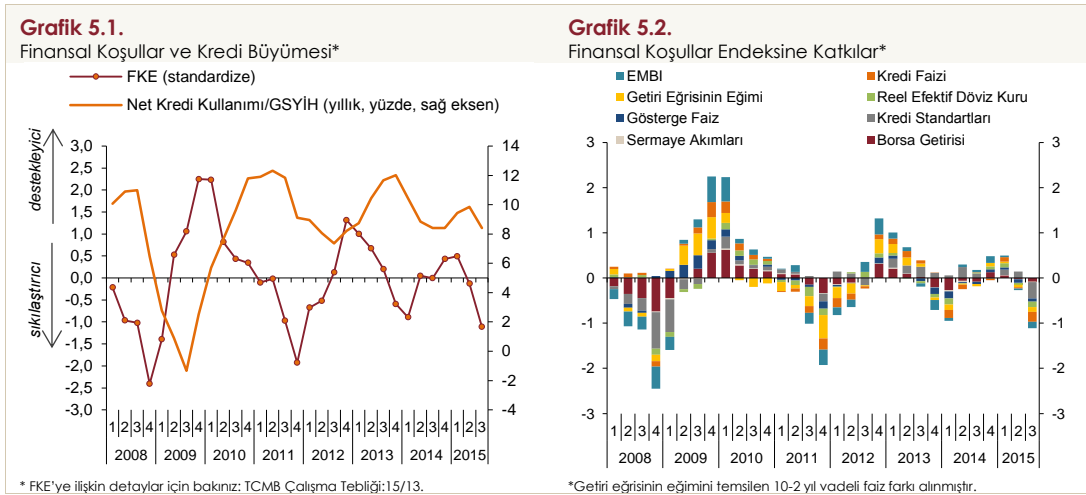


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2015 yılının üçüncü çeyreğinde ağırlıklı olarak Çin ekonomisinden kaynaklanan küresel ekonomik yavaşlama sinyalleri ve Fed'in para politikası uygulamalarına ilişkin belirsizliklerin artması finansal piyasalardaki oynaklıkların yükselmesine neden olmuştur. Küresel büyüme beklentilerindeki düşüş ve risk algılamalarındaki bozulma en çok emtia ihracatçısı ve yurt dışı finansmana bağımlı gelişmekte olan ülkeleri etkilemiş ve bu ülkelerden sermaye çıkışları yoğunlaşmıştır. Türkiye piyasaları da bu dönemde yurt dışı gelişmelerin yanı sıra iç belirsizlikler ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle oynak bir seyir izlemiştir. Söz konusu gelişmeler Türkiye'ye ilişkin kısa ve orta vadeli algılamaları daha fazla etkilerken uzun vadeli finansal göstergelerdeki bozulma görece olarak sınırlı olmuştur.

Fed'in Eylül ayında faiz artırımına gitmemesi ve ABD ekonomisindeki iktisadi faaliyet göstergelerinin beklenenden zayıf seyretmesi sonucunda faiz artışının 2016 yılının bahar aylarına erteleneceği beklentileri finansal piyasalardaki olumsuz gidişatın üçüncü çeyreğin sonlarına doğru tersine dönmeye başlamasına neden olmuştur. Emtia fiyatlarındaki düşük seyrin devam etmesi de iktisadi faaliyet ve cari açık konusundaki gelişmeleri olumlu yönde destekleyerek Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarını olumlu etkilemektedir.

Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) üçüncü çeyrekte kayda değer bir sıkılaştırıcı göstermiştir (Grafik 5.1). Bu dönemde başta kredi standartları ve kredi faizleri olmak üzere endekste yer alan tüm değişkenler finansal koşullara sıkılaştırıcı yönde katkı vermiştir (Grafik 5.2). Yukarıda bahsedilen gelişmelerin etkisiyle yılın geri kalan döneminde de yurt içi kredi büyümesinin yavaşlamaya devam edeceği öngörülmektedir. Yakın dönemde küresel risk iştahında görülen düzelme ve yurt içi risklere dair olumsuz algılamaların azalması finansal koşullardaki sıkılaştırmanın derinleşme ihtimalini azaltsa da, küresel piyasalara ilişkin belirsizlikler önemini korumaktadır.

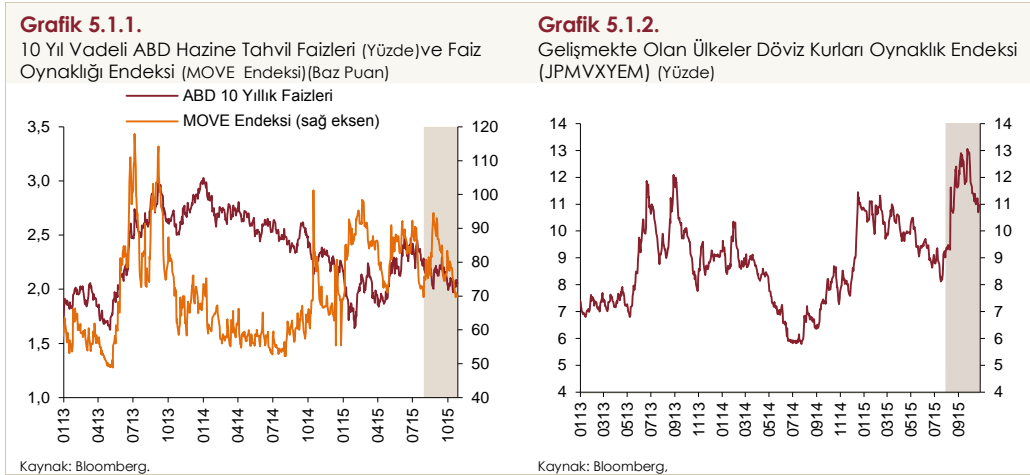


## 5.1. Finansal Piyasalar

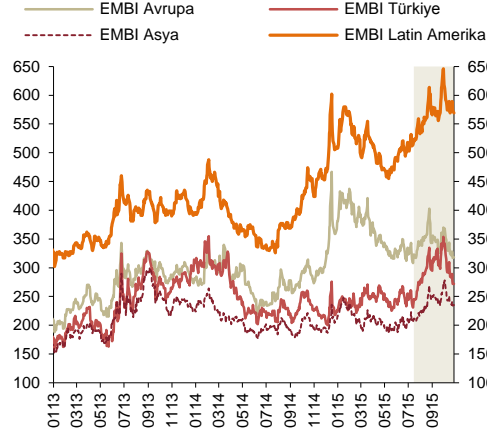
### Küresel Risk Algılamaları

Küresel para politikalarına dair belirsizlikler 2015 yılı üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Fed faiz artırımının zamanlamasına dair belirsizlik, küresel piyasaları etkileyen en önemli unsurlardan birisi olmuştur. Bu dönemde ABD ekonomisine dair açıklanan veriler karışık sinyaller vermiş, ABD ikinci çeyrek büyümesi yüzde 3,7 ile beklentileri aşarken, işsizlik ve enflasyon verileri beklentilere göre zayıf kalmıştır. Fed'in ilk faiz artırımını enflasyonun yüzde 2 hedef seviyesine yaklaşacağına emin olunduktan sonra yapacağını ifade etmesi ve küresel ekonomide görülen yavaşlamaya vurgu yapması, son dönemde söz konusu faiz artırımının 2016 yılına erteleneceğine dair beklentilere yol açmıştır. Bu nedenle, Eylül ayından itibaren ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizlerinde bir miktar düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Fed'in, ilk faiz artışının zamanlamasından ziyade faiz artırım sürecinin patikasına ve hızına vurgu yapması, faiz artışının yavaş ve kademeli bir şekilde yapılacağı beklentilerini güçlendirerek ima edilen faiz oynaklığında da düşüş yönünde etki yapmıştır.

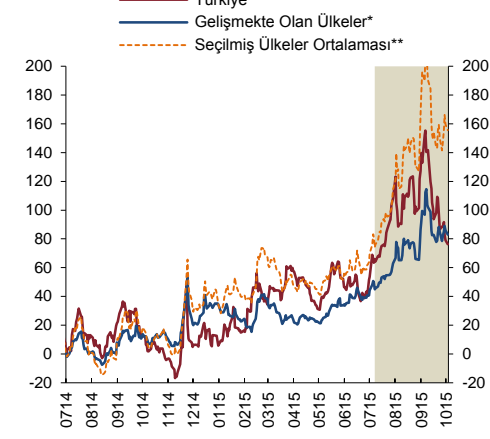
Euro Bölgesi'nde ise ikinci çeyrek büyümesi yüzde 0,4 ile sınırlı oranda artarken son verilere göre düşen enflasyonun enerji fiyatlarından kaynaklandığı belirtilmiş; bununla beraber enflasyonun yüzde 2 seviyesine sürdürülebilir olarak yaklaşması için varlık alım programının 2016 Eylül tarihi sonrasında uzatılabileceği açıklanmıştır. Bu dönemde, Çin iktisadi faaliyetine dair zayıf seyrin devam etmesi, Çin hisse senedi piyasasında görülen yüksek oranlı düşüş ve Çin para birimi Renminbi'nin ABD doları karşısında değer kaybetmesi küresel piyasalarda belirsizliği artıran önemli gelişmeler olmuştur. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkeler döviz kuru oynaklığı geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre belirgin olarak artmıştır (Grafik 5.1.2).



Çin ekonomisi kaynaklı olumsuz gelişmeler, gelişmekte olan ülke büyüme oranlarının beklentilerin altında kalması ve jeopolitik gelişmelerden dolayı küresel risk iştahı düşük düzeylerde kalmış ve Gelişmekte Olan Ülkeler Euro-Tahvil Endeksleri (EMBI) ile bu ülkelerin kredi temerrüt takası (CDS) primleri belirgin oranda artmıştır. Ancak son dönemde, Fed'in faiz artırımını 2016 yılına erteleyeceğine dair beklentilerin güçlenmesiyle risk primi göstergelerinde bir miktar düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Benzer şekilde, önceki Enflasyon Raporu döneminden bu yana önemli ölçüde artış gösteren Türkiye'nin risk primi göstergeleri de son dönemde gerilemiştir.

**Grafik 5.1.3.**Bölgesel EMBI Endeksleri  
(Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg.

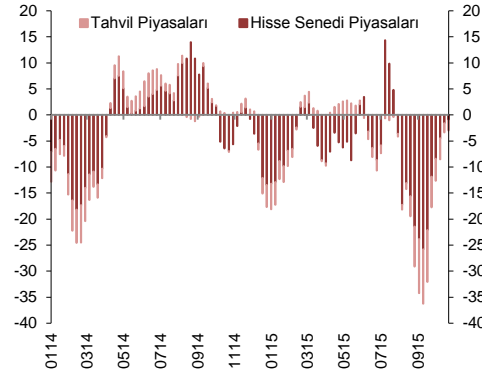
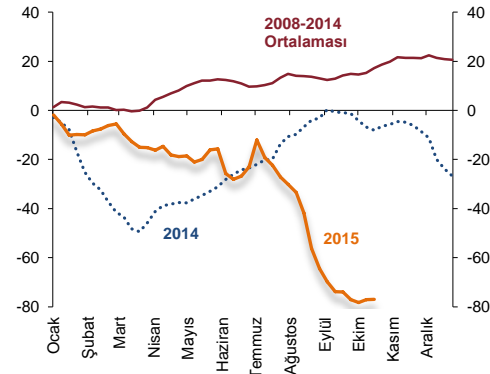
**Grafik 5.1.4.**Kümülatif Kredi Temerrüt Takası (CDS) Değişimleri  
(24 Temmuz 2014'ten itibaren, Baz Puan)

\*GOÜ içerisinde Brezilya, Şili, Kolombiya, Macaristan, Endonezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Güney Afrika bulunmaktadır.

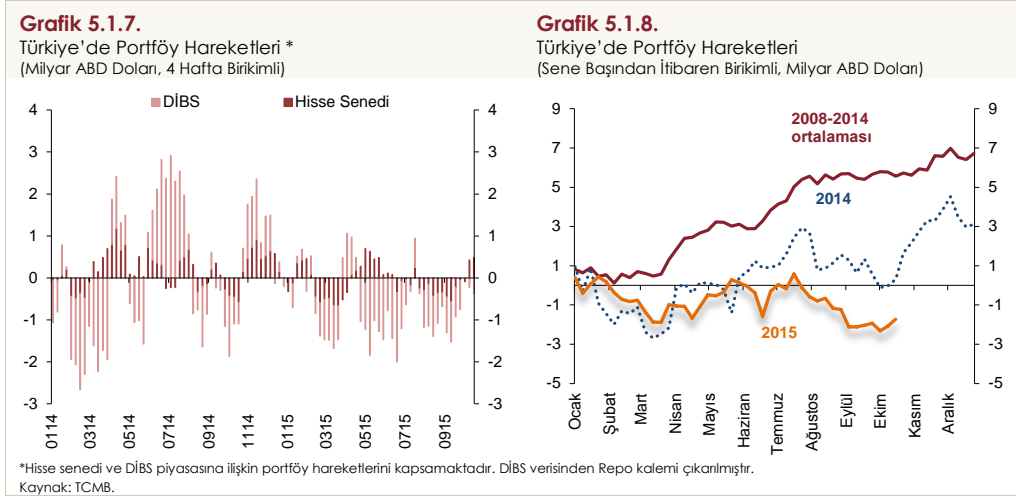
\*\*Seçilmiş GOÜ arasında ise Brezilya, Endonezya ve G. Afrika yer almaktadır.  
Kaynak: Bloomberg.

### Portföy Hareketleri

Yukarıda özetlenen küresel gelişmeler çerçevesinde 2015 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışları görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonlar daha detaylı incelendiğinde, hisse senedi akımlarındaki sert düşüşte Asya odaklı fonlar etkili olmuştur. Genel olarak bakıldığında, bu dönemdeki portföy çıkışlarının büyük ölçüde ABD ekonomisinde görülen toparlanma, Çin ekonomisinin yavaşlama eğiliminin devam etmesine dair endişelerin artması ve gelişmekte olan diğer ülkelerin ekonomik büyümelerinin de beklentilerin altında kalmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

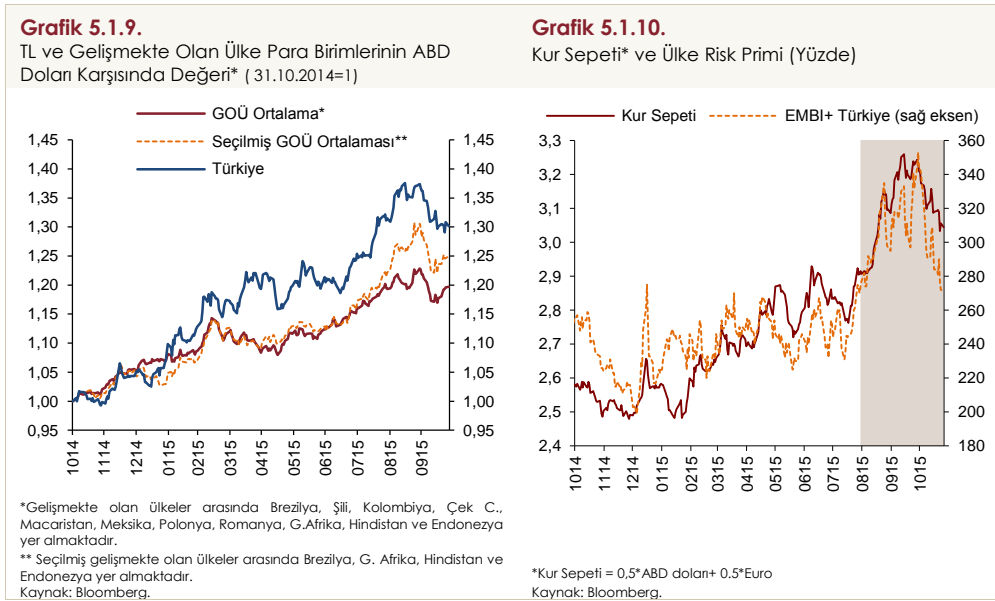
**Grafik 5.1.5.**Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri\*  
(Milyar ABD Doları, 4 Hafta Birikimli)\*Hisse senedi ve borçlanma senetlerine yapılan portföy hareketlerini kapsamaktadır.  
Kaynak: EPFR.**Grafik 5.1.6.**Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri\*  
(Sene Başı İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında görülen zayıf seyir ve yurt içi belirsizliklerin etkisiyle Türkiye'de de Temmuz ayından itibaren portföy çıkışları olduğu ve portföy akımlarının geçmiş yıllar ortalamasından belirgin ölçüde farklılaştığı görülmektedir (Grafik 5.1.7 ve Grafik 5.1.8).

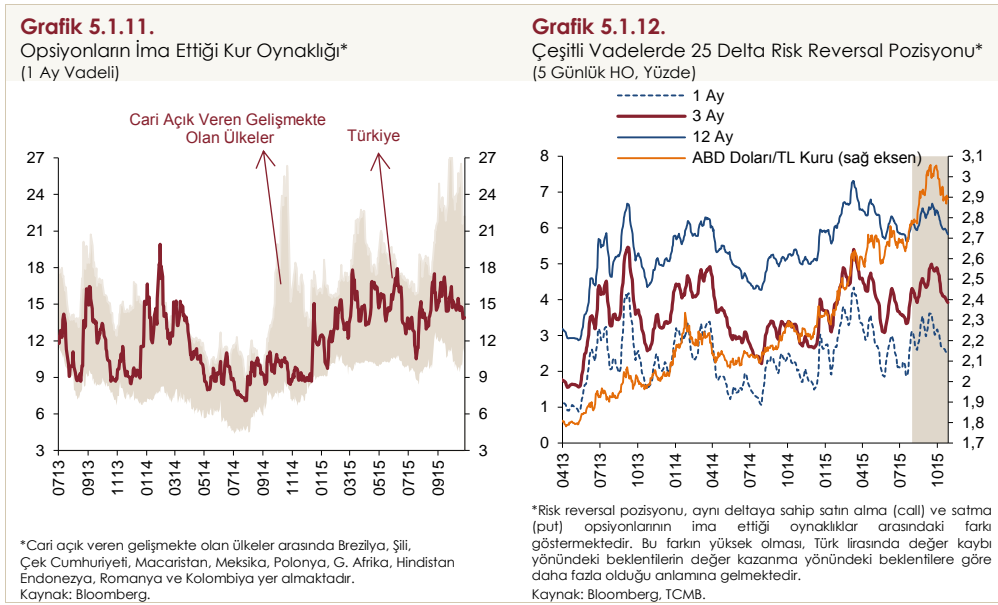


### Döviz Kurları

Fed faiz artırımına ilişkin beklentiler ve Çin hisse senedi piyasalarında gözlenen oynaklıklar sonucu azalan küresel risk iştahı ve artan ülke risk primlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülke para birimleri Temmuz Enflasyon Raporu döneminden bu yana ABD doları karşısında değer kaybetme eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.9). Son dönemde ABD'de beklentilerin altında kalan tarım dışı istihdam verisiyle beraber faiz artırımının ötelenebileceği algısıyla bir miktar toparlanan küresel risk iştahı sayesinde söz konusu değer kayıplarının bir kısmı geri alınmıştır. Türk lirası da yılın üçüncü çeyreğinde diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer bir hareket göstermiştir. Bu dönemde, risk primindeki artışla uyumlu olarak kur sepeti de artış kaydetmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı 30 Temmuz 2015 tarihinde 2,92 seviyesinde olan kur sepeti, 26 Ekim 2015 itibarıyla 3,05 seviyelerinde seyretmektedir (Grafik 5.1.10).



2015 yılı üçüncü çeyrek gelişmeleri, gelişmekte olan ülke para birimlerinin kur oynaklıklarına da yansımış ve ilgili para birimlerinin ima edilen oynaklıklarında artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ima edilen kur oynaklığı da diğer gelişmekte olan ülkelere benzer hareket ederek hem kısa hem de uzun vadede bir önceki döneme göre bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.1.11). Son dönemde ise olumlu seyreden küresel risk iştahıyla beraber, Türk lirasının ima edilen oynaklığı bir miktar düşüş kaydetmiştir. Kurda üçüncü çeyrek başında gözlenen değer kaybı, satın alma (call) ve satma (put) opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar arasındaki farkı ifade eden risk reversal pozisyonlarında da gözlenmiştir. Bu farkın artması, Türk lirasının değer kaybı yönündeki beklentilerin değer kazanma yönündeki beklentilere göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Ancak son dönemde kurda gözlenen toparlanma ile beraber risk reversal pozisyonlarının da bir miktar düştüğü dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.12.)



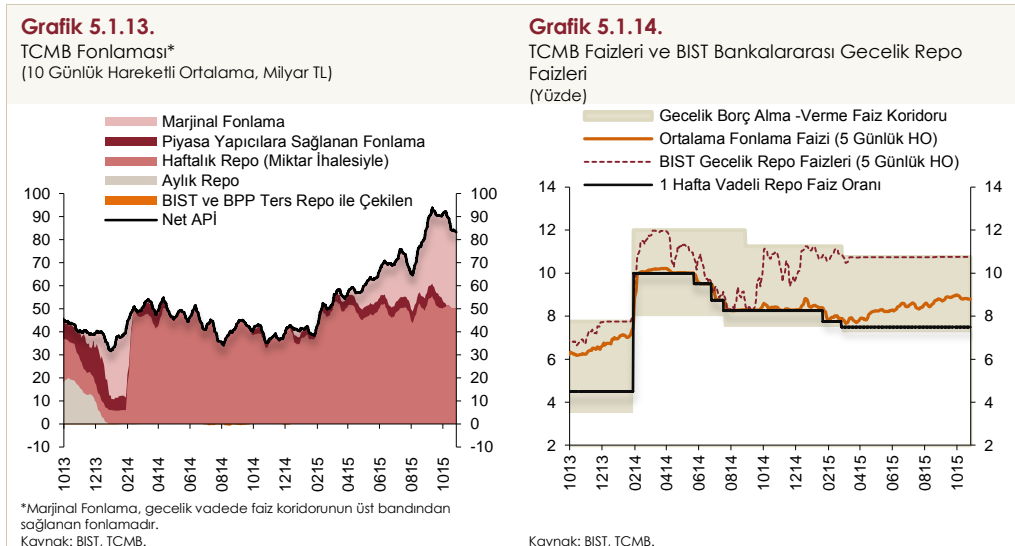
### Para Politikası Uygulamaları

TCMB 18 Ağustos 2015 tarihinde küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin bir yol haritası yayınlamıştır. Bu çerçevede faiz ve Türk lirası likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik politikalarda normalleşme sürecinin öncesinde ve devam eden süreçte yapılacak değişikliklere yer verilmiştir. Buna göre faiz ve TL likiditesi politikasında sadeleşmeye gidilerek piyasa yapıcı bankalara tanınan borçlanma imkanı faiz oranının kaldırılacağı ve teminat koşullarının sadeleştirileceği duyurulmuştur. Ayrıca küresel para politikalarında yaşanacak normalleşmeyi takiben faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceği ve daraltılacağı açıklanmıştır. Bunun yanı sıra, küresel para politikalarının normalleşmesi öncesinde ve sırasında döviz likiditesi politikasında esneklik artırıcı tedbirler alınacağı ve finansal istikrarı destekleyici tedbirler bağlamında çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı destekleyici yönde ilave adımlar atılacağı ifade edilmiştir.

TCMB, 16 Eylül 2015 tarihinde yayınladığı "Teminat Koşullarının Sadeleştirilmesi ve Piyasa Yapıcı Banka Fonlama İmkanında Yapılan Değişiklik" başlıklı sunumla Türk lirası likidite politikasındaki değişiklikleri duyurmuştur. Bu çerçevede, 23 Eylül 2015'den itibaren piyasa yapıcı bankalara repo

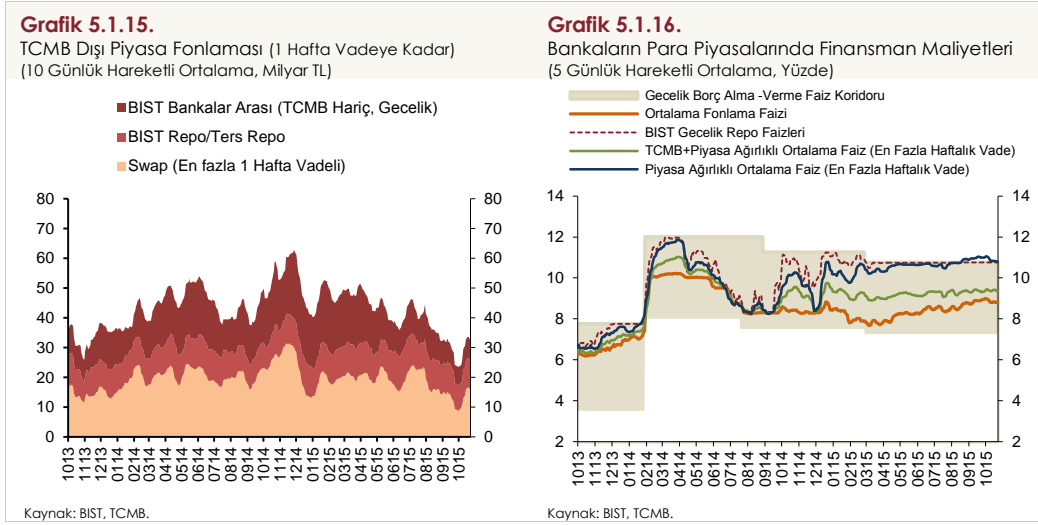
işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı uygulaması kaldırılmış, piyasa yapıcılığı sisteminin bu bankaların TCMB'den sağladıkları fonlama maliyeti değişmeyecek şekilde 1 hafta vadeli miktar ihalesi teklif limitlerinde avantaj sağlanması yoluyla desteklenmesi uygulamasına başlanmıştır. Ayrıca 28 Eylül 2015'den itibaren geçerli olmak üzere Türk lirası işlemlerinin teminat koşullarında sadeleşmeye gidilmiştir. Bu kapsamda fazla bulundurma oranları tüm translarda eşitlenmiş, Türk lirası teminatlar için 13 adet olan fazla bulundurma oranı 2 adede, yabancı para teminatlar için 18 adet olan fazla bulundurma oranı 3 adede indirilmiştir. Türk lirası işlemleri için teminata döviz depo imkanı getirilmesi imkanı hatırlatılmış; bu imkanın 1 ay vadeli döviz depo olarak kullanılmasına, döviz depolara ödenecek faiz oranlarının ilan edilmesine ve teminat olarak getirilen döviz depo tutarına banka bazında üst sınır belirlenmesine karar verilmiştir. 28 Eylül 2015 tarihinden itibaren yürürlüğe giren söz konusu değişikliklerle bankaların likidite yönetiminin etkinleştirilmesi hedeflenmektedir.

2015 yılı üçüncü çeyreğinde TCMB, sene başından itibaren gözlenen birikimli döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisini sınırlamak amacıyla para politikasındaki sıkı sürdürmüştür. Bu dönemde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7,5, gecelik borç verme faizi yüzde 10,75, ve gecelik borç alma faizi yüzde 7,25 oranında sabit tutulmuştur. TCMB fonlaması ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam ederken, marjinal fonlamanın payı giderek artmıştır (Grafik 5.1.13). Buna bağlı olarak, ortalama fonlama faizinin önceki Rapor dönemine göre daha yüksek seviyelerde oluşması sağlanmıştır. Temmuz Enflasyon Raporu dönemi itibarıyla yüzde 8,5 olan ortalama fonlama faizi son dönemde yaklaşık yüzde 8,75 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, geçen çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de bankalararası gecelik repo faizlerinin faiz koridorunun üst bandında oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.14). Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. TCMB, enflasyon beklentilerini, fiyatlama davranışlarını ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeleri dikkate alarak para politikasındaki sıkı duruşu gerekli görülen süre boyunca sürdürecektir.

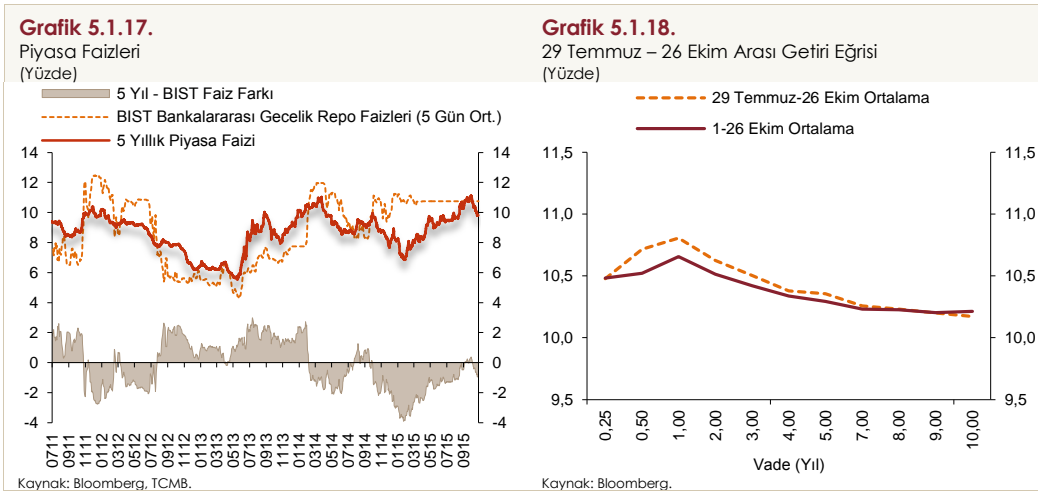


Bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının karşılamasında TCMB tarafından sağlanan fonların yanı sıra bankaların farklı piyasalardan sağladıkları kısa vadeli fonlar da önemli bir yer tutmaktadır. Para piyasalarında, TCMB dışındaki piyasa oyuncularından sağlanan ve en fazla bir hafta

vadeye sahip olan fonların başında kur takası piyasasından sağlanan fonlar gelirken; bunu BIST bünyesindeki Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'nda TCMB haricindeki bankalar ile ve BIST bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda aracı kurumlar ile yapılan işlemler takip etmektedir (Grafik 5.1.15). Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana TCMB dışı piyasa fonlaması azalmıştır. Söz konusu azalma TCMB dışı kaynaklardan sağlanan fonların ortalama maliyetinin marjinal fonlama faizinin üzerinde seyretmesinden kaynaklanmaktadır (Grafik 5.1.16). Gerek TCMB gerekse TCMB dışı fonların toplam içindeki ağırlıklarına göre hesaplanan efektif fonlama faizi ise Ekim ayı itibarıyla yüzde 9,4 civarındadır.

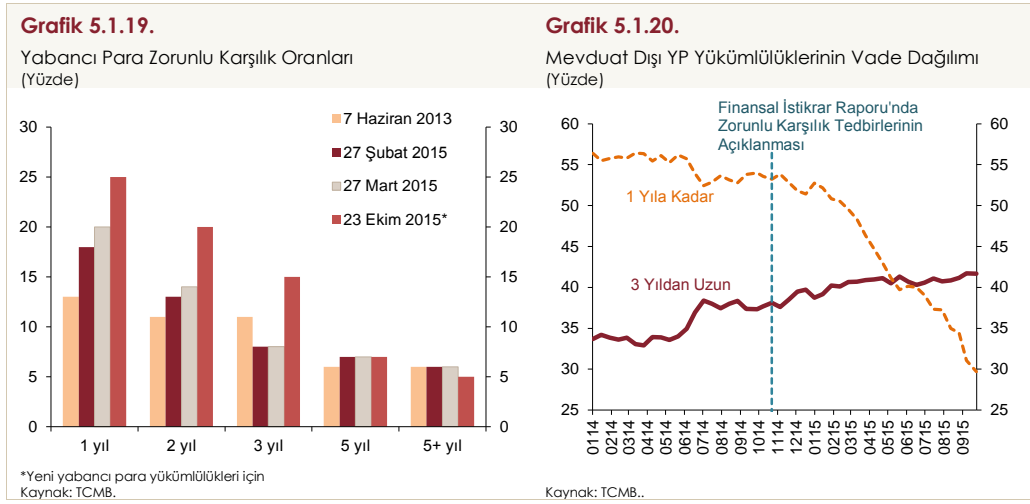


5 yıllık piyasa faizleriyle BIST bankalararası gecelik repo faizleri arasındaki fark 2015 yılı Ekim ayı itibarıyla sifıra yakın seyretmektedir (Grafik 5.1.17). Bu dönemde getiri eğrisinde kayda değer bir değişiklik yaşanmamış ve getiri eğrisi yataya yakın konumunu korumuştur (Grafik 5.1.18).



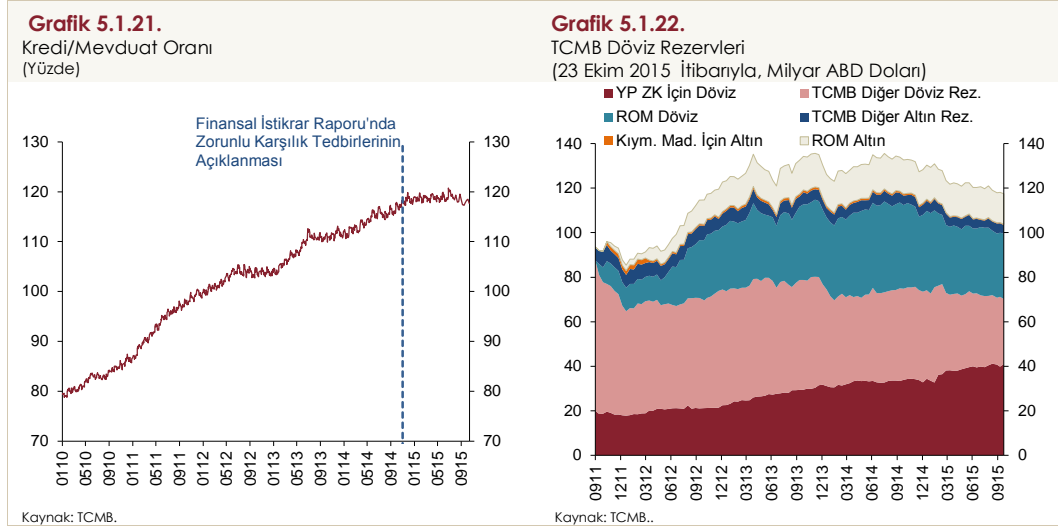
TCMB, faiz ve likidite politikasının yanı sıra finansal istikrarı destekleyici politika araçlarını da etkin bir şekilde kullanmaya devam etmektedir. Bu doğrultuda alınan tedbirlerle basiretli borçlanmayı destekleyerek makro-fansal riskleri sınırlamak ve dengeli büyümeye katkı sağlamak amaçlanmaktadır. 2015 yılı birinci çeyreğinde yapılan düzenlemelerle bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para

cinsinden çekirdek dışı yükümlülükleri için uygulanan zorunlu karşılık oranları vade uzatımını teşvik edici yönde artırılmıştı. TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı duyuruda finansal kuruluşların 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarını üç yıldan uzun vadeyi teşvik edecek şekilde değiştirmiştir (Grafik 5.1.19). Bu değişiklik 2014 yılı Kasım ayından bu yana çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesinde gözlenen uzama eğilimini desteklemektedir (Grafik 5.1.20). TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde yaptığı diğer duyuruda Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faizi Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50 baz puan artıracak olduğunu duyurmuştur. Bu düzenleme bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltacak ve çekirdek yükümlülüklerine ilave bir destek sağlayacaktır. Nitekim, ilgili düzenlemelerin ilk ilan edildiği Kasım 2014'ten itibaren Kredi/Mevduat oranındaki yükselişin yerini yatay bir seyre bıraktığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.21).



TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapılacaklara ilişkin yayınladığı yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere yer vermiştir. Bu amaçla, bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri 1 Eylül 2015 tarihinden itibaren yaklaşık yüzde 130 oranında artırılarak 50 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu çerçevede, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile ROM kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamı bankaların gelecek 1 yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye yükselmiştir. TCMB, küresel finansal piyasalarda artan oynaklık nedeniyle 19 Ağustos 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarının bir gün önce ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılacağını kamuoyuna duyurmuştur. Genel olarak TCMB döviz piyasasında likiditeyi dengeleyici bir politika çerçevesi uygulamaya devam etmektedir.





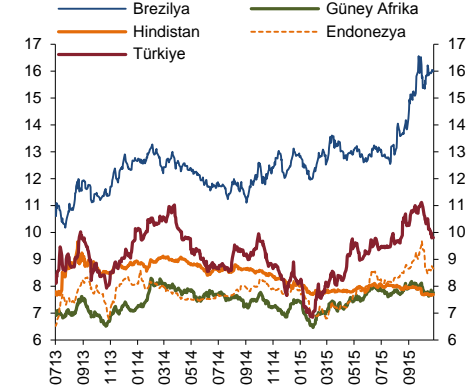
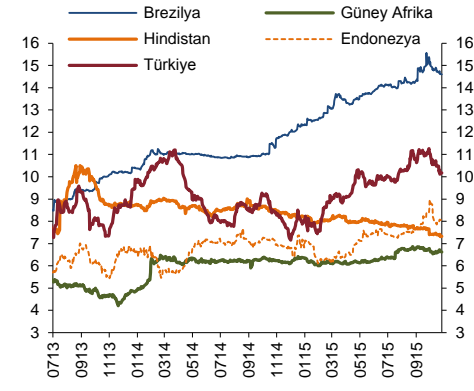
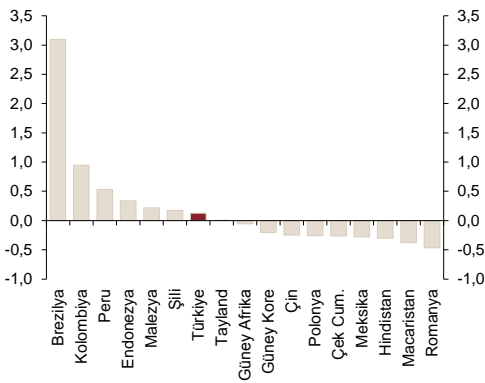
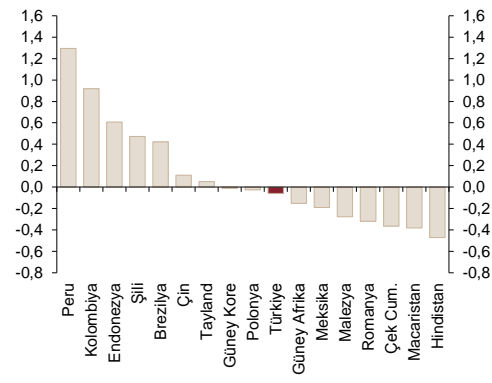
TCMB rezervlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı ölçüde bir düşüş yaşanmıştır (Grafik 5.1.22). Bu dönemde, yukarıda bahsedilen döviz likiditesini destekleyici döviz satım ihaleleri ile TCMB'nin diğer döviz rezervi azalmış, bu düşüş bankaların yabancı para zorunlu karşılık yükümlülükleri kapsamında tutulan rezervlerdeki artışla telafi edilmiştir. Bankaların ROM kapsamında tesis ettikleri tutarda ise bir değişiklik yaşanmamıştır. Finansal kuruluşların ROM kullanma oranları ikinci çeyrekte yüksek seviyesini sürdürmüş ve 9 Ekim 2015 tesis dönemi itibarıyla bu oran döviz için yüzde 96,1 (57,7/60) ve altın için yüzde 94 (28/30) olarak gerçekleşmiştir.

TCMB, 2015 yılı başından 22 Ekim 2015 tarihine kadar döviz satım ihaleleri ve enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşekküllerine doğrudan döviz satışı yoluyla 18,9 milyar ABD doları döviz satışı yapmıştır. Aynı dönemde reeskont kredileri yoluyla elde edilen döviz miktarı 12,7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde döviz satım ihalelerine ve enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşekküllerine doğrudan döviz satışına devam edilmesi TCMB döviz rezervini azaltıcı yönde, ihracat reeskont kredileri ise artırcı yönde etkileyecektir.

Özetle, mevcut küresel ve yurt içi koşullar dikkate alındığında, TCMB Türk lirasında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrar açısından ise destekleyici bir duruş sergilemektedir.

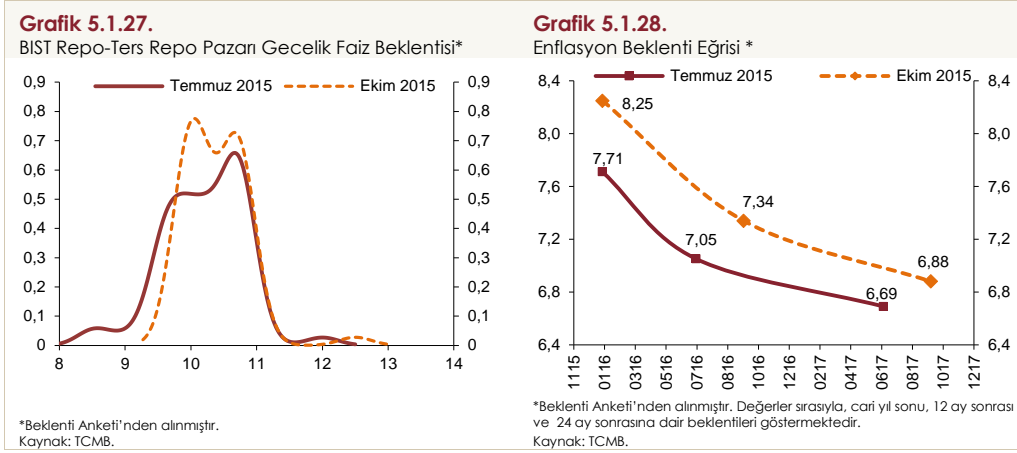
#### Piyasa Faizleri

2015 yılı üçüncü çeyreğinin başında gelişmekte olan ülkelerin ülke risk primlerinde gözlenen artış ve sermaye akımlarındaki zayıf ve dalgalı seyrin etkisiyle gelişmekte olan ülke piyasa faizleri bir miktar yükselmiştir. Ekim ayında küresel risk iştahında gözlenen toparlanmayla beraber, piyasa faizlerindeki artışlar kısmen geri alınmıştır (Grafik 5.1.23 ve Grafik 5.1.24). Bu dönemde Türkiye'nin piyasa faizleri de küresel gelişmelere ek olarak iç belirsizlik ve artan jeopolitik riskler sebebiyle artış kaydetmiştir. Son dönemde Fed'in faiz artırımını öteleyebileceği beklentisiyle, gelişmekte olan ülkelere yönelik olumlu seyreden küresel görünüm Türkiye'de faizlerin bir miktar düşmesine sebep olmuştur. Ülke bazında bakıldığında ise Türkiye, son dönemdeki toparlanmanın da etkisiyle, beş yıl ve altı ay vadeli piyasa faizlerinde bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı düzeyde değişim kaydetmiştir (Grafik 5.1.25 ve Grafik 5.1.26).

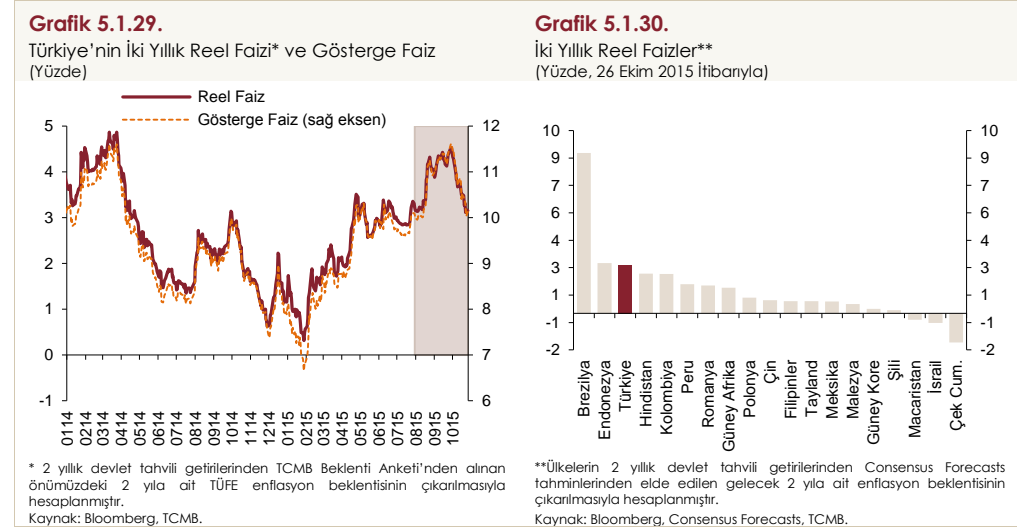
**Grafik 5.1.23.**Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri\*  
(26 Ekim 2015 İtibarıyla, Yüzde)\* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg**Grafik 5.1.24.**Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri  
(26 Ekim 2015 İtibarıyla, Yüzde)\* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg**Grafik 5.1.25.**Geçtiğimiz Rapor Dönemine göre Beş Yıl Vadeli  
Piyasa Faizlerindeki Değişim  
(31 Temmuz-26 Ekim 2015 Arası Değişim, Yüzde)\* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.  
Kaynak: Bloomberg.**Grafik 5.1.26.**Geçtiğimiz Rapor Dönemine göre Altı Ay Vadeli  
Piyasa Faizlerindeki Değişim  
(31 Temmuz-26 Ekim 2015 Arası Değişim, Yüzde)

Kaynak: Bloomberg.

2015 yılı boyunca TCMB'nin temkinli para politikasını sıkı likidite politikası ile desteklemesi sonucu BIST gecelik repo faizleri yılın üçüncü çeyreğinde de faiz koridorunun üst bandına yakın bir seyir izlemeye devam etmiştir (Grafik 5.1.14). Bu çerçevede, TCMB'nin sıkı likidite politikasının sürmesine ek olarak, para politikası normalleşmesi sürecinde Fed'den gelecek adımların takip edileceğinin belirtilmesiyle BIST Repo-Ters Repo Pazarı gecelik faiz beklentisi dağılımı bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı miktarda sağa kaymıştır (Grafik 5.1.27). Uzun vadeli piyasa faizleri üzerinde etkisi bulunan bir diğer unsur olan enflasyon beklentilerinde ise Temmuz ayına kıyasla artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.28).



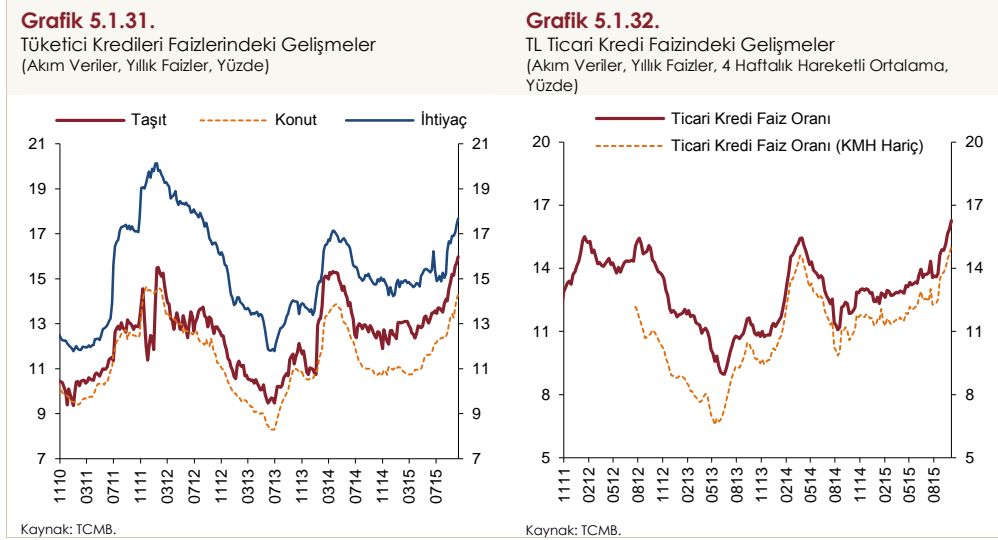
2015 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye'de reel faizlerin önce arttığı, daha sonra azaldığı gözlenmiştir. Bu dönemde iki yıl vadeli enflasyon beklentilerindeki artışa rağmen, nominal faiz oranlarındaki hareketin daha belirgin olması, iki yıl vadeli reel faizlerin bu çeyrekteki seyirinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.1.29). Gösterge faiz ise, üçüncü çeyrek boyunca genel olarak Türkiye'nin ülke risk primine paralel hareket ederek önce artmış, daha sonra ise düşüş kaydetmiştir. Son dönemde gözlenen sınırlı oranda düşüşlere rağmen Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst sıralarda yer almıştır (Grafik 5.1.30).



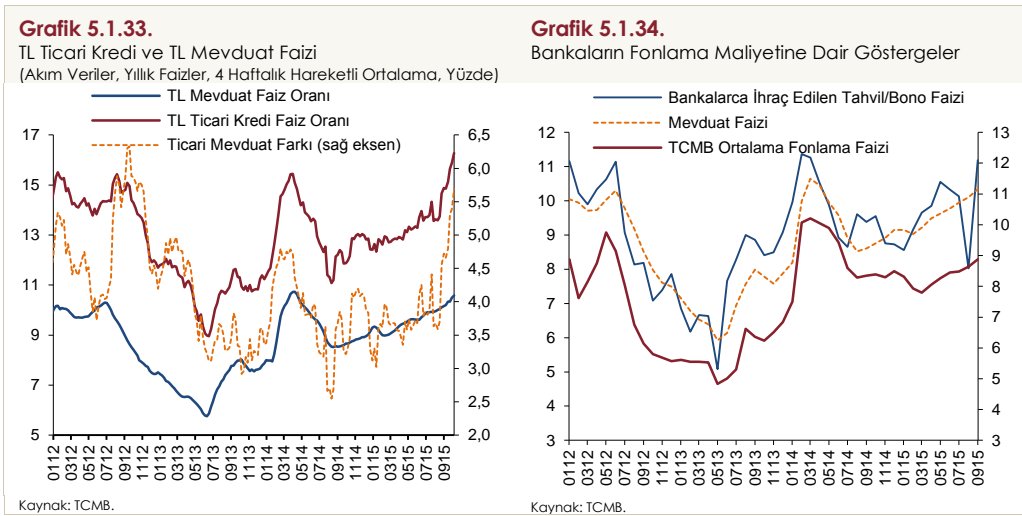
### Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

2015 yılının ilk çeyreğinde yatay bir görünüm sergileyen, ikinci çeyrekte ise artış gösteren finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları, üçüncü çeyrekte bu artış eğilimini devam ettirmiştir. Tüketici kredileri incelendiğinde, konut kredisi faiz oranları üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 160 baz puan artış gösterirken, ihtiyaç ve taşıt kredileri faiz oranlarının sırasıyla 130 ve 175 baz puan yükseldiği görülmüştür (Grafik 5.1.31). Ticari kredi faiz oranları ise tüketici kredi faiz oranlarına göre daha fazla bir artış sergileyerek yaklaşık 210 baz puan yükselmiştir. Benzer şekilde KMH hariç ticari kredi faiz oranlarındaki artış 200 baz puan civarında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.32). Üçüncü çeyrekte faiz

oranlarında gözlenen bu artış, Kredi Eğilim Anketi'nde yurt içi ve yurt dışı finansman koşullarında öngörülen sıkılaşma ile uyumludur.

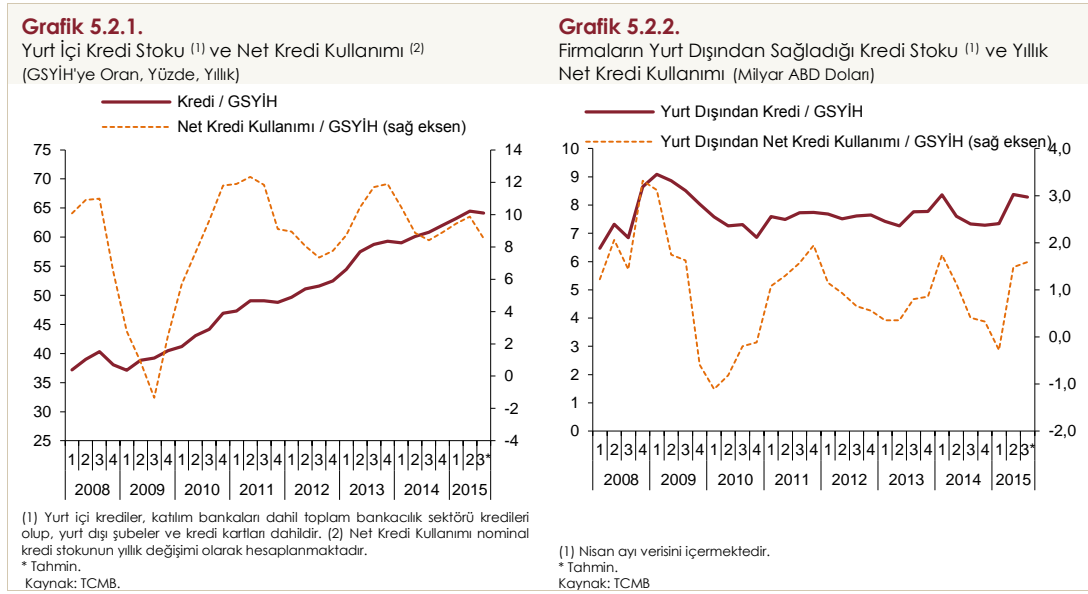


Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, TCMB tarafından sürdürülen sıkı likidite duruşunun ve dönem içinde artış gösteren ağırlıklı fonlama maliyetinin etkisiyle bir önceki çeyreğe göre 50 baz puan artmıştır. Ticari kredi faiz oranlarının yılın üçüncü çeyreğinde de mevduat faiz oranlarına kıyasla daha fazla yükselmesi sonucunda ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark artarak uzun bir aradan sonra 500 baz puanın üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.33). Gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının zayıf ve dalgalı olması bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizlerini de etkilemiştir. İkinci çeyrek sonunda zayıf seyir nedeniyle yaklaşık 100 baz puan artan bono ve tahvil faizleri, üçüncü çeyrek ortasında bir düşüş gösterse de, Eylül ayında tekrar artarak çeyrek sonunda yüzde 11,2 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.34).

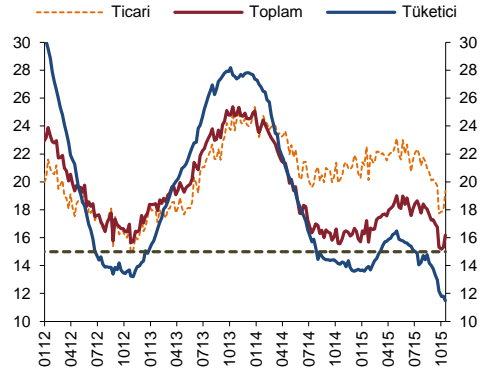


## 5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

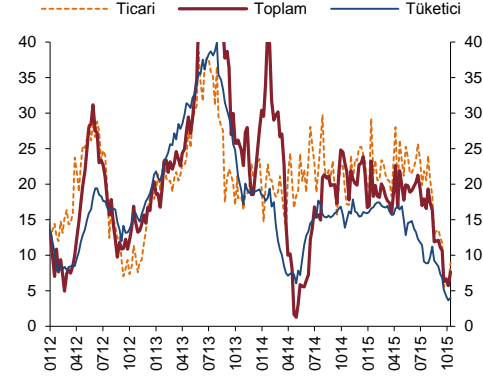
Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı 2015 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki döneme göre ılımlı bir şekilde azalarak yüzde 8,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.1). Yılın üçüncü çeyreğinde finansal koşullarda gözlenen sıkılaştırma önümüzdeki dönemde, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranının azalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı kredilerin 2015 yılı üçüncü çeyreğinde tarihsel ortalamalara yakın seyretmeye devam etmesi yurt dışı borçlanmasında zorluk yaşanmadığını göstermektedir (Grafik 5.2.2). Bu doğrultuda, firmaların yurt dışından kredi kullanımının geçen yılın aynı dönemine göre bir miktar arttığı gözlenmektedir.



TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikası ve BDDK'nın konut hariç bireysel kredilere yönelik yürürlüğe koyduğu makroihtiyati uygulamalar neticesinde yavaşlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranında, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki dönemde başlayan aşağı yönlü seyrin devam ettiği gözlenmiştir. Toplam kredilerin ayrımlarına bakıldığında, BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamalar ve tüketici güveninin zayıf seyri neticesinde ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümeye devam ettiği görülmektedir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2015 yılı üçüncü çeyreği sonunda geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 15,3 oranında artarak toplam kredilerdeki büyüme oranında referans seviye olan yüzde 15'e yaklaşmıştır (Grafik 5.2.3). Yılın üçüncü çeyreğindeki gelişmeleri yansıtan 13 haftalık hareketli ortalamalara göre, toplam krediler yıllıklandırılmış olarak yüzde 6,6 oranında büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4).

**Grafik 5.2.3.**Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları  
(Kur Etkisinden Anıdınlmış, Yıllık, Yüzde Değişim)

Kaynak: TCMB.

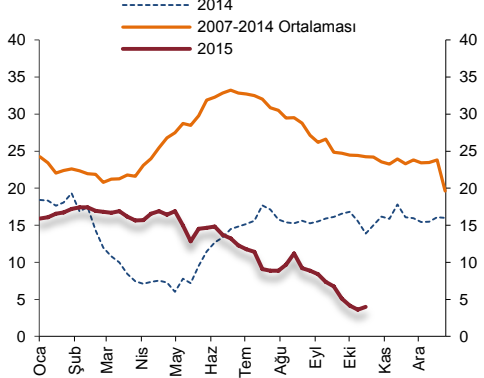
**Grafik 5.2.4.**Kredilerin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızları  
(Kur Etkisinden Anıdınlmış, 13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Yüzde)

Kaynak: TCMB.

2015 yılının ilk çeyreğinde geçmiş yıllar ortalamasının altında seyreden ve ikinci çeyrekte bir miktar daha azalan tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı, yılın üçüncü çeyreğinde önemli bir yavaşlama göstererek çeyrek sonunda yüzde 5 civarına düşmüştür (Grafik 5.2.5). Bir önceki çeyreğe göre görülen bu hızlı düşüş, taşıt kredileri hariç diğer alt kalemlerdeki yavaşlamadan kaynaklanmaktadır. Kredi Eğilim Anketi'nde ve Tüketici Güven Endeksi'ndeki gelişmeler dikkate alındığında kredilerde hem arz hem de talep yönlü bir yavaşlama beklenebileceğine dair sinyaller görülmektedir. Tarihsel gelişmelerle uyumlu olarak ortalama vadesi 5 yıl olan ve faize duyarlılığı diğer kredi türlerine göre daha fazla olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı diğer alt kalemlere halen daha yüksek olsa da, geçmiş yıllar ortalamalarının altına düşerek çeyrek sonunda yüzde 8,6 değerini almıştır. Yılın üçüncü çeyreğini kapsayan Kredi Eğilim Anketi'ne göre konut kredileri talebinde sınırlı bir azalma gerçekleşirken, kredi standartlarında da bir miktar sıkılaştırma gerçekleşmiştir. BDDK tarafından yürürlüğe konan makroihtiyati uygulamalar neticesinde negatif seviyelerde seyreden ve mevsimsel etkilerle beraber toparlanmaya başlayan taşıt kredileri büyümesi ise yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar daha toparlanmış (Grafik 5.2.6).

**Grafik 5.2.5.**

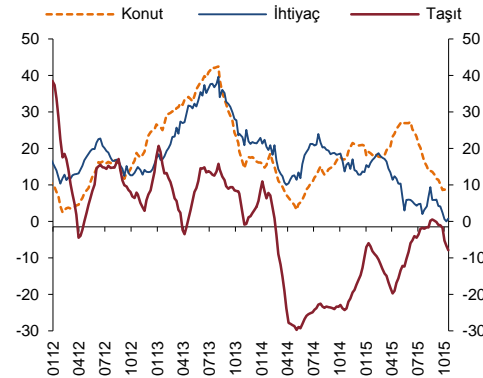
Tüketici Kredilerinin Yıllıklandırılmış Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

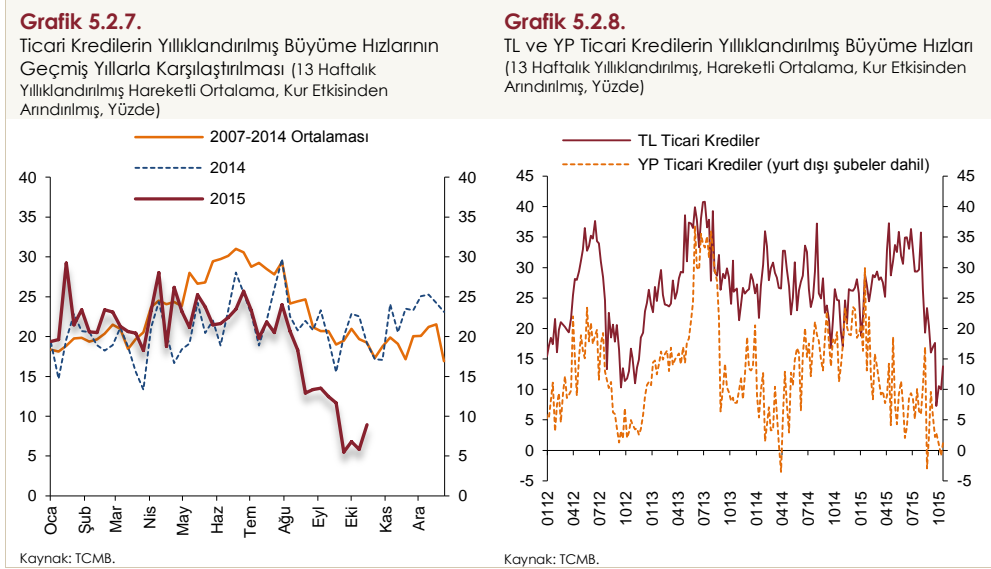
**Grafik 5.2.6.**

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

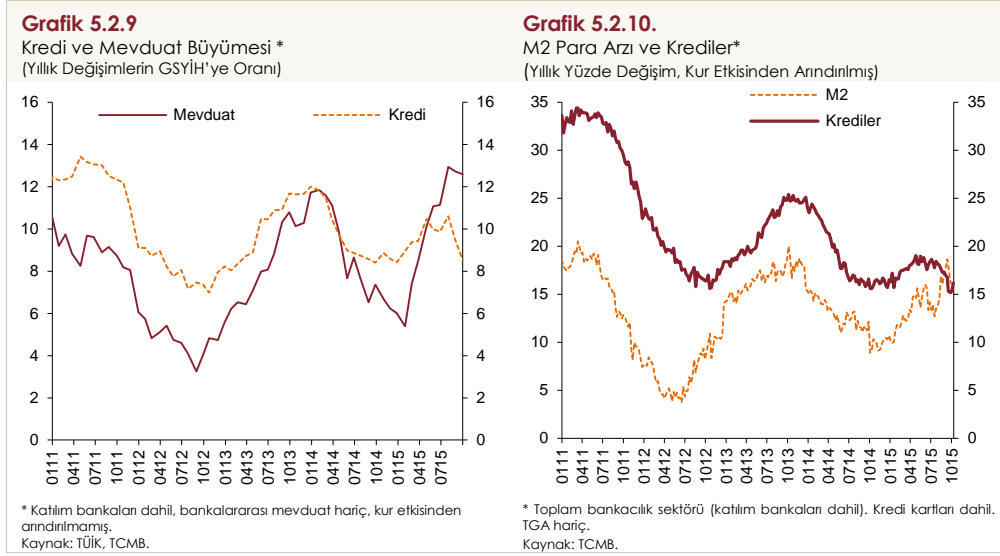


Kaynak: TCMB.

Yılın üçüncü çeyreğinde, ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmaya devam etmiş ve çeyrek sonunda yüzde 5,5 değerini almıştır (Grafik 5.2.7). Ticari kredilerdeki bu belirgin yavaşlama, büyük oranda yabancı para cinsinden ticari kredilerden kaynaklanmakla birlikte TL cinsinden kullanılan kredilerde de son çeyrekte bir yavaşlama görülmektedir (Grafik 5.2.8).



**30)** Yılın üçüncü çeyreğini kapsayan Kredi Eğitim Anketi sonuçlarına göre ticari kredilere ilişkin standartlarda önemli bir sıkılaşma görülmektedir. Ölçek ayırımında bakıldığında işletme kredileri standartlarında gerçekleşen kuvvetli sıkılaşmanın hem KOBİ hem de büyük firmalar için geçerli olduğu göze çarpmaktadır. Öte yandan, ankete verilen cevaplar, bankaların uzun vadeli ve yabancı para cinsi kredi verme iştahındaki azalmanın daha fazla olduğunu göstermektedir. İşletmelere verilen kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında ise son üç çeyrekte kredi standartlarını daraltıcı yönde etkileyen görece olarak en önemli faktörün genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler olduğu gözlenmektedir. Finansman sağlama koşulları dikkate alındığında hem yurt içi hem de yurt dışı finansman koşullarının sıkılaşığı, ancak yurt içi sıkılaşmanın biraz daha belirgin olduğu görülmektedir. 2015 yılı son çeyreğine dair beklentilerde ise kredi standartlarında bir miktar daha sıkılaşma beklentisi ön plana çıkmaktadır. Benzer şekilde finansman koşullarında da sıkılaşmanın artması beklenmektedir. Talep tarafına bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde kredi talebinde düşüş olduğu ve büyük ölçekli firmaların kredi talebindeki düşüşün daha fazla olduğu gözlenmektedir. Bu düşüşün arkasında yatırım talebindeki azalışın olduğu, borcun yeniden yapılandırılması nedeniyle artan kredi talebinin toplam kredi talebindeki düşüşü engelleyemediği görülmüştür.



TCMB ve BDDK tarafından uygulanan politikalar neticesinde yılın ikinci çeyreğinde kredi artış hızına yaklaşan mevduat artış hızı, 2015 yılının üçüncü çeyreğinde kredi büyüme hızından fazla gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.9). M2 tanımlı para arzı ve krediler arasındaki ilişkiye bakıldığında kredilerin ve para arzının büyüme hızlarının son dönemde bir miktar farklılaşmakla birlikte uyumlu olduğu ve makul düzeylerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.2.10).

#### Parasal Göstergeler

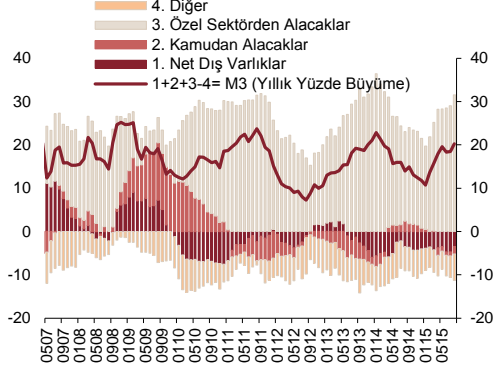
Özel sektöre açılan krediler M3 tanımlı geniş para arzındaki gelişmeleri belirlemeye devam etmektedir. Ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki artış hızının son aylarda yavaşlamasıyla birlikte, M3 para arzındaki artışın da yılın üçüncü çeyreğinde daha ılımlı bir seyir içine girdiği görülmüştür. Banka kârlılıklarına paralel olarak seyreden ve görece olarak durağan bir seyir izleyen Diğer kalemi, bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliğini korumakla birlikte, bu kalemin para arzı üzerindeki negatif katkısı istikrarlı bir şekilde sürmektedir. Diğer kalemine göre daha değişken olan Kamudan Alacaklar kalemi ise, M3 büyümesine 2015 yılının ikinci çeyreğinden itibaren verdiği azaltıcı yönde katkısına devam etmektedir (Grafik 5.2.11).

Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin yıllık büyüme hızında 2014 yılının dördüncü çeyreğinden sonra gözlenen artış eğilimi dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.12). Bu gelişmenin, yurtiçi talepteki ılımlı artışla birlikte son aylarda gözlenen fiyat artışlarının emisyon talebi üzerindeki etkisinden kaynaklanabileceği düşünülmektedir.



**Grafik 5.2.11.**

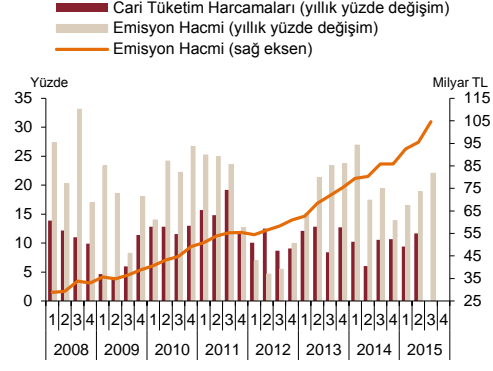
M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri  
(M3'ün Yıllık Büyümesine Katkıları)



Kaynak: TCMB.

**Grafik 5.2.12.**

Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları\*  
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

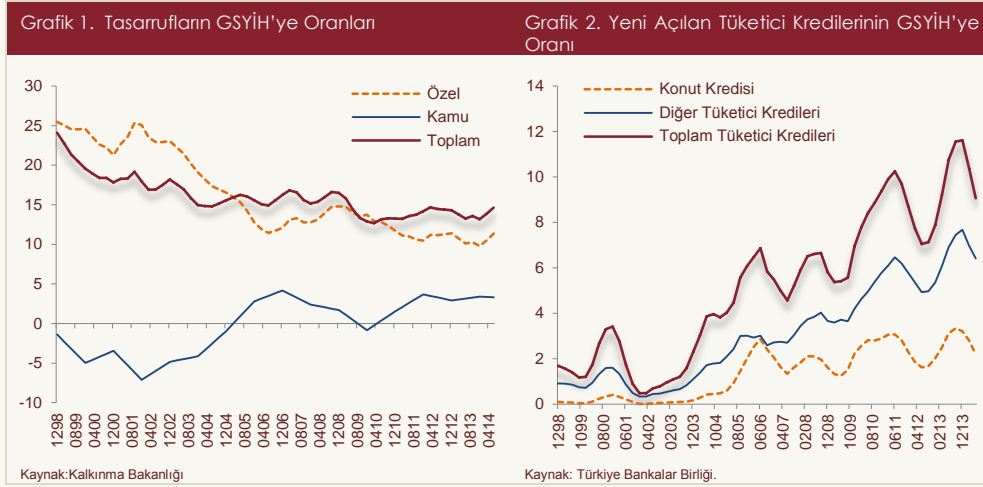


\*Tüketim harcamaları cari fiyatlarla mobilya, ev aletleri ve ulaştırma haberleşme hariç özel tüketim ve kamu tüketimini içermektedir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Kutu  
5.1

## Krediler ile Özel Kesim Tasarruf İlişkisi

Türkiye ekonomisi 2001 krizinden sonra uygulanan reform programı çerçevesinde kamu borç stokunda yaşanan önemli düşüş ve enflasyon ile reel faizdeki gerilemenin etkisiyle kriz öncesine göre daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. Ekonominin daha istikrarlı hale geldiği 2001 krizi sonrası dönemde özel kesim tasarruf oranı (tasarrufun GSYİH'ye oranı) önemli ölçüde azalırken, hane halkının krediye erişiminin kolaylaşması ile beraber tüketici kredileri belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1 ve Grafik 2).



Bu çalışmada, çeyreklik veriler kullanılarak 1998-2014 dönemi için Türkiye'de özel kesim tasarruf oranının belirleyicileri incelenmekte ve özellikle konut kredisi ve konut-hariç kredilerin özel kesim tasarrufu üzerindeki etkisine bakılmaktadır. Konut kredisinin GSYİH'ye oranı halen düşük seviyelerde olmak ile beraber, kredilerin mevcut büyüme eğilimini devam ettirmesi halinde bu oranın da artması beklenmektedir. Bu nedenle, konut kredisinin özel kesim tasarruf oranı üzerindeki etkisinin ilerleyen dönemlerde daha büyük önem kazanacağı değerlendirilmektedir.

Türkiye'deki düşük tasarruf oranı, yatırım ve büyümenin önünde önemli bir engel olmanın yanı sıra cari açığın da önemli bir nedenidir. Yurt içi tasarruf oranının düşük olması nedeniyle, yatırım ve büyüme yüksek düzeyde oynaklık gösteren ve ülkeler arası kazanç farklılıklarına hassas olan yabancı sermayeye bağımlı hale gelmektedir. Öte yandan, bugünkü yabancı sermaye girişleri ileride daha yüksek düzeyde sermaye çıkışlarına sebep olabilmektedir. Bu nedenle, yerli sermaye yetersizliği ve yabancı borçlanmaya hassasiyet ekonomik büyüme üzerinde zaman içerisinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Bu durum, sağlıklı ve sürdürülebilir büyüme açısından yurt içi tasarrufların önemine işaret etmektedir.

Konut kredileri, hane halkı tasarrufu üzerinde önemli etkilere sahiptir. Hane halkı, konut kredisi almadan önce ön peşinat miktarını biriktirirken, konut kredisi aldıktan sonra da düzenli ödemeler yaparak konut kaynaklı varlıklarını artırmaktadır. Öte yandan, hane halkının konut kredisine erişim imkânının olması, çoğu hane halkının yaşamları boyunca yapacağı en büyük satın alma kararı (konut satın alma) üzerindeki belirsizlikleri azaltmaktadır. Konut kredisi olmadığı durumlarda, konut satın almak için fiyatı ve satın alma tarihi

belli olmayan bir gelecekte konut satın almak için hane halkı birikim yapmak zorunda kalmaktadır. Ancak konut kredisine erişimin mümkün olduğu durumlarda, konut fiyatı ve aylık ödemeler önceden belirlendiği için hane halkının konut satın almak için ne kadar birikim yapması gerektiği üzerindeki belirsizlikler azalmaktadır. Bu durumun hane halkı tasarrufunun önemli ölçüde azalmasına neden olabileceği değerlendirilmektedir.

Konut ve konut-hariç krediler ile özel kesim tasarrufları üzerinde belirleyici olduğu düşünülen diğer değişkenlerin etkilerini incelemek amacıyla aşağıdaki denklem en küçük kareler yöntemiyle hesaplanmıştır:

$$\Delta PS_t = \beta_1 \Delta PS_{t-1} + \beta_2 Y_t^g + \beta_3 \Delta EMBI_t + \beta_4 INT_t + \beta_5 ToT_t + \beta_6 \Delta GS_t \\ + \beta_7 \Delta MC_t^f + \beta_8 \Delta MC_t^s + \beta_9 \Delta NMC_t + \beta_{10} \Delta BC_t + \beta_{11} \Delta MC_t^f \Delta MC_t^s + \varepsilon_t$$

Bu denklemde,  $PS_t$  özel kesim tasarruf oranını,  $Y_t^g$  kişi başı reel milli gelir büyüme oranını,  $EMBI_t$  ülke risk primini,  $INT_t$  reel faiz oranını,  $ToT_t$  dış ticaret dengesini,  $GS_t$  kamu tasarruf oranını,  $\Delta MC_t^f$  yeni açılan konut kredisi akım verisini,  $\Delta MC_t^s$  konut kredisi stok verisini,  $NMC_t$  konut kredisi dışında kalan tüketici kredilerini ve  $\Delta BC_t$  de ticari kredileri göstermektedir.<sup>1</sup>

Tablo 1'de gösterilen tahmin sonuçlarına göre, konut kredisi ve diğer kredilerin dahil edilmediği analizde özel kesim tasarruf oranını belirleyen faktörler tasarruf oranının gecikmeli değeri ile ülke risk primi (EMBI) olarak bulunmuştur (Model 1 ve Model 4). Yeni açılan konut kredilerinin analize dahil edildiği Model 2 ve Model 5 sonuçlarına göre ise yeni konut kredilerinin GSYİH'ye oranında yüzde 1'lik bir artış özel kesim tasarruf oranında yüzde 1'den fazla bir düşüğe neden olmaktadır. Bu sonuçlar, konut kredisinin özel kesim tasarrufu üzerinde etkili olduğunu ve bu etkinin 2001 krizi sonrasında daha da güçlendiğini göstermektedir. ABD için yapılan benzer bir çalışmada da konut kredi ödemesinin özel kesim ve hane halkı kesimi tasarruf oranları üzerinde önemli ölçüde azaltıcı yönde etkiye sahip olduğu bulunmuştur (Tunç ve Yavaş, 2015b).

Bütün değişkenlerin analize dahil edildiği Model 3 ve Model 6 sonuçlarına göre, yeni konut kredilerinin özel kesim tasarruf oranı üzerindeki etkisi değişmezken, diğer kredilerin etkisi de istatistiksel olarak anlamlı çıkmaktadır. Konut dışı tüketici kredilerindeki yüzde 1'lik artış özel kesim tasarruf oranını yüzde 0,9'dan bir miktar fazla azaltırken, ticari kredilerdeki artış ise özel kesim tasarruf oranını olumlu yönde etkilemektedir. Konut kredilerinin bir kısmı konut varlığına yatırım olarak düşünülürken, diğer tüketici kredilerinin daha çok tüketim amaçlı olduğu değerlendirilmektedir. Konut kredilerinin özel kesim tasarruf oranı üzerinde diğer tüketici kredilerine göre daha büyük negatif etkiye sahip olması, bu kredilerin hane halkının en büyük yatırımı üzerindeki belirsizliği ortadan kaldırması şeklinde yorumlanmaktadır. Ticari kredilerin özel kesim tasarruf oranını pozitif yönde etkilemesi ise firmaların ticari kredilerin bir kısmını hem yatırımlardaki dalgalanmaları önlemek hem de kredi için ödenen sabit maliyetleri azaltmak için kullanmalarından kaynaklanabileceği düşünülmektedir (Eisfeldt ve Muir 2014).

Konut kredisinin GSYİH'ye oranı Türkiye için henüz görece düşük seviyelerde bulunmaktadır. Fakat bu kredinin büyüme hızındaki mevcut eğilimin devam etmesi, özel kesim tasarruf oranı üzerindeki negatif etkisi nedeniyle bu kredilerin üzerinde durulmasını gerektirmektedir. Nitekim yeni açılan konut kredisi ile konut kredi stoku etkileşimi değişkeninin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması, konut kredi stoğunun artmasıyla

<sup>1</sup> Analizde kredi verilerinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Model ve veri ile ilgili detaylar için Tunç ve Yavaş (2015a) çalışmasına bakılabilir.

beraber konut kredisinin özel kesim tasarruf oranı üzerinde etkisinin daha da büyülebileceğine işaret etmektedir. Ayrıca, bu sonuçlar, kredilerin tasarruf oranı üzerindeki etkilerini hafifletmek için vergilerin ve makroihtiyati tedbirlerin önemini de vurgulamaktadır. Türkiye verisiyle elde edilen bu bulguların, cari açık ve tasarruf oranı arasındaki yüksek ilişki nedeniyle, cari açık veren diğer ülkeler için de önemli olduğu düşünülmektedir.

Değişkenler	1998 - 2014			2002-2014		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Özel Kesim Gecikmeli Tasarruf Oranı	0.794*** (0.0943)	0.477*** (0.0930)	0.366*** (0.0834)	0.794*** (0.115)	0.363*** (0.0922)	0.229** (0.0916)
Kişi Başı Reel Milli Gelir Büyüme Oranı	0.0856* (0.0491)	0.0584 (0.0390)	0.0746 (0.0451)	0.0803 (0.0503)	0.0451 (0.0328)	0.0942** (0.0432)
EMBI	0.412*** (0.0837)	0.348*** (0.0670)	0.224*** (0.0629)	0.380*** (0.135)	0.273*** (0.0883)	0.265*** (0.0842)
Reel Faiz Oranı	-0.0565 (0.0517)	0.0901** (0.0412)	-0.0607 (0.0382)	-0.0566 (0.0578)	-0.103*** (0.0378)	-0.0573 (0.0388)
Dış Ticaret Haddi	0.00659 (0.0367)	0.00324 (0.0290)	-0.0372 (0.0267)	-0.0359 (0.0598)	-0.0986** (0.0394)	-0.0936** (0.0366)
Kamu Tasarruf Oranı	-0.229 (0.143)	-0.325*** (0.114)	-0.391*** (0.113)	-0.232 (0.171)	-0.447*** (0.113)	-0.622*** (0.129)
Yeni Açılan Konut Kredileri		-1.104*** (0.194)	-1.153*** (0.219)		-1.340*** (0.171)	-1.275*** (0.198)
Konut Kredileri Stoku			0.103 (0.378)			0.168 (0.333)
Konut Dışı Yeni Tüketici Kredileri			-0.955*** (0.210)			-0.938*** (0.254)
Ticari Krediler			0.180*** (0.0538)			0.129** (0.0588)
Yeni Konut Kredileri*Konut Kredileri Stoku			-0.422 (0.256)			-0.447* (0.222)
Gözlem Sayısı	58	58	58	49	49	49
R-squared	0.858	0.913	0.943	0.861	0.943	0.960

Standart hatalar parantez içinde sunulmuştur. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## Kaynakça

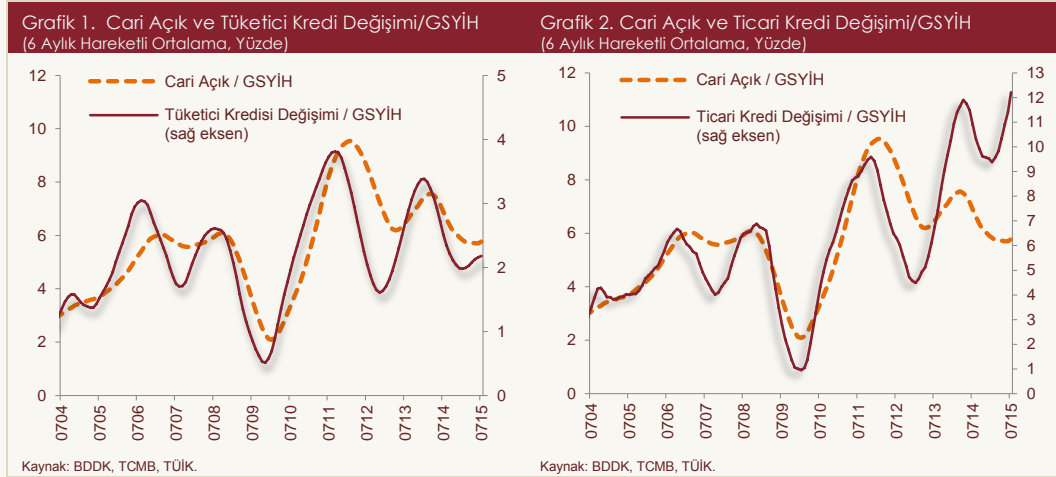
Eisfeldt, A ve T. Muir (2014) "Aggregate Issuance and Saving Waves", NBER WP 20442.

Tunç, C. ve A. Yavaş (2015a), "Not All Credit is Created Equal: Mortgage vs Non-mortgage Debt and Private Saving Rate in Turkey" TCMB Çalışma Tebliği, 15-24.

Tunç, C. Ve A. Yavaş (2015b) "Collateral Damage: How Mortgage Loans Decrease U.S. Savings", devam eden çalışma.

Kutu  
5.2Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi: Türkiye'ye ve Diğer Ülkelere Dair  
Bulgular

Krediler finansal istikrar açısından yakından takip edilmesi gereken en önemli değişkenlerden birisidir. Ayrıca, kredilerin iktisadi faaliyet ile ilişkili olması bekleneceği için hem enflasyon etkileri hem de talep yönetimi çerçevesinde kredi gelişmeleri para politikası açısından önem arz etmektedir. Kredilerin genel makroekonomik durum ile önemli bir ilişkisi de cari denge üzerindeki etkileridir. Örneğin, Ekinci, Erdem ve Kılınç (2015) çalışması özellikle gelişmekte olan ülkelerde kredi büyümesi ve cari denge arasında güçlü bir ilişki olduğunu ve kredi büyümesindeki bir hızlanmanın cari dengeyi bozucu etki yaptığını bulmaktadır. Kredilerin cari denge üzerindeki genel etkileri yanında, tüketici ve ticari krediler şeklinde bu ilişkinin nasıl farklılaştığı politika sonuçları da olabilecek önemli bir sorudur. Türkiye'de milli gelire oranla ticari kredi ve tüketici kredisi değişimlerinin cari açıkla olan ilişkisine bakıldığında, her iki kredi alt kaleminin de cari açıkla benzer hareket ettiği fakat yakın dönemde tüketici kredileri için bu ilişkinin daha güçlü olduğu görülmektedir. (Grafik 1 ve Grafik 2).



Kredilerin alt kalemleri ile cari denge arasındaki ilişkilerin farklılaşmasının bazı olası sebepleri bulunmaktadır. Tüketici kredilerindeki bir artışın tüketim talebini artırabilmesi ve artışın bir kısmının ithal mallara yönelebilmesi sebebi ile cari açığı bozucu bir etkiye sahip olması muhtemeldir. Ayrıca ekonominin arz kapasitesi sabit iken, tüketici kredileri ile finanse edilen bir tüketim talebi artışı ekonomide genel fiyat artışına neden olabilecek ve yerel paranın reel olarak değerlenmesine yol açabilecektir. Böylece reel kur değerlenmesi de ek bir kanal olarak cari açığı artırıcı yönde çalışabilecektir. Ticari kredilerin cari açık üzerindeki etkilerinin ise tüketici kredilerin etkilerine göre farklı olması beklenebilir. Örneğin, firmaların ithal girdilerini temin etmeye yönelik ticari kredi artışı cari açığı artırıcı etki yapabilirken, aynı zamanda gözlenen üretim artışı, üretim yapısında ithal girdi lehine genel bir bozulma yaşanmadığı müddetçe, cari açık bozulmasını sınırlandırabilecektir. Ayrıca yatırım amaçlı ticari kredi kullanımı da finansman ihtiyacının bir kısmının yurt dışından sağlanması ve/veya yatırımda ithal girdi kullanımı sebepleri ile ilk aşamada cari açık artışına yol açabilecek fakat yatırım sonucunda artan üretim kapasitesi arzı destekleyerek cari açık bozulmasını sınırlayacaktır. İthal girdi ve yatırım sonucunda artan üretim kapasitesi ayrıca firmaların ihracat faaliyetlerini de destekleyebileceği için cari açık üzerinde düşürücü etki yapabilecektir. Firmaların ihracata yönelik kredi kısıtının bağlayıcı olması durumunda ise ticari kredilerdeki artış doğrudan ihracat artışı yoluyla cari açıktaki bir düşüşe yol açabilecektir.

**Türkiye'ye Dair Bulgular**

Türkiye için 2003ç2-2015ç2 dönemini kapsayan ve çeyreklik veri kullanan basit regresyon analizi sonuçları Tablo 1'de özetlenmektedir.<sup>2</sup> Sonuçlar göre, milli gelir büyümesi cari denge açısından önemli bir açıklayıcı değişken olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, enerji ve altın hariç cari açık için reel kur da cari açık etkili bulunmaktadır. 2 ve 6 numaralı kolonlarda denkleme milli gelire oranla toplam kredi değişimi eklendiğinde, bu değişkenin istatistiksel olarak anlamlı ve cari dengeyi bozucu bir etkisi olduğu görülmektedir. Denklemlere daha sonra tüketici ve ticari kredi değişimleri beraber eklenmiş (3 ve 7 numaralı kolonlar), ayrıca bu iki kredi kalemindeki yakın ilişkinin oluşturabileceği teknik problemi azaltmak için tüketici kredisi değişimi yanında denklemlere ticari kredi payı eklenmiştir (4 ve 8 numaralı kolonlar). Bu sonuçlara bakıldığında, genel olarak, krediler ile cari denge arasındaki ilişkinin tüketici kredilerinden kaynaklandığı görülmektedir. Tüketici kredilerindeki bir artış istatistiki olarak anlamlı bir şekilde cari açığı bozucu etki yaparken, ticari kredi artışının cari denge üzerinde her hangi bir etkisi gözlenmemektedir.

	Bağımlı Değişken: Cari Açık/GSYİH				Bağımlı Değişken: Enerji ve Altın Hariç Cari Açık/GSYİH			
	1	2	3	4	5	6	7	8
Cari Açığın 1 Dönem Gecikmeli Değeri	0,810*** (0,072)	0,661*** (0,081)	0,625*** (0,085)	0,591*** (0,101)	0,729*** (0,142)	0,609*** (0,169)	0,613*** (0,152)	0,627*** (0,162)
GSYİH Büyümesi	-0,259*** (0,091)	-0,263*** (0,074)	-0,212*** (0,073)	-0,194*** (0,071)	-0,136*** (0,040)	-0,157*** (0,037)	-0,163*** (0,047)	-0,119*** (0,034)
Reel Efektif Döviz Kurunun 1 Dönem Gecikmeli Değeri	-0,023 (0,022)	-0,027 (0,022)	-0,009 (0,028)	0,005 (0,026)	-0,030* (0,015)	-0,036** (0,016)	-0,038* (0,022)	-0,026 (0,016)
Toplam Kredi Değişimi/GSYİH oranının 1 Dönem Gecikmeli Değeri		-0,107*** (0,038)				-0,055** (0,025)		
Ticari Kredi Değişimi/GSYİH oranının 1 Dönem Gecikmeli Değeri			-0,040 (0,067)				-0,067 (0,051)	
Tüketici Kredi Değişimi/GSYİH oranının 1 Dönem Gecikmeli Değeri			-0,423* (0,231)	-0,543*** (0,168)			-0,024 (0,161)	-0,226** (0,094)
Ticari Kredi Payı (Yüzde) 'nın 1 Dönem Gecikmeli Değeri				0,034 (0,054)				-0,016 (0,026)
Sabit	1,713 (2,497)	2,331 (2,431)	0,208 (3,093)	-3,902 (5,851)	3,298* (1,638)	4,452** (1,849)	4,708* (2,481)	4,415* (2,585)
Gözlem	48	48	48	48	48	48	48	48
R-kare	0,71	0,75	0,76	0,76	0,68	0,71	0,71	0,70

\*,\*\*,\*\*\* işaretleri sırasıyla yüzde 10, 5 ve 1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

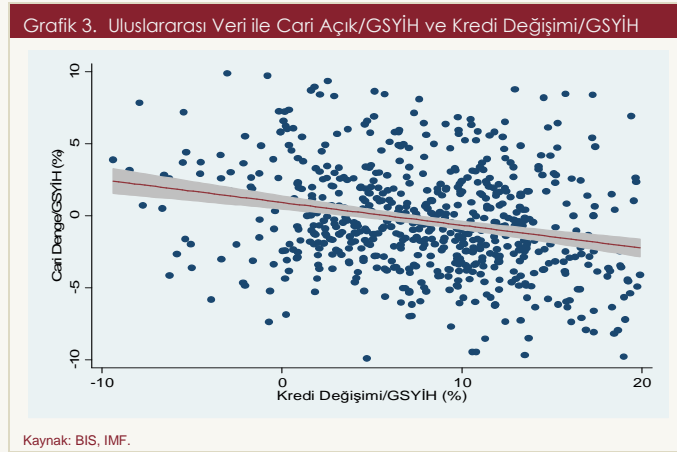
Tüketici kredilerinin ve ticari kredilerin cari açık üzerindeki etkisinin birbirinden farklı olması cari dengeye yönelik tedbirler açısından da bilgi değeri taşımaktadır. Elde edilen bulgular, toplam kredi artışının tüketici kredilerinin sınırlandırılması suretiyle kontrol edilmesinin cari dengeyi olumlu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

<sup>2</sup> Analizlerin ayrıntısı için 2014 Temmuz Enflasyon Raporu 5.2. numaralı kutuya ve Alioğulları ve diğerleri (2015a) çalışmasına bakılabilir.

### Uluslararası Bulgular

Kredi kompozisyonunun cari açıkla olan ilişkisine bakıldığında iktisat yazınında oldukça sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Coricelli vd. (2006) çalışması 1999-2004 dönemi için Türkiye'nin de dahil olduğu yedi Avrupa ülkesinde çeyreklik ve aylık frekansta kişisel kredilerin makroekonomik etkilerini incelemektedir. Bu çalışmada dış ticaret dengesi etkilerine bakıldığında Türkiye'de kişisel kredilerin dış dengeyi istatistiki olarak anlamlı bir şekilde bozduğu, ticari kredilerin ise dış dengeyi düzelttiği bulunmaktadır. Büyükkarabacak ve Krause (2009) Türkiye'nin de dahil olduğu 18 gelişmekte olan ülkede 1987-2005 dönemi için kredi kompozisyonu ve ticari denge ilişkisini incelemiştir. Bu çalışma tüketici kredilerinin ticari dengeyi olumsuz etkilerken ticari kredilerin ise olumlu etkilediğini bulmaktadır. Çalışmada kredi değişkenleri stok verilerin milli gelire oranı şeklinde hesaplanmıştır. Bu şekilde kullanımın bir miktar sorunlu olabileceği düşünülmektedir. Dış ticaret dengesi bir akım değişkeni iken kredinin kendisi bir stok değişkeni olmaktadır. Akım ve stok değişkenlerini karşılaştırmak yerine, kredi stokundaki değişimin milli gelire oranı hesaplanarak yeni bir akım benzeri veri oluşturulması ve ilişkinin bu şekilde incelenmesi daha uygun olabilecektir. Bu kısımda Büyükkarabacak ve Krause (2009) çalışması yakından takip etmekle birlikte kredilerin stok veri yerine değişim şeklinde kullanması tercih edilmiştir. Mian vd. (2015) tarafından yakın dönemde gerçekleştirilen çalışmada büyük çoğunluğu 1990-2012 dönemini kapsayan geniş bir ülke grubu analizinde tüketici kredilerinin makroekonomik etkileri incelenmiştir. Bu çalışmada kredi değişkenleri olarak kredi stokunun milli gelire oranının değişimi kullanılmış ve tüketici kredilerindeki artışın büyümeyi zayıflattığı, işsizliği artırdığı ve dış ticaret dengesini bozduğu bulunmuştur.

Uluslararası veri ile kredi kompozisyonunun cari açıkla olan ilişkisine ayrıntılı bir şekilde bakmak için BIS tarafından sağlanan ve çoğunlukla 1990-2013 dönemini kapsayan yıllık tüketici ve ticari kredileri veri seti kullanılmıştır.<sup>3</sup> Aşağıda grafikte veri setindeki ülkeler için kredi değişimi ve cari açık arasında ilişki gösterilmektedir.



Tablo 2'de analiz sonuçları sunulmaktadır. Bu sonuçlara göre tüketici kredilerinin cari denge üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve iktisadi olarak güçlü bir bozucu etkisi gözlenmektedir. Ticari krediler ise bazı denklemlerde etkisiz bulunmakta, bazı denklemlerde ise cari dengeyi iyileştirici etkisi ortaya çıkmaktadır. Bu bulgular, yazındaki diğer çalışma sonuçları ve bir önceki bölümdeki Türkiye bulguları ile de tutarlıdır.

<sup>3</sup> Analizlerin ayrıntısı için Alioğulları ve diğerleri (2015b) çalışmasına bakılabilir. Veride kullanılan ülkeler: Avusturya, Avustralya, Belçika, Kanada, Almanya, Danimarka, İspanya, Finlandiya, Fransa, İngiltere, ABD, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç, İsveç, Çin, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Endonezya, Hindistan, Kore, Meksika, Polonya, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye.

Tablo 2: Uluslararası Veri ile Cari Denge ve Tüketici Kredisi İlişkisi

Bağımlı Değişken: Cari Denge/GSYİH. Yöntem: Dinamik GMM

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Cari Denge/GSYİH (-1)	0,47*** (0,050)	0,44*** (0,075)	0,43*** (0,075)	0,43*** (0,076)	0,32*** (0,078)
Reel GSYİH Büyümesi	-0,043 (0,037)	-0,088** (0,042)	-0,087** (0,043)	-0,032 (0,047)	0,030 (0,057)
Reel Efektif Kur	-0,036** (0,015)	-0,039*** (0,015)	-0,038** (0,015)	-0,025 (0,016)	-0,030* (0,016)
(Tüketici Kredisi Değişimi /GSYİH)	-0,256*** (0,052)	-0,238*** (0,066)	-0,245*** (0,068)	-0,248*** (0,076)	-0,164*** (0,079)
(Ticari Kredi Değişimi /GSYİH)	0,015 (0,011)	0,031*** (0,012)	0,033*** (0,012)	0,033*** (0,011)	0,008 (0,032)
Dış Ticaret Hadleri		0,067*** (0,024)	0,062** (0,025)	0,068*** (0,026)	0,045* (0,025)
Dış Ticaret Hadleri Oynaklığı			0,130* (0,076)	0,131* (0,078)	0,071 (0,078)
Brüt Hükümet Borcu/GSYİH Oranı Değişimi				0,021 (0,015)	0,011 (0,015)
Reel Faiz Oranları					0,099 (0,065)
Gözlem Sayısı	613	339	319	306	206

\*, \*\*, \*\*\* işaretleri sırasıyla yüzde 10, 5 ve 1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Sonuç olarak, tüketici kredileri ve cari denge arasında hem Türkiye verisinde hem de uluslararası veride önemli bir ilişki gözlenmektedir. Bu sonuçlara göre, tüketici kredi stokundaki değişimin milli gelire oranında bir artış yaşanması cari açığı artırıcı yönde etki yapmaktadır. Bu sonuçlar, TCMB'nin 2010 yılının sonundan itibaren geliştirdiği finansal istikrarı gözetici yeni para politikası çerçevesi ile BDDK gibi kurumların makroihtiyati tedbirlerinin kredilerdeki büyümenin makul seviyelere çekilmesi ve tüketici-ticari kredi kompozisyonunun cari açığı dengelenmeyi destekleyici şekilde yönlendirilmesindeki önemini ortaya koymaktadır.

#### Kaynakça

- Alioğulları, Z. H., Başkaya, Y. S., Bulut, Y. E., Kılınc, M., (2015a). Türkiye'de Tüketici ve Ticari Kredilerin Cari Açıkla İlişkisi. TCMB Ekonomi Notları, No: 15/19.
- Alioğulları, Z. H., Başkaya, Y. S., Bulut, Y. E., Kılınc, M., (2015b). Credit Composition and Current Account Balance: International Evidence. Devam eden çalışma.
- Büyükkarabacak, B., Krause, S., (2009). Studying the effects of household and firm credit on the trade balance: The composition of funds matters. *Economic Inquiry*, 47: 653–666.
- Coricelli, F., Mucci, F., Revoltella, D., (2006). Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth?. CEPR Discussion Papers 5520.
- Ekinci, M. F., Erdem, F. P., Kılınc, Z., (2015). Credit Growth, Current Account and Financial Depth. *Applied Economics*, 47(17), pp. 1809–1821.
- Mian, A. R., Sufi, A., Verner, E. (2015). Household Debt and Business Cycles Worldwide. NBER Working Paper No. 21581.