kısa vadeli olduğu göze çarpmaktadır. Bankaların dış borç istatistiği, Türkiye'de yerleşik bankaların yurtdışında yerleşik banka ve ticari kuruluşlardan sağladıkları kısa vadeli döviz veya Türk lirası kredilerini, yurt dışında yerleşik gerçek, tüzel kişi ve bankaların yurtiçi yerleşik bankalardaki döviz ve Türk lirası cinsinden mevduatlarını ve yurt dışında ihraç edilmiş döviz ve Türk lirası cinsinden menkul kıymet ihraçlarını kapsamaktadır. Dış borç istatistiklerinin türetilmesinde yerleşiklik baz olarak alınması sebebiyle, bankaların dış borçları içerisinde yurt dışındaki şubelerinden kullandıkları fonlar da dış borç içerisinde yer almaktadır.

Türkiye'deki bankaların dış borcundaki artışın bize özgü olup olmadığının anlaşılması önem arz etmektedir. Bu sebeple bu çalışmada Türkiye'deki bankacılık sektörü dış borç gelişmeleri diğer gelişmekte olan ülke bankacılık sektörü dış borç gelişmeleri ile karşılaştırılmaktadır. Bu amaç doğrultusunda Dünya Bankası'nın dış borç verileri kullanılarak seçilmiş gelişmekte olan ülkelerdeki bankaların hem çeyreklik hem de yıllık büyüme oranları hesaplanmıştır. Türkiye'deki bankaların dış borç büyümesinin genel olarak diğer gelişmekte olan ülkelere paralel hareket ettiği gözlenmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). Ancak son dönemde Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülke ortalamasından bir miktar hızlı büyüdüğü göze çarpmaktadır.

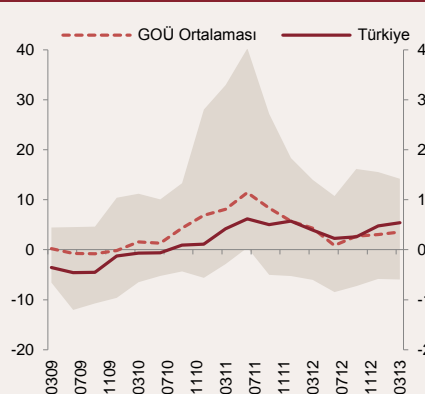
Grafik 1. Bankaların Dış Borcunun Yıllık Büyümesi (Yüzde)

Kaynak: Dünya Bankası.

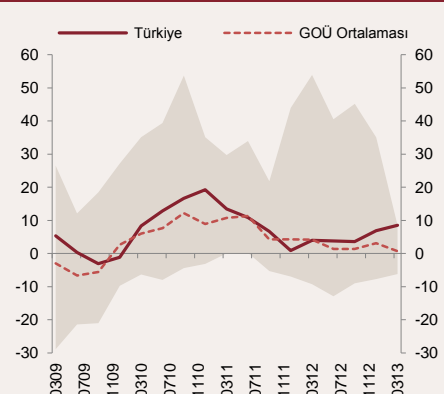
Grafik 2. Bankaların Dış Borcunun Çeyreklik Büyümesi (4 Çeyreklik HO, Yüzde)

Kaynak: Dünya Bankası.

Dış borçtaki büyüme oranının yanı sıra hangi vadede büyümenin gerçekleştiğinin de incelenmesi önem arz etmektedir. Özellikle bankaların daha uzun vadeli borçlanmaları durumunda bu durum finansal istikrar açısından riskleri azaltacak bir faktör olacaktır. Bu doğrultuda bankaların dış borçlarını vadesine göre incelediğimizde, özellikle kısa vadede dış borcun diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha hızlı seyrettiği dikkat çekmektedir (Grafik 3 ve Grafik 4) .

Grafik 3. Bankaların Uzun Vadeli Dış Borcunun Çeyreklik Büyümesi (4 Çeyreklik HO, Yüzde)

Kaynak: Dünya Bankası.

Grafik 4. Bankaların Kısa Vadeli Dış Borcunun Çeyreklik Büyümesi (4 Çeyreklik HO, Yüzde)

Kaynak: Dünya Bankası.

Bankaların Dış Borcundaki Artış Türkiye'ye Özgü Mü?

Bankaların dış borcunun diğer gelişmekte olan ülkelerdeki dış borcundan da farklılaşıp farklılaşmadığının incelenmesi önem arz etmektedir. Bu kapsamda gelişmekte olan birçok ülkenin bankacılık sektörünün dış borç büyümesi ile

Türkiye'deki birçok ülkenin dış borç gelişmesi kıyaslanmıştır. Bu kapsamda çeyreklik frekansta 2005 yılından ilk çeyreğinden 2012 yılının son çeyreğine kadar olan bankaların dış borç verileri kullanılmıştır. Bu kapsamda öncelikle bankaların yıllık dış borç büyümeleri hesaplanmıştır. Analiz kapsamında her bir gelişmekte olan ülke banka dış borcu ile Türk bankacılık sektörünün dış borcunun yıllık büyümesinin ortalamasının farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmiştir. Bu analize dair ilk sonuçlar Tablo 1'de yer almaktadır. Sonuçlar Türkiye'deki bankacılık sektörünün dış borcunun diğer gelişmekte olan ülkelerin banka dış borçlarından istatistiksel olarak farklılaşmadığını göstermektedir.

Tablo 1. Dış Borç Yıllık Büyüme Oranlarına Göre

Ülkeler	t-test	Satterthwaite-Welch t-test*	Anova F-test	Welch F-test*
Brezilya	1,04	1,04	1,07	1,07
Şili	0,68	0,68	0,46	0,46
Kolombiya	1,40	1,40	1,97	1,97
Çek Cumhuriyeti	-0,11	-0,11	0,01	0,01
Macaristan	-1,67	-1,67	2,80	2,80
Hindistan	-2,04**	-2,04**	4,18**	4,18**
Endonezya	0,89	0,89	0,79	0,79
Kore	-1,32	-1,32	1,74	1,74
Malezya	1,08	1,08	1,16	1,16
Meksika	-0,54	-0,54	0,30	0,30
Polonya	1,07	1,07	1,14	1,14
Rusya	0,33	0,33	0,11	0,11
Güney Afrika	-1,35	-1,35	1,82	1,82
Tayland	1,32	1,32	1,75	1,75

Tablo, t-test ve Satterthwaite-Welch t-testleri için t değerlerini, Anova ve WELCH F-testleri için ise F değerlerini göstermektedir.

Dış borcun yıllık büyüme oranlarında farklılaşıp farklılaşma olmadığının yanı sıra borcun kısa ve uzun olarak ayrı ayrı incelenmesi de önem arz etmektedir. Bu amaç doğrultusunda ilk olarak uzun vadeli dış borç istatistiklerinde diğer gelişmekte olan ülke bankacılık sektöründen bir farklılaşma olup olmadığı incelenmektedir. Analiz sonuçları Kolombiya, G.Afrika ve Meksika'da bankaların uzun vadeli dış borçlarının Türkiye'deki bankacılık sektöründen farklılaştığına işaret etmektedir. G. Afrika ve Kolombiya'da uzun vadeli dış borç büyümesinin Türkiye'den hızlı, Meksika'nın ise bizden yavaş olduğu göze çarpmaktadır. Ancak diğer ülkelerle bakıldığında, analiz sonuçları uzun vadeli dış borç büyümesinin diğer ülkelerden istatistiksel olarak farklılaşmadığını göstermektedir (Tablo 2).

Uzun vadeli dış borç gelişmelerinin yanı sıra kısa vadeli dış borç istatistiklerinin diğer gelişmekte olan ülke banka kısa vadeli dış borcundan farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda yapılan analiz sonuçlarına göre Türkiye'deki kısa vadeli dış borç büyümesinin bazı gelişmekte olan ülke para birimlerinden istatistiksel olarak farklılaştığını göstermektedir. Ayrıca Türkiye bankacılık sektörünün kısa vadeli borçlarının büyüme hızının diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek olduğu göze çarpmaktadır (Tablo 2).

Tablo 2. Uzun ve Kısa Vadeli Dış Borç Yıllık Büyüme Oranlarına Göre

Ülkeler	Uzun Vadeli Dış Borçlar		Kısa Vadeli Dış Borçlar	
	t-test	Satterthwaite-Welch t-test*	t-test	Satterthwaite-Welch t-test*
Brezilya	1,57	1,57	-2,86***	-2,86***
Şili	0,29	0,29	0,98	0,98
Kolombiya	2,41***	2,41***	0,10	0,10
Çek C.	0,30	0,30	-3,54***	-3,54***
Macaristan	-1,26	-1,26	-4,06***	-4,06***
Hindistan	-1,34	-1,34	0,47	0,47
Endonezya	-0,16	-0,16	-0,71	-0,71
Kore	0,33	0,33	-4,79***	-4,79***
Malezya	1,52	1,52	-2,37***	-2,37***
Meksika	-2,29***	-2,29***	0,85	0,85
Polonya	1,33	1,33	-2,83***	-2,83***
Rusya	0,81	0,81	-2,23***	-2,23***
G.Afrika	2,15***	2,15***	-3,81***	-3,81***
Tayland	0,84	0,84	1,20	1,20

Tablo, t-test ve Satterthwaite-Welch t-testleri için t değerlerini göstermektedir.

Yukarıda yapılan analizler Türkiye'deki bankacılık sektörünün kısa vadeli dış borcunun diğer gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sektörüne göre bir miktar daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu durumun rezerv opsiyonu mekanizması ile ilgili olup olmadığına anlaşılması önem arz etmektedir. Bu kapsamda TCMB tarafından açıklanmakta olan bankaların kısa vadeli dış borç verisi aylık frekansta kullanılarak Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın bankaların kısa vadeli dış borcunu artırıp artırmadığı incelenmiştir.

Bu doğrultuda bankaların kısa vadeli dış borcu ve bu borcu oluşturan kalemler ele alınarak ROM öncesi ve sonrası dönemde yıllık büyüme oranlarında bir farklılaşma olup olmadığı incelenmiştir. Analizin amacı bankaların ROM sonrasında kısa vadeli yabancı para borçlanmalarını artırıp artırmadığını incelemek olduğundan Türk lirası cinsi mevduatlar bankaların kısa vadeli dış borçlarından çıkarılmıştır. Ayrıca, kısa vadeli dış borç istatistikleri içerisinde kalan kalemler de ayrı ayrı incelenmiştir. 2011 Eylül öncesi ROM öncesi dönemken, sonraki dönem ise ROM sonrası olarak ele alınmıştır.

Tablo 3. ROM Öncesi ve Sonrası Bankaların Kısa Vadeli Dış Borç Büyüme Kalemleri

Ülkeler	KVDB (TL Mevduat Hariç)	Döviz Kredileri	Banka Mevduatı	DTH
t- test	-0,80	0,26	-0,09	-2,89***
Satterthwaite-Welch	-1,33	0,45	-0,14	-2,82***
Anova F-test	0,63	0,07	0,01	8,36***
Welch F-test	1,77	0,20	0,02	7,97***

Tablo, t-test ve Satterthwaite-Welch t-testleri için t değerlerini, Anova ve WELCH F-testleri için ise F değerlerini göstermektedir.

Analiz sonuçları bankaların kısa vadeli dış borç yıllık büyüme hızlarında ROM öncesi ve sonrasında bir farklılaşma olmadığını göstermektedir. Alt kalemler bazında bakacak olursak döviz kredileri ve banka mevduatlarında herhangi bir farklılaşma gözlenmezken sadece döviz tevdiat hesaplarında bir miktar artışın olduğu göze çarpmaktadır. Ancak döviz tevdiat hesaplarının bankaların kısa vadeli dış borçları içerisinde küçük bir paya sahip olduğu göz önüne alınmalıdır.

Sonuç ve Değerlendirme

Bankaların dış borcunun diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir seyir izlediği görülmekle beraber son dönemde bankaların dış borçlarında bir hızlanma olduğu göze çarpmaktadır. Bankaların dış borçlarının diğer gelişmekte olan ülkelerden farklılaşp farklılaşmadığını incelemek amacıyla yapılan analiz sonuçları, bankaların kısa vadeli dış borç büyümesinin istatistiksel olarak bazı gelişmekte olan ülke bankacılık sektörü borç büyümesinden farklılaştığını göstermektedir. Ayrıca, Türkiye'deki bankacılık sektörünün daha hızlı bir kısa vadeli dış borç büyümesinin olduğu da analiz sonuçlarından biridir.

Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın bankaların yurt dışı borçlanmalarını artırıp artırmadığına dair yapılan analiz sonuçları, bankaların kısa vadeli dış borç büyümesinin Rezerv Opsiyonu Mekanizması'ndan sonra farklılaşmadığını göstermektedir.

Kaynakça

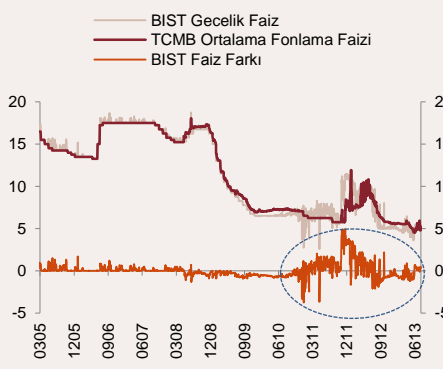
Enflasyon Raporu (2013), II, Bölüm 5: Finansal Piyasalar ve Aracılık, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Kutu
5.3

TCMB Likidite Yönetimi ve Gecelik Piyasa Faizi

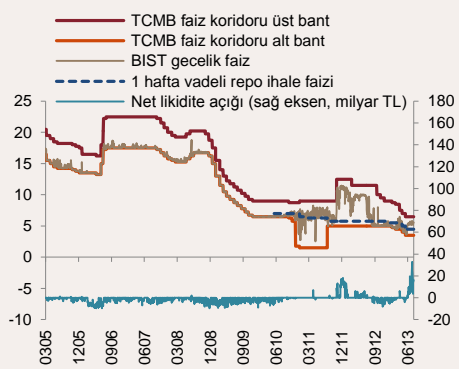
Kısa vadeli piyasa faizleri parasal aktarım mekanizmasının ilk aşamasında önemli rol oynamaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde uzun vadeli faizlerin kontrolü açısından gecelik piyasa faizlerinin politika faizine yakın seviyelerde oluşması arzu edilen bir durumdur. Türkiye’de kısa vadeli piyasa faizlerine aktarımda BIST Repo/Ters Repo gecelik faizi (BIST faizi) kritik önem taşımaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulanan dönemde BIST faizi politika faizini oldukça yakından takip etmiştir. Ancak, küresel kriz sonrasında yeni para politikası uygulamalarının bir sonucu olarak likidite yönetiminin operasyonel çerçevesi değişmiş, kısa vadeli faizler politika faizi dışındaki diğer araçlardan da etkilenmeye başlamıştır. Bunun sonucunda geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının başladığı 2010 yılı sonundan itibaren, BIST gecelik faiziyle TCMB ortalama fonlama faizi⁴ arasındaki fark (BIST faiz farkı) genişlemiş ve daha dalgalı hale gelmiştir (Grafik 1). Bu durum, piyasaları doğru yönlendirebilmek adına gecelik piyasa faiz oranlarının dinamiklerini daha iyi anlamayı gerekli kılmıştır. Dolayısıyla likidite yönetimi gibi diğer para politikası araçlarının kısa vadeli faizler ve faiz farkı üzerindeki etkilerinin anlaşılması büyük önem taşımaktadır. Küçük, Özlü, Talaslı, Ünalmiş ve Yüksel (2013) çalışmasında, söz konusu faiz farkının belirleyicileri araştırılmakta ve yeni para politikası döneminde TCMB’nin likidite politikaları ile faiz koridorunun bu fark üzerinde etkili olduğu gösterilmektedir. Bu kutuda, söz konusu çalışmanın bulguları özetlenmektedir.

Grafik 1. BIST Faiz Farkı (BIST Gecelik Faizi-TCMB Ortalama Fonlama Faizi)



BIST gecelik faizi BIST Repo/Ters Repo piyasasında gerçekleşen ortalama fonlamanın, TCMB ortalama fonlama faizi ise TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası (depo verme) ve Açık Piyasa İşlemleri (IMKB repo, piyasa yapıcısı repo, miktar ihalesi ile haftalık repo, geleneksel ihale ile haftalık repo, aylık repo) ile yaptığı vadeli gelmemiş fonlamanın ağırlıklı ortalamasıdır.
Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 2. TCMB Faiz Koridoru, Gecelik Faizler ve Net Likidite Açığı



Net likidite açığı TCMB'nin BIST Repo/Ters Repo Pazarı'ndaki gecelik net fonlaması ve piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo imkanının toplamından oluşmaktadır.

⁴ Yeni para politikası çerçevesinde birden fazla politika aracının kullanılması ile birlikte politika faizi TCMB'nin bankaları fonlama maliyetini tek başına temsil edememektedir. Bu nedenle yeni dönem için TCMB'nin bankalar fonlamada kullandığı farklı faizlerin ağırlıklı ortalamasının kullanılması tercih edilmiştir.

Para Politikasının Operasyonel Çerçevesi

Yeni para politikası çerçevesinde TCMB piyasalara günlük, haftalık ve aylık olmak üzere farklı vadelerde fonlama yapabilmektedir. TCMB, temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihaleleri ile piyasalara verdiği likiditenin miktarını günlük olarak ayarlayarak; gecelik piyasa faizinin, gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridoru içinde hedeflenen seviyelerde oluşmasını sağlamaktadır. Piyasanın günlük likidite ihtiyacının, bir hafta ve bir ay vadeli fonlama ile tamamen karşılanmadığı günlerde, bankalar TCMB'den gecelik vadede BIST Repo/Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ve piyasa yapıcısı bankalara tanınan borçlanma imkanı aracılığıyla fon bulabilmektedir. BIST repo işlemlerinde bankalar faiz koridorunun üst sınırından borçlanırken, piyasa yapıcısı bankalarla yapılan repo işlemlerinde belli limitler dahilinde koridorun üst sınırından bir miktar daha düşük bir faiz uygulanmaktadır. Dolayısıyla, haftalık ve daha uzun vadeli TCMB fonlamasının toplam likidite ihtiyacına göre daha az bir miktarda yapılması, gecelik piyasada oluşan likidite açığını artırarak piyasa faizlerinin yükselmesine neden olmaktadır (Grafik 2). Bu çerçeve, faizlerin günlük olarak belirlenmesi konusunda önemli bir esneklik sağlamanın yanı sıra TCMB'nin gecelik piyasa faizi ile ortalama fonlama faizini ayarlayarak döviz kuru ve kredi kanallarını farklı şekilde etkilemesine olanak sunmaktadır (Kara, 2012).

BIST Faiz Farkının Belirleyicileri

Yukarıda bahsedilen operasyonel çerçeve dahilinde, piyasadaki likidite koşullarını belirleyen arz ve talep unsurlarının etkileşiminin faiz farkı üzerinde etkili olması beklenmektedir.

Likidite Arzı ve Para Politikasına İlişkin Değişkenler

BIST faiz farkını açıklamak için kullanılan politika değişkenlerinin ilki, piyasanın gecelik borçlanma ihtiyacını gösteren net likidite açığı değişkenidir. Net likidite açığı, TCMB'nin BIST Repo/Ters Repo Pazarı'ndaki gecelik net fonlaması ve piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo imkanının toplanmasıyla elde edilmektedir (Grafik 2). Analizde bu değişkenin içinde bulunan tesis dönemindeki toplam zorunlu karşılık yükümlülüğüne oranı kullanılmaktadır. Net likidite açığının artması, piyasadaki likidite koşullarının sıkılaştığı anlamına geldiğinden, BIST faiz farkını yukarı yönlü etkilemesi beklenmektedir.

Likidite arzına ilişkin bir diğer değişken, TCMB tarafından açık piyasa işlemleriyle sağlanan haftalık ve daha uzun vadeli fonlamanın bankaların toplam zorunlu karşılık yükümlülüklerine oranıdır. Bu orandaki yükselişin likidite koşullarını rahatlatarak faiz farkını düşürmesi beklenmektedir. *TCMB fonlamasının vade yapısının da faiz farkı üzerinde etkili olabileceği düşünülerek, haftalık fonlamanın haftalık ve daha uzun vadedeki toplam fonlamaya oranı da açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır.* Bu orandaki bir artış, uzun vadeli TCMB fonlamasının payının azalması anlamına geleceğinden, bu durumun likidite koşullarını sıkılaştırarak faiz farkını yukarı yönlü etkilemesi beklenmektedir.

Para politikası operasyonel çerçevesi, BIST faizlerinin faiz koridoru içinde yer almasını gerektirmektedir. Faiz koridorunun alt ve üst bandındaki değişimler kısa vadeli piyasa faizlerinin yönü üzerinde belirleyici olmakta, özellikle koridorun üst bandı fonlama belirsizliğine ilişkin önemli bilgi taşımaktadır. Bu nedenle TCMB gecelik borç verme ve borç alma faizlerinin faiz farkını aynı yönde etkileyeceği tahmin edilmektedir.

Likidite Talebi ve Likidite Koşullarına İlişkin Diğer Değişkenler

Likidite talebinin büyük kısmı bankaların toplam zorunlu karşılık yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Zorunlu karşılıklardan kaynaklanan likidite talebini ölçmek için tesis döneminin başlangıcından bu yana kümülatif rezerv birikiminin tesis dönemi ortalama rezerv yükümlülüğüne oranı kullanılmıştır. 14 günlük rezerv tesis döneminin herhangi bir gününde tesis dönemi başından itibaren biriktirilen kümülatif rezerv oranı yüksekse, ertesi gün rezerv yükümlülüklerden kaynaklanan talep baskısı daha az olacağından, faiz farkının aşağı yönlü etkilenmesi beklenmektedir.

Bankaların TCMB fonlamasına ve kısa vadeli faizlere ilişkin beklentileri ile TCMB repo ihalelerindeki teklif davranışlarına ilişkin değişkenler de likidite koşulları üzerinde belirleyici olmaktadır. Dolayısıyla, ihale teklif karşılama oranı, likidite belirsizliği, kısa vadeli faiz beklentileri, bankalar arası likidite dağılımı gibi değişkenler de faiz farkını açıklamakta kullanılmıştır. Bunların yanı sıra dönemsel faktörleri kontrol etmek amacıyla; rezerv tesis döneminin ilk ve son günü, vergi ödeme günleri ve çeyreklik bilanço dönemleri için kukla değişkenler de analize dahil edilmiştir. Ayrıca, ihale üst sınırındaki kural değişikliklerinin etkisini yakalamak amacıyla da bir kukla değişken eklenmiştir.⁵

⁵ Analize dahil edilen değişkenlere ilişkin ayrıntılı bilgi Küçük, Özlü, Talaslı, Ünalmiş ve Yüksel (2013) çalışmasında sunulmaktadır.

Analiz Sonuçları

Çalışmada, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının başladığı Mayıs 2010 sonrasına odaklanılmakta ve yeni para politikası çerçevesine ilişkin değişkenler kullanılmaktadır.⁶ BIST faiz farkı (s_t) günlük frekansta aşağıdaki denklem ile modellenmekte ve En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle tahmin edilmektedir:⁷

$$s_t = c + \rho s_{t-1} + \alpha_1 cbt_t^{fon} + \alpha_2 L_t + \alpha_3 vade_t + \alpha_4 RP_{t-1} + \alpha_5 \Delta(b/c)_t + \alpha_6 H_t + \alpha_7 \Delta(ub)_t \\ + \alpha_8 \Delta(lb)_t + \alpha_9 i_t^E + \alpha_{10} blrszlk_t + \alpha_{11} D_t^{ilk\ gün} + \alpha_{12} D_t^{son\ gün} + \alpha_{13} D_t^{vergi} \\ + \alpha_{14} D_t^{bilanço} + \alpha_{15} D_t^{ihale} + \varepsilon_t$$

Denklemden yer alan değişken tanımlamaları ve tahmin sonuçları Tablo 1'de sunulmaktadır. TCMB politikalarıyla doğrudan veya dolaylı ilişkili olan değişkenlerin BIST faiz farkını açıklamakta önemli olduğu görülmektedir. Net likidite açığının faiz farkı üzerindeki etkisi, yalnızca BIST gecelik faizleri koridor içinde salındığı dönemlerde istatistiksel olarak anlamlı bulunmakta ve bu değişken beklendiği gibi faiz farkını aynı yönde etkilemektedir. Benzer şekilde TCMB fonlaması, fonlamanın vade yapısı gibi likidite politikalarıyla ilişkili değişkenlerin BIST faiz farkını açıklamakta anlamlı olduğu bulunmaktadır.

Sistemin likidite talebine ve koşullarına ilişkin kullanılan diğer değişkenlerin, ortalama kümülatif rezerv pozisyonu dışındaki tümünün BIST faiz farkını açıklamakta beklendiği yönde etkili ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmaktadır. Vadeye göre değişen zorunlu karşılıklar ve ROM gibi araçların varlığı, bankaların kümülatif rezerv pozisyonunu tüm sektör için hesaplamasını zorlaştırmaktadır. Söz konusu değişkenin etkisinin anlamsız çıkmasında bu zorlukların etkili olduğu düşünülmektedir. Teklif karşılama oranı, fonlama belirsizliği ve faiz beklentisi değişkenleri faiz farkını beklendiği gibi aynı yönde etkilemektedir (Tablo 1).

⁶ 2010 yılının Mayıs ayına kadar politika faizi TCMB gecelik borçlanma faizi iken, bu tarihten sonra politika faizi bir hafta vadeli repo faizi olarak belirlenmiştir. Yapılan operasyonel değişiklik, TCMB'nin faiz koridorunu aktif kullanabilmesinin, başka bir deyişle gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır. Mayıs 2010-Kasım 2010 arasında TCMB kullandığı aktif para politikası araçlarını aşamalı olarak çeşitlendirmiştir. Kasım 2010'dan itibaren ise yeni bir politika yaklaşımı benimsendiği Para Politikası Kurulu toplantılarında daha somut bir şekilde ifade edilmiştir. Yukarıdaki denklem Kasım 2010 sonrası için tahmin edildiğinde de çok benzer sonuçlar elde edilmektedir.

⁷ Kullanılan değişkenler ve tahmin yöntemi Avrupa Merkez Bankası'nın politika faizi ve euro gecelik faizi arasındaki farkı inceleyen Linzert ve Schmidt (2011) çalışmasını baz almaktadır.

Tablo 1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Dönemi İçin Tahmin Sonuçları
(20 Mayıs 2010 – 6 Mayıs 2013)

Bağımlı değişken: BIST faiz farkı	Katsayı	Standart hata
Bağımlı değişken ($t-1$)	0,64***	0,06
Bağımlı değişken ($t-10$)	0,05	0,03
Politika Değişkenleri		
TCMB fonlaması (Haftalık ve daha uzun vadelerde, cbt_t^{fon})	-0,13 ***	0,05
Net likidite açığı (L_t) (BIST faizi koridor içinde salınırken)	2,11**	0,89
TCMB fonlaması vade yapısı ($vade_t$)	0,56***	0,18
Faiz koridoru üst bant değişimi (Δub_t)	-0,31**	0,14
Faiz koridoru alt bant değişimi (Δlb_t)	0,55***	0,12
Likidite Talebi ve Koşulları		
İhale teklif karşılama oranı değişimi ($\Delta(b/c)$)	0,13***	0,03
Fonlama belirsizliği ($blrszlk_t$)	0,25**	0,11
Bankalararası likidite dağılımı (H_t)	0,52***	0,21
Kısa vadeli faiz beklentisi (i_t^E)	0,2***	0,04
Bankaların kümülatif rezerv pozisyonu (RP_{t-1})	0,52	0,44
Kukla değişken: İlk gün ($D_t^{ilk\ gün}$)	0,2***	0,07
Kukla değişken: Son gün ($D_t^{son\ gün}$)	-0,22***	0,08
Kukla değişken: Bilanço dönemi ($D_t^{bilanço}$)	1,16***	0,31
Kukla değişken: Vergi ödemeleri ($D_t^{bilanço}$)	0,27***	0,08
Kukla değişken: İhale kural değişiklikleri (D_t^{ihale})	-0,08*	0,05
Sabit terim	-0,84*	0,50
R ² (Uyarlanmış R ²)	0,85 (0,85)	

Not: ***, ** ve * yüzde 1,5 and 10'luk istatistiksel anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Standart hata değerleri otokorelasyon ve değişen varyans için düzeltilmiştir.

Analizde kullanılan kukla değişkenlerin tümünün BIST faiz farkını açıklamakta etkili olduğu gözlenmektedir. Rezerv tesis döneminin ilk (son) gününde bankaların rezerv biriktirme amaçlı likidite taleplerinin daha güçlü (az) olması nedeniyle ilk gün (son gün) kukla değişkeninin işareti pozitif (negatif) çıkmaktadır. Benzer şekilde yüklü vergi çıkışlarının olduğu günlerde ve çeyrek sonlarındaki bilanço raporlama dönemlerinde faiz farkı üzerinde yukarı yönlü baskı oluşmaktadır. Son olarak TCMB repo ihalelerinde teklif üst sınırına ilişkin yapılan değişikliklerin de faiz farkı üzerinde etkili olduğu bulunmaktadır.

Sonuç ve Genel Değerlendirme

Bu çalışma yeni para politikası çerçevesinde uygulanan likidite yönetiminin gecelik faizler üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Örneğin, etkin likidite yönetiminin geniş bir faiz koridoru ile birlikte kullanılması BIST gecelik piyasa faizinin bazı dönemlerde TCMB ortalama fonlama faizinden farklılaşmasına neden olabilmektedir. Bu faizlerdeki farklılaşma döviz kuru ve kredi büyümesinin farklı kanallardan etkilenebilmesini sağlamaktadır. Analiz sonuçları, BIST gecelik faizi ile TCMB fonlama faizi arasındaki farkta 2010 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen yükselişin ve söz konusu farkın oynaklığındaki artışın çok araçlı para politikası uygulamasının önemli bir parçası olan likidite yönetiminin doğal bir sonucu olduğu görüşünü desteklemektedir. TCMB, fonlamanın miktarı, fonlamanın zamanlaması, fonlamanın vade yapısı ve faiz koridoru gibi araçları bir arada kullanarak BIST faiz farkını etkileyebilmektedir. Söz konusu bu politika değişkenlerinin yanısıra, sistemin likidite ihtiyacını gösteren teklif karşılama oranı, faiz beklentileri, fonlama belirsizliği gibi değişkenlerin de BIST faiz farkını açıklamakta önemli olduğu bulunmaktadır. Sonuç olarak, fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrara da katkı sağlamayı hedefleyen yeni para politikası çerçevesinde etkin likidite yönetimi önemli bir araç olarak değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Kara, H. (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", İktisat, İşletme ve Finans, 27(315), sf. 9-36.
- Küçük, H., P. Özlü, A. Talaslı, D. Ünalmiş ve C. Yüksel (2013), "What explains the BIST spread?: Evidence from conventional and unconventional policy episodes in Turkey", yayımlanmamış çalışma.
- Linzert, T., S. Schmidt (2011), "What explains the spread between the Euro overnight rate and the ECB's policy rate?", International Journal of Finance and Economics, 16, sf. 275-289.

Kutu
5.4

Özel Sektör Tahvilleri İçin Getiri Eğrisi

Bu kutuda öncelikle son dönemde hızla gelişmekte olan özel sektör tahvil piyasası tanıtılmakta ve bu piyasada işlem gören tahvil ve bonolar için getiri eğrisi tahmin edilmektedir. Kutunun ikinci bölümünde ise özel sektör tahvilleri ve devlet tahvilleri için hesaplanan getiri eğrileri kıyaslanarak, özel sektör tahvillerinin para politikası şoklarına verdiği tepkiler vaka analizi ile incelenmektedir.

Özel Sektör Tahvil Piyasası İçin Getiri Eğrisi Tahmini

Türkiye’de özel sektör tahvil piyasası henüz gelişme aşamasındadır. Piyasa, 2011 yılından itibaren özellikle bankacılık sektörünün ihraçlarının artmasıyla hızlı bir büyüme kaydetmiştir. Bankacılık sektörünün yanı sıra factoring firmaları, aracı kurumlar ve reel sektör firmaları da bu dönemde tahvil ihraçlarını artırmışlardır.

Bu piyasada işlem gören tahviller arasında değişken faizli, sabit kuponlu, kuponsuz ve varlığa dayalı menkul kıymetler yer almaktadır. Genellikle değişken kuponlu tahvillerin vadesi diğerlerine göre daha uzundur. Getiri eğrisi hesaplamasında sadece kuponsuz ve sabit kuponlu tahvillerin kullanılabilmesinden dolayı değişken faizli tahviller ve varlığa dayalı menkul kıymetler veri setinden çıkarılmıştır.

Özel sektör tahvilleri için getiri eğrisi Nelson Siegel yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Getiri eğrisi tahmin edilmesinde kuponsuz ve sabit kuponlu tahvillerin günlük ortalama fiyat verisi kullanılmıştır. Tahmin aşamasında, gerçekleşen ve tahmin edilen tahvil fiyatları arasındaki farkın karelerinin toplamı minimize edilmektedir. Nelson Siegel yönteminin seçilmiş olmasının en önemli sebebi, bu metodun getiri eğrisinin herhangi bir tahvile özgü hareketten önemli ölçüde etkilemesine izin vermemesi ve böylece getiri eğrisindeki aşırı dalgalanmayı ortadan kaldırmasıdır. Böylece genel faiz seviyesi ve vade yapısı hakkında güvenilir bilgiye ulaşılmaktadır.

Getiri eğrisi tahmin dönemi 1 Ağustos 2012’den başlamaktadır. Bu tarihten önceki dönemde gün içerisinde düzenli olarak yeterli kuponsuz veya sabit kuponlu tahvilin işlem görmemesi sebebiyle 1 Ağustos ‘dan önceki dönem ele alınmamıştır. Ayrıca, getiri eğrisi tahmini için teknik sebeplerden ötürü 1 aydan kısa vadeli kağıtlar veri setinden çıkarılmıştır.⁸

⁸ Bahsedilen teknik sebeplerin ayrıntısı için Karlı vd. (2013) çalışmasına başvurulabilir.

Getiri eğrisi tahmin edilirken tahvillerin risk primi ve likiditesinin birbirine benzer olması daha uygun olacaktır. Ancak, özel sektör tahvil ve bono ihraççıların risk primlerinde farklılıklar olduğu bilinmektedir. Bu doğrultuda reel sektör firmalarının risklilik yapılarının daha farklı olması sebebiyle bu firmaların tahvil ve bonoları veri setinden çıkarılmıştır. Ayrıca, finansal firmaların da risk primlerinde farklılıklar olabilmektedir. Bu sebeple en uygun yaklaşım finansal firmaları risklerine göre gruplayarak her grup için ayrı bir getiri eğrisi tahmin etmektedir. Ancak, mevcut durumda yeteri kadar tahvilin işlem görmemesi sebebiyle bu yaklaşım şu anda kullanılamamaktadır. Nelson Siegel yönteminin tahvile özgü hareketlerden önemli ölçüde etkilenmemesinden dolayı mevcut durumda farklı riskliliğe sahip finansal firmalar aynı veri setinde kullanılmıştır. Tahvil ihraçları arttıkça zenginleşecek veri seti önümüzdeki dönemde daha rafine tahminlerin yapılmasına olanak sağlayacaktır.

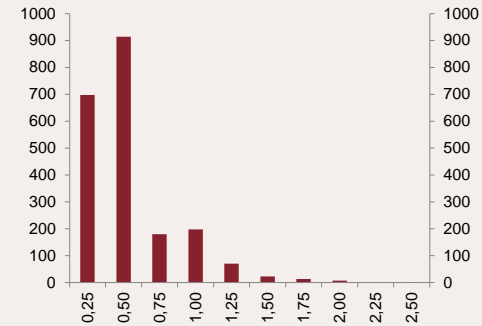
Veri setinin oluşturulmasının ardından, bütün işlem günlerini kapsayan vade dağılımının sağa yanaşık ve en uzun vadenin 2,5 yıl civarında olduğu göze çarpmaktadır (Grafik 1). Ayrıca, ortalama vadenin 0,44 yıl, medyanın ise 0,35 yıl olduğu göze çarpmaktadır. Bir diğer dikkat çekici husus ise uzun vadeli tahvillerin fazla işlem görmediğidir. Yapılan

işlemlerin çok büyük bir kısmı 15 aya kadar vadeli kağıtlarda gerçekleşmektedir. Bu sebeple özel sektör tahvilleri için tahmin edilen getiri eğrisi kısa vadeli faizler için daha güvenilir bilgi sunmaktadır. Önümüzdeki yıllarda bu piyasada uzun vadeli sabit kuponlu tahvil ihraçlarının ve işlem hacminin artmasıyla özel sektör getiri eğrisi uzun vadeli faizler için de daha güvenilir bilgi sağlayacaktır.

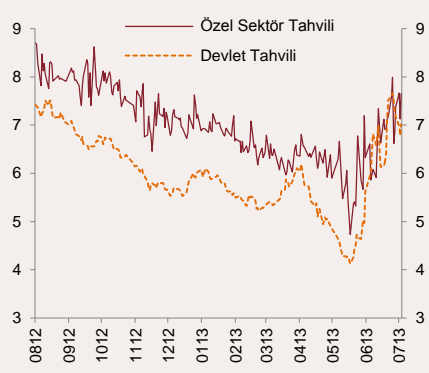
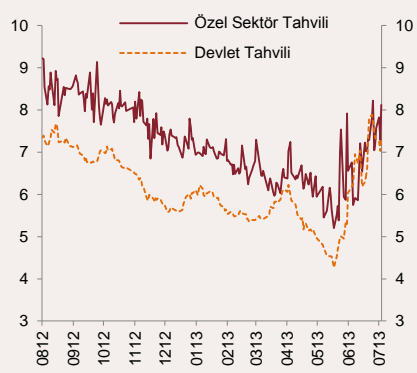
Özel Sektör Getiri Eğrisi Tahmin Sonuçları

Bu bölümde tahmin sonuçlarına yer verilmektedir. Bu kapsamda zaman serisi olarak 6 ve 9 ay vadelerdeki özel sektör ve devlet tahvil getirileri karşılaştırılmaktadır (Grafik 2 ve Grafik 3). Ele alınan piyasalardaki getirilerin benzer bir eğilim sergilediği gözlenmektedir. Ayrıca, özel sektör ve devlet tahvilleri arasındaki risk primini yansıtan bir fark olduğu ve söz konusu farkın son dönemde önemli ölçüde azaldığı görülmektedir. İki piyasada oluşan getiriler arasındaki farkı belirleyen faktörlerin tesbiti mevcut tahmin koşulları altında sağlıklı sonuç vermeyecektir.

Grafik 1. Veri Setindeki Tahvillerin Vadeye Göre Dağılımı

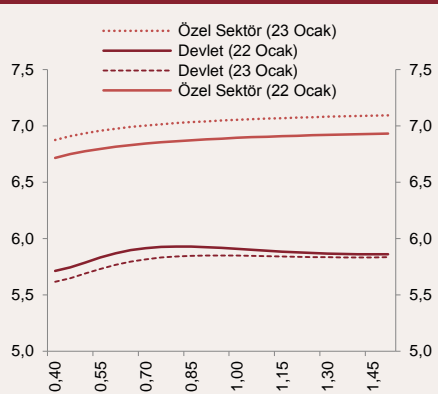
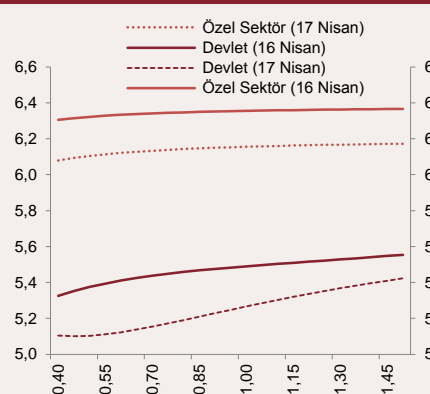


Kaynak: BIST, Yazarların Hesaplaması.

Grafik 2. 6 Ay Vadedeki Tahvil Getirileri
(10 günlük HO, Yüzde)**Grafik 3. 9 Ay Vadedeki Tahvil Getirileri**
(10 günlük HO, Yüzde)

Para Politikası Şoklarına Karşı Vaka Analizleri

Bu bölümde para politikası kaynaklı şokların özel sektör ve devlet tahvil getirileri üzerine etkisi incelenmektedir. Bu doğrultuda, 22 Ocak ve 16 Nisan tarihlerinde yapılmış olan ve piyasa beklentilerinden farklılaşan iki PPK kararı incelenmektedir. 22 Ocak'ta PPK piyasa beklentilerinden farklı olarak faiz koridorunun hem üst hem de alt bandını düşürmüştür. Bu dönemde ayrıca hem zorunlu karşılık oranları hem de altın ROK'larda artışa gidilmiştir. Kararın ardından devlet tahvilleri özellikle kısa vadelerde koridorun hem alt hem de üst bandındaki indirimin etkisiyle düşüş gösterirken özel sektör tahvilleri devlet tahvillerinden ayrışarak artış göstermiştir (Grafik 4). Böyle bir farklılaşmaya yol açan en önemli faktörün zorunlu karşılık ve ROK'larda yapılan artış olduğu düşünülmektedir. Söz konusu makro ihtiyati önlemler finansal firmaların kârlılığını etkilemektedir.

Grafik 4. Ocak PPK Kararı Sonrası Tepkiler
(Yüzde)**Grafik 5. Nisan PPK Kararı Sonrası Tepkiler**
(Yüzde)

Sürpriz olarak algılanabilecek bir diğer para politikası kararı ise Nisan ayında gerçekleşmiştir. Bu toplantıda ROK'lar beklentilere paralel olarak artırılırken, faiz oranları beklentilerin ötesinde düşürülmüştür. Bu dönemde faiz oranlarındaki düşüşün beklentilerin üzerinde olmasının etkisiyle devlet tahvilleri düşüş göstermiştir. Özel sektör getirileri de bu dönemde ROK'larda artış olmasına rağmen düşüş göstermiştir (Grafik 5). Bu durumda piyasanın ROK'lardaki artışı karar öncesinde fiyatlamasının etkili olduğu düşünülmektedir.

Sonuç

Özel sektör tahvilleri hem finansal hem de reel sektör firmaları için borçlanma alternatiflerini genişletmektedir. Son dönemde Türkiye'deki özel sektör tahvil piyasası da özellikle bankacılık sektöründeki ihraçların etkisiyle artış göstermiştir.

Bu çalışmada Türkiye'deki özel sektör tahvilleri için Nelson Siegel yöntemi kullanılarak getiri eğrisi tahmin edilmiştir. Sonuçlar, Nelson Siegel yönteminin oldukça başarılı olduğunu göstermektedir. Ayrıca çalışmada sürpriz para politikası kararlarının özel sektör tahvil getirileri üzerine etkileri örneklendirilerek anlatılmaktadır.

Türkiye'deki özel sektör tahvillerinin görece olarak kısa vadeli olması ve farklı risk primlerine sahip tahvillerin aynı veri setine dahil edilmesi tahminlerin etkinliğini azaltmaktadır. Ancak hem söz konusu tahvillerin vadesinin uzaması hem de likiditesinin artmasıyla önümüzdeki dönemde uzun vadeli getiriler daha sağlıklı biçimde elde edilebilecektir. Ayrıca, farklı risk primlerine sahip tahviller gruplara ayrıştırılarak her risk grubu için farklı getiri eğrisi tahmin edilebilecektir.

Kaynakça

- Akinci, Ö., Gürcihan,B., Gürkaynak, R. and Özel,Ö. (2006), "Devlet İç Borçlanma Senetleri için Getiri Eğrisi Tahmini," TCMB Çalışma Tebliği No: 06/08.
- Gürkaynak, R., Sack,B. and Swanson,E. (2006), "The U.S. Treasury Yield Curve: 1961 to the Present," FEDS 2006-28, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Kanlı, B., Küçüksaraç,D. ve Özel,Ö. (2013), "Yield Curve Estimation for Corporate Bonds in Turkey" TCMB Çalışma Tebliği No:13/26.