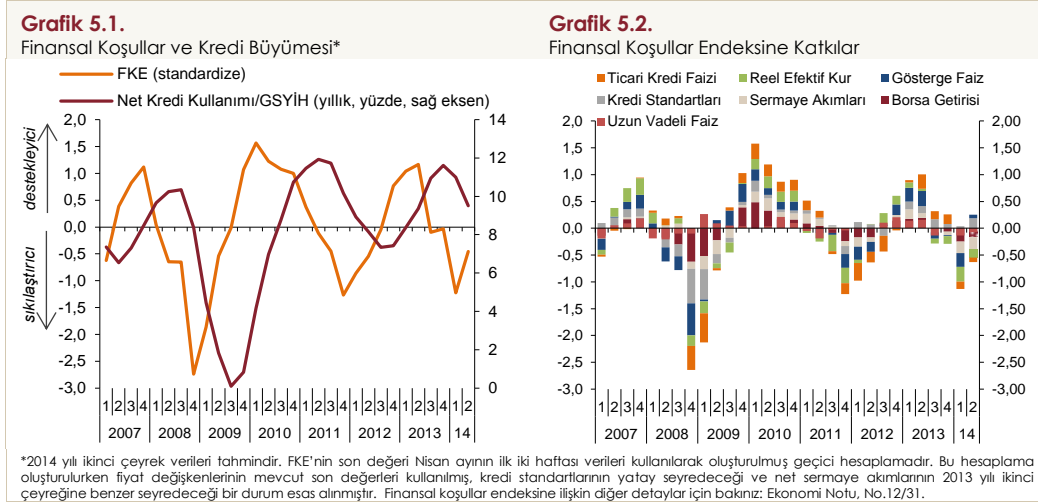


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

Yılın ikinci çeyreğinde gelişmiş ülkeler merkez bankalarının küresel likiditeyi destekleyici kararları ve nicel genişlemenin bir süre daha devam edeceği beklentisi küresel belirsizliklerin azalmasına yol açmış ve risk primi, tahvil-bono, hisse senedi ve döviz piyasalarında oynaklık belirgin olarak düşüş göstermiştir. Küresel finansal piyasalardaki söz konusu gelişmeler gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarını da olumlu etkilemiş ve yılın ikinci çeyreğinde sermaye akımlarının güçlenmesine neden olmuştur. Bu dönemde Türkiye'nin finansal göstergeleri diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir seyir izlemiştir. Küresel faktörlere ek olarak, TCMB'nin sıkı para politikası duruşu, cari açığa belirgin bir iyileşmeye işaret eden makro veriler ve makro-ihiyati önlemlerin dengelenme sürecine olumlu katkısı da Türkiye'nin finansal göstergelerini olumlu yönde etkilemiştir. Sermaye akımları dalgalı bir eğilim gösterse de bir önceki çeyreğe kıyasla belirgin bir iyileşme sergilemiş ve ikinci çeyrek genelinde net giriş gerçekleşmiştir. Olumlu seyreden risk primi ve sıkı para politikası duruşu bu dönemde gerçekleşen jeopolitik risklerin Türk lirası üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamıştır. Piyasa faizleri tüm vadelerde düşüş göstermiştir.

Çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi yılın ikinci çeyreğinde Nisan Enflasyon Raporu'nda verilen tahmin doğrultusunda gerçekleşmiştir. Böylelikle, 2014 yılının ilk çeyreğindeki ciddi sıkışmanın ardından son dönemde finansal koşullardaki sıkışma hafiflemiştir (Grafik 5.1). Sermaye akımlarında ve hisse senedi piyasasındaki toparlanma, kredi standartlarının normalleşmesi ve faizlerdeki düşüş finansal koşullara pozitif yönde etki etmektedir.



5.1. Finansal Piyasalar

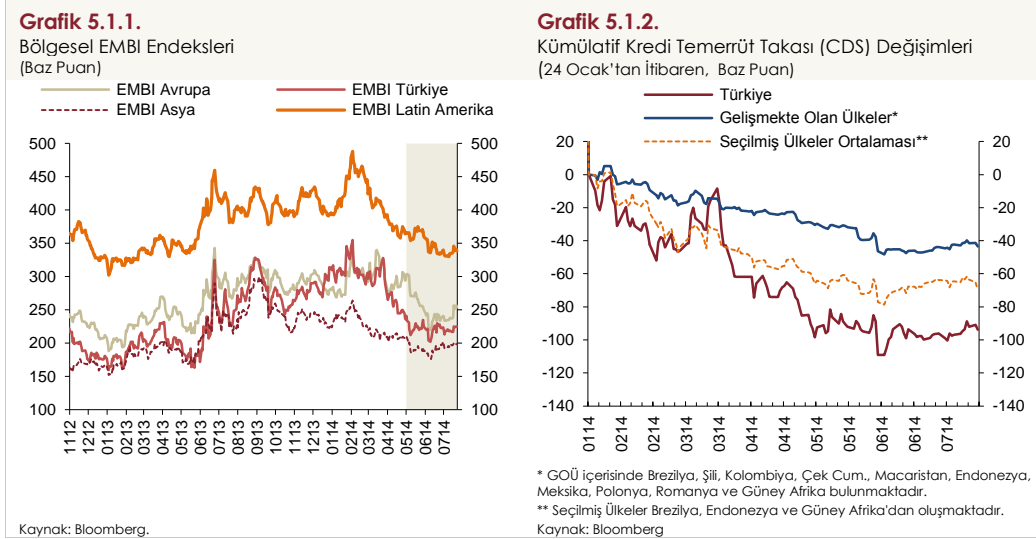
Küresel Risk Algılamaları

2014 yılı ikinci çeyreğinde küresel para politikalarında normalleşme devam etmiş, Fed varlık alım miktarındaki azaltmayı sürdürmüştür. Bu dönemde küresel iktisadi faaliyet gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak toparlanmayı sürdürürken, gelişmekte olan ülkelerde nispeten zayıf seyrini sürdürmektedir. Gelişmiş ülkelerde görülen toparlanmanın, gelişmekte olan ülkeleri ihracat kanalıyla olumlu etkilemesi

beklenirken, küresel para politikalarında gözlenebilecek beklenenden hızlı normalleşme küresel finansal koşulların sıkılaştırılmasına sebep olma potansiyeline sahiptir.

Son dönemde ABD ekonomisinde ilk çeyrek büyüme rakamının beklenenden düşük gelmesi ve sonrasında yapılan yüksek oranlı revizyon para politikası faizindeki artırımın bir miktar daha ertelenebileceği ve küresel piyasalarda kriz sonrası yaşanan finansal genişlemenin bir süre daha devam edeceğine dair bir algı oluşturmuştur. Bu dönemde bir diğer önemli gelişme de, Euro Bölgesi'nde iktisadi faaliyetlerdeki tedrici toparlanmaya rağmen, deflasyonist riskler sebebiyle Haziran ayı itibarıyla ECB'nin bankaların kendisinde tuttıkları mevduata negatif faiz uygulamaya başlaması olmuştur. Ayrıca ECB politika faizinde 10 baz puanlık indirmeye gitmiş ve reel sektörü destekleyici yeni bir ref finansman paketini hayata geçirmiştir.

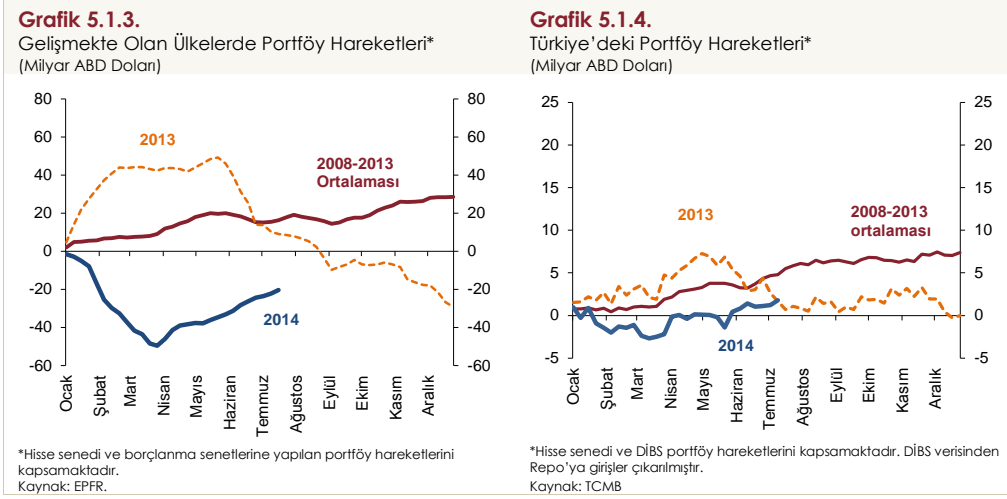
Yılın ikinci çeyreğinde, Fed ve ECB'den gelen sinyaller gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılarını olumlu yönde etkilemiş, böylece gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde düşüşler gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Küresel belirsizliklerinin azalmaya başladığı Ocak ayından bu yana gelişmekte olan ülkelerin Kredi Temerrüt Takası (CDS) primlerinde gerçekleşen düşüşler, bu çeyreğin başında da devam etmiştir. Ancak son dönemde Irak'ta yaşanan gelişmelerle birlikte petrol arzına ilişkin oluşan endişeler gelişmekte olan ülkelere dair risk algılarının bir miktar bozulmasına sebep olmuştur. Dikkat çeken bir gelişme olarak Türkiye'nin ülke risk primi, bu süreçte yaşanan jeopolitik gelişmeler sebebiyle bir miktar bozulma göstermişse de diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyretmiştir (Grafik 5.1.2). Bu durumda ikinci çeyrekte açıklanan olumlu büyüme ve cari açık rakamlarının yanında, TCMB'nin sıkı para politikası durumu ve Türkiye'ye özgü belirsizliklerdeki azalmanın etkili olduğu düşünülmektedir.



Portföy Hareketleri

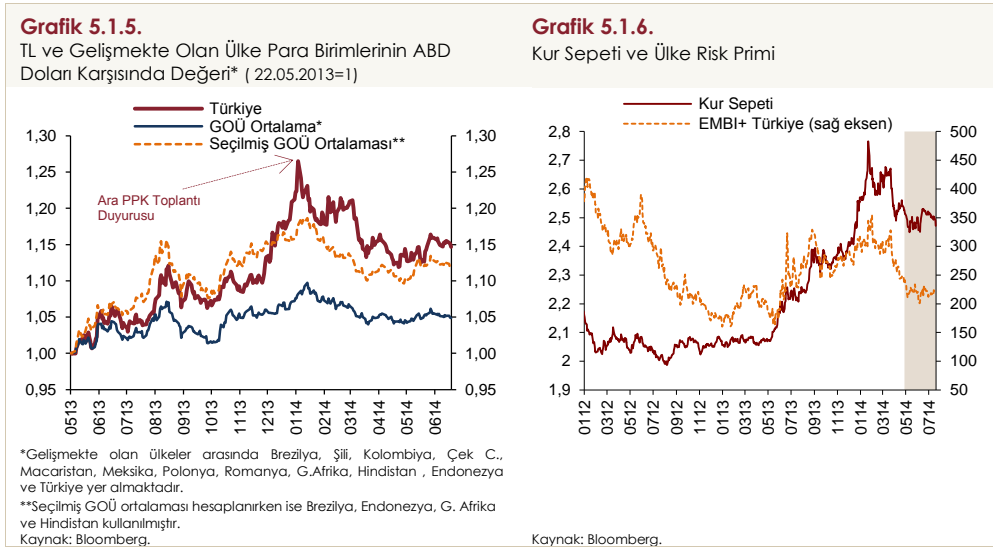
Gelişmiş ülke merkez bankalarından gelen küresel likiditeyi destekleyici kararlar ve gelişmiş ülke getirilerinin önümüzdeki dönemde de düşük düzeylerde seyretmeye devam edeceği beklentisi Nisan Enflasyon Raporu'ndan bu yana gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının olumlu seyretmesine sebep olmuştur. Ayrıca, 2014 yılı ikinci çeyreğinde düşüş gösteren gelişmekte olan ülkelerin risk primleri ve artan küresel risk iştahının etkisiyle gelişmekte olan ülke varlıklarına talep artmıştır. Dolayısıyla 2014 yılı ilk çeyreğinde gözlenen sermaye çıkışları, bu çeyrekte tersine dönmüştür. (Grafik 5.1.3). Bu dönemde

Türkiye'ye sermaye akımları dalgali bir seyir izlese de, çeyrek başından itibaren kümülatif olarak net portföy akımları pozitif olmuş ve birinci çeyrekteki çıkışı telafi etmiştir.(Grafik 5.1.4). Bu durumda Türkiye'nin azalan risk priminin yanı sıra olumlu gelen büyüme ve cari açık verilerinin etkili olduğu düşünülmektedir.

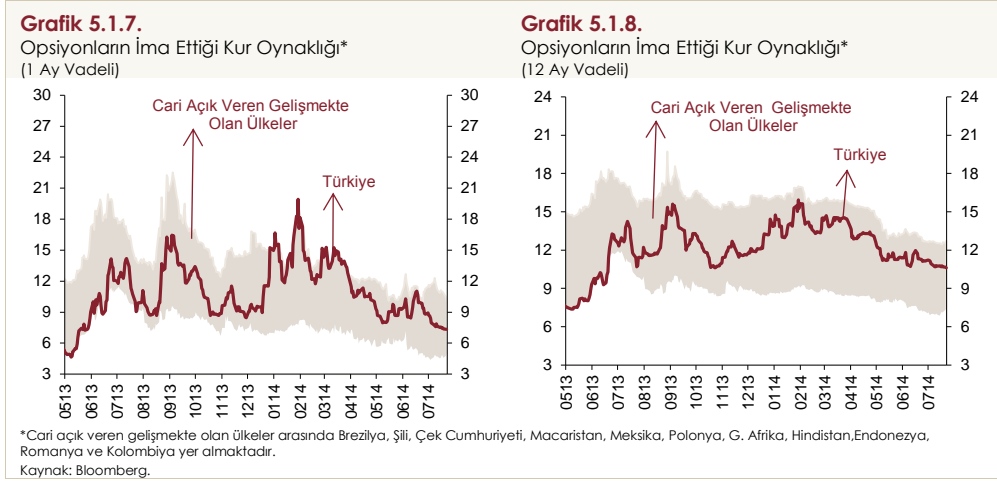


Döviz Kurları

2014 yılı Nisan Enflasyon Raporu döneminden bu yana yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD doları karşısında önce artan küresel risk iştahıyla beraber değer kazanmış, ancak Haziran ayının ikinci haftası itibarıyla artan jeopolitik riskler sebebiyle bir miktar değer kaybetmişlerdir(Grafik 5.1.5). Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel bir hareket göstermekle beraber, jeopolitik risklerin yaşandığı bölgeye yakınlığı ve Irak'ın Türkiye'nin önemli ticaret ortaklarından biri olması sebebiyle bu gelişmelere daha fazla tepki vermiştir. Bu dönemde, kur sepeti ve risk primi arasındaki güçlü ilişki devam etmiştir. Irak'taki karışıklıkların tırmandığı tarih olan 10 Haziran 2014 öncesinde 2,45 seviyelerinde seyreden kur sepeti, 2,53 seviyesine kadar çıkmış ancak çeyreğin geri kalanında kayıplarının bir kısmını telafi ederek 22 Temmuz 2014 itibarıyla 2,47 seviyelerine geri dönmüştür (Grafik 5.1.6).



2014 yılı ikinci çeyrek gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarına da yansımış ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen oynaklıklarında düşüşler gözlenmiştir. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere paralel hareket ederek hem bir hem de on iki ay vadede düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.7- Grafik 5.1.8). Son dönemde, bir ay vadede ima edilen kur oynaklığının on iki aya göre daha fazla düşmesi dikkat çekmektedir. Bu durumda Türkiye'deki kısa dönemli belirsizliklerin azalmasının etkili olduğu düşünülmektedir.



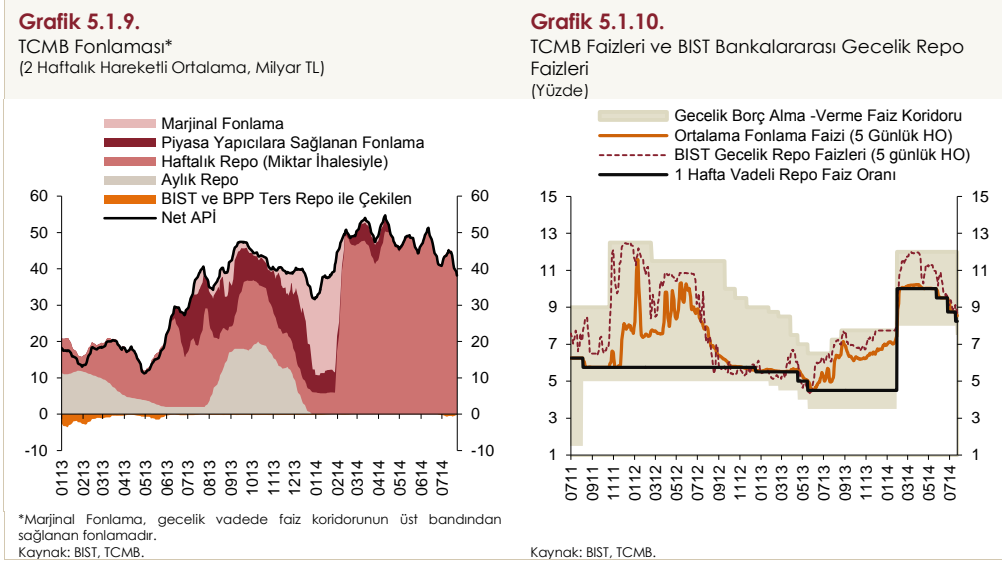
Para Politikası Uygulamaları

2014 yılının ikinci çeyreğinde Fed'in varlık alımına dair belirsizliklerin yakın dönemde büyük ölçüde azalmış olması ve küresel büyümedeki toparlanma ile birlikte küresel finansal piyasalarda risk algılamalarında düzelmeler yaşanmıştır. Ayrıca, Fed Haziran ayı açıklamasında düşük faiz politikasının orta vadede sürdürüleceğini belirtmiştir. Buna ek olarak Fed üyelerinin uzun vadeli faiz beklentileri yüzde 4'ten yüzde 3.75'e düşmüştür. Aynı dönemde, ECB borçlanma faiz oranını negatife düşürmüştü ve Eylül ayından itibaren başlayacağı yeni bir nicel genişleme programını duyurmuştur. Bu gelişmeler küresel likidite koşullarında genişlemeye yol açmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları bir miktar toparlanma göstermiştir. Azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşme sonucunda tüm vadelerde piyasa faizlerinde düşüşler gözlenmiştir. Öte yandan sıkı para politikasının ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyümesi hızları makul düzeylerde seyretmektedir. Bu gelişmelerle uyumlu olarak yurt içi özel kesim nihai talebi ılımlı bir eğilim sergilemektedir. Talep bileşenlerinin mevcut görünümü altında 2014 yılında toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağı öngörülmektedir. Ayrıca geçtiğimiz yılın ortalarından itibaren gerçekleşen birikimli döviz kuru gelişmelerinin yıllık enflasyon üzerindeki olumsuz yansımaları kademeli olarak azalacaktır. Döviz kurunun son aylarda istikrar kazanmasının enflasyon görünümünü olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.

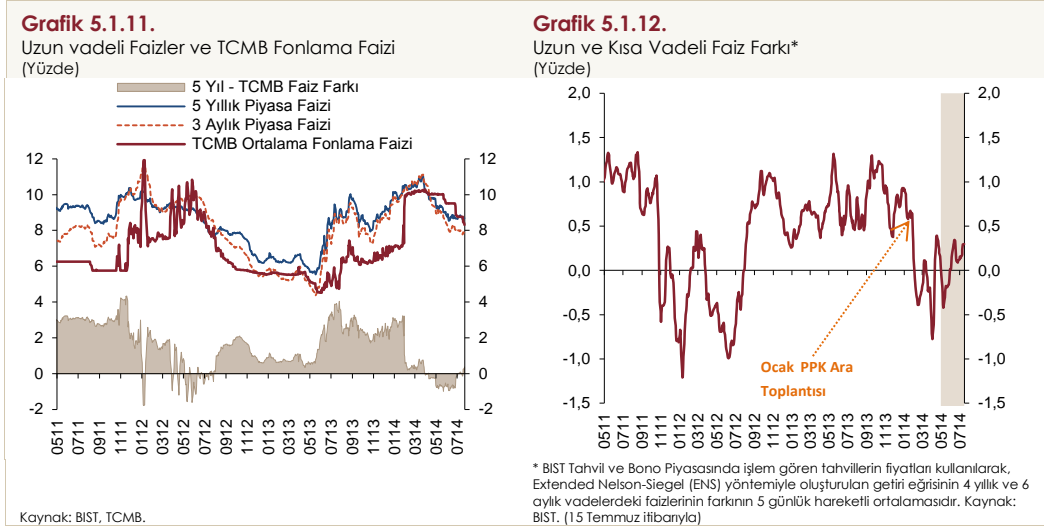
2014 yılının ilk çeyreğinde risk algılamalarını olumsuz etkileyen iç ve dış gelişmeler neticesinde Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk primlerinde kayda değer bir artış görülmüştü. TCMB, bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımalarının sınırlanması için 28 Ocak tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermişti. TCMB, Ocak ayındaki güçlü ve önden yüklemeli faiz artırımına gerekçe olan gelişmelerdeki iyileşmeleri göz önünde bulundurarak 2014 yılının ikinci çeyreğinde ölçülü faiz indirimleri yapmıştır. İlk olarak Nisan ayında, geç likidite penceresi

borç verme faiz oranını yüzde 15'ten yüzde 13,5'e indirilmiştir. Sonrasında, Mayıs ve Haziran aylarında küresel likidite koşullarındaki iyileşmeler, azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşmeler nedeniyle bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını sırasıyla 50 ve 75'er baz puan düşürmüştür. Bu kararlar sonrasında miktar ihaleleriyle yapılan fonlamanın faizi yüzde 8,75'e düşmüştür. TCMB son olarak Temmuz ayında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 8,25'e, gecelik borçlanma faizini ise yüzde 8'den yüzde 7,5'e indirmiştir.

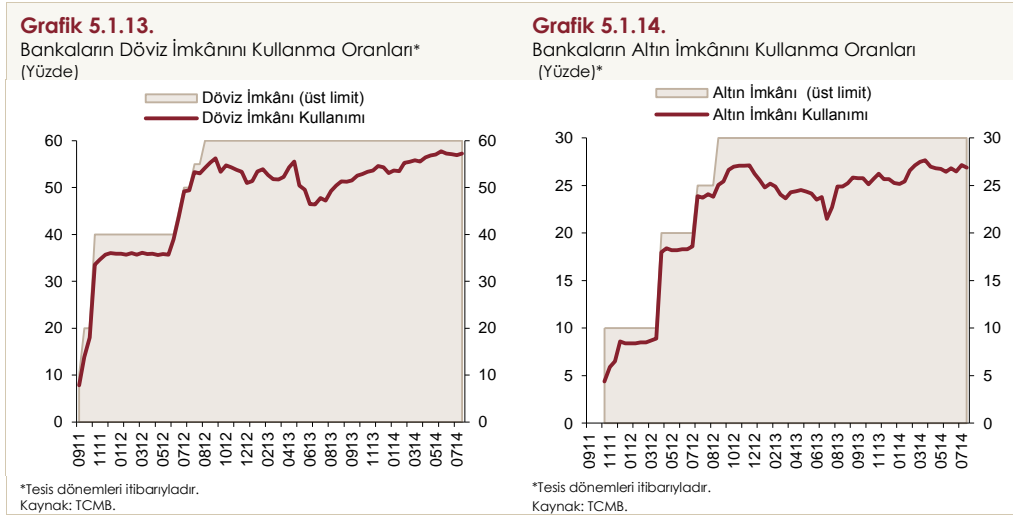
Nisan Enflasyon Raporu döneminden bu yana, Ocak ayındaki PPK ara toplantısında alınan para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirme kararı kapsamında başlanan TCMB fonlamanın temelde bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılması uygulanmasına devam edilmiştir (Grafik 5.1.9). TCMB fonlamanın çoğunlukla bir hafta vadeli repo ihaleleriyle sağlanması, TCMB ortalama fonlama faizinin haftalık fonlama faizi seviyelerine yakın oluşmasına yol açmıştır. Bu sebeple, Nisan ayından itibaren iç ve dış belirsizliklerin azalmasına bağlı olarak yapılan ölçülü faiz indirimleri ortalama fonlama faizine de yansımıştır. Aynı çerçevede alınan likidite önlemleriyle BIST gecelik repo faizlerinin sınırlı miktarda düşmesi sağlanmıştır. Son dönem itibarıyla BIST gecelik repo faizleri de bir hafta vadeli repo ihale faizine yakın seviyelerde oluşmaktadır (Grafik 5.1.10).



TCMB, son dönemde ölçülü faiz indirimlerine gitmiş olmakla beraber getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. 2014 yılının ikinci çeyreğinde uzun vadeli faizlerdeki hızlı düşüş sebebiyle 5 yıllık piyasa faizleriyle TCMB ortalama fonlama faizi arasındaki fark bu dönem boyunca sıfırın altında seyretmiştir (Grafik 5.1.11). Ayrıca getiri eğrisinden elde edilmiş 4 yıl vadeli piyasa faiziyle 6 aylık faiz arasındaki fark da sıfıra yakın seviyelerde oluşmuştur (Grafik 5.1.12). Bu göstergelerin pozitif olan tarihi ortalama değerlerine uzaklığı para politikasındaki sıkı duruşa işaret etmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları yakından izleyecek ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar getiri eğrisini yataya yakın tutmak suretiyle para politikasındaki sıkı duruşunu sürdürecektir.

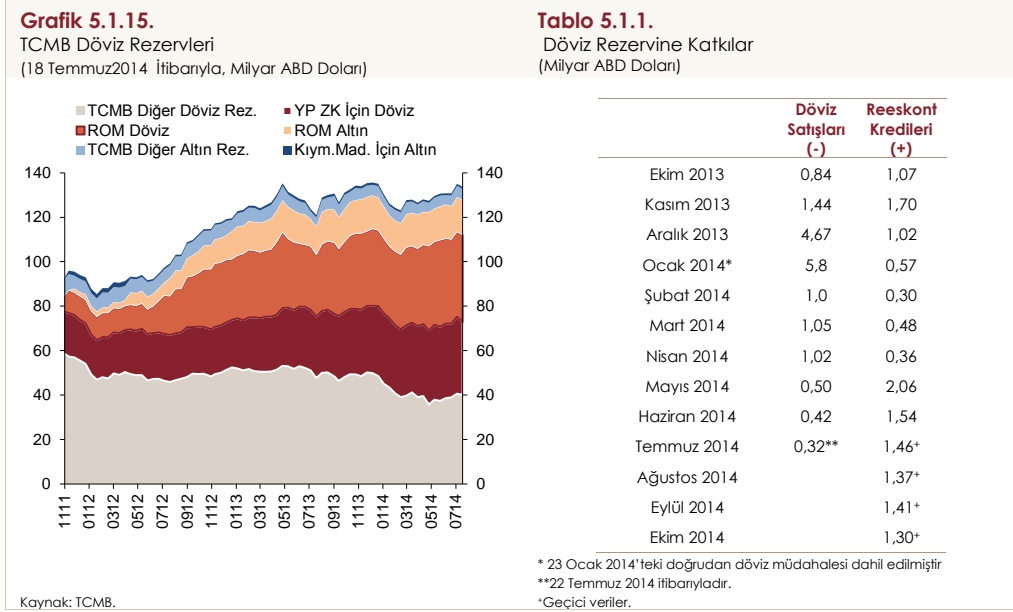


2014 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki çeyrekte olduğu gibi Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyirini koruması sebebiyle Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'ni kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların hem altın hem de döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.13 ve Grafik 5.1.14). Bankaların imkândan faydalanma oranı 18 Temmuz 2014 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 96 (57,3/60), altın imkânı içinse yüzde 90 (26,9/30) olarak gerçekleşmiştir.



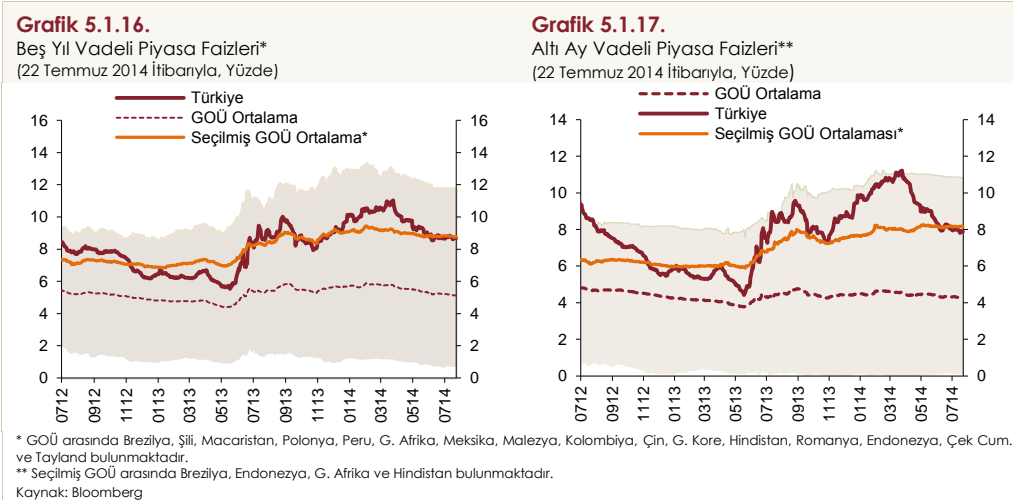
Nisan Enflasyon Raporu dönemine göre, TCMB rezervlerinin kısmi bir artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.15). Bu dönemde, bankaların döviz ve altın rezerv opsiyonu kapsamında tesis ettikleri rezervler ile yabancı para zorunlu karşılık kapsamında tutulan rezervler kayda değer bir değişiklik göstermemiştir. TCMB, Mayıs ayından itibaren cari işlemler açığında görülen iyileşme eğilimi dikkate alarak günlük döviz satım ihale tutarında aşağı yönlü güncellemeler yapmıştır. 9 Mayıs 2014 tarihinden itibaren döviz satım ihale tutarı "en az 20 milyon ABD doları" olarak belirlenmiştir. Bu sebeple Mayıs ve Haziran aylarında döviz satım ihalelerinden kaynaklanan rezervlerdeki düşüş önemli ölçüde azalmıştır. Öte yandan, aynı dönemde ihracat reeskont kredileri geri ödemelerinde görülen artış da TCMB net

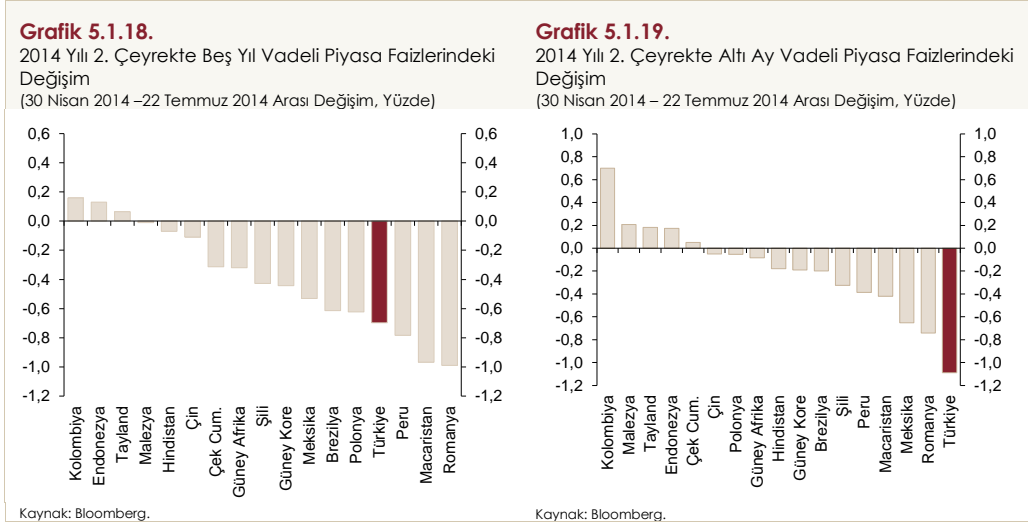
rezervlerindeki artışa katkı sağlamıştır (Tablo 5.1.1). Önümüzdeki dönemde de ihracat reeskont kredilerinin TCMB rezervlerini artırıcı yönde etkilemesi beklenmektedir.



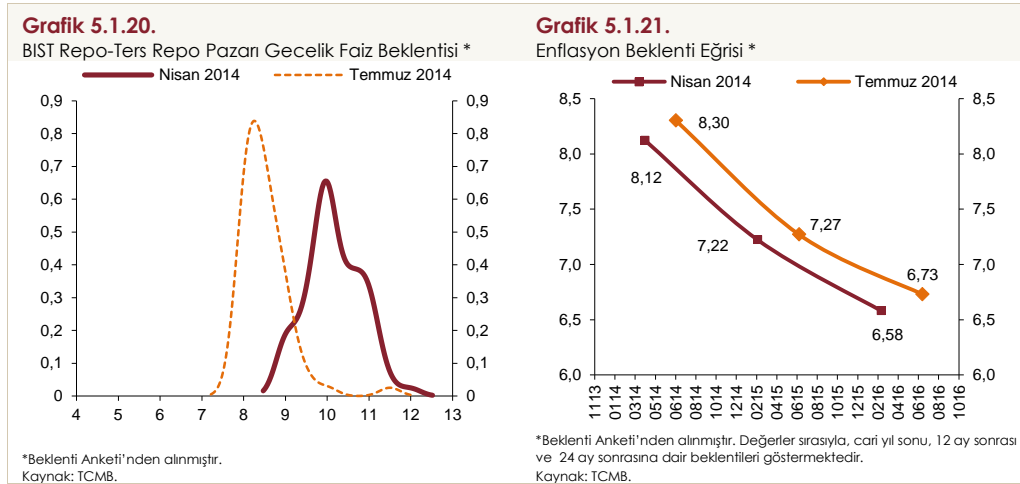
Piyasa Faizleri

2014 yılı ikinci çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarından gelen kararlar neticesinde, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde gözlenen düşüşler ve sermaye akımlarında gözlenen toparlanmanın etkisiyle gelişmekte olan ülke piyasa faizleri ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.16 ve Grafik 5.1.17). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri, Türkiye'ye özgü risklerin azalması sonucunda tüm vadelerde düşüş göstermiştir. Ancak son dönemde Irak'ta yaşanan siyasi gelişmeler neticesinde artan risk primleriyle beraber, bu düşüşlerin bir kısmı geri alınmıştır. Ülke bazında bakıldığında ise Türkiye, beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinde bir önceki Enflasyon Rapor dönemine göre en fazla düşüş gösteren ülkeler arasında yer almaktadır (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19).

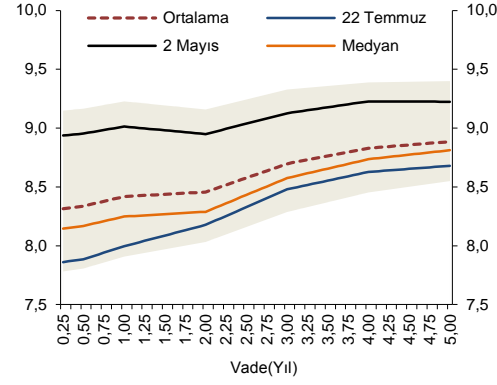




Bir önceki çeyrekte uygulanan sıkı para politikası ile oluşan yüksek BIST gecelik repo faizi beklentilerinde bu çeyrekte alınan ölçülü faiz indirim kararları doğrultusunda düşüşler gözlenmiştir. Buna bağlı olarak BIST Repo-Ters Repo pazarı gecelik faiz beklentisi dağılımı Nisan ayına göre sola kaymıştır. (Grafik 5.1.20). Piyasa faizleri üzerinde etkili olabilecek bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Nisan ayına kıyasla bir miktar artış gözlenmektedir (Grafik 5.1.21).



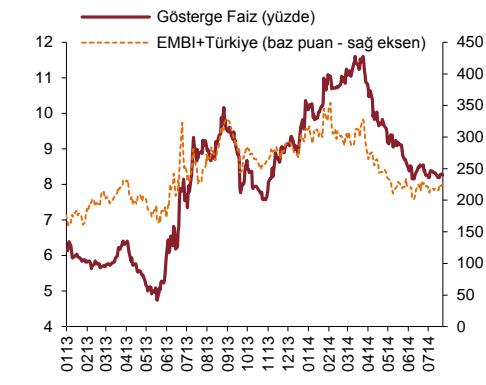
2014 yılı ikinci çeyreğinde yurt dışı piyasalardan gelen olumlu gelişmelerin etkisiyle bütün vadelerde piyasa faizleri bir önceki çeyreğe göre düşüş göstermiştir. Nisan sonu itibarıyla yatay bir hale gelmiş olan getirî eğrisi, son aylarındaki faiz indirimlerinin ardından kısa vadede ilave bir düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.22). Gösterge faiz ise, ikinci çeyrek boyunca genel olarak Türkiye'nin risk primine paralel bir hareket göstermiştir. Ayrıca, bu çeyrekteki PPK toplantılarında bir hafta vadeli repo ihale faizinde indirimde gidilmesinin de gösterge faizdeki düşüşte etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.23).

Grafik 5.1.22.2 Mayıs – 22 Temmuz Arası Getiri Eğrisi*
(Yüzde)

* Taralı alan her vade için ilgili tarihlerde gerçekleşen en yüksek ve en düşük getiri değer aralığını göstermektedir.
Kaynak: BİST, TCMB.

Grafik 5.1.23.

Gösterge Faiz ve EMBI+ Türkiye

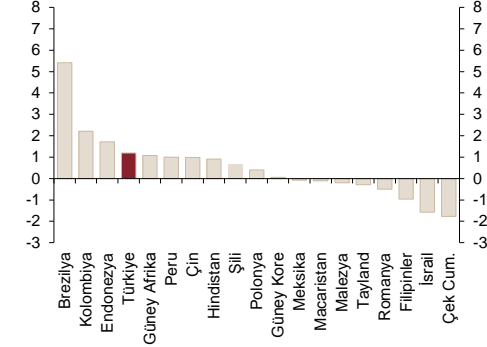


Kaynak: BİST, Bloomberg.

Bir önceki çeyreğin başında yükselen reel faizler, Mart ayının ortalarından itibaren azalmaya başlamış ve ikinci çeyrek boyunca da azalmaya devam etmiştir. İki yıl vadeli enflasyon beklentilerinde kayda değer bir değişim gözlenmemekle birlikte, nominal faiz oranlarında yaşanan önemli miktardaki düşüşler iki yıl vadeli reel faizlerin bu çeyrekteki hareketinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.1.24). Diğer gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırıldığında da Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi son dönemdeki düşüşle birlikte ülke sıralamasında bir miktar gerilemiştir. (Grafik 5.1.25).

Grafik 5.1.24.Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi*
(Yüzde)

* Getiri eğrisinden hesaplanan 2 yıllık iskonto lu tahvil getirilerinden TCMB Beklentisi Anketi'nden alınan önümüzdeki 2 yıla ait TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: BİST, TCMB. (15 Temmuz itibarıyla)

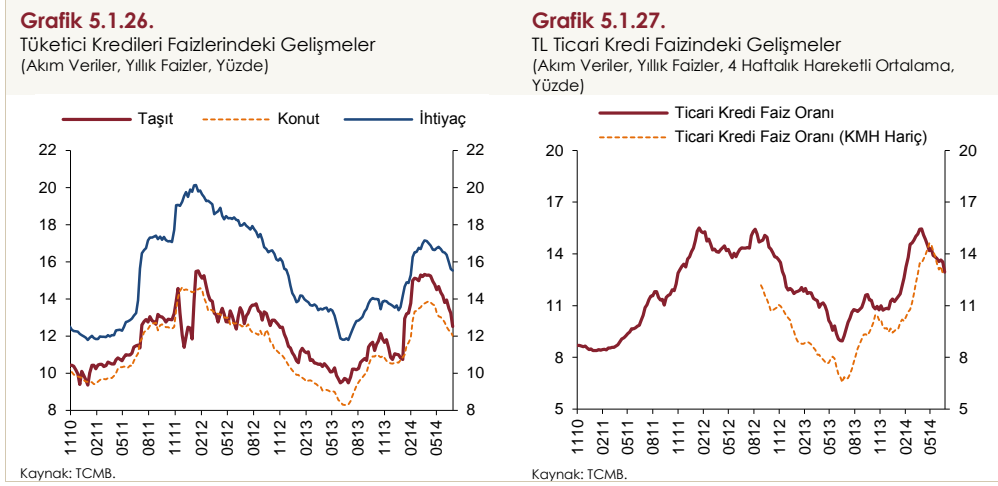
Grafik 5.1.25.İki Yıllık Reel Faizler**
(15 Temmuz 2014 Tarihi İtibarıyla)

**Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvil getirilerinden Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen gelecek 2 yıla ait enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

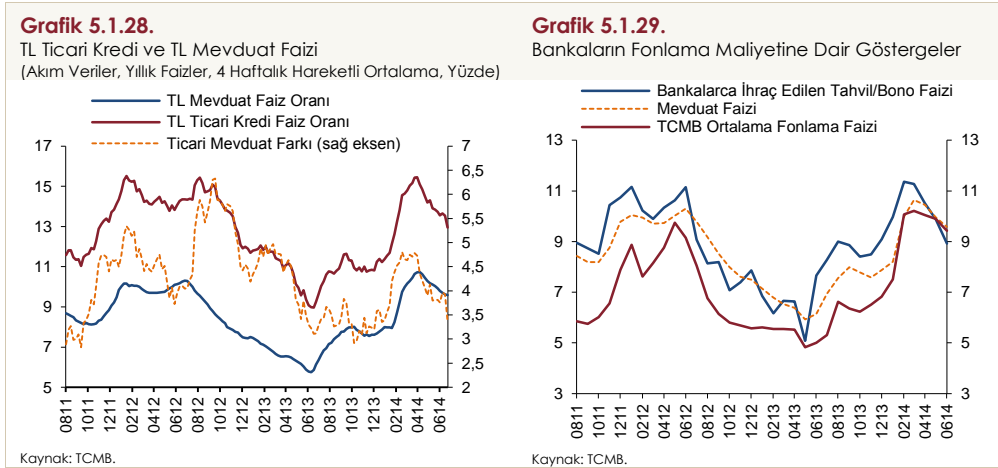
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2014 yılı başında önemli ölçüde artış gösteren finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları yılın devam eden kısmında gerek yurt içi gerekse yurt dışı finansman koşullarının daha az sıkı hale gelmesi ile birlikte kademeli olarak azalış göstermiştir. Tüketici kredileri faiz oranlarında en fazla düşüş taşıt kredilerinde olurken konut kredileri faiz oranında bir önceki çeyreğe göre 150 baz puanlık bir düşüş gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.26). Önemli ölçüde kısa vadeli kullanılan ticari kredi faiz oranlarındaki düşüş tüketici kredileri faiz oranlarına göre daha belirgin şekilde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.27). Yılın ikinci çeyreğine yönelik Kredi Eğilim Anketi sonuçlarında faiz dışında alınan ücret ve komisyonlara ilişkin

koşulların sıkılaştırıldığı görülmüştür, ticari kredi faiz oranlarındaki düşüşün firmalara tam olarak yansımadağını ima etmektedir.



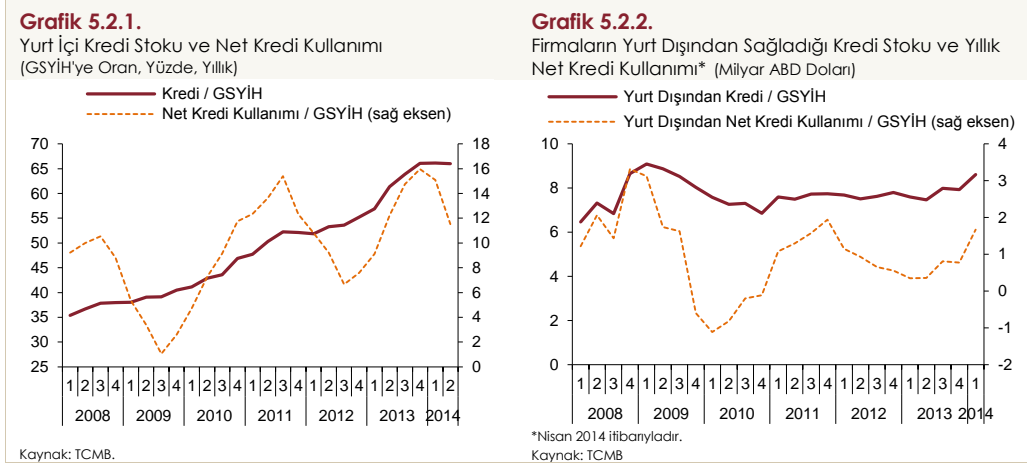
TCMB'nin bir hafta vadeli repo faiz oranını Mayıs ve Haziran aylarında toplam 125 baz puan indirmesiyle birlikte TL cinsi mevduat faiz oranı yılın ikinci yarısında düşmüştür. Aynı dönemde ticari kredi faiz oranlarının da azalması ile birlikte ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark düşüş göstererek uzun dönem ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 5.1.28). Yılın ikinci çeyreğinde Avrupa Merkez Bankası'nın negatif faiz uygulamaya başlaması ile Fed sıkılaştırma politikalarının, son gelen ABD verileriyle yumuşatılabileceği sinyali nedeniyle diğer GOÜ'lerle beraber Türkiye'ye gelen fon miktarında artış görülmüş ve bu durum bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizlerine yansımıştır. Yılın ikinci çeyreğinde bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizleri, mevduat faizlerinde görülen miktarın da üzerinde bir azalış gerçekleştirmiştir (Grafik 5.1.29).



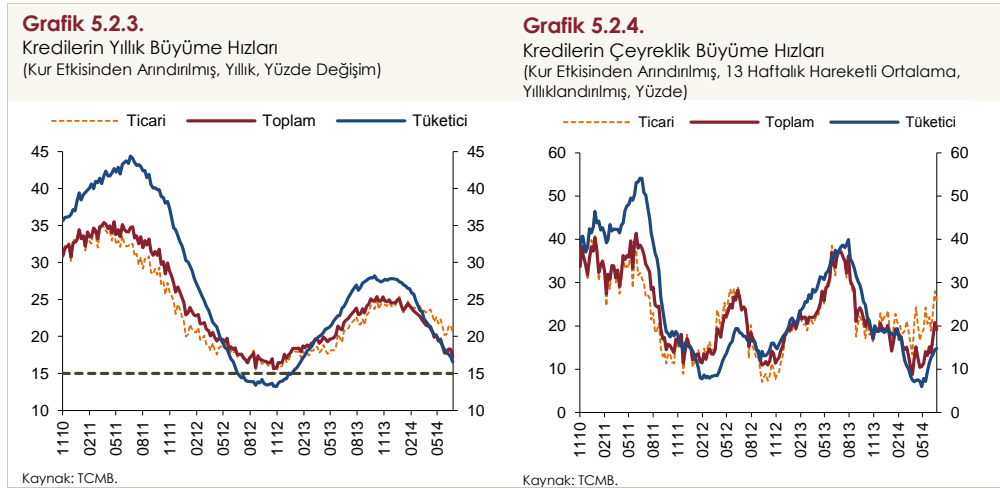
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredinin GSYİH'ye oranı, kredi büyüklüğünün artış hızındaki yavaşlamayı yansıtacak şekilde 2014 yılının ikinci çeyreğinde düşüş eğilimini sürdürmüş ve yüzde 12 seviyesinin altına inmiştir (Grafik 5.2.1). Önümüzdeki çeyrekte, düşen kredi faiz oranları ile beraber

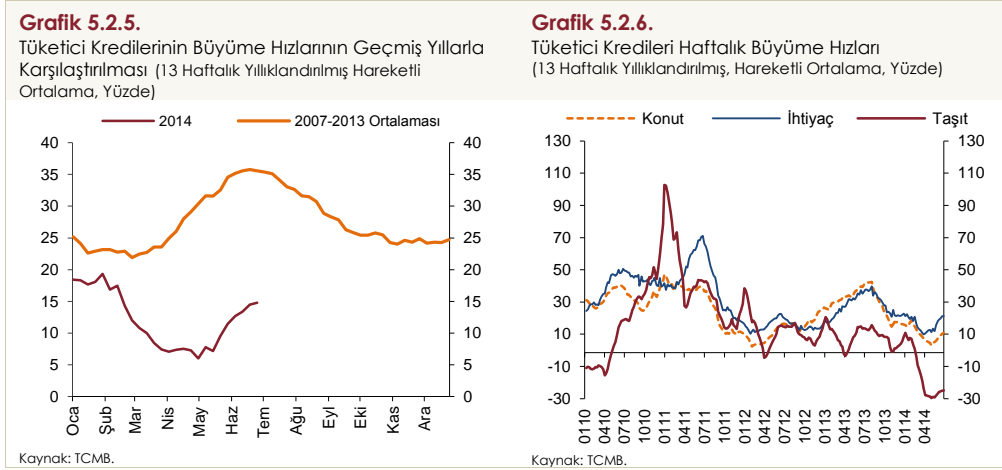
finansal koşulların daha destekleyici konuma gelmesiyle net kredinin GSYİH'ye oranındaki düşüş hızının yavaşlayacağı değerlendirilmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredi kullanımının ise bu dönemde görece yatay seyretmesi firmaların yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşamadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2).



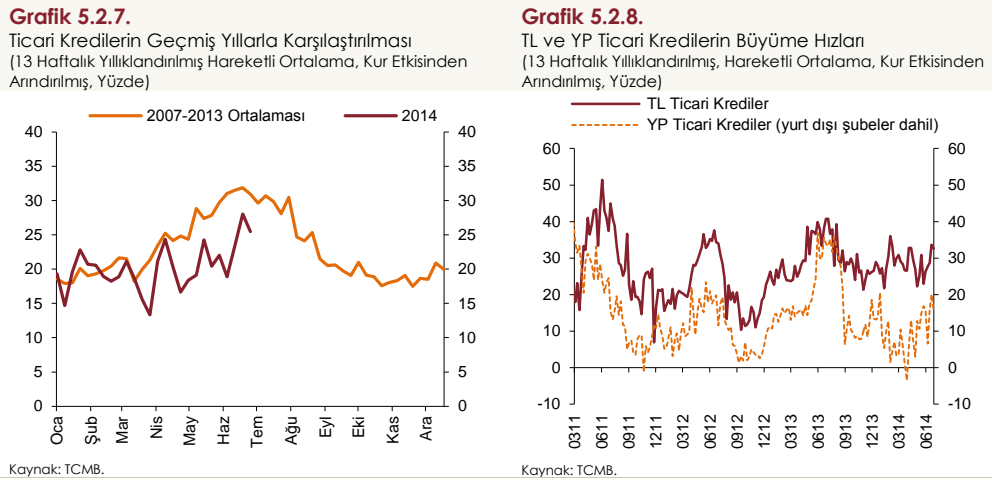
2014 yılı başında düşme eğilimi gösteren finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme hızları, yılın ikinci çeyreğinde bu hareketini devam ettirmiştir. Tüketici kredilerinde ticari kredilere göre daha kuvvetli görülen bu hareket TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve BDDK'nın sene başında yürürlüğe koyduğu uygulamaları yansıtmaktadır. Sene başında kredi talebi ve arzını olumsuz yönde etkileyen genel iktisadi görünüme dair algının iyileşmesi, tüketici güven endekslerinin bir önceki çeyreğe göre yükselmesi, kredi faiz oranlarının düşmesi ve mevsimsellik etkisiyle yıllıklandırılmış kredi büyüme oranları yükselmeye başlamıştır. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2014 yılı ikinci çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,3 (Grafik 5.2.3), ilk çeyrek ortalaması itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 19,1 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4). Kredi faiz oranlarında görülen azalış, bankaların yurt içi fonlama maliyetlerinde düşüş beklentisi ve yurt içi risklerin azalmasına bağlı olarak genel iktisadi görünüme dair algının düzelmesi kredi büyüme hızında görülen düşmenin önümüzdeki çeyrekte yavaşlayabileceğini ima etmektedir.



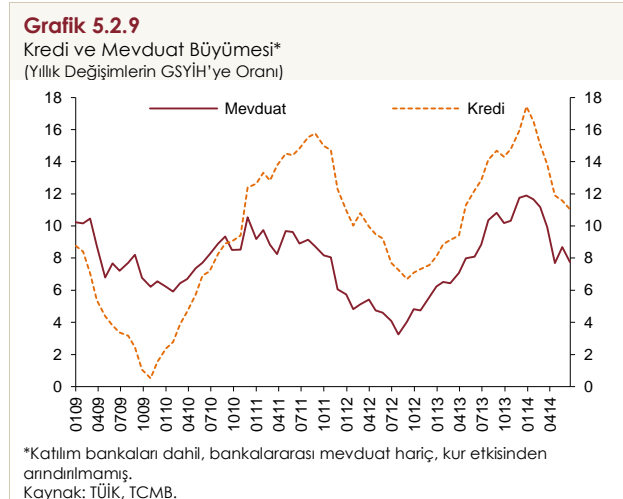
Yıl boyunca geçmiş yıllar ortalamasının altında seyreden tüketici kredileri büyüme hızı, Mayıs ayından başlayarak yükselmeye başlamıştır (Grafik 5.2.5). Tüketici kredi faizlerinin kademeli olarak düşmesinin ve mevsimselliğin bu durumda etkili olduğu değerlendirilmektedir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, faiz duyarlılığı yüksek olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızının Mayıs ayından itibaren arttığı görülmektedir. Kredi Eğilim Anketi'nde bir önceki çeyreğe göre talep miktarında değişim görülmeyen konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı çeyrek sonu itibarıyla yüzde 10,8 oranında gerçekleşmiştir. İhtiyaç kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı aynı dönem için yüzde 21,2 oranı ile geçmiş yılların ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 5.2.6). Konut kredisi standartlarında bankalar bir önceki çeyreğe göre herhangi bir sıkılaşmaya gitmezken, ihtiyaç kredileri standartları sınırlı miktarda sıkılaştırılmıştır. Taşıtlar ise yıl boyunca sürdürdüğü küçülme eğilimini bu çeyrekte aynı oranda sürdürmüştür. BDDK tarafından yürürlüğe konan uygulamalar ve düşük seyreden dayanıklı tüketim malı satışı neticesinde, kredi kartı stok büyüklüğünde düşüş yaşanmaktadır.



Tüketici kredilerine göre daha kısa vadeli olan ticari kredilerin büyüme hızı, yılın ikinci çeyreğinde, sene başında yakın seyrettiği geçmiş yıllar büyüme ortalamasının bir miktar altına inmiştir (Grafik 5.2.7). Para cinsi ayrımına bakıldığında, faiz duyarlılığı düşük olan Türk parası cinsinden kullanılan ticari kredilerin yatay seyrettiği, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin ise Mart ayından itibaren yukarı yönlü bir eğilim sergilediği görülmektedir (Grafik 5.2.8). Kredi Eğilim Anketi'ne göre, yılın ikinci çeyreğinde genel olarak ticari kredi talebinde kayda değer bir değişiklik görülmezken ölçek bazında KOBİ'lerin kredi talebinde artış gerçekleşmiştir. Bankaların ticari kredi standartlarında ise sınırlı bir gevşeme olmuştur. Ölçek bazında bakıldığında kredi standartlarında herhangi bir değişiklik görülmezken, yılın ikinci çeyreğinde bankalar yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin standartlarını sıkılaştırmış, Türk parası cinsinden kullanılan ticari kredilerin standartlarını gevşetmiştir. Bir önceki çeyreğin aksine genel iktisadi görünüme dair algı bu çeyrekte standartları gevşetici yönde katkıda bulunmuştur. Bankalar bu dönemde, ortalama krediler üzerindeki kar marjını bir miktar azaltırken faiz dışında alınan ücret ve komisyonları arttırmıştır. Yılın üçüncü döneminde ticari kredi standartlarında sınırlı bir gevşeme beklenirken, bu gevşemenin Türk parası cinsinden kullanılan kredilerde olması, bankaların yurt içi finansman koşullarının gevşeyeceği beklentisi ile uyumludur. Yine bu dönemde, başta Türk parası cinsi ticari krediler olmak üzere, tüm ticari kredi türlerinde talepte artış beklenmektedir.



2014 yılı ikinci çeyreğinde tüketici kredilerinde daha kuvvetli olmak üzere, toplam kredilerin yıllık büyüme oranındaki düşüş devam etmiştir. Alınan makro ihtiyati önlemlerle sağlanan ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi ekonomideki dengelenme sürecini desteklerken, ekonomik faaliyete iç talebin katkısının daha sınırlı olacağı ve net ihracatın katkısının ise artacağı bir görünüm ile uyumludur. Kademeli olarak düşüş gösteren kredi faiz oranlarının, bankaların finansman koşullarının gevşemesine dair beklentilerinin ve artan tüketici güveninin, önümüzdeki çeyrekte, kredi büyüme hızında görülen düşüşü sınırlayabileceği ve kredi büyüme hızının makul büyüme oranlarına ılımlı olarak yaklaşmasını sağlayacağı değerlendirilmektedir. TCMB ve BDDK tarafından gerçekleştirilen politikalar neticesinde yavaşlayan kredi büyümesinin kademeli olarak mevduat büyüme hızına yaklaşacağı düşünülmektedir (Grafik 5.2.9). Kredi ve mevduat büyümeleri farkındaki azalmanın aynı zamanda bankacılık sektörünün dış finansman ihtiyacını da azaltarak önümüzdeki dönemde olası finansal dalgalanmalara karşı sektörün dayanıklılığını artıracak bir faktör olabileceği değerlendirilmektedir.

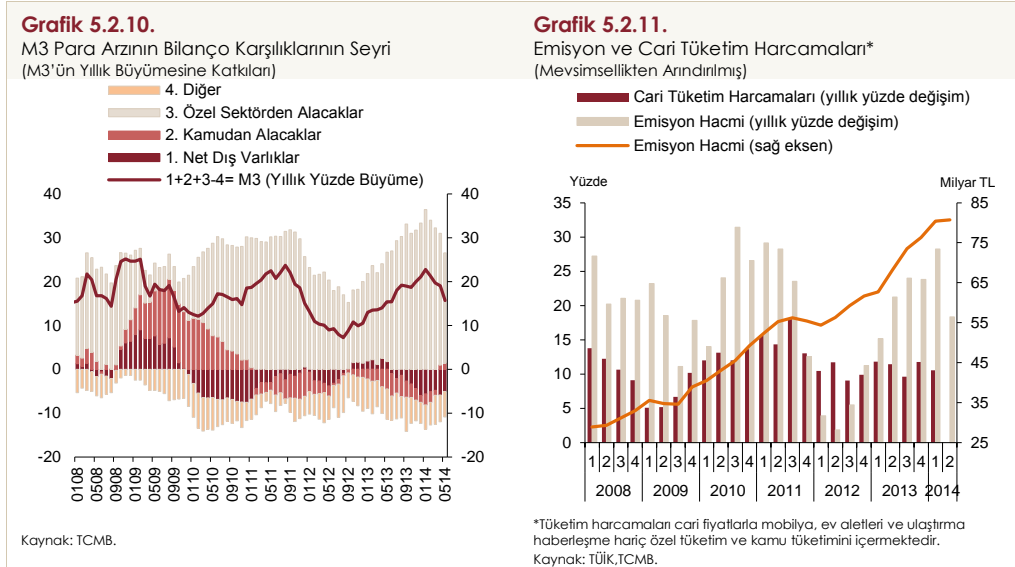


Parasal Göstergeler

M3 tanımlı geniş para arzının yıllık büyümesinde özel sektöre açılan kredilerdeki artış seyrinin belirleyici olma özelliği 2014 yılının ikinci çeyreğinde de devam etmektedir. Ağırlıklı olarak bankalar

tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki artış hızının gerilemesi 2014 yılının ikinci çeyreğinde devam etmiş ve M3 para arzının artış hızındaki gerilemenin temel unsuru olmuştur.

Diğer taraftan, M3 büyümesine 2011 yılı Şubat ayından itibaren negatif yönde katkı veren Kamudan Alacaklar kalemi 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren pozitif katkı vermeye başlamıştır. 2014 yılı ilk çeyreğine göre net dış varlıklar kaleminin negatif katkısında zayıf bir artış gözlenmiştir. Buna karşılık banka kârlılıklarına paralel olarak görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kaleminin negatif katkısı ise bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliği korumakla birlikte yılın ilk çeyreği sonuna göre bir miktar azalmıştır (Grafik 5.2.10).



Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi yıllık artış hızında 2014 yılının ikinci çeyreğinde önemli oranda gerileme yaşanmıştır (Grafik 5.2.11). Bir önceki enflasyon raporunda da belirtildiği gibi sıkı para politikası duruşunun, alınan makroihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle tüketici kredileri büyüme hızlarının yavaşlaması ve özel kesim yurt içi talebin ivme kaybetmesi emisyon hacmi yıllık artış hızında yaşanan bu gerilemenin temel nedenleri olmuştur.

Kutu
5.1

Kredi Büyümesi ve Cari Denge

Kriz öncesi sürekli artan ve kriz sonrası dönemde hızla daralan küresel dengesizlikler, cari dengenin belirleyicileri konusunda yapılan çalışmaların artmasına neden olmuştur. İktisat yazınında nüfus, mali denge, büyüme beklentileri, net dış varlıklar, petrol bağımlılığı gibi pek çok değişkenin cari denge üzerine etkisi kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. Finansal değişkenlerin cari denge üzerindeki etkileri ile ilgili çalışmalar ise yakın dönemde yoğunlaşmıştır. Bu kutuda da bahsedilen yoğunlaşmaya paralel olarak kredi büyümesi ile cari denge arasındaki ilişki incelenmektedir.

Çalışmanın temelini oluşturan analizde 49 adet gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden oluşan panel veri seti kullanılmıştır. Kullanılan veriler yıllık frekansta olup 1991-2011 yılları arasında kapsamaktadır. Finansal değişken göstergesi olarak da yıl içi net kredi kullanımının gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYH) oranı analize dahil edilmiştir. Bu değişken metin içinde kredi büyümesi olarak belirtilmiştir. Ayrıca iktisat yazınında cari dengenin temel belirleyicileri olarak ön plana çıkan faktörler de kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Kredi büyümesinin cari denge üzerine etkisini test etmek için aşağıdaki denklem farklı spesifikasyonlar altında genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Tahmin yapılırken cari dengenin güçlü bir otokorelasyona sahip olmasından dolayı panel çapında birinci derece otokorelasyon düzeltilmesi yapılmıştır.

$$(cd/gsyh)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta kredi/gsyh)_{it} + \beta_2 x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Burada $(cd/gsyh)_{it}$, "i" ülkesinin "t" zamanındaki cari dengesinin GSYH'sine oranını, $(\Delta kredi/gsyh)_{it}$, kredi büyümesini, x_{it} , kontrol değişkenlerini ve ε_{it} ise hata terimini ifade etmektedir. Kontrol değişkenleri, bu değişkenlerin hangi kaynaktan alındıkları ve cari denge üzerindeki beklenen etkileri tablo 1'de gösterilmektedir.¹

Tablo 1. Veri Seti			
	Kaynak	Açıklama	Beklenen Etki
Cari Denge / GSYH	WEO		
Kredi Büyümesi	WDI	Yeni krediler/GSYH	-
Net Dış Varlıklar / GSYH (NDV/GSYH)	Lane ve Milesi-Ferretti (2007)	1 gecikmeli uzunluk	+
Yüksek Borçlanma Kukla Değişkeni		=1 eğer NDV / GSYH < -60%	-
Nispi Gelir	WEO	Ülke kişi başı GSYH/ABD kişi başı GSYH	+
Ortalama Büyüme Oranı	WDI	5 yıllık ortalama GSYH büyümesi	-
Petrol Ticaret Dengesi / GSYH	WEO		+
Mali Denge	Dünya Bankası Küresel Ekonomik Beklentiler veri seti		+
Finansal Merkez Kukla Değişkeni	Phillips ve diğerleri (2013)	=1 Hollanda, İsviçre ve Belçika için	+
Rezerv Para Ayrıcılığı	WEO	Ülke parasının dünya rezervlerindeki payı	-
Bağımlılık Oranı (Yaşlı Nüfus)	WDI	65 yaş üstü nüfus oranı	-
Bağımlılık Oranı (Genç Nüfus)	WDI	15 yaş altı nüfus oranı	-
Nüfus Büyümesi	WDI		-
Ticaret Hadleri	WDI		+

WEO: IMF tarafından yayımlanan "World Economic Outlook" raporunun veri tabanı

WDI: Dünya Bankası tarafından yayımlanan "World Development Indicators" veri tabanı

¹ Konu hakkında daha ayrıntılı bir tartışma için Phillips ve diğerleri (2013)'e başvurulabilir.

Yukarıdaki denklemin tahmin sonuçları tablo 2'de verilmektedir. Tablonun birinci ve ikinci sütunlarında verilen sonuçlar sırasıyla kontrol değişkenleri eklenmiş ve çıkarılmış modellerin tahmin sonuçlarıdır. Bu sonuçlara göre her iki durumda da kredi büyümesinin cari denge üzerinde hem iktisadi hem de istatistiki anlamda güçlü ve negatif bir etkisi olduğundan bahsetmek mümkündür. Örneğin kontrol değişkenlerinin eklenmediği durumda kredi büyümesindeki 10 yüzde puanlık bir artış, cari dengede 0,3 yüzde puanlık bir azalışa neden olmaktadır. Kontrol değişkenleri eklendiğinde ise bu etki aynı güçlülükle devam etmektedir.

İktisat yazınında cari dengenin açıklayıcılarının ülkelere özgü faktörlere göre değişiklik gösterebileceği konusu yoğun bir biçimde tartışılmıştır. En temel ayrım olarak ülkenin gelişmiş veya gelişmekte olan ülke olup olmamasına göre sonuçların değişebileceği tezi pek çok yazar tarafından dile getirilmiştir. Bu noktada yazın takip edilerek modele gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için oluşturulan kukla değişkenler eklenmiş ve tahminler tekrarlanmıştır. Sonuçlar, yine sırasıyla kontrol değişkenleri eklenmiş ve çıkarılmış bir biçimde, tablo 2'nin son iki sütununda verilmektedir. Buna göre her iki ülke grubunda da kredi büyümesinin cari denge üzerinde negatif etkisi olduğu görülmektedir. Ancak bu sonuçların gösterdiği en önemli bulgu, kredi büyümesinin cari denge üzerindeki etkisinin gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere oranla yaklaşık 5 kat daha fazla olmasıdır. Dolayısıyla sonuçlar, ülkeler arasında önemli farklılıklara işaret etmektedir.

Bu farklılaşmayı daha da gözle görülür hale getirebilmek için aşağıdaki denklem kullanılarak ülke-özel parametre tahminleri yapılmıştır.

$$(cd/gsyh)_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta kred_i/gsyh)_{it} + \beta_2 x_{it} + \alpha_i(\Delta kred_i/gsyh)_{it} * D_i + \varepsilon_{it}$$

Burada D_i , "i" ülkesi için oluşturulmuş kukla değişkenini göstermektedir. Bu modelin tahmininden elde edilen parametrelerden α_i , ülkenin panel ortalamasından ne kadar saptığını göstermektedir. O ülkedeki kredi büyümesinin cari denge üzerindeki etkisini hesaplamak için β_1 ile α_i parametrelerinin toplanması yeterli olacaktır. Tablo 3'te

seçilmiş ülkeler için bu toplam etki hesaplanmıştır. Tablodan da görüldüğü üzere bazı gelişmekte olan ülkelerde kredi büyümesinin cari denge üzerindeki etkisi, panel ortalamasından oldukça fazla sapmaktadır. Karşılaştırma yapmak gerekirse kredi büyümesindeki 10 yüzde puanlık azalış, panel ortalamasına göre cari açıktaki 0,27 yüzde puanlık bir artışa yol açarken; aynı durum, Türkiye'nin cari dengesinde 2,6 yüzde puanlık bir bozulmaya yol açabilmektedir.²

Tablo 2. Panel Tahmin Sonuçları

	(1)	(2)	(3)	(4)
Kredi Büyümesi	-0,030*** (0,005)	-0,027*** (0,006)		
Kredi Büyümesi*GÜ			-0,012** (0,005)	-0,012** (0,006)
Kredi Büyümesi*GOÜ			-0,060*** (0,011)	-0,056*** (0,013)
Kontrol Değişkenleri	Yok	Var	Yok	Var
Gözlem Sayısı	1000	967	1000	967
Ülke Sayısı	49	49	49	49
Wald Test p-değerleri			(0,0001)	(0,0014)

Not: Standart hatalar parantez içinde verilmiştir. GÜ, gelişmiş ülkeler kukla değişkeni, GOÜ ise gelişmekte olan ülkeler kukla değişkenini göstermektedir.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 3. Seçilmiş Ülkeler İçin Hesaplanan Toplam Etki ($\beta_1 + \alpha_i$)

Panel Ortalaması	-0,027	Polonya*	-0,07
Peru	-0,34	Meksika*	-0,07
Pakistan	-0,33	Güney Afrika*	-0,01
Türkiye	-0,26	Endonezya*	-0,01
Kolombiya	-0,23	Brezilya*	0,01
Filipinler	-0,17	Hindistan*	0,05
Macaristan*	-0,12	Çin	0,12

* α_i parametreleri istatistiki olarak anlamlı değildir.

² Parametre heterojenliğinin sebepleri hakkında bir tartışma ve finansal derinliğin olası etkileri için Ekinci ve diğerleri (2014)'e bakılabilir.

Sonuç olarak bu kutuda, iktisat yazınında görece daha az incelenmiş olan finansal değişkenlerin cari denge üzerine etkileri araştırılmıştır. 49 ülkeden oluşan bir panel veri seti kullanılarak kredi büyümesinin cari denge üzerinde hem iktisadi hem de istatistiki olarak anlamlı ve güçlü bir negatif etkisi olduğu bulunmuştur. Ayrıca, bu etkinin gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere nazaran çok daha kuvvetli olduğu; ülke-özel tahminler yapıldığında ise de, söz konusu etkinin Türkiye'de oldukça kuvvetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynakça

- Ekinci, M. F., Erdem, F. P. & Kılınç, Z. (2014), "Credit Growth, Current Account and Financial Depth", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliğleri Serisi, No: 14/21.
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2007), "External Adjustment and the Global Crisis", *Journal of International Economics*, 88(2), 252-265.
- Phillips, S., Catao, L., Ricci, L., Bems, R., Das, M., Di Giovanni, J., Unsal, D. F., Castillo, M., Lee, J., Rodríguez, J. & Vargas, M., (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Çalışma Tebliğleri Serisi, No: 13/272.

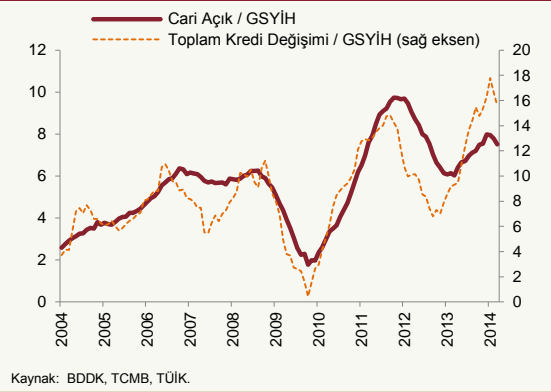
Kutu
5.2

Türkiye’de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi

Türkiye’de son on yılda önemli bir finansal derinleşme yaşanmıştır. Finansal derinleşme ekonomik gelişme sürecinin bir parçası olmakla birlikte, bu süreçte kredi gelişmelerinin yakından takip edilmesi makroekonomik ve finansal istikrara yönelik politikaların geliştirilmesi için büyük önem arz etmektedir.

Küresel finansal kriz sonrasındaki yıllarda Türkiye çok hızlı ve güçlü bir ekonomik büyüme sergilemiştir. Bu dönemde yıllık toplam kredi büyüme oranları yüzde 40 seviyelerine yaklaşmış, net kredi kullanımı şeklinde tanımlanan kredi stokundaki yıllık değişimin cari milli gelire oranı 2011 ortasında yüzde 15 değerlerine ulaşmıştır (Grafik 1). Kredi talebinin kısa bir sürede hızlı bir şekilde arttığı dönemlerde, yurt içi finansman kaynaklarının bu artışı karşılamaya yeterli olmaması sonucunda da cari denge olumsuz etkilenebilir³. Grafik 1’de de görüldüğü üzere, 2010 ve 2011 yıllarında Türkiye’de hem yüksek kredi büyümesi hem de cari dengede önemli bir bozulma gözlenmiştir⁴. Bu duruma yerli parada aşırı bir değerlenme eğilimi de eşlik edebilmektedir.

Grafik 1. Cari Açık ve Toplam Kredi Değişimi/GSYİH (Yüzde)



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bu gelişmelerin oluşturduğu finansal riskleri kontrol altına almak amacıyla 2010 yılı sonunda yeni bir politika çerçevesi geliştirmiştir. Bu önlemler sonrasında, diğer düzenleyici kurumların aldığı önlemlerin de katkısı ile kredi büyüme oranları daha makul seviyelere gerilemiş, cari açığa bir dengelenme yaşanmış ve Türk lirasındaki aşırı değerlilik de son bulmuştur. Daha önce genelde kriz dönemlerinde gözlenen bu düzeltmelerin, söz konusu dönemde ekonomide bir daralma olmadan gerçekleşmesi uygulanan politika tedbirlerinin ekonomide önemli bir dengelenmeyi başarıyla sağladığını ortaya koymaktadır.

Grafik 2 ve 3’te net kredi kullanımı tüketici ve ticari krediler şeklinde cari açık ile beraber gösterilmektedir. Bu iki kalem açısından bakıldığında cari açık ile olan ilişkilerinin değişik nedenlerle farklılaşabileceği değerlendirilmektedir. Kredi ve cari açık arasındaki ilişkinin kredi altkalemleri itibarıyla farklılaşp farklılaşmadığının anlaşılması, cari dengenin iyileşmesine ve finansal istikrarın korunmasına yönelik politika tedbirlerinin tasarımı açısından da önem taşımaktadır.

³ Yurt içi kaynaklı yüksek kredi talebi artışı dış finansman ihtiyacı yoluyla cari açık artışına yol açabileceği gibi yurt dışı küresel likidite koşullarının uygun olması tarzında dışsal faktörlerin etkisi ile sermaye girişlerindeki bir artış da yurt içi kredi koşullarını gevşeterek yine yüksek kredi büyümesine yol açabilecektir. Her iki durumda da kredi talebini kontrol altında tutmaya ve kredi koşullarındaki gevşemeyi engellemeye yönelik tedbirler cari açığa bir iyileşme yaşanmasını sağlayabilecektir.

⁴ Son dönemde gerçekleştirilen çalışmalar da kredilerin cari açığın önemli bir belirleyicisi olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin, bakınız TCMB Enflasyon Raporu 2014-III Kutu 5.1. ve İkinci vd. (2014).



⁵ Bu kutuda kullanılan kredi verileri BDDK, diğer veriler ise TCMB kaynaklarından derlenen çeyreklik verilerdir. Bütün veriler için mevsimsellikten arındırma işlemi yapılmış olup, ilk ve son gözlem tarihi 2003 ve 2013 yıllarının son çeyrekleridir. Çeyreklik cari açık ve altın hariç cari açık oranı değişkenleri, bu verilerin çeyreklik GSYİH'ye bölünmesiyle; tüketici kredisi, ticari ve toplam kredi değişimleri ise sırasıyla bu kalemlerdeki çeyreklik kredi stok değişimlerinin çeyreklik GSYİH'ye bölünmesi ile elde edilmiştir. GSYİH büyümesi değişkeni ise GSYİH verisinin bir önceki çeyrek verisine göre yüzde büyüme oranı olarak hesaplanmıştır. Reel efektif döviz kuru değişkenindeki artış, Türk lirasının ABD doları karşısında değer kazanmasını ifade etmektedir ve kur verisi hariç kullanılan bütün değişkenler yüzde cinsinden hesaplanmıştır.

⁶ Cari açık denklemi içindeki değişkenlerin hiçbirinde durağan-dışılık problemi gözlenmemektedir. Ancak, sağlamlık analizi için kullanılan altın hariç cari açık verisinde durağan-dışılık problemi ortaya çıkmaktadır. Altın hariç cari açık değişkeninin birinci farkı alındığında ise serinin durağanlaştığı görülmektedir.

$$CA_t = \alpha + \beta_1 CA_{t-1} + \beta_2 GSYİH_t + \beta_3 REDK_{t-2} + \beta_4 TUKETİCİ_{t-1} + \beta_5 TİCARİ_{t-1} + e_t$$

Tablo 1. Kredi Büyümesi ve Cari Açık İlişkisi

	Bağımlı Değişken : Cari Açık/GSYİH			Bağımlı Değişken : Altın Hariç Cari Açık/GSYİH (Birinci Fark)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Sabit Değişken	3,268 (1,667)*	0,261 (1,469)	0,356 (1,280)	3,084 (1,358)**	1,808 (1,434)	1,950 (1,297)
Cari Açığın 1 Dönem Gecikmeli Değeri	0,955 (0,095)***	0,859 (0,037)***	0,844 (0,035)***	-	-	-
GSYİH Büyümesi	-0,157 (0,048)***	-0,090 (0,041)**	-0,051 (0,033)	-0,141 (0,030)***	-0,121 (0,033)***	-0,096 (0,032)***
Reel Efektif Döviz Kurunun 2 Dönem Gecikmeli Değeri	-0,028 (0,014)*	0,000 (0,012)	0,001 (0,010)	-0,024 (0,011)**	-0,010 (0,012)	-0,010 (0,011)
Toplam Kredi Değişimi/GSYİH 1 dönem gecikmeli değeri	-	-0,108 (0,020)***	-	-	-0,049 (0,022)**	-
Tüketici Kredi Değişimi/GSYİH 1 dönem gecikmeli değeri	-	-	-0,365 (0,076)***	-	-	-0,229 (0,094)**
Ticari Kredi Değişimi/GSYİH 1 dönem gecikmeli değeri	-	-	-0,035 (0,025)	-	-	0,004 (0,026)
R ²	0,917	0,959	0,969	0,368	0,490	0,548

Not: *,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık seviyelerini ifade etmektedir. Bütün regresyonlardaki gözlem sayısı 39'dur.

Tabloda milli gelir büyümesi önemli bir açıklayıcı değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca reel kurun değerlenmesi cari açığı yine istatistikî olarak anlamlı bir şekilde artırmaktadır. Denklemlere net kredi kullanımı eklendiğinde iki spesifikasyonda da bu değişkenin anlamlı bir şekilde cari açık üzerinde etkili olduğu görülmektedir. İkinci sütunda, milli gelire oranla yüzde 1 puanlık net kredi kullanımı artışı toplam cari açığı uzun dönemde yüzde 0,77 puan artırıcı etki yapmaktadır.

Tüketici kredileri ve ticari krediler regresyonlarda bir arada kullanıldığında ise tüketici kredisi artışının cari dengeyi bozucu etkiye sahip olduğu gözlenmektedir. Sonuçlara göre, net tüketici kredisi kullanımının cari açığın milli gelire oranı üzerindeki etkisi net kredi kullanımına göre daha güçlüdür. Bu spesifikasyonda ticari kredi artışlarının ise cari açık üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı bulunmuştur⁷. Ekonomik açıdan değerlendirdiğinde bu sonuç, aynı miktar tüketici kredisinin cari açık üzerinde önemli bir artırıcı etkisi varken ticari kredinin her hangi bir etkisinin olmadığını göstermektedir⁸. Önemli bir diğer bulgu ise, ampirik modele krediler dahil edildiğinde hem milli gelir büyümesinin etkisinin azalması hem de reel kurun istatistikî anlamlılığının kaybolmasıdır. Bu açıdan kredi değişkeninin kontrol edilmediği bir durumda ortaya çıkan milli gelir büyüme etkisinin bir kısmının ve reel kur etkisinin krediler üzerinden gerçekleştiği değerlendirilebilecektir. Yukarıda bahsedildiği gibi tüketici kredilerinde gözlenen bir artış hem ithalat talebi üzerinden hem de arz verili iken fiyatları artırarak reel kur değerlenmesine yol açmak suretiyle cari açık üzerinde bozucu etkiler yapabilecektir.

⁷ Bu bulgu, cari açığın birinci farkının, altın ve enerji hariç cari açık değişkeninin veya cari açıkta trendden arındırılmış çevrimsel faktörün kullanılması gibi değişik sağlamlık analizleri altında da devam etmektedir. Ayrıntılı analizler için bakınız Alioğulları vd. (2014).

⁸ Büyükkarabacak vd. (2009) çalışması 18 gelişmekte olan ülke verileri kullanılarak kredi kompozisyonunun cari açık üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre ticaret dengesi üzerinde tüketici kredilerinin negatif, ticari kredilerin ise pozitif bir katkısı olmaktadır.

Tüketici kredilerinin ve ticari kredilerin cari açık üzerindeki etkisinin birbirinden farklı olması cari dengenin iyileştirilmesine yönelik tedbirler açısından da bilgi değeri taşımaktadır. Elde edilen bulgular, toplam kredi artışının daha çok tüketici kredilerinin sınırlandırılması suretiyle kontrol edilmesinin cari dengeyi olumlu etkileyeceğini göstermektedir. Bu anlamda, son dönemde TCMB tarafından uygulanan likidite politikalarının⁹ ve özellikle BDDK tarafından tüketici kredilerine yönelik alınan makroihtiyati önlemlerin etkisi ile tüketici kredilerinin yavaşlamasının ve ticari kredilerin görece olarak güçlü seyirini sürdürmesinin, cari denge üzerinde düzeltici etkilere sahip olduğu düşünülmektedir.

Kaynakça

- Z. Harun Alioğulları, Y. Soner Başkaya, Yunus E. Bulut, Mustafa Kılınc (2014), "Türkiye'de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi", TCMB Ekonomi Notları, yayımlanma aşamasında.
- B. Büyükkarabacak ve S. Krause (2009), "Studying The Effects of Household and Firm Credit On The Trade Balance: The Composition of Funds Matters", Economic Inquiry.
- M. Fatih Ekinci, F. Pınar Erdem, Zübeyir Kılınc (2014), "Credit Growth, Current Account and Financial Depth" TCMB Çalışma Tebliği, No 14/21.
- M. Haluk Güler, Gürsu Keleş, Erkan Kılınc (2014), "Sistemin Fonlama İhtiyacı Bileşenleri ve Türk Lirası Kredi İlişkisi", TCMB Ekonomi Notları, No: 14/03.

⁹ Kutu 5.3 ve Güler vd. (2014).

Kutu
5.3

Bankacılık Sistemi TL Fonlama İhtiyacı Alt Bileşenleri ve TL Kredi İlişkisi

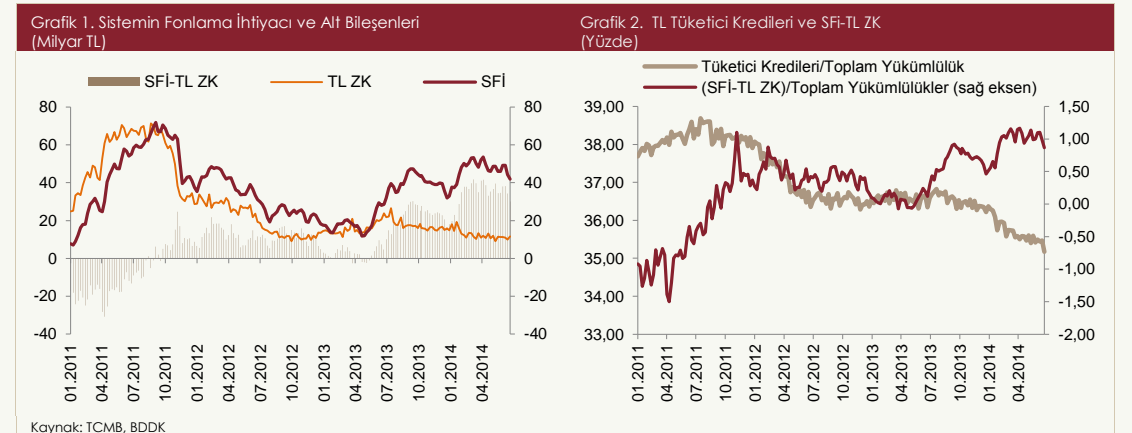
Bu kutuda mevcut para politikası çerçevesi, TL tüketici ve ticari kredi değişimi ayrışmasına yaptığı katkı açısından değerlendirilmiştir. Bu amaçla, bir politika aracı olarak sistemin fonlama ihtiyacı (SFİ) alt kalemleri olan TL zorunlu karşılık (ZK) tutarı ve TL ZK hariç SFİ'de ortaya çıkan değişimlerin iki ayrı kredi türüne yansımaları analiz edilmektedir. Çalışmada, oluşma nedenleri dikkate alınarak TL ZK ve TL ZK dışındaki SFİ şeklinde ikiye ayrılan SFİ alt kalemlerinin tarihi gelişimi Grafik 1'de sunulmaktadır.

TCMB, 2011 yılı başlarından itibaren uyguladığı mevcut para politikası çerçevesinde TL zorunlu karşılık oranlarını, likidite açığının tutarını ve kompozisyonunu faiz koridoru ve fonlama politikası paralelinde aktif bir politika aracı olarak kullanmaktadır. Bu bağlamda TCMB, SFİ alt kalemlerinin bankacılık kesimi toplam yükümlülükleri içindeki payını artırmak yoluyla dönem dönem hem nicel hem de nitel bir sıkılaşıma neden olabilmektedir. Vadesi mevduata göre daha kısa bir kalem olan SFİ alt kalemlerinin bilanço içindeki payının artması bankacılık kesiminin aktif-pasif vade uyumsuzluğu kaynaklı maruz kaldığı faiz riskini artırarak, bankalar için ek bir korunma maliyeti de doğurabilmektedir. Bu maliyetin farklı kredi türlerinde müşteriye değişen oranlarda yansıtılmasının TL tüketici ve ticari kredi hacimlerinde bir ayrışmaya neden olabileceği değerlendirilmektedir. Ortaya çıkan bu ayrışma sonucunda bankaların tüketici kredisi değil de ticari kredi vermeye yönlendirilmesi ile mal ve hizmet talebi yerine arzına destek verilerek fiyat istikrarının yanında iç ve dış dengeye de katkı yapılabileceği değerlendirilmektedir.

SFİ Alt Bileşenleri ve TL Krediler

Çalışmada kullanılan veriler, yeni politika bileşiminin kullanıldığı Ocak 2011 – Kasım 2013 dönemini kapsamaktadır. SFİ göstergesi olarak Net APİ değeri kullanılmaktadır¹⁰. Kullanılan Net APİ tutarı TCMB'nin repo ve depo yoluyla yaptığı ve vadesi gelmemiş tüm Türk lirası fonlamalarından yine vadesi gelmemiş Türk lirası sterilizasyon tutarının düşülmesi yoluyla elde edilmektedir. Sistemin fonlama ihtiyacının pozitif olması bankacılık sisteminin o güne nettle Türk lirası likidite ihtiyacı ile başladığına işaret etmektedir.

SFİ alt bileşenlerinin TL tüketici ve TL ticari kredilere ne şekilde aktarıldığının analizi haftalık verilere dayanan yapısal VAR analizlerinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ile yapılmaktadır. Anılan dönemde TL tüketici kredilerinin ve SFİ - TL ZK tutarının bankacılık kesimi toplam yükümlülükleri içindeki paylarının ne şekilde hareket ettiği görsel olarak Grafik 2'de sunulmaktadır.



10 Çalışma kapsamında kullanılan veriler ve SFİ ile ilgili daha detaylı bilgi için Güler, Keleş ve Kilimci (2014) çalışmasına bakınız.

SFİ'yi ifade eden Net APİ'nin alacağı değer Merkez Bankası bilançosunun aktif ve pasif tarafındaki kalemlere göre şekillenmektedir. Temel olarak Merkez Bankası bilançosunun varlık tarafı tutulan döviz rezervi (FX^{MB}), devlet iç borçlanma senetleri ($DIBS^{MB}$) ve gerçekleştirmiş olduğu açık piyasa işlemlerinden ($SFİ$) oluşmaktadır. Yükümlülük tarafı ise dolaşımdaki para ($Dol.Para$), bankacılık kesimi rezervleri ($Rezerv$) ve kamu mevduatını (Mev_{MB}^K) içermektedir.

$$FX^{MB} + DIBS^{MB} + SFİ = Dol.Para + Rezerv + Mev_{MB}^K \quad (1)$$

Merkez Bankası bilançosunda;

- i. FX^{MB} ve $DIBS^{MB}$ sabit iken denklem (1)'de yer alan yükümlülük kalemlerindeki artış Net APİ'yi artırmaktadır.

Kendilerine yatırılan mevduatın tamamına yakını döviz varlığı alımında, kredi vermede veya menkul kıymet alımında değerlendiren bankalar tesis etmeleri gereken TL ZK tutarını genel olarak açık piyasa işlemleri yoluyla Merkez Bankası'ndan sağlamaktadırlar. Dolayısıyla Net APİ temel olarak bankaların tutmaları gereken TL ZK'dan kaynaklanmaktadır. Bu denklem (1)'de 'Rezerv' ifadesiyle belirtilmiştir¹¹.

Öte yandan, Merkez Bankası'nda tutulan kamu mevduatındaki değişimler (Mev_{MB}^K) ve dolaşımdaki paranın artış/azalışları ($Dol.Para$) gibi doğrudan Merkez Bankası tarafından belirlenmeyen otonom faktörler de SFİ üzerinde etkili olmaktadır. Otonom kalemlerin net etkisi dönem dönem pozitif veya negatif değerler alabilmekle birlikte SFİ genel olarak TL ZK tutarı etrafında salınmaktadır.

- ii. Denklem (1)'in yükümlülük tarafı sabit iken varlık tarafında yer alan FX^{MB} ve $DIBS^{MB}$ kalemlerindeki azalış da Net APİ'yi artırmaktadır.

Dolayısıyla, tesis edilmesi gereken TL ZK tutarı ve otonom kalemlerin dışında SFİ üzerinde etkili olan bir başka kaleme ise Merkez Bankası'nın döviz alım/satımı ile TL cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri alım/satımları olmaktadır. Merkez Bankası'nın ihtiyarı ile hareket eden bu kaleme SFİ'yi açık piyasa işlemlerinden farklı olarak belirli bir vadede değil, (işlem tersine çevrilmediği müddetçe) kalıcı bir şekilde etkilemektedir.

Kredi gelişimi ve SFİ ilişkisini takip edebilmek için bankacılık kesimi bilançosunu incelemek faydalı olacaktır. Aktif tarafında döviz varlıkları (FX^B), devlet iç borçlanma senetleri ($DIBS^B$), Merkez Bankası'nda tutulan rezervler ($Rezerv$) ve krediler ($Kredi$) yer alan, yükümlülük tarafında ise hane halkı ve kamu kesimi mevduatları ($Mevduat$) ile net açık piyasa işlemleri ($SFİ$) bulunan sadeleştirilmiş bankacılık kesimi bilançosunu denklem (2)'de gösterildiği şekilde yazmak mümkündür;

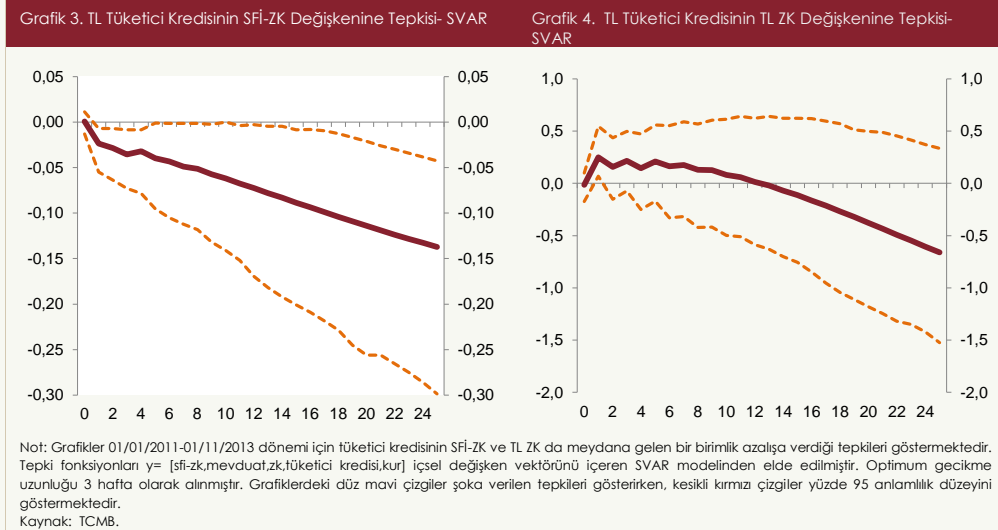
$$(FX^B + DIBS^B) + Kredi = Mevduat + (SFİ - Rezerv) \quad (2)$$

Mevcut enflasyon hedeflemesi çerçevesinde bankacılık kesiminin geçerli faiz oranı üzerinden Merkez Bankası'ndan teminatları karşılığında sınırsız borçlanabilmeleri nedeniyle Rezerv kalemindeki değişimlerin SFİ'ye yansıtacağı düşünülebilir. Dolayısıyla, denklem (2)'nin sağ tarafında yer alan SFİ-Rezerv farkının (i maddesinde de değinildiği üzere) temel olarak otonom kalemlerdeki değişimler veya Merkez Bankası ihtiyarı ile hareket edeceği değerlendirilebilir.

¹¹ Rezervler, zorunlu karşılıklar ve bankaların serbest rezervlerinin toplamını ifade etmektedir. Mevcut durumda sistemde likidite açığı olduğundan Rezerv ve TL ZK ifadeleri birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

TL tüketici kredileri: Yapısal VAR analizi

TL ZK tutarı ve TL ZK hariç SFİ¹²'de gözlenen değişimlerin TL tüketici kredilerini ne şekilde etkilediğini irdeleyen yapısal VAR analizi¹² etki-tepki fonksiyonları Grafik 3 ve 4'de sunulmaktadır. Modelden çıkan etki-tepki fonksiyonlarına göre SFİ-ZK değişkenindeki bir artış tüketici kredileri üzerinde beklendiği üzere bilanço etkisi kanalıyla azaltıcı etkide bulunurken TL ZK değişkenindeki artışların tüketici kredileri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. TL ZK tutarındaki değişikliklerin beklentilerin aksine TL tüketici kredileri üzerinde etkili olmamasının zorunlu karşılıklarda dışsal olarak meydana gelen artışların mevduat faizlerini düşürücü etkide bulunmasından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Şöyle ki; zorunlu karşılık oranlarındaki bir artış mevduatın maliyetini artırmakta, banka da maliyetteki bu artışı müşterisine daha az mevduat faizi önererek karşılayabilmektedir. Mevduat faizlerinde meydana gelen bu azalışın, zorunlu karşılık oranlarının tüketici kredi faizleri üzerindeki arttırıcı (kredi hacmi üzerindeki azaltıcı) etkisini sınırlayabileceği değerlendirilmektedir.



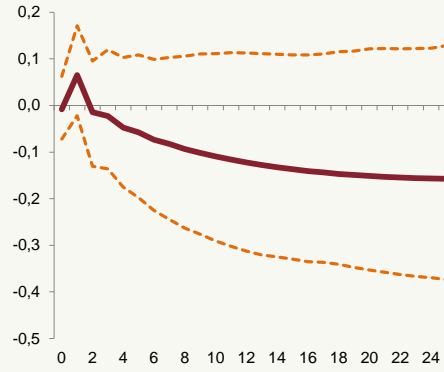
TL ticari kredileri: Yapısal VAR analizi

TL ZK tutarı ve TL ZK hariç SFİ¹³'de gözlenen değişimlerin TL ticari kredilerini ne şekilde etkilediğini gösteren yapısal VAR analizi¹³ etki-tepki fonksiyonları ise Grafik 5 ve 6'da sunulmaktadır. Buna göre gerek SFİ-ZK değişkeninin gerekse TL ZK değişkeninin TL ticari krediler üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, ticari kredilerde kurda oynaklığın arttığı ve ekonomide güven kaybının olduğu dönemlerde yaşanan azalmanın SFİ-ZK değişkenindeki artışa atfedilemeyebileceğini ortaya koymaktadır. Ticari kredilerin rotatif yapıda olması ve ticari kredi talebi faiz esnekliğinin düşük olmasının bahsi geçen sonuçta etkili olabileceği düşünülmektedir.

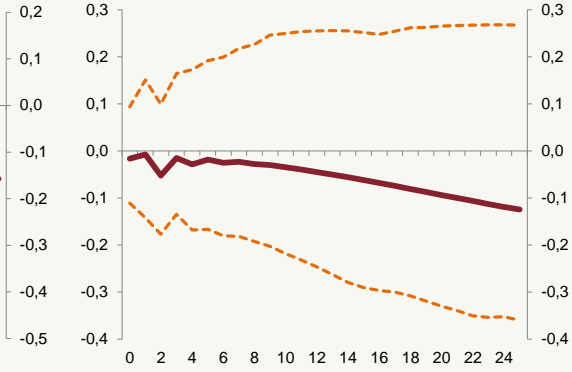
12 SFİ alt kalemleri ile tüketici kredileri arasında içsel değişken vektörü $Y_t = [SFİ-ZK, mevduatlar, ZK, kur, tüketici \text{ kredisi}]$ olan bir analiz yapılmıştır. Yapısal VAR analizi kısıtları için bir nolu dipnotta alıntılanan çalışmaya bakınız.

13 SFİ alt kalemleri ile ticari kredileri arasında içsel değişken vektörü $Y_t = [SFİ-ZK, mevduatlar, ZK, kur, ticari \text{ kredi}]$ olan bir analiz yapılmıştır.

Grafik 5. TL Ticari Kredinin SFİ-ZK Değişkenine Tepkisi- SVAR



Grafik 6. TL Ticari Kredinin TL ZK Değişkenine Tepkisi- SVAR



Not: Grafikler 01/01/2011-01/11/2013 dönemi için ticari kredinin SFİ-ZK ve TL ZK da meydana gelen bir birimlik azalışa verdiği tepkileri göstermektedir. Tepki fonksiyonları $y = [sfi-zk, mevduat, zk, ticari kredi, kur]$ içeren SVAR modelinden elde edilmiştir. Optimum gecikme uzunluğu 2 hafta olarak alınmıştır. Grafiklerdeki düz mavi çizgiler şoka verilen tepkileri gösterirken, kesikli kırmızı çizgiler yüzde 95 anlamlılık düzeyini göstermektedir.
Kaynak: TCMB.

Sonuç

Bulgular SFİ'de ZK kaynaklı artışların TL krediler üzerinde anlamlı bir etkisi olmazken, TL ZK tutarı dışında gerçekleşen artışların TL tüketici ve ticari krediler üzerinde farklı etkilerde bulunarak kredi kompozisyonunu etkileyebileceğine işaret etmektedir. Yapılan zaman serisi analizleri SFİ-ZK artışlarının TL tüketici kredilerini düşürücü etki yaparken TL ticari kredilerde değişikliğe sebep olmayabileceğini ampirik olarak ortaya koymaktadır. Ortaya çıkan bu sonucun tüketici ve ticari kredilerin gerek vade gerekse yapısal farklılaşmasından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir. Gecelik vadede bile açılabilen ve rotatif yapıda olan TL ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha az faiz riski taşıması ayrışmaya neden olabilecek ilk etken olarak akla gelmektedir. Diğer önemli bir husus ise kredi talebinin faiz esnekliğinin ticari kredilerde daha düşük olmasıdır. Düşük faiz esnekliği nedeniyle ticari kredilerin likidite politikası ile sağlanan faiz artışlarına miktarsal olarak daha az tepki verebileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Güler, M. H., Keleş, G. ve E. Kilimci (2014). "Sistemin Fonlama İhtiyacı Bileşenleri ve Türk Lirası Kredi İlişkisi", TCMB Ekonomi Notu, No. 14/03.

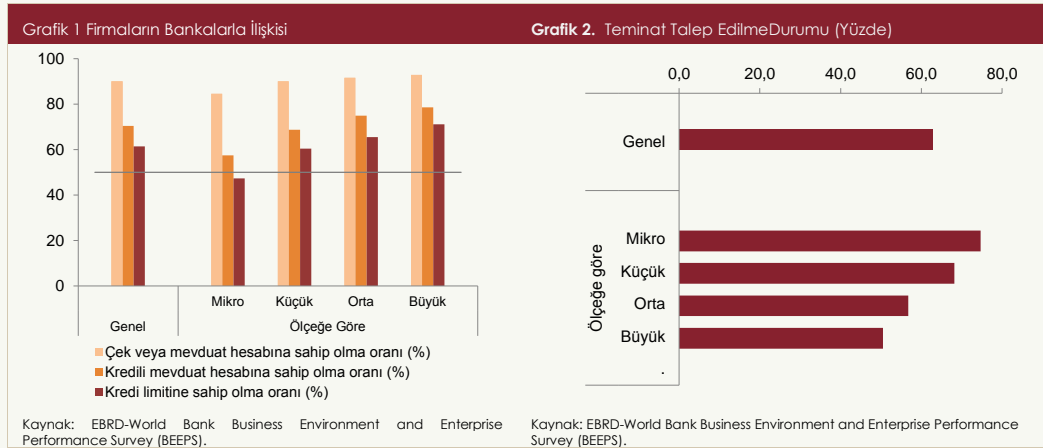
Kutu
5.4

Türkiye’de Firmaların Krediyeye Erişimi: Anket Sonuçlarına Dayalı Bir İnceleme

Reel sektörün finansman yapısını anlamak üzere düzenlenen anketler firmaların bilanço verilerine dayalı bilgi kaynaklarını tamamlayıcı özellik taşımaktadır. Düzenli aralıklarla yapılan anketlerin yanı sıra firmaların belirli konulardaki değerlendirmelerine odaklanan anketler geliştirilmiştir. Bu çerçevede, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile Dünya Bankası tarafından ortaklaşa yapılan ve “İş Ortamı ve İşletme Performansı Anketi” (BEEPS)¹⁴ olarak adlandırılan anket, Doğu Avrupa ve Orta Asya ülkelerindeki iş ortamının farklı unsurlarını çok boyutlu şekilde değerlendirmeyi amaçlamaktadır. 2008 yılında yapılan BEEPS anketinin sonuçları Türkiye’nin de aralarında bulunduğu yirmi dokuz ülkede firmaların iş ortamına ve performansına ilişkin önemli ipuçları içermektedir. Anketin finansman ile ilgili soruları, farklı ülkelerde firmaların krediyeye olan erişimlerinin daha iyi anlaşılmasına yardımcı niteliğindedir. Kurul ve Tiryaki (2014) 2008 yılında yapılan BEEPS anketinin Türkiye kısmına ilişkin sonuçlarını kullanarak Türkiye’de firmaların krediyeye erişimini daha önce değerlendirilmemiş bir açıdan incelemektedir.¹⁵ Bu kutuda, söz konusu çalışmanın bulguları özetlenerek Türkiye’de firmaların finansman durumuna ilişkin davranışsal özelliklerinin irdelenmesi amaçlanmaktadır.

Firmaların finansman yapılarına ve kredi erişimine ilişkin bulgular

İlgili anket 2008 yılı Nisan ayı ile 2009 yılı Ocak ayı arasında 1152 firmaya uygulanmış olup, bunlardan yüzde 58,4’ünün mikro ve küçük ölçekli firmalardan oluştuğu görülmektedir.¹⁶ Firmaların bankalarla ilişkisini daha net ortaya koymak adına ankette firmalara birçok soru yöneltilmiştir. Bunlardan ilki, firmaların çek veya mevduat hesabına sahip olup olmaması ile ilgilidir. Beklendiği gibi, firmaların büyük çoğunluğunun bankalar nezdinde bu tip hesapları olduğu görülmektedir (Grafik 1). Kredili mevduat hesabına sahip olma oranı yüzde 70,3, kredi limitine sahip olma oranı yüzde 61,4 olarak çıkmıştır. Kredili mevduat hesabına ve kredi limitine sahip olma oranlarının firma ölçeği ile birlikte artması küçük ölçekli firmaların kredi kısıtlarının daha fazla olabileceğini ima etmektedir. Diğer taraftan mikro ölçekli firmaların yarısından fazlasının kredi limitine sahip olmadığı göze çarpmaktadır.



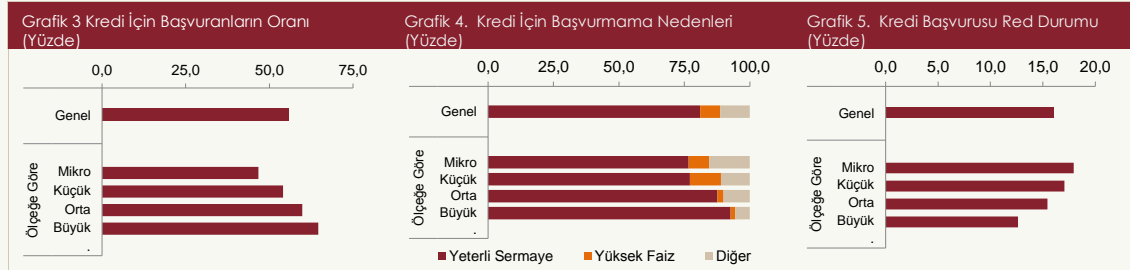
¹⁴ Anketin İngilizce ismi “The Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS)” şeklindedir.

¹⁵ Kurul, D.M. ve S.T. Tiryaki (2014). “Türkiye’de Firmaların Krediyeye Erişimi Ne Kadar Kısıtlı? Anket Sonuçlarına Dayalı Bir İnceleme”, TCMB Ekonomi Notu, No. 14/01.

¹⁶ 2008 yılı sonu ile 2009 yılı başında yapılan anketlere verilen yanıtlarda kriz etkisi bulunabileceği göz ardı edilmemelidir. Bu doğrultuda Kurul ve Tiryaki (2014) çalışmasının bir bölümünde firmaların krediyeye erişimi ilişkin algılamalarının kriz sonrasında nasıl değiştiğini incelemiştir. Buna göre kriz sonrası dönemde krediyeye erişimdeki kısıtlar artmış ve teminat gerekliliğinde sıklaşma gözlenmiştir.

Anket firmaların kredi alma sürecinde kendilerinden istenen teminatlara ilişkin bilgiler de sunmaktadır. Buna göre firmalara son aldıkları kredi için teminat istenip istenmediği sorulmaktadır (Grafik 2). Verilen yanıtlar son alınan krediler söz konusu olduğunda firmaların yüzde 62,9'undan teminat istendiğini göstermektedir. Sonuçlar firmaların büyüklüğünün bankaların teminat istemesinde önemli bir kriter olduğunu ortaya koymakta olup ölçek büyüdükçe teminat istemede daha esnek olduğu görülmektedir. Ankette ayrıca firmanın en son kullandığı kredi için bankaya gösterilmiş olan teminatın niteliği de sorulmaktadır. Gösterilen teminat türlerine verilen yanıtlar, en çok tercih edilen teminat türünün firmanın taşınmazları olduğunu göstermektedir.

Firmalara son mali yıl içerisinde kredi almak üzere başvuru yapıp yapmadıkları sorulduğunda, firmaların yarısından fazlasının başvuru yaptığı görülmüştür (Grafik 3). Bu oranın firma ölçeği büyüdükçe daha arttığı görülürken, mikro ve küçük firmalarda oran yüzde 50'nin altında kalmıştır. Bu noktada başvuru yapmayan firmaların başvurmama nedenleri oldukça önem taşımakta, firmanın krediye ihtiyaç duymadığından mı yoksa krediye erişim engellerinden mi kredi başvurusunda bulunmadığını aydınlatmak gerekmektedir. Bu inisiyatifle, kredi talep etmeyen firmalara neden kredi başvurusu yapmadıkları sorulmuştur (Grafik 4). Sonuçlar, krediye başvurmama durumunun ardında genelde firmaların yeterli sermayelerinin bulunmasının yattığını gösterirken, faizlerin yüksek olması durumu firmaların sadece yüzde 7,7'si için kısıt oluşturmaktadır. Firma ölçeğine göre incelendiğinde, sermayenin yeterli olması büyük ölçekli firmalar için daha yaygın şekilde verilen bir cevap olurken, kredi faizlerinin yüksek olmasının küçük ölçekli firmaların kredi başvurularında daha önemli bir kısıt olduğu görülmektedir. Ancak, ihtiyacı olduğu halde kredi başvurusunda bulunmama konusunda küçük ölçekli firmaların büyük ölçekli firmalara kıyasla daha sıklıkla faiz oranlarının yüksek olmasını neden göstermesinin, temelde bankaların küçük ölçekli firmalara kredi vermeye sadece daha yüksek faiz oranlarıyla razı olmasından kaynaklandığı düşünülebilir.



Krediye erişimle ilgili önemli göstergelerden biri de kuşkusuz firmaların kredi başvurularına ilişkin red durumlarıdır. Grafik 5, kredi başvurusu reddedilen firmaların yüzdelerini göstermektedir. Buna göre, büyük çoğunluğun kredi taleplerinin kabul edildiği gözlenirken, firma ölçeği büyüdükçe kredi başvurusunun kabul edilme oranının daha yüksek olduğu görülmektedir.

Firma Ölçeği ve Kredi Kısıtı

Notun bu bölümünde Türkiye'de firmaların ne derece kredi kısıtı altında faaliyet gösterdiğinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Buna ek olarak, aynı analiz firma ölçeği bazında yapılarak, firma ölçeği büyüdükçe kredi kısıtına maruz kalınmasının azalıp azalmadığı araştırılmıştır.

Bu doğrultuda anket yanıtlarından yola çıkılarak, firmalar kredi başvurusunda bulunan ve bulunmayan olarak ikiye ayrılmıştır. Sonrasında kredi başvurusunda bulunanlar, reddedilen ve kabul edilen şeklinde sınıflandırılmıştır. Krediye başvurmayanlar ise, kredi gereksinimi olmayanlar ve kredi almak konusunda ümitsiz olanlar şeklinde kendi içlerinde iki farklı kategoride değerlendirilmiştir. Böylece, firmaların ne kadarının krediye gereksinimi olduğunu, ne kadarının krediye erişiminin olduğunu oldukça pratik şekilde aydınlatmak mümkün olmaktadır. Sonuçlar firmaların yüzde 36'sının kendi finansman imkânlarından dolayı krediye

gereksinim duymadığını göstermektedir (Tablo 1). Genel olarak firmaların yüzde 46'sının kredi başvuruları kabul edilirken, yüzde 9'unun ise reddedildiği görülmektedir. Oluşturulan çerçeveden yola çıkarak, firmaların ne kadının kredi kısıtı altında olduğu, kredi için başvurup reddedilenlerin yüzdesi ile krediye ihtiyacı olsa dahi bir takım nedenlerden dolayı kredi almak hususunda ümitsiz olup kredi için başvurmayanların yüzdesinin toplamı alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Buna göre sonuçlar, firmaların yüzde 17'sinin kredi kısıtı altında olduğunu göstermektedir.

Kredi kısıtının firma ölçeğine göre nasıl değiştiğini ve firmaların kredi kısıtı altında olmasını belirleyen etkenlerin istatistiksel olarak incelenmesi amacıyla Tablo 2'te sonuçları özetlenen lojistik regresyon modeli tahmin edilmiştir. Bu noktada, kredi kısıtı değişkeninin oluşturulma şekline benzer

şekilde krediye erişebilme durumu değişkeni oluşturulmuştur. Krediye ihtiyacı olan firmalar içinden (krediye başvuran firmalar ile ihtiyacı olmasına karşın ümidi olmadığı için krediye başvurmamış firmaların toplamı) kredi kullanabilmiş olanlar için krediye erişebilme durumu 1 olarak belirlenmiş, kredi başvurusu reddedilen firmalar ile ümitsiz olduğu için başvurmamış firmalar için ise krediye erişebilme durumu 0 olarak tanımlanmıştır. Krediye erişebilme durumu bağımlı değişken olarak belirlenerek, firma ölçeği değişkenleri ve firma özelliklerini yansıtacak bir dizi kontrol değişkeni açıklayıcı değişken olarak seçilmiş (gecikmiş borcunun olması, denetimden geçmiş olması, ihracatçı olması) ve bir lojistik regresyon modeli oluşturulmuştur.

Tablo 1. Firmaların Kredi İhtiyacı ve Krediye Erişimine İlişkin Özet Tablo

Genel toplam (tüm firmalar)			
Toplam firma sayısı			
1133			
Yüzde			
100,0			
Krediye başvuranlar		Krediye başvurmayanlar	
Toplam firma sayısı		Toplam firma sayısı	
626		507	
Yüzde		Yüzde	
55,3		44,7	
Kabul edilenler	Reddedilenler	Gereksinimi olmayanlar	Ümidi olmayanlar
Toplam firma sayısı	Toplam firma sayısı	Toplam firma sayısı	Toplam firma sayısı
526	100	411	96
Yüzde	Yüzde	Yüzde	Yüzde
46,4	8,8	36,3	8,5

Kaynak: EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS).

Tablo 2. Krediye Erişebilme Durumunu Belirleyen Etkenler

Lojistik Regresyon Modeli				Gözlem sayısı=699
Krediye Erişebilme Durumu	Göreceli olasılıklar oranı	Standart Sapma	P-değeri	Sonuç
Firma ölçeği (Mikro)	-	-	-	-
Firma ölçeği (Küçük)	1.142	0.301	0.613	H0 reddedilemez
Firma ölçeği (Orta)	1.808	0.534	0.045	**
Firma ölçeği (Büyük)	2.830	1.076	0.006	*
Gecikmiş borcunun olması	0.323	0.075	0	*
Denetimden geçmiş olma	1.373	0.259	0.093	***
İhracatçı olma	1.838	0.365	0.002	*
Sabit	1.599	0.426	0.078	***

Firma ölçeğinin ilk düzeyi referans grup olarak alınmıştır.

Ho: Değişkenin modele katkısı önemsizdir.

* Ho $\alpha=0.01$ anlamlılık düzeyinde red

** Ho $\alpha=0.05$ anlamlılık düzeyinde red

*** Ho $\alpha=0.10$ anlamlılık düzeyinde red

Kaynak: EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS).

Tablo 2'de özetlenen sonuçlar betimsel analizde ortaya çıkan bulguları desteklemekte, aynı zamanda uluslararası karşılaştırmalı çalışmaların ortaya koyduğu bulgularla paralellik sergilemektedir. Buna göre, Türkiye anketi kullanılarak yapılan tahminlerde firmanın ölçeği büyüdükçe firmaların krediye erişim olasılığı artmaktadır. Tahmin edilen göreceli olasılıklar oranlarına (odds ratio) göre, orta ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimali mikro ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimalinin 1,8 katıdır. Benzer şekilde, büyük ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimali mikro ölçekli firmaların krediye erişebilme ihtimalinin 2,8 katıdır. Tahmin sonuçlarına göre, mikro ölçekli firmalar ile küçük ölçekli firmalar arasında krediye erişebilme ihtimali açısından istatistiksel olarak bir farklılık tespit edilmemiştir.

Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, mikro ve küçük ölçekli firmaların krediye erişimi orta ve büyük ölçekli firmalara kıyasla belirgin şekilde kısıtlı bulunmaktadır. Bulguların finansal politika tasarımı açısından önemli yansımaları olabileceği ortaya çıkmaktadır. Küçük ve orta ölçekli firmaların özellikle istihdamdaki yüksek payı düşünüldüğünde bu ölçekteki firmaların krediye erişimindeki belirgin engellerin kaldırılmasına yönelik yürütülecek politikaların ülkenin potansiyel üretim ve istihdam düzeyini artıracacağı düşünülebilir.

Krediye erişebilme durumunu belirleyen diğer etkenler firmanın gecikmiş borcunun olması, firmanın bağımsız denetimden geçmiş olması ve firmanın ihracatçı olmasıdır. Firmanın kredi ya da vergi borcunu ödeyemeyecek ölçüde finansal sıkıntı içinde olması, doğal olarak kredi verecek banka açısından kredi riskinin yükselmesi ve dolayısıyla bankanın kredi açma konusunda isteksiz davranması anlamına gelmektedir. Sonuçlar, firmanın vadesi üç aydan fazla geçmiş kredi veya vergi borcunun bulunmasının krediye erişim ihtimalini yüzde 67,7 oranında (= 1 - 0,323) azaltmakta olduğunu ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan, firmanın bağımsız bir denetim kuruluşu tarafından denetlenmiş olması krediye erişim ihtimalini 1,37 katına çıkarmaktadır. Firmanın muhasebe hesaplarının şeffaf bir şekilde denetimden geçmiş olması firmanın güvenilir ve kurumsal bir yapıya sahip olduğuna işaret etmektedir. Banka ile firma arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklanabilecek ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını bir ölçüde azaltabildiği için firmaların bağımsız denetimden geçmeleri kredi piyasasının daha etkin şekilde işlemesine imkân verebilecektir. Nitekim, Dünya Bankası (2007) raporunda Türkiye'de bağımsız denetimden geçen firmaların oranının özellikle küçük ve orta ölçekli firmalarda uluslararası karşılaştırmalara göre düşük olduğuna değinilmektedir.¹⁷ Dolayısıyla, muhasebe ve denetim uygulamalarını iyileştirecek kamu politikalarının krediye erişim konusunda belirgin bir rahatlatma yaratma potansiyeli bulunduğu düşünülmektedir.

Son olarak, firmanın ihracatçı olması ise krediye erişim ihtimalini 1,84 katına çıkarmaktadır. Firmanın ihracatçı olması ile krediye erişimin kolaylaşması arasındaki pozitif ilişkinin sebebinin ihracatçı firmaların bankalarla daha yakından ilişki kurma gerekliliğinden kaynaklandığı düşünülmektedir. İhracat faaliyetinde bulunan firmalar ihracat bedelini bankalar üzerinden tahsil ettikleri gibi teminat mektubu, akreditif, vs. gibi işlemlerden ötürü de bankalarla ihracatçı olmayan firmalara kıyasla daha yakın ilişki kurabilmektedir. Bundan ötürü de firma ile banka arasındaki bilgi asimetrisi, firmanın bağımsız denetimden geçtiği durumdakine benzer şekilde, bir ölçüde giderilmektedir. Bankanın firmanın faaliyetlerine ve hesaplarına daha hakim olması da bankanın firmaya kredi açma konusunda daha istekli olabilmesine imkân vermektedir.

Sonuç

Firmaların kredi piyasasıyla olan ilişkisi, para politikasının iktisadi faaliyeti etkileme kanalları üzerinde önemli etkiye sahiptir. Dolayısıyla, firmaların kredi talebi ve krediye erişimin önündeki engeller, para politikasının kredi kanalının etkinliğine dair daha kapsamlı bilgiye sahip olabilmek açısından önem arz etmektedir. Ayrıca, para politikasının kredi kanalı sektörel ayırmda veya firma büyüklüğü ayırmda farklı ölçülerde etkili olabilmektedir. Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası ile Dünya Bankası tarafından ortaklaşa yapılan "İş Ortamı ve İşletme Performansı Araştırması" sonuçları, firmaların kredi piyasası ve bankacılık sektörüyle ilişkisini ortaya koymak açısından önem arz etmektedir. Türkiye'de firmaların krediye erişiminin ne ölçüde kısıtlı olduğunu göstermesi açısından da önemli olan anket sonuçları, kredi kısıtının firma ölçeğine göre ters orantılı olduğunu göstermiştir.

¹⁷ Dünya Bankası (2007). Türkiye Yatırım Ortamı Değerlendirmesi, Cilt II, 21 Eylül 2007, http://www.tepav.org.tr/upload/files/1271231892r5971.Turkiye_Yatirim_Ortami_Degerlendirmesi_Cilt_2.pdf.

