

II. Finans Dışı Kesim

Hanehalkı varlık ve yükümlülükleri büyümeye devam etmekte olup, hanehalkı varlıklarına en büyük katkı TL mevduat artışından, hanehalkı yükümlülüklerine en büyük katkı konut kredisi kullanımlarından gelmiştir. İhtiyaç kredisi ve bireysel kredi kartı taksit limitlerinin ve konut kredisi konut/değer oranının Eylül ayında yükseltilmesi sonucu önümüzdeki dönemde yükümlülüklerin bir miktar artması beklenmektedir. Ancak uzun süredir hanehalkı varlık artış hızının yükümlülük artış hızının üzerinde gerçekleşmesi sonucu finansal kaldıraç oranı (yükümlülük/varlık) gerilemeye devam etmektedir.

Reel sektör finansal borçları GSYİH'ye oranla bir önceki rapor dönemine göre sınırlı olarak artsa da gelişen piyasalar ortalamasının altında seyretmektedir. Şirketlerin YP açık pozisyonunun artış eğiliminin sürmesi YP riski açısından bir kırılma faktörü olarak değerlendirilse de kur risklerini azaltıcı unsurlar göz ardı edilmemelidir. Nitekim reel sektörün YP finansal yükümlülüklerinin büyük bölümü beş yıl üzeri vadeli kredilerden oluşmaktadır. Bu yükümlülükler daha çok ihracatta önemli paya sahip sektörlerde (ör. imalat sanayi) ve devlet hizmet/ürün satın alma garantisi olan kamu-özel sektör işbirliği (KÖİ) projeleri kapsamında enerji, ulaştırma, sağlık ve inşaat sektörlerinde yoğunlaşmaktadır. Uluslararası piyasalardaki gelişmeler ve kurdaki dalgalanmaların bu sektörlerdeki ürün fiyatlamalarına yansıtılmasının, ihracat gelirlerinin sağladığı doğal korumanın ve devlet satın alma garantilerinin önümüzdeki dönemde oluşabilecek talep ve kur şoklarına karşı reel sektörü destekleyeceği değerlendirilmektedir. Ayrıca yapılan analizlerden ulaşılan firma YP kredi TGA oranının, TL TGA oranının oldukça altında olması kur riskleri açısından öngörülerini desteklemektedir.

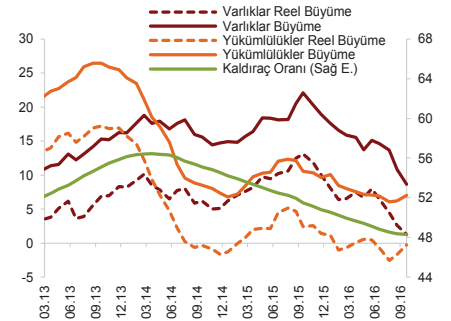
II.1 Hanehalkı Gelişmeleri

Hanehalkı finansal varlıkları ve yükümlülükleri, 2016 yılında geçtiğimiz yıla göre yavaşlayarak artmaya devam etmiştir (Grafik II.1.1). Varlık ve yükümlülük artış hızı enflasyon etkilerinden arındırıldığında ise, Rapor dönemi itibarıyla finansal varlıkların ve yükümlülüklerin geçen yılın aynı dönemine göre reel bir büyüme

Hanehalkı finansal kaldıraç oranı gerilemeye devam etmektedir.

Grafik II.1.1

Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülük Büyüme Oranları ve Finansal Kaldıraç Oranı (Yıllık Yüzde Değişim, Yüzde Pay)



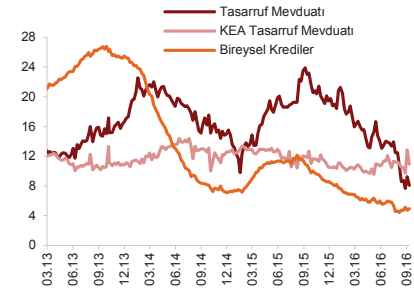
Not: Kaldıraç oranı, son 12 aylık yükümlülük toplamının son 12 aylık varlık toplamına oranını ifade etmektedir. Reel büyüme oranları TÜFE kullanılarak hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB, BDDK, SPK, MKK, TOKİ

Hanehalkı tasarruf mevduatı büyüme oranı bireysel kredi büyüme oranının üzerinde seyretmektedir.

Grafik II.1.2

Hanehalkı Kredi ve Mevduat Büyümesi
(Yıllık Yüzde Değişim)



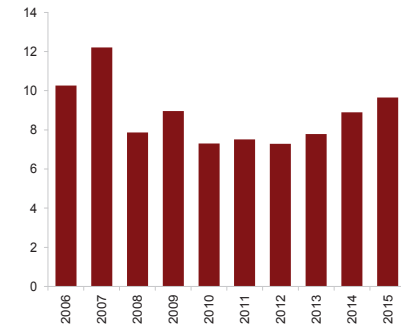
Not: Yurt içi yerleşik bankalarca kullanılan kredilerdir. Kredi karları dahil edilmiştir. Tasarruf mevduatının kur etkisinden arındırılması amacıyla (0,6\$+0,4€) kur sepeti kullanılmıştır.

Kaynak: TCMB, BDDK

Hanehalkı tasarruf oranı, kademeli artışını 2015 yılında da devam ettirmiş ve son 8 yılın en yüksek seviyesine yükselmiştir.

Grafik II.1.3

Hanehalkı Tasarruf Oranı
(Yüzde)



Not: Hanehalkı tasarrufunun harcanabilir gelire oranıdır. Tasarruflar, TÜİK'in Hanehalkı Bütçe Anketi'nde yer alan hanehalkının harcanabilir gelir versinden tüketim harcamaları çıkarılarak elde edilmiştir.

Kaynak: TÜİK

kaydetmediği görülmektedir. Varlıkların büyüme hızındaki yavaşlamada kur hareketlerine bağlı olarak hızlı büyüme kaydeden tasarruf mevduatı artış hızının azalması, yükümlülüklerin artış hızındaki yavaşlamada ise 2013 yılından geçtiğimiz Eylül ayına kadar yoğun olarak uygulanan makroihtiyati önlemler etkili olmuştur (Grafik II.1.2). Finansal kaldıraç oranı (yükümlülük/varlık), hanehalkı varlıklarının yükümlülüklerinin üzerinde büyümesi sonucu geçtiğimiz Rapor dönemine göre gerilemiştir (Grafik II.1.1). Hanehalkı varlık ve yükümlülüklerinin GSYİH içindeki payı ise sırasıyla yüzde 45 ve yüzde 22 seviyesinde yatay seyrini korumuştur.

Finansal kaldıraç oranında 2014 yılının ikinci yarısından bu yana gözlemlenen iyileşmeye paralel olarak hanehalkı tasarruf oranı da artmaya devam etmektedir. TÜİK tarafından derlenen anket sonuçlarına göre, hanehalkı tasarruf oranı 2013 ve 2014 yıllarının ardından 2015 yılında da artarak son 8 yılın en yüksek seviyesine yükselmiştir (Grafik II.1.3). Bireysel kredilerdeki büyüme hızının hanehalkı finansal varlıklarının en önemli bileşeni olan tasarruf mevduatı artış hızının altında seyrediyor olması 2016 yılında da tasarruf oranının yükselmeye devam ettiğine işaret etmektedir. 2017 yılı başından itibaren hayata geçirilecek olan Bireysel Emeklilik Sistemi'ne Otomatik Katılım uygulamasının tasarruf oranlarındaki artış eğilimini destekleyici bir rol oynayacağı değerlendirilmektedir.

TL mevduat, emeklilik yatırım fonları ve hisse senedi yatırımları hanehalkının finansal varlık tercihinde öne çıkmaya devam etmektedir.

Tablo II.1

Hanehalkı Finansal Varlıklar

	09.15		09.16		Yüzde Değişim	Değişime Katkı
	Milyar TL	Pay	Milyar TL	Pay		
Toplam Varlıklar	889.2	100	965.9	100	8.6	8.6
YP Tasarruf Mevduatı	425.5	47.9	486.1	50.3	14.2	6.8
YP Tasarruf Mevduatı	275.0	30.9	263.3	27.3	-4.3	-1.3
- (Milyar ABD Doları)	91.5		87.8		-4.1	
Kıymetli M. Deposu	10.2	1.1	10.3	1.1	0.9	0.0
- (Milyar ABD Doları)	3.4		3.4		1.1	
Tahvil ve Bonolar	19.8	2.2	18.5	1.9	-6.3	-0.1
- Kamu	6.2	0.7	5.8	0.6	-7.6	-0.1
- Özel Sektör	13.5	1.5	12.7	1.3	-5.8	-0.1
Yatırım Fonları	78.1	8.8	93.9	9.7	20.2	1.8
- Emeklilik Yat. Fon.	44.2	5.0	58.0	6.0	31.3	1.6
- Diğer Yat. Fon.	33.9	3.8	35.9	3.7	5.7	0.2
Hisse Senedi	41.5	4.7	45.5	4.7	9.5	0.4
Repo	0.5	0.1	0.5	0.1	-0.1	0.0
Dolaşımdaki Para	38.5	4.3	47.9	5.0	24.3	1.1

Not: Eylül-2016 döneminde dolaşımdaki para, 2016-II Finansal Hesaplar İstatistikleri'nde 2016-Ç2 itibarıyla hanehalkının elinde bulunan pay sabit kabul edilerek hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB, SPK, MKK (Son Veri: 09.16)

Hanehalkı finansal varlık artışında üç kalem öne çıkmaktadır. Bunlardan ilki DTH'lardaki çözülmeye kaynaklı olarak TL mevduatta görülen artış, diğerleri ise emeklilik yatırım fonlarında ve hisse senedi piyasasında değerlendirilen tasarruflarda gözlenen yükselmedir (Tablo II.1.1). Mayıs ayından itibaren hanehalkının YP mevduat yerine TL mevduatı tercih etmesi sonucu son 6 aylık dönemde hanehalkı döviz varlıkları yaklaşık 20 milyar dolar azalmıştır. Bu gelişmeyle, bahsi geçen dönemde hanehalkı mevduatı içinde YP mevduatın payı yüzde 42'den yüzde 38'e gerilemiştir (Grafik II.1.4). Mevduat gelişmeleri tutar kısımlarına göre incelendiğinde, hem geçtiğimiz yıla hem de yıl sonuna göre TL mevduat artışının genele yayıldığı görülmektedir. YP mevduat tercihindeki gerilemeye en büyük katkı ise 1 milyon ve üzeri yüksek miktartlı mevduatlardan gelmiştir (Grafik II.1.5).

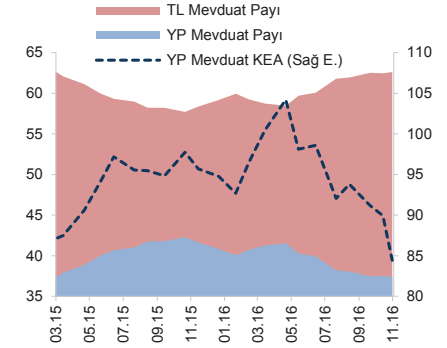
Yurt içi tasarrufların artırılması amacıyla 2013 yılından bu yana bireysel emeklilik sisteminde değerlendirilen tasarruflara devlet katkısı uygulanmaktadır. Devlet katkısının sağladığı getiri avantajı ile beraber sisteme üye olan kişi sayısı hızla artarak, katılımcı sayısı 6 milyonun, katılımcıların fon tutarı ise 50 milyar TL'nin (GSYİH'ye oranı yüzde 2.6) üzerine yükselmiştir (Grafik II.1.6). Hanehalkının uzun dönemli tasarruflarını artırma amacıyla bu alanda 2017 yılından itibaren uygulanacak Otomatik Katılım Sistemi ile ilerleyen dönemde katılımcı sayısının ve fon tutarının önemli artış göstermesi beklenmektedir. Otomatik Katılım Sistemi ile 45 yaş altında ve ücretli çalışan yaklaşık 13 milyon kişinin sisteme katılması hedeflenmektedir. Yüzde 25 devlet katkısının ve sistemde kalınması durumunda bir defaya mahsus 1000 TL'lik devlet desteğinin sağladığı getiri avantajının, otomatik katılım sonrası sistemden çıkışları sınırlandıracağı değerlendirilmektedir.

Hanehalkı hisse senedi portföy büyüklüğü 2016 yılı Eylül ayı itibarıyla hem nominal olarak hem de Borsa İstanbul'da yaşanan değer artışlarından arındırıldığında geçtiğimiz yıla göre yükselmiştir. (Grafik II.1.7) Hanehalkının hisse senedi yatırımlarına gösterdiği ilginin artmasının, ülkemizde yatırımların yerli tasarruflarla desteklenmesine katkı sağladığı, öte yandan büyüyen ekonomiden bireysel yatırımcıların da pay almasına imkan yarattığı değerlendirilmektedir. Ancak ülkemizde yerli yatırımcıların önemli ölçüde kısa vadeli ve spekülative getiri hedeflediği görülmektedir. 2015 yılında Borsa İstanbul'da ortalama hisse senedi elde tutma süresi yabancı

Son 6 ayda hanehalkının YP mevduattan TL mevduata geçiş yaptığı görülmektedir.

Grafik II.1.4

Yurtiçi Yerleşik Hanehalkının TL ve YP Tasarruf Mevduatı Tercih (Yüzde Pay, Milyar ABD Doları)



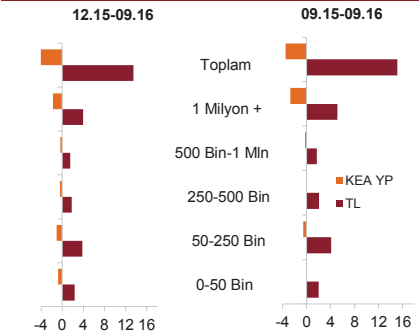
Not: YP mevduat KEA, YP cinsi mevduatların toplam dolar karşılığını ifade etmektedir. Grafiğin sol eksenini payı göstermektedir. Örneğin, 11.16 itibarıyla YP mevduatın payı yaklaşık yüzde 38 iken, TL mevduatın payı yüzde 62'dir.

Kaynak: TCMB (Şon Veri: 04.11.16)

Hanehalkının tasarruf mevduatı tercihinde tüm tutar kısımlarında TL mevduatın öne çıktığı görülmektedir.

Grafik II.1.5

Hanehalkı Tutar Kısımlarına Göre Mevduat Gelişmesi (Yüzde Puan)



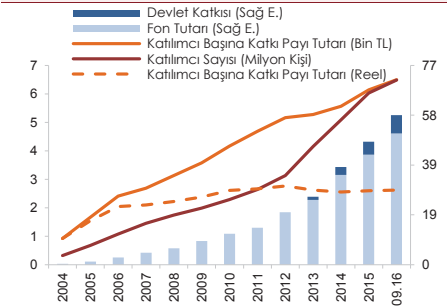
Not: YP mevduat kur etkisinden arındırılarak, 0,6\$+0,4€ sepeti kullanılmıştır. Yurtiçi yerleşiklerin elindeki mevduatı ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB (Şon Veri: 09.16)

Otomatik katılım uygulaması ile 45 yaş altı yaklaşık 13 milyon ücretli çalışanın sisteme katılması beklenmektedir.

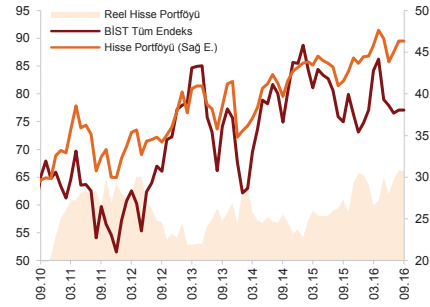
Grafik II.1.6

Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi (Sağ E.: Milyar TL)



Not: 2016 yılı için GSYİH yıl sonu tahminleri kullanılmıştır. Katılımcı başına katkı payı tutarı TÜFE ve sabit terim kullanılarak reelleştirilmiştir.

Kaynak: TCMB, EGM (Şon Veri: 09.16)

Grafik II.1.7BİST Tüm Endeks ve Hanehalkı Hisse Senedi Portföyü
(Bin, Milyar TL)

Not: Hisse senedi portföyü, endeks ve sabit terim kullanılarak reelleştirilmiştir.

Kaynak: TCMB, Bloomberg (Son Veri: 09.16)

yatırımcılar için 287 gün, yerli yatırımcılar için ise 40 gün olarak gerçekleşmiştir.¹ Yerli yatırımcıların hisse senedi piyasasına yaptıkları yatırımlarda daha uzun vadeli yatırım ufkunu tercih etmeleri, hem bireysel getirilerin yükselmesine hem de ülkemizin üretim artışına destek verecektir.

Hanehalkının finansal yükümlülüklerindeki yavaşlama eğiliminin, makroihtiyati politikalarla getirilen kısıtların gevşetilmesi ile önümüzdeki dönemde yerini ılımlı bir artışa bırakabileceği değerlendirilmektedir. 2016 yılı Eylül ayında BDDK tarafından yapılan düzenlemeyle ihtiyaç kredisi azami taksit sayısı 36 aydan 48 aya, kredi kartı genel taksit sayısı 9 aydan 12 aya ve konut kredisi konut değer oranı ise yüzde 75'ten yüzde 80'e çıkarılmıştır. Öte yandan, politika faiz oranlarında yılın ilk çeyreğinden bu yana gerçekleşen gerilemeyle yeni açılan tüketici kredisi faiz oranlarında da düşüş gözlenmiştir. Yapılan düzenlemeler ve piyasa koşulları neticesinde ihtiyaç ve konut kredisi kaynaklı olarak tüketici kredilerinin Ekim ayından itibaren ivmelenmeye başladığı görülmektedir. Ancak hanehalkı seviyesinde uzun süredir varlık artış hızının yükümlülük artış hızının üzerinde gerçekleşmesi ve toplam tüketici kredisi talep eden müşteri sayısının son dönemde daralması sonucu, borçlanma eğiliminin gerilediği değerlendirilmektedir.

Hanehalkı finansal yükümlülükleri ılımlı büyüme seyrini devam ettirmektedir.

Tablo II.1.2

Hanehalkı Finansal Yükümlülükleri

	09.15		09.16		Yüzde Değişim	Değişime Katkı
	Milyar TL	Pay	Milyar TL	Pay		
Toplam Yükümlülükler	430.9	100	461.1	100	7.0	7.0
(Tür Bazında)						
Konut	155.5	36.1	168.1	36.5	8.2	2.9
Taahhüt	15.1	3.5	16.6	3.6	10.3	0.4
İhtiyaç + Diğer	164.6	38.2	172.9	37.5	5.0	1.9
Bireysel KK	83.9	19.5	89.4	19.4	6.5	1.3
VYŞ Alacakları	11.8	2.7	14.1	3.0	19.2	0.5
Toplam Yükümlülükler	430.9	100	461.1	100	7.0	7.0
(Karşı Taraf Bazında)						
Bankalar	396.9	92.1	422.3	91.6	6.4	5.9
Finansman Şirketleri	9.5	2.2	12.3	2.7	29.4	0.6
TOKİ	12.7	2.9	12.5	2.7	-1.8	-0.1
Varlık Yönetim Şirketleri	11.8	2.7	14.1	3.0	19.2	0.5

Not: Konut kredileri TOKİ'nin vadeli konut satışları karşılığı alacaklarını da içermektedir. TOKİ verisi Haziran 2016 itibarıdır.

Kaynak: TCMB, TOKİ (Son Veri: 09.16)

¹ MKK Borsa Trendleri Raporu (Sayı XV)

Hanehalkı finansman kaynağı olarak büyük oranda bankaları tercih etmeye devam etmektedir. Ancak geçtiğimiz yıla göre yüzde 29,4 artış gösteren finansman şirketi kredilerinin, toplam yükümlülükler içindeki payı 0,5 yüzde puan artmıştır (Tablo II.1.2). Hanehalkının özellikle teknoloji ve dayanıklı tüketim mali alımlarında finansman şirketi kredilerine yönelimleri bu gelişmede etkili olmuştur. (Bknz. Kutu II.1.1) Bu dönemde tüketici kredilerine en büyük katkı, kredi faizlerinde görülen düşüğe bağlı olarak konut kredisi büyümesinden gelmiştir (Tablo II.1.2). Tarihsel veriler de düşük faiz dönemlerinin konut kredisi talebi üzerinde artırıcı etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, düşük faiz ortamının korunması durumunda ilerleyen dönemde konut kredilerinin pozitif katkısının da devam edeceği değerlendirilmektedir. Öte yandan, bakiye tutarındaki artışa rağmen ihtiyaç kredilerinin hanehalkı yükümlülükleri içindeki payı geçtiğimiz yıla göre gerilemiştir (Tablo II.1.2).

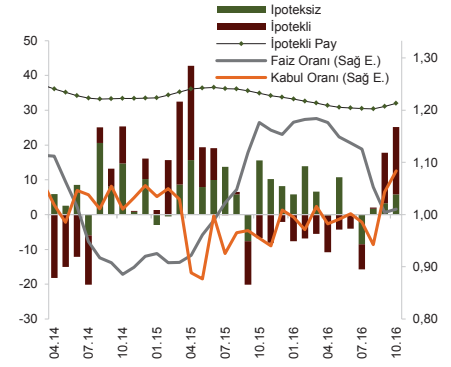
Konut talebinin geçtiğimiz Rapor dönemine göre artış gösterdiği görülmektedir. Faizlerdeki düşüşün konut talebini ivmelendirdiği izlenmektedir. Piyasa koşullarında konut kredisi lehine yaşanan gelişmeler neticesinde ipotekli konut satışları Ağustos ayından itibaren konut satışı artış hızına pozitif katkı vermektedir. Müşterilerin talep artışıyla beraber bankaların kredi tahsis motivasyonlarının da yükseldiği değerlendirilmektedir. Nitekim, Eylül ve Ekim aylarında konut kredisi başvurusunda bulunan kişiler içinde konut kredisi tahsis edilen kişi sayısı (Kabul Oranı) dönem ortalamasının üzerinde seyretmiştir (Grafik II.1.8).

Hanehalkı kredilerine 2013 yılı sonunda getirilen azami vade kısıtlamalarına bağlı olarak taşıt ve ihtiyaç kredilerinin ortalama vadesi düşmeye devam ederken, konut kredilerinin ortalama vadesi 8 yıl civarındaki istikrarlı seyrini korumaktadır (Grafik II.1.9). Ancak, 2016 yılı Eylül ayında yapılan düzenleme ve piyasa faiz oranlarında yaşanan gerileme ile ihtiyaç ve taşıt kredisi vadelerinin tekrar artacağı öngörülmektedir. Zira düzenleme sonrası ihtiyaç kredilerinde kullanımların 36 ay vade üstünde yoğunlaştığı gözlenmektedir.

Kredi borcu olan birey sayısının toplam istihdam edilen kişi sayısı içindeki payı kredi piyasasının doygunluğu açısından bilgi verici bir gösterge olarak kullanılabilir. Söz konusu göstergelere bakıldığında konut kredileri için bu oranın 2015 yılı başlarından bu yana yüzde 7 seviyesinde yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Hanehalkı

Son aylarda ipotekli konut satışları konut piyasasında yaşanan ivmelenmeye önemli katkı vermektedir.

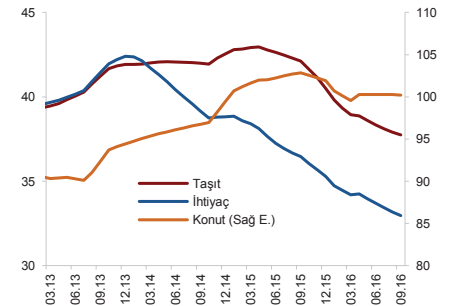
Grafik II.1.8
Konut Satış Değişimine Katkıları ve Konut Kredisi Aylık Maliyetli Faiz Oranı (Yüzde, Puan)



Not: İpotekli pay, son 12 aylık konut satışları içinde ipotekli satışların payını göstermektedir. Kabul oranı, tesis edilen konut kredisi sayısının değerlendirilmesi yapılan konut satışına oranını göstermektedir. 2014-2016 ortalaması yüzde 78, 1'e endekslenmiştir.

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 09.16)

Grafik II.1.9
Bireysel Kredilerin Ortalama Vade Gelişimi
(3 Aylık HO) (Ay)



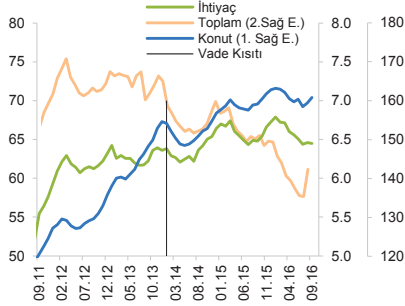
Not: Ortalama vade hesabı, kredilerin orijinal vadesine göre yapılmıştır.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.16)

İstihdam edilen her 100 kişiye karşılık yaklaşık 7 konut kredisi ve 65 ihtiyaç kredisi müşterisi bulunmaktadır.

Grafik II.1.10

Kredi Müşteri Sayısının İstihdam Edilen Kişi Sayısına Oranı (Yüzde)



Not: İstihdam verisi Ağustos itibarıdır. Tüketici kredileri bankalar tarafından sağlanan kredileri içermektedir. Toplam kişi sayısı hesaplamasında, 1 müşterinin aynı bankadan 1'den fazla aynı tür tüketici kredisi kullanımını 1 olarak sayılmıştır. Toplam tüketici kredisi müşterisi sayısı, konut, taşıt, ihtiyaç ve BKK müşteri sayısı toplamını ifade etmektedir. Vade kısıtı çizgisi, 2013 yılı sonunda ihtiyaç ve taşıt kredilerine srasıyla getirilen 36 ay ve 48 ay limitlerini ifade etmektedir. 2016 yılı Eylül ayı sonunda ihtiyaç kredisi vade kısıtı 48 aya yükseltilmiştir.

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 09.16)

kredilerinin toplam tutarının GSYİH'ye oran olarak diğer benzer ülkelere kıyasla düşük olduğu ülkemizde konut kredisi kullanan kişi sayısının da oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. 2016 yılı Eylül ayı itibarıyla istihdam edilen her 100 kişiye karşılık yaklaşık 7 konut kredisi müşterisi bulunmaktadır (Grafik II.1.10). Öte yandan tüketici kredilerinde ikinci en büyük paya sahip ihtiyaç kredilerinin müşteri sayısının 2012 yılından itibaren yüzde 65'ler gibi yüksek bir seviyede seyrettiği izlenmektedir. 2013 yılsonu itibarıyla uygulanan makroihtiyati tedbirler ve mevsimsel etkiler sonucu ihtiyaç kredisi müşteri sayısının bir miktar gerilediği ancak takip eden dönemde politika değişikliği öncesi seviyesine döndüğü görülmektedir (Grafik II.1.10). Buna göre, Eylül ayında gerçekleşen ihtiyaç kredisi vade sayısı artırım politikasının hâlihazırda doyum seviyesine yakın olan piyasanın müşteri sayısına etkisinin sınırlı olabileceği beklenmektedir.

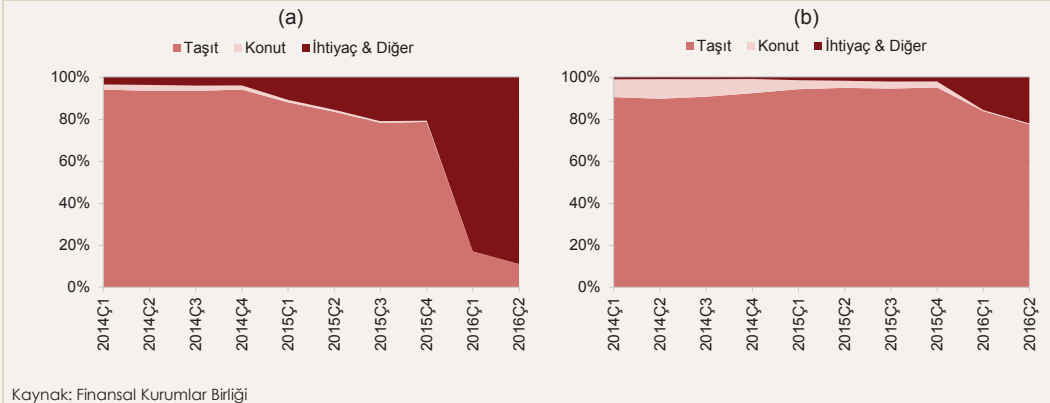
Kutu
II.1.1

Hanehalkı Finansman Kaynağı Olarak Finansman Şirketleri

Ülkemizde hanehalkı finansman ihtiyacının büyük bölümünü bankalardan sağlamaktadır. Hanehalkının diğer finansman kaynaklarından elde ettiği kredilerin ise sınırlı olduğu görülmektedir. Son dönemde banka kredilerinin ılımlı büyüme kaydetmesi ve yeni finansman şirketlerinin faaliyete başlaması sonucu finansman şirketlerinin önemi giderek artmaktadır. 2016 yılı Eylül ayı itibarıyla hanehalkının finansman şirketlerinden sağladığı tüketici kredileri, geçtiğimiz yıla göre yüzde 29,4 artış göstererek 12,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. Böylelikle finansman şirketi kredilerinin, hanehalkı finansman kaynakları içindeki payı yüzde 2,7'ye yükselmiştir (Tablo II.1.2). Finansman şirketlerinin mevcut kredi ürünleri banka kredilerine büyük benzerlik göstermekte ve taşıt, konut, dayanıklı tüketim malları ve hizmet sektörü kredileri gibi çeşitli ihtiyaçlara finansman sağlanmaktadır. Özellikle ticari ve bireysel otomobil alımlarının taksitlendirilmesinde finansman şirketi kredilerine sıklıkla başvurulduğu bilinmektedir. Nitekim 2015 yılından itibaren finansman şirketleri tarafından sağlanan taşıt kredisi bakiye toplamı banka taşıt kredisinin üzerinde gerçekleşmiştir.

Yeni açılan finansman şirketi tüketici kredileri, adet ve miktar olarak incelendiğinde ise hanehalkının 2016 yılı başından itibaren ihtiyaç kredisine konu olacak alımlarında da finansman şirketlerine yönelmeye başladığı görülmektedir. 2015 yılının tamamında finansman şirketlerince yeni açılan ihtiyaç kredi sayısı yaklaşık 125 bin adet iken, 2016 yılının sadece ilk yarısında bu sayı 1 milyonun üzerine çıkmıştır. Bu dönemde, ihtiyaç kredisi kullanımları finansman şirketlerince açılan toplam tüketici kredilerinin adet bazında yüzde 82'sini, tutar bazında ise yaklaşık yüzde 22'sini oluşturmuştur (Grafik II.1.1.1.a ve Grafik II.1.1.1.b).

Grafik II.1.1.1

Yeni Açılan Finansman Kredileri Adet (a) ve Tutar (b) Payları
(Tüketici Kredileri İçinde)

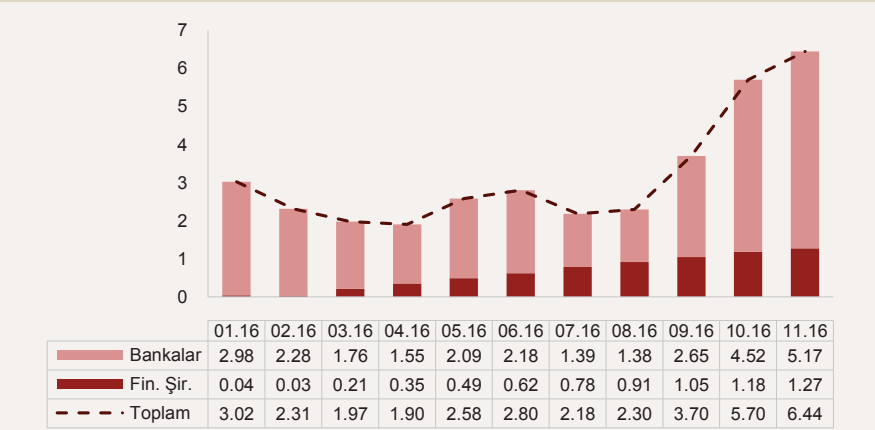
İhtiyaç kredisi kullanımlarında, finansman şirketlerinin ön plana çıkmasında finansman şirketlerinin iş modelinin banka ihtiyaç kredisi iş modelinden oldukça farklı oluşunun etkili olduğu değerlendirilmektedir. Öte yandan, 2013 yılında BDDK tarafından kredi kartı kullanımlarına getirilen taksit sınırlamalarının da sektörün büyümesine potansiyel hazırladığı düşünülmektedir. Finansman şirketlerinin geniş satış kanallarına erişim avantajı, tüketicilere geleneksel ihtiyaç kredilerine kıyasla daha kısa sürede, kolay ve yerinde finansman sağlama imkânı yaratmaktadır.

Hanehalkının özellikle teknolojik ürün ve dayanıklı tüketim malı alımlarında finansman şirketi kredilerine başvurduğu görülmektedir. Belirli bir mal alımı için kullanılan finansman şirketi ihtiyaç kredilerinin kişi başına ortalama tutarlarının banka ihtiyaç kredilerine göre oldukça düşük miktarda olduğu ifade edilmelidir.

Finansman şirketlerince açılan ihtiyaç kredilerinin toplam bakiyesi bankaların toplam ihtiyaç kredisi bakiyesine kıyasla oldukça düşüktür. Buna rağmen, ilgili şirketlerce açılan krediler toplam (banka ve finansman şirketlerince açılan) ihtiyaç kredilerinde son bir yılda kaydedilen büyüme rakamına önemli katkı sağlamıştır. Örneğin, 2016 yılı Ekim ayında geçtiğimiz yıl aynı döneme göre yüzde 4,5 büyüme kaydeden toplam ihtiyaç kredisine finansman şirketi kredilerinin katkısı yaklaşık 1,2 yüzde puan olmuştur (Grafik II.1.1.2).

Grafik II.1.1.2

İhtiyaç Kredisi Yıllık Büyüme Oranı Banka ve Finansman Şirketi Kredileri Katkısı
(Yıllık Yüzde Değişim, Yüzde Değişime Katkı)



Not: Yıllık büyüme oranı, bankalar ve finansman şirketleri tarafından sağlanan tüketici kredileri toplamının yıllık yüzde değişimini ifade etmektedir. Kasım verisi 4 Kasım 2016 itibarıdır.

Kaynak: TCMB

Finansman şirketlerinin, finansal sektörün derinleşmesini ve risk çeşitlendirmesini artırarak finansal istikrara katkıda bulunabileceği değerlendirilmektedir. Benzer şekilde, finansman şirketlerinin kredi piyasasında rekabet kanalıyla finansal sistemin operasyonel verimliliğini artırması beklenmektedir. Diğer taraftan finansman şirketlerinin risk çerçevesini çizmek üzere düzenleyici otoriteler tarafından adımlar atılmıştır. BDDK'nın sermaye ve karşılıklar gibi düzenlemeleri finansman şirketlerine de uygulaması düzenleyici arbitrajın ortaya çıkmasını engellemektedir. Ayrıca Bankamızın 2014 yılından itibaren, finansman şirketlerinin yükümlülüklerine zorunlu karşılık uygulaması da bu kapsamda atılmış bir adımdır. Finansman şirketlerine yönelik yapılan düzenlemelerle birlikte, ilgili kuruluşların etkin biçimde faaliyetine devam edebileceği ve finansal derinleşmeye olumlu etkilerinin olacağı değerlendirilmektedir.

Gayrimenkul sektöründe, Türkiye'nin demografik ve ekonomik yapısına bağlı olarak canlılık sürmekte, sektörün hem arz hem de talep tarafında finansman gereksinimi büyük oranda banka kredileri ile karşılanmaktadır. Diğer yandan, gayrimenkul sektörü projelerinin finansmanı için banka kredilerine alternatif bir kaynak ve gayrimenkullerin tamamını alacak maddi gücü olmamakla birlikte fiyat artışlarından faydalanmak isteyen müşterilerin küçük tasarruflarının bu alana yönlendirilmesini sağlayacak potansiyel bir araç olması nedeniyle gayrimenkul sertifikaları ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, gayrimenkul sertifikaları kentsel dönüşüm sürecini de destekleyecek bir uygulama olarak görülmektedir.

Gayrimenkul sertifikaları, "inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç edilen, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit menkul kıymetler"¹ olarak tanımlanmaktadır.

Gayrimenkul sertifikası ihraç süreci, yeni projenin satış bedelinin en az yüzde 50'si büyüklüğünde bir gayrimenkul projesini son 5 yıl içinde tamamlamış, arsa ya da kat irtifaki tapusu sahibi olan ihraççının izin almak üzere SPK'ya ve sertifikaların borsada işlem görmesini sağlamak üzere BİST'e başvurmasıyla başlamaktadır. İhraçla edinilen kaynak, proje değerlendirme tutarının yarısını aşmamalıdır.² Finansmanın yüzde 10'u inşaat başlamadan önce, kalan kısmı projenin ilerlemesiyle orantılı olarak yetkili kuruluş veya ihraca ilişkin banka garantisi bulunması durumunda banka tarafından ihraççı hesabına aktarılmaktadır. Bankaca bloke edilen fonlar ise ihraççı adına, SPK'ca uygun görülen sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmektedir. Sertifikaya konu mülkiyet, projenin tamamlanması ile belirlenmiş esaslar çerçevesinde sertifika sahibine geçmekte (asli edim), asli edimin yerine getirilmesini önceden belirlenmiş "asli edim kullanma süresi" içinde talep etmeyen sertifika sahiplerine ise gayrimenkul satış bedeli ödenmektedir (tali edim).

Gayrimenkul sertifikalarının kullanım alanlarından birinin kentsel dönüşüm projeleri olması beklenmektedir. Kentsel dönüşüm projeleri ile vatandaşların daha dayanıklı konutlara sahip olmaları beklenirken, eski stoktan daha fazla sayıda konut yapılarak artan konut talebi de karşılanabilmektedir. Çevre ve Şehircilik Bakanlığınca ülke genelinde 6-7 milyon konutun yeniden inşa edilmesi gerekeceği tahmin edilmektedir.³ Önümüzdeki 20 yılda tamamlanması planlanan bu süreçte her yıl ortalama 350 bin adet konut yapılması gerekirken, TOKİ'nin yıllık 50 bin adet⁴ düzeyindeki mevcut yıllık konut üretim kapasitesi, özel sektörün de bu süreçte rol üstlenmesi gerekliliğine işaret etmektedir.

¹ Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği

² TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıklarının ihraççı olması durumunda ihraç sürecinin başlaması ve ihraçla elde edilecek kaynağın sınırı için metinde bahsedilen özellikler aranmaz.

³ <http://www.csb.gov.tr/gm/altyapi/index.php?Sayfa=sayfahtml&Id=2091>

⁴ <http://www.toki.gov.tr/faaliyet-ozeti>

Konutların dönüşümü için gereken finansmanın sağlanmasının yanı sıra konut sahiplerinin haklarının korunması konusunda da gayrimenkul sertifikalarının uygun bir model olabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, kentsel dönüşüm projeleri kapsamında ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarına yönelik, finansman kapasitesini görece artıran ve hak sahipliğinin korunmasını daha ön plana çıkaran, ayrı bir bölüm içermektedir. Kentsel dönüşüm projeleri için yapılan gayrimenkul sertifikası ihraçlarında, ihraç sınırı projenin toplam değeridir. Dolayısıyla kentsel dönüşüm projelerinde yüzde 50 seviyesindeki genel tavan oranı uygulanmamakta, kentsel dönüşüm projelerinin tamamen gayrimenkul sertifikaları ile finansmanına imkân verilmektedir. Kentsel dönüşüm kapsamındaki projelere ilişkin gayrimenkul sertifikaları vadesi boyunca, ihraç esnasında belirlenen esaslar çerçevesinde ve paranın zaman değerinin korunmasını sağlayacak biçimde geri alınmaktadır. Bu kapsamdaki projelerin tamamlanmasına ilişkin kamusal garantiler de büyük ölçüde sağlanmaktadır.

Ülkemiz ekonomisinde gayrimenkul sektörü önemli bir büyüklüğe ulaşsa da gayrimenkule dayalı finansman/yatırım ürünlerinin gelişimi nispeten sınırlı düzeyde kalmıştır. Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği ile daha kapsamlı bir uygulama çerçevesi hazırlanmıştır. Kentsel dönüşüm sürecine katkı vermesi beklenen sertifikalar, inşaat firmalarının finansman kaynaklarını çeşitlendirirken, tasarrufların artırılmasında ve yastık altı tasarrufların ekonomiye kazandırılmasında alternatif bir yatırım aracı işlevi de görebilecektir.

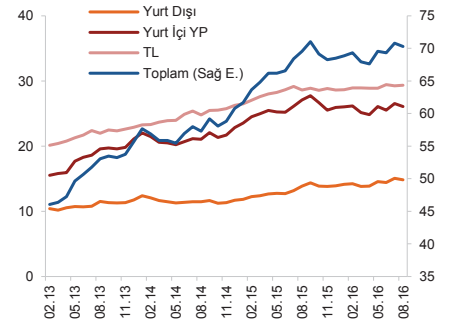
II.2 Reel Sektör Gelişmeleri

Reel Sektörün toplam finansal borçluluğunun GSYİH'ye oranı büyük ölçüde yatay seyretmiştir (Grafik II.2.1). 2015 yılının son çeyreğine kadar sürekli artış eğiliminde olan GSYİH'ye oranla borçluluk seviyesi daha sonraki dönemde bir miktar azalmışsa da 2016 Nisan ayından itibaren tekrar artış eğilimine geçerek 2015 yılı Eylül ayı değerlerine yakınsamıştır. Reel sektör kaldıraçındaki yüksek ivmelenmenin 2015 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren durmasında yurtdışındaki bankalarca açılan YP kredilerdeki yavaşlama etkili olmuştur. Reel sektör finansmanında en yüksek pay, artış eğilimini sürdüren, uzun vadeli banka kredilerindedir (Grafik II.2.5). İhraçlar ve banka dışı finansal kuruluşlardan sağlanan kaynaklar toplam içerisinde sınırlı bir paya sahip olmakla beraber son dönemde yükselişe devam etmektedir.

Toplam firma kredilerinin GSYİH'ye oranı 2016 yılının ilk çeyreği itibarıyla gelişen piyasalar ortalamasının oldukça altında iken Çin hariç bakıldığında ortalama yakın seviyededir (Grafik II.2.2). Gelişen piyasalar ortalaması önceki iki yıla oranla yaklaşık 20 yüzde puan artarken, Türk firmalarındaki artış 10 yüzde puan olmuştur. Bununla birlikte Çin hariç gelişen piyasalar ortalamasına göre Türkiye'de firma borçluluğu daha yüksek oranda artmıştır. Bu gelişmede bilhassa son yıllardaki kamu-özel sektör işbirliği (KÖİ) projelerinin (ör. enerji santralleri, havalimanları, şehir hastaneleri vb.) önemli bir katkısı olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim Türkiye gelişen piyasa ekonomileri içerisinde GSYİH'sine oranla en çok KÖİ yatırımı yapan ülkelerden biridir. Bu projelerin önemli bir kısmı reel sektör riski olmasına rağmen, üstlenici firmalara kamu kesiminin dövizde endekslili fiyatlar üzerinden hizmet satın alma garantisi vermesi ve genel olarak ürün fiyatlamasının döviz üzerinden yapılması finansal risklere karşı şirketlere koruma sağlamaktadır. Bu yatırımlara bağlı alınan borçların zaman içerisinde ödenmesi reel sektör borçluluğunu aşağı çeken bir unsur olacaktır (Kutu II.2.II).

Yükümlülüklerde yatay seyir devam etmektedir.

Grafik II.2.1
Reel Sektörün Finansal Yükümlülük Gelişmeleri
(GSYİH'ye oran, Yüzde)

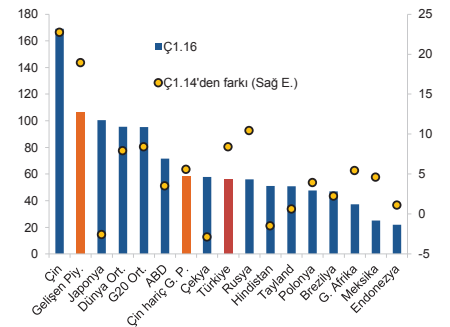


Not: Kredi yükümlülüklerini ve ihraçları kapsamaktadır. Yurt dışı yükümlülüklerde yerleşik bankaların yurt dışı şube ve iştirak verileri dahildir.

Kaynak: TCMB, BDDK (Son Veri: 08.16)

Firmaların finansal borçluluğu gelişen piyasa ortalamasının altındadır.

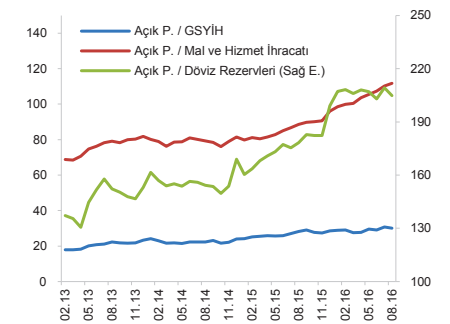
Grafik II.2.2
Seçilmiş Ülkelerin Firma Kredileri / GSYİH Oranı
(Yüzde, Yüzde Fark)



Kaynak: BIS (Son Veri: 03.16)

Döviz açık pozisyonu artmaya devam etmektedir.

Grafik II.2.3
Reel Sektör Döviz Açık Pozisyonun Bazı Makro Göstergelere Oranı (Yüzde)

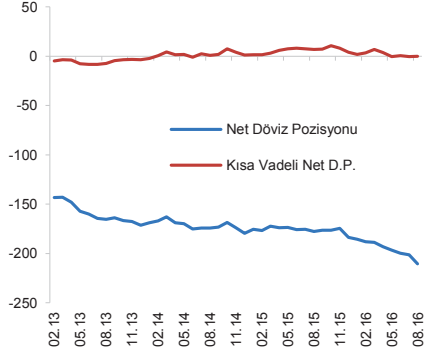


Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.16)

Firmaların kısa vadede döviz açık pozisyonu yoktur.

Grafik II.2.4

Reel Sektör Döviz Açık Pozisyonu
(Milyar ABD Doları)

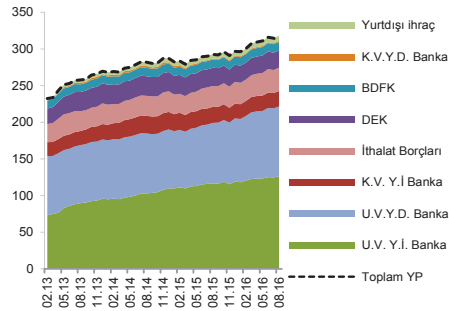


Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.16)

YP yükümlülüklerde en büyük pay uzun vadeli yurt içi ve dışı banka kredilerindedir.

Grafik II.2.5

Reel Sektör YP Yükümlülük Kompozisyonu¹
(Milyar ABD Doları)



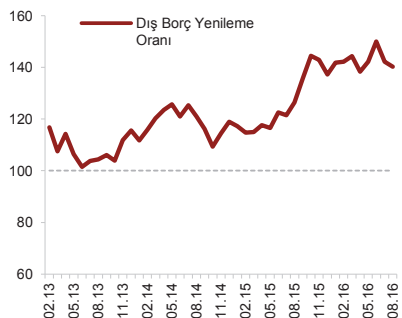
Not: K.V.Y.D: Kısa Vadeli Yurt Dışı, BDFK: Banka Dışı Finansal Kuruluşlar, DEK: Dövizle Endeksli Krediler, K.V.Y.I: Kısa Vadeli Yurt İçi, U.V.Y.D: Uzun Vadeli Yurt Dışı, U.V.Y.I: Uzun Vadeli Yurt İçi

Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.16)

Dış Borç Yenileme Oranı Yükselmektedir.

Grafik II.2.6

Dış Borç Yenileme Oranı
(6 Aylık HO, Yüzde)



Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.16)

II.2.1 Reel Sektör Kur Riski

Finansal olmayan özel sektör firmalarının net döviz açık pozisyonu artış eğilimini sürdürmektedir (Grafik II.2.3). Açık pozisyonun TCMB döviz rezervlerine oranı yüzde 200 ve bir yıllık toplam mal ve hizmet ihracatına oranı yüzde 100'e yaklaşmıştır. Kısa vadeli açık pozisyonun sifıra yakın olması firmaların kısa vadede kur şoklarına karşı dayanıklılığı açısından olumlu bir göstergedir (Grafik II.2.4). Buna karşın uzun vadeli açık pozisyonda süregelen yükseliş kur risklerini canlı tutmaktadır. Toplulaştırılmış tutar bazında incelendiğinde, toplam açık pozisyonun risk unsuru olabileceği değerlendirilse de bu risklerin doğurabileceği etkiler firmaların mali yapılarına, borçlarının vadelerine, korunma yöntemlerine ve fiyatlama güçlerine bağlıdır. Uzun vadeli ve büyük miktarda finansman gerektiren KÖİ yatırımlarının neredeyse tamamının YP cinsi kaynakla finanse ediliyor olması da açık pozisyondaki artış eğilimine önemli katkı yapmıştır (Bknz Kutu II.2.II).

Reel sektör döviz borcu dağılımında uzun vadeli yurtiçi ve yurtdışı banka kredileri en yüksek paya sahiptir (Grafik II.2.5). Son bir yıldaki gelişmelere bakıldığında yurtiçi YP kredi kullanımı yıllık büyüme olarak sabit seyrederken yurtdışı YP kredi büyüme oranı yükselmektedir (Grafik III.1.6). Yurtiçi bankaların YP riskine yönelik ihtiyatlı tavırları ile yatırım talebindeki zayıf seyir, yurt içi YP kredi büyümesindeki yavaşlamada etkili olmuştur. Bundan farklı olarak, KÖİ yatırımlarının son yıllardaki hızlı artışı yurtdışı kredilerindeki önceki yıllara oranla görece yüksek artışı açıklamaktadır. Nitekim KÖİ yatırımlarında kullanılan krediler yüksek oranda yurtdışı kaynaklı ve oldukça uzun vadeli.

Reel sektör yurtiçi YP banka kredilerinin yüzde 50'sinden fazlasını oluşturan 5 yıl ve üzeri orijinal vadeli krediler bir önceki rapor dönemine göre artmaya devam etmektedir (Grafik II.2.7). Yurtdışı yükümlülüklerde ise 5 yıl üzeri vadeli krediler yüzde 32,1 ile toplamda en büyük paya sahiptir ve bu pay artmaya devam etmektedir. Son yıllarda yaşanan önemli şoklara rağmen dış borç çevirme oranlarının halen yüzde yüzün önemli oranda üzerinde seyretmesi, firmaların dış borçlarını yenileme kapasitelerinin güçlü olduğunu teyit etmektedir (Grafik II.2.6).

Sektörel bazda incelendiğinde YP krediler daha çok imalat sanayi, elektrik, gaz ve su, taşımacılık ve inşaat sektörlerinde yoğunlaşmaktadır (Grafik II.2.8). Ülkedeki toplam ihracatın yüzde 90'ından fazlasını gerçekleştiren imalat sektörü YP kredilerin önemli bir kısmına sahiptir. Elektrik, gaz ve su, taşımacılık, depo ve haberleşme, inşaat ve sağlık sektörlerinde bilhassa son dönemdeki KÖİ yatırımlarıyla YP kullanım miktarı artmıştır. Genel olarak enerji, ulaştırma, sağlık ve inşaat sektörleri yatırımlarının dövize endeksli fiyatlar üzerinden kamu hizmet alım garantisi olan yenilenebilir enerji santralleri ve dağıtımı, havalimanları, köprü, otoyol ve şehir hastaneleri gibi projelerde yoğunlaşması yüklenici firmaları uzun vadede kredi ve kur risklerine karşı korumaktadır (Kutu II.2.II). YP kredilerin toplamda yüzde 65'inden fazlasını elinde tutan bu sektörlerin yüksek ihracat gelirlerinin ve dövize endeksli fiyatlar üzerinden devlet satın alma garantilerinin olması sektördeki firmalara koruma sağlamaktadır. Ayrıca talebin düşük fiyat esnekliğinden dolayı sektördeki firmaların mal ve hizmet fiyatlamalarına uluslararası gelişmeleri ve kurdaki dalgalanmaları yansıtılabilmeleri, firmaların kur riskini önemli ölçüde azaltan unsurlardır.

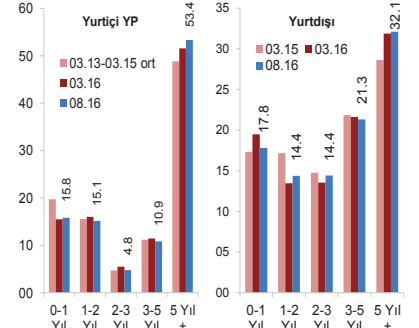
YP ve TL kredilerde büyük firmaların payı bir önceki rapor dönemine göre artarken mikro ve KOBİ'lerin payı önemli ölçüde düşmüştür (Grafik II.2.9). 2016 üçüncü çeyrek Banka Kredileri Eğilim Anketi verilerine göre kredi talepleri büyük firmalar ve KOBİ'ler için benzer ölçüde artarken, kredi standartlarında mikro ve KOBİ'lerde daha fazla sıkılaşma gözlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, KOBİ kredi payındaki bu düşüş talebin yanında bankaların ihtiyatlı tavrından kaynaklanmaktadır. Daha çok KOBİ'lerin kullandığı dövize endeksli krediler (DEK) 2015'in ikinci ve 2016'nın ilk yarılarında negatif büyürken, son aylarda pozitif büyümeye başlamışsa da YP kredi (DEK hariç) büyüme oranlarının altında seyretmektedir.

YP krediler montanlara göre gruplandırıldığında, kredilerin yüksek montanlarda YP bakiyesi olan firmalarda yoğunlaştığı gözlenmektedir (Grafik II.2.10). YP kredi bakiyesi olan yaklaşık 27 bin firma içerisinde 100 milyon TL üzeri YP borca sahip bin yüz firma toplam YP borcun yüzde 75'ini elinde tutmaktadır. Bu firmaların kullandığı tüm YP kredilerin ağırlıklı ortalama vadesi 7 yılın üzerindedir. Ayrıca toplam YP kredilerinin %20'sini oluşturan en yüksek montanlarda YP kredi kullanan 30 firma incelendiğinde yatırımlarının daha çok enerji, havalimanı, otoyol, şehir hastanesi ve

YP yükümlülüklerin vadesi uzamaya devam etmektedir.

Grafik II.2.7

Yurtiçi YP kredileri ve Yurtdışı Yükümlülüklerin Vade Dağılımı (Yüzde Pay)



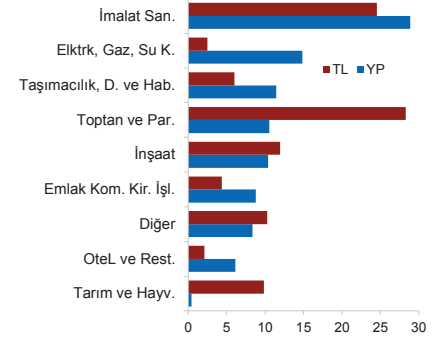
Not: Yurtiçi krediler orijinal vadeye göre yurtdışı yükümlülükler kalan vadeye göredir.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.16)

İmalat Sanayi en çok YP kredi kullanan sektördür.

Grafik II.2.8

Kredilerin Sektörel Dağılımı (09.2016) (Yüzde pay)



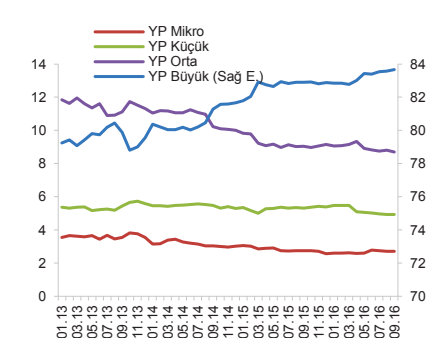
Not: Türk bankalarının aracılık ettiği firmaların yurtdışından kullandığı krediler dahil edilmemiştir.

Kaynak: TBB Risk Merkezi (Son Veri: 09.16)

YP Kredide büyük firmaların payı artmaktadır.

Grafik II.2.9

YP Kredilerin Firma Büyüklüğüne Göre Dağılımı (Yüzde pay)

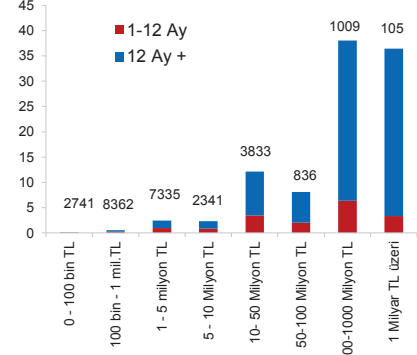


Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.16)

YP krediler çok büyük montanlarda yoğunlaşmıştır.

Grafik II.2.10

YP Kredilerin Montan Kırılımı
(Yüzde pay)



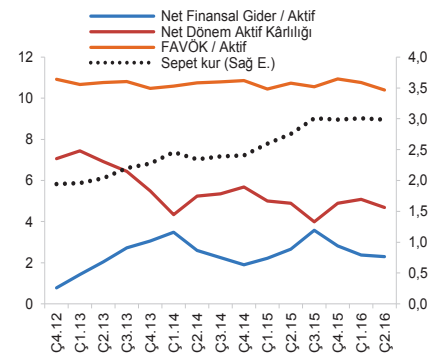
Not: Türk bankalarının aracılık ettiği firmaların yurtdışından kullandığı krediler dahil edilmiştir.

Kaynak: TBB Risk Merkezi (Son Veri: 09.16)

Net kârlar düşerken esas faaliyet kârı yatay seyretmektedir.

Grafik II.2.11

Halka Açık Reel Sektör Firmalarının Kârlılık Göstergeleri
(Yüzde)



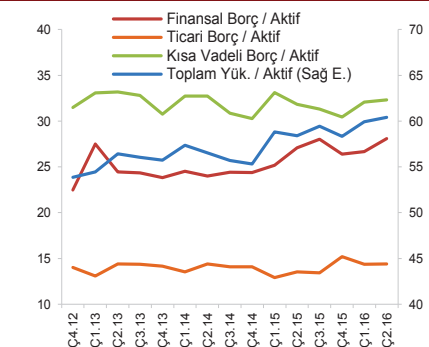
Not: Aktif kârlılığı: Net dönem kâr / Aktif; FAVÖK: Net Kâr + Finansman + Vergi + Amortisman giderleri. Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören firmalar dışlanmıştır. 234 firma analize dahil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

Kaldıraç oranı yükselirken kısa vadeli borçlanma yatay seyretmektedir.

Grafik II.2.12

Halka Açık Reel Sektör Firmalarının Kaldıraç Göstergeleri¹
(Yüzde)



Not: Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören firmalar dışlanmıştır. 234 firma analize dahil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

telekomünikasyon gibi KÖİ projeleri ile yüksek ihracata sahip otomotiv ve metal sanayi gibi sektörlerde toplandığı gözlenmektedir. Altyapı yatırımlarında büyük oranda devlet hizmet satın alım garantisinin bulunması ve ihracat yoğun sektörlerin döviz riskine karşı doğal korumaya sahip olması, oluşabilecek talep ve kur şoklarına karşı firmalara ek direnç sağlamaktadır.

Devam eden kısımda güncel bilançolarına ve YP aktif-pasif pozisyonuna erişilebilen finansal olmayan BIST firmalarının detaylı mali analizi sunulmaktadır.

II.2.2 BİST Firmaları Mali Yapı Analizi

Halka açık reel sektör firmalarının net aktif kârlılığı 2015 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren artış eğiliminde iken 2016 yılının ikinci çeyreğinde bir miktar düşmüştür (Grafik II.2.11). Firmaların esas faaliyetlerinden elde ettiği faiz ve vergi öncesi kârları (FAVÖK/Aktif) son dönemde sınırlı bir düşüş gösterse de yatay seyrini korumaktadır. Net dönem sonu kârı firma finansal giderlerindeki değişime bağlı olarak artış veya azalış göstermektedir. Finansal giderdeki değişimler büyük ölçüde kur hareketlerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Önümüzdeki dönemde küresel gelişmelere bağlı olarak döviz kurunda beklenen değişimlerin finansal giderleri etkileyeceği öngörülmektedir.

BIST firmalarının 2015 son çeyreğinde düşen kaldıraç oranı 2016 itibarıyla artış eğilimindedir (Grafik II.2.12). Artışın ana kaynağını uzun vadeli finansal borçlar oluştururken kısa vadeli borçlar yatay seyretmiştir. Finansal borçlarda faiz giderleri ve kur gelişmelerine bağlı olarak önümüzdeki dönemde bir miktar artış öngörülmürken, bu artışın daha çok uzun vadeli finansal borçlarda beklenmesi, kısa ve orta vadede riskleri yönetilebilir seviyelerde tutacaktır.

BIST firmaları likidite oranları 2015 üçüncü çeyreğinden itibaren düşüş eğilimindedir (Grafik II.2.13). Cari oran ve asit-test oranındaki düşüşler firmaların kısa vadeli varlıklarının önceki dönemlere göre sınırlı artışından kaynaklanmaktadır. 2015 yılı içerisinde Ticari Borç Ödeme Süresinde (TBÖS) gözlenen güçlü artış ilgili dönemde firmaların likiditelerini desteklemiş ancak TBÖS'ün 2016 yılında yataylaşması ile buradan gelen olumlu katkı sona ermiştir.

TBÖS'de görülen güçlü artışın, 2015 yılı Nisan ayında yapılan düzenlemeler ile ithalatın yurt dışı finansmanında maliyetlerin azaltılmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Değişiklik sonrası firmalar ithalat finansmanını karşı taraftan uygun vadelerle gerçekleştirmeye başlamıştır. Son iki çeyrekte TBÖS'te görülen yataylaşma, düzenleme değişikliğinden kaynaklanan olumlu etkinin tamamlandığına işaret etmektedir. Firma likiditesi için bir diğer önemli gösterge olan Ticari Alacak Tahsilat Süresi'nde (TATS) son dönemde kaydedilen artış, firmaların birbirlerini daha uzun vadelerde fonladıklarını göstermektedir.

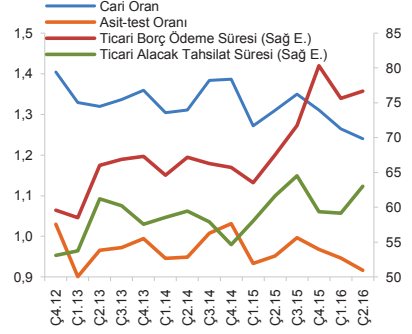
Firmaların borçlanabilme kabiliyetinin bir göstergesi olan faiz karşılama oranı (FKO), BIST firmaları için ilgili yazında kabul edilen alt sınır olan 1,5 değerinin oldukça üzerindedir (Grafik II.2.14). 2016 ikinci çeyrek itibarıyla firmaların yıllık faaliyet kârı, firma yıllık faiz giderlerinin yaklaşık dört katını karşılayabilecek seviyededir ve bu oran 2015 yılı son çeyreğinden bu yana artma eğilimindedir. Uluslararası literatürde bu oranın 1,5'in altına inmesi o firmanın borçlanma kabiliyetini düşürürken, borçlanma maliyetini de arttıracakı öngörülmektedir. Ayrıca bu eşğin altındaki firmaların borçlarını ödemekte zorluk yaşayacağı düşünüülerek riskteki borç oranı hesaplanmaktadır. Bu orana göre FKO değeri 1,5'in altında olan firmaların toplam borcunun, örneklemedeki tüm firmaların borcuna oranı riskteki borç oranını göstermektedir. Bu oran BIST firmaları için son dönemde hızlı bir şekilde düşmektedir. Geri ödeme riski bulunan borç oranı 2015 üçüncü çeyreğinde yüzde 40'lara ulaşırken 2016 ikinci çeyrek itibarıyla yüzde 10'a kadar düşmüştür. Döviz açık pozisyonu olan firmalar arasında FKO'su 1,5'in altındaki firmaların toplam YP borcunun örneklemedeki YP borç toplamına oranı olan riskteki YP borç değeri ise benzer şekilde düşme eğilimindedir. Açık pozisyonu olan firmaların toplam YP borcunun sadece yüzde 15'inin riskte olması bu firmaların YP borç geri ödemelerinde sıkıntıya düşmeyeceklerini göstermektedir. Firma YP TGA oranlarının düşük seviyelerde seyretmesi bu savı destekler niteliktedir (Kutu II.2.1).

2016 ikinci çeyreğinde aktif büyüklüğüne göre en büyük yüzde 10'luk dilimde yer alan 22 BİST firmasının 16 tanesi YP açık pozisyona sahiptir (Grafik II.2.15). Bu 16 firma, açık pozisyonu olan 132 firmanın toplam açık pozisyon tutarının yüzde 81'ini oluşturmaktadır. Geçmiş dört yıla bakıldığında da en büyük aktife sahip yüzde 5 ve 10'luk dilimde yer alan az sayıda firma açık

Likidite oranları düşme eğilimindeyken ticari borç ödeme kapasiteleri yükselmektedir.

Grafik II.2.13

Halka Açık Reel Sektör Firmalarının Likidite Göstergeleri (Yüzde)



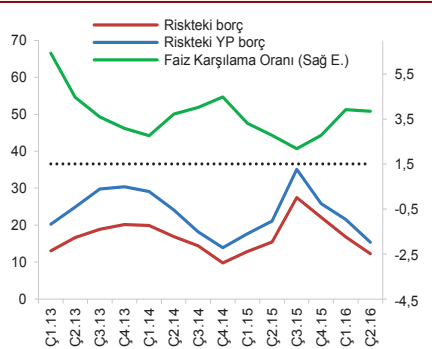
Not: Cari Oran= Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler
Asit Test Oranı= (Hazır Değerler + Menkul Kıymetler + Kısa Vadeli Alacaklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler
Ticari Borç Ödeme Süresi= 365* Ticari Borçlar / Satılan Malın Maliyeti
Ticari Alacak Tahsilat Süresi= 365* Ticari Alacaklar / Net satışlar
Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören firmalar dışlanmıştır. 234 firma analize dahil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

Gerri ödeme riski olan borç oranı düşmektedir.

Grafik II.2.14

Halka Açık Reel Sektör Firmalarının Faiz Karşılama ve Riskteki Borç Oranları (Yüzde, kat)



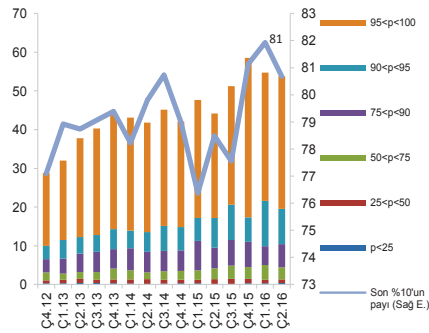
Not: Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören firmalar, fonksiyonel para birimi YP olan firmalar ve negatif özsermayesi olan firmalar dışlanmıştır.
Faiz Karşılama oranı= Esas Faaliyet Kârı (FAVÖK) / Faiz Giderleri. Kur kaynaklı giderler de faiz giderleri içerisinde dahil edilmiştir.
Riskteki borç oranı= FKO 1,5'den az olan firmaların tüm borcunun, toplam örneklemedeki firma borçlarına oranıdır.
Riskteki YP borç oranı= YP'de net açık pozisyonu olan firmalar arasında FKO değeri 1,5'den düşük olan firmaların toplam YP borcunun, örneklemedeki toplam YP borç içerisindeki payıdır.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

YP açık pozisyonun yüzde 81'i aktif büyüklüğüne göre en büyük 16 firmaya aittir.

Grafik II.2.15

Halka Açık Reel Sektör Firmalarının YP Açık Pozisyonunun Aktif Büyüklüğüne Göre Dağılımı (Milyar TL, Yüzde Pay)



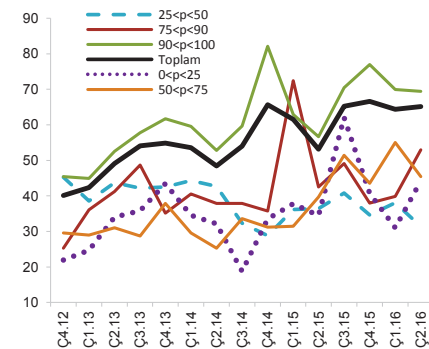
Not: Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören, yp açık pozisyonu olmayan ve fonksiyonel para birimi YP olan firmalar dışlanmıştır. 132 firma analize dahil edilmiştir. p=100 değeri aktif olarak en büyük firmayı p=0 en küçük firmayı belirtmektedir. Mavi çizgi "p>90" bölgesindeki firmaların açık pozisyonunun payını gösterir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

Küçük firmalar özsermayelerine oranla daha az açık pozisyon vermektedir.

Grafik II.2.16

YP Kaldırıcı (YP Açık Pozisyon/Özsermaye) Oranının Aktif Büyüklüğü Dilimlerinde Dağılımı (Yüzde)



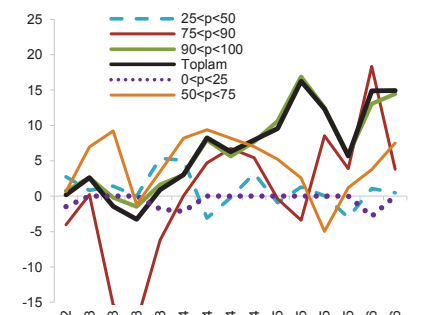
Not: Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören, yp açık pozisyonu olmayan ve fonksiyonel para birimi YP olan firmalar dışlanmıştır. 132 firma analize dahil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

Büyük firmalar türev işlemleri ile açık pozisyonu daha çok koruma altına almaktadır.

Grafik II.2.17

Türev Pozisyonu / YP Açık Pozisyon Oranının Aktif Büyüklüğü Dilimlerinde Dağılımı (Yüzde)



Not: YP Açık Pozisyon / YP Açık Pozisyon Oranının Aktif Büyüklüğü Dilimlerinde Dağılımı (Yüzde). Finansal şirketler, GMYO'lar, holdingler, gelişen piyasalarda işlem gören, yp açık pozisyonu olmayan ve fonksiyonel para birimi YP olan firmalar dışlanmıştır. 132 firma analize dahil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: Ç2.16)

pozisyonun çoğunluğunu elinde tutmaktadır. Yüksek ihracat hacmine sahip bu 16 firma örneklemedeki firmaların toplam ihracat gelirlerinin yüzde 80'ini elinde tutmaktadır. Tarihsel olarak açık pozisyonlarının üzerinde ihracat gelirine sahip olan bu firmaların ihracat/açık pozisyon oranı 2015 ikinci yarısında 0,85'e kadar düşmesine rağmen 2016 ilk yarısı itibarıyla 1,05'e kadar yükselmiştir. En büyük yüzde 10'luk dilimde yer alan fakat açık pozisyonu olmayan 6 firmanın ihracatının toplam satışları içerisindeki payı yüzde 15 iken açık pozisyondaki 16 firma için bu payın yüzde 29 olması da döviz açık pozisyonu ile ihracat gelirleri arasında önemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca miktar olarak bakıldığında son bir yılda YP açık pozisyonu artışının büyük firmaların pozisyonundaki artışın sonucu olduğu ve en büyük yüzde 10'luk dilim dışında kalan çok sayıda firmanın YP açık pozisyonunda ciddi bir değişim olmadığı gözlenmiştir. Açık pozisyonda son dönemde gözlenen artışın küçük firmaların ilave risk almasından kaynaklanmadığı, önemli bir kısmı ihracatçı olan nispeten az sayıdaki büyük ölçekli firmalardan kaynaklandığı analizden çıkarılan önemli bir bulgudur.

Daha alt yüzdelik dilimlerde yer alan firmalar her ne kadar sistemik olarak önemli sayılmayacak düzeyde YP açık pozisyona sahip olsalar da kendi firma ölçeklerine göre aldıkları açık pozisyon riski yüksek seviyede olabilir. Firmaların öz sermaye büyüklüğüne oranla açık pozisyon değerlerine bakıldığında aslında küçük firmalar için bu oranın ortalamasının altında olduğu ve en büyük yüzde 10'luk dilimde yer alan firmalarda bu oranın ortalamasının üstünde olduğu gözlenmiştir (Grafik II.2.16). Diğer bir ifadeyle küçük ölçekli firmalar kendi öz kaynak büyüklüğüne göre büyük firmalar kadar risk almamaktadır.

Türev işlemleri ile YP açık pozisyonunu koruma altına alma oranı da büyük firmalar için yüksek seviyelerdedir. Örnekleme dahil firmalardan en büyük yüzde 10'luk dilimde yer alan firmaların türev pozisyon / açık pozisyon oranı uzun dönemde hep ortalama değer üzerinde olup ve son dönemde en büyük yüzde 25'lik dilimde yer alan firmalar da ortalamasının üzerinde geçmiştir (Grafik II.2.17). Aktif büyüklüğü en küçük yüzde 50'lik dilimde olan firmalar ise türev işlemleri ile açık pozisyonlarının çok az bir kısmını korumaktadır. Toplam açık pozisyonun yüzde 80'inin türev işlemlerinde daha iyi koruma sağlayan büyük firmalarda yoğunlaşması finansal istikrar açısından olumlu değerlendirilmektedir.

Geçmiş döviz kuru hareketlerinin reel sektörün borç ödeme kapasitesi üzerindeki etkisine dair en somut gösterge yabancı para (YP) cinsi kredilerin performansıdır. Bu bağlamda, son yıllarda TL'de yaşanan belirgin değer kayıpları göz önüne alındığında, YP kredilerin tahsili gecikmiş alacak (TGA) oranlarının son dönemlerdeki gelişiminin takip edilmesi finansal istikrar açısından önem taşımaktadır. YP TGA verisi bilançolardan doğrudan erişilebilen bir veri olmadığından, TCMB finansal istikrar raporları aracılığıyla ilgili seriyi hesaplayarak kamuoyu ile paylaşmaktadır. Bu kutuda öncelikle YP TGA verisinin oluşturulma yöntemi sunulmakta, akabinde de oluşturulan oran ile YP kredilerin geçmiş dönemdeki performansı değerlendirilmektedir.

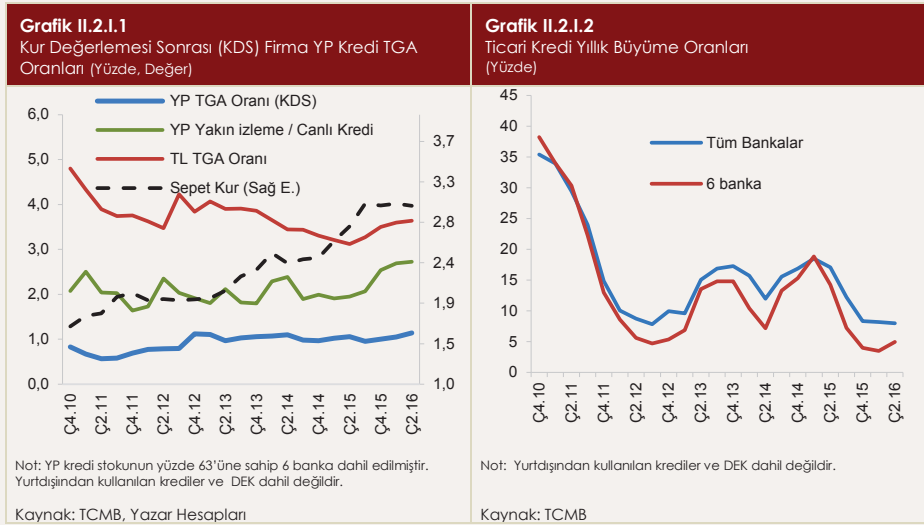
YP TGA oranı verisine bankaların muhasebe uygulamaları nedeniyle doğrudan ulaşamamakla birlikte farklı kaynaklardaki verileri bir araya getirerek ilgili verinin gerçekçi bir tahminini oluşturmak mümkündür. Bankalar tabii oldukları tek düzen muhasebe sistemi gereğince tahsili geciken YP kredilerini bilanço dönemindeki kurdan TL'ye çevirmektedir. YP TGA'lar bilançoda kaldığı süre boyunca da bilançoya ilk kaydedildiği miktarda (TL karşılığı) sabit kalmak suretiyle TGA hesaplarında yer almaktadır. Ek olarak, YP TGA'ları TL TGA'larla aynı hesapta muhasebeleştirme olanağı veren düzenleme nedeniyle bankaların birçoğu YP ve TL TGA tutarları tek hesapta muhasebeleştirmektedirler. Banka bağımsız denetim raporlarında YP TGA bakiyesine ulaşmak mümkündür. Ancak, bakiye bilgisinin yukarıda izah edildiği üzere TL olarak yer alması ve TGA oranının paydasında yer alan canlı YP kredilerin kur etkilerine bağlı olarak değişmesi nedeniyle buradan hesaplanacak oranlarla sağlıklı bir analiz yapmak mümkün değildir.

Çeyreklik olarak yayınlanan banka bağımsız denetim raporlarından elde edilen TL cinsinden kayıtlı YP TGA bakiyelerinin, belirlenen bir başlangıç noktasından itibaren, çeyreklik farkları alınarak banka bazında yaklaşık bir akım TGA değeri elde edilmiştir. Her bir çeyrekteki akım TGA tutarı aynı dönem içindeki 3 aylık ortalama kurlar kullanılarak sepet kuru cinsine çevrilmekte ve bu akım değerler yine sepet kura çevrilmiş başlangıç stok TGA miktarına birikimli olarak eklenmek suretiyle her bir çeyrek için stok YP TGA miktarı hesaplanmıştır. Son olarak her çeyrekteki stok YP TGA değerlerinin ilgili çeyrekteki ortalama kur üzerinden tekrar TL dönüşümü yapılmaktadır. Akım TGA'lar hesaplanırken kur etkisi ayıklanmakla birlikte başlangıç noktasındaki stok YP TGA değeri kaçınılmaz olarak değerlendirme etkileri taşıyacaktır. Başlangıç noktası olarak, öncesinde kurların asgari değişim gösterdiği bir dönemi almak bu sorunu hafifletecektir. Tarihsel olarak kur gelişmelerine bakıldığında Euro ve ABD dolarının 2008 sonundan itibaren 2010 yılının sonuna kadar büyük ölçüde sabit kaldığı, hatta bir miktar düştüğü gözlenmektedir. Bu nedenle başlangıç noktasından kaynaklı yanlılığı en aza indirmek için 2010 yılının son çeyreği baz dönem olarak alınmıştır.

YP TGA verileri bazı bankalar için 2000'li yılların başına kadar gitse de birçok banka için 2008 sonrası raporlamaların daha sağlıklı olduğu tespit edilmiştir. Çalışmaya 2008 sonrası düzenli

raporlama yapmış ve 2016 yılı Haziran ayı itibarıyla toplam firma nakdi YP kredi stokunun yüzde 63'üne sahip en büyük altı banka dâhil edilmiştir. Çalışmaya yerli bankaların aracılık ettiği yurtdışından kullanılan krediler ve dövize endeksli krediler dâhil edilmemiştir.

Yukarıda özetlenen yöntem doğrultusunda hesaplanan YP TGA oranının tarihsel gelişimi Grafik II.2.1.1'de sunulmaktadır. Grafik tarihsel olarak Firma YP TGA oranlarının TL TGA oranlarının oldukça altında seyrettiğini göstermektedir. 2016 yılının ikinci çeyreği itibarıyla firma YP TGA oranı yüzde 1,14 ile firma TL TGA oranının üçte biri nispetinde gerçekleşmiştir. Grafikte diğer dikkat çeken bir husus YP TGA'ların görece olarak çok daha durağan bir patika izlemesidir.¹



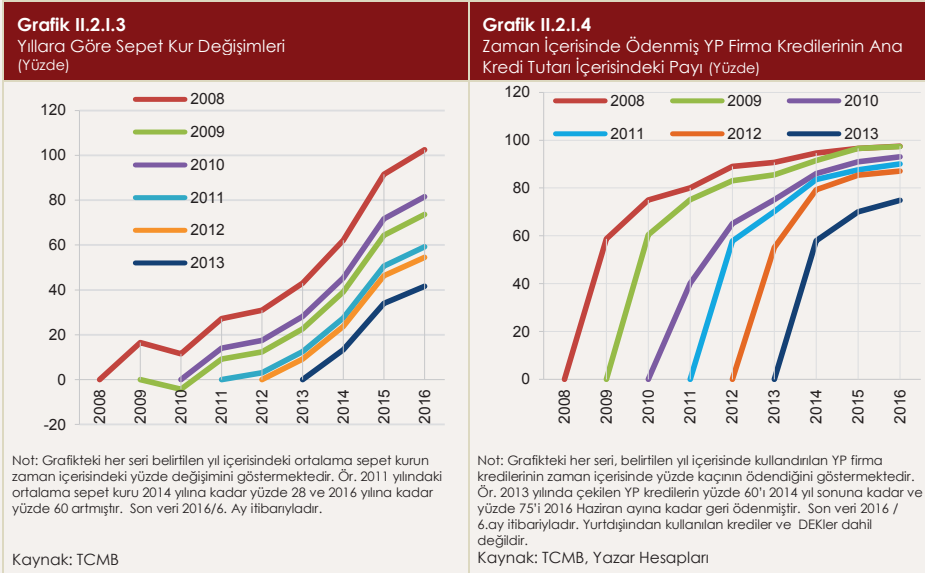
YP TGA'ların düşük seyrinin, YP kredi büyüme hızının artma eğiliminden ve/veya YP kredilerin ilk ödemelerinin, kredinin alındığı tarihten itibaren 0-5 yıl arasında değişen sürelerden sonra başlaması ve geri ödemelerin de genelde çok uzun vadelere yayılmasından kaynaklanabileceği bu nedenle YP TGA'ların YP kredi performansının değerlendirilmesi için iyi bir gösterge olmayabileceği ileri sürülebilir. 2010 yılı sonrasında YP kredi artış hızının genel olarak zayıflama eğilimi sergilemesi ilk argümanın geçerli olmadığını göstermektedir (Grafik II.2.1.2). Firmaların yurt içi bankalardan kullandıkları YP kredilerin ortalama vadesi 3 yıl civarındadır.² Grafik II.2.1.4, 2008 yılından başlayarak her yıl açılan kredilerin 2016 yılı ikinci çeyreğine kadar ne kadarının ödendiğini göstermektedir. Grafikte görüldüğü üzere, görece yakın bir zaman olan 2012 yılında açılan kredilerin dahi toplam tutarının yüzde 90'ına yakınının ödendiği görülmektedir. 2008, 2009 yıllarında açılan kredilerin toplam tutarının yüzde 95'inden fazlasının geri ödendiği hesaplanmıştır. Dolayısıyla YP TGA'ların yetersiz bir gösterge olabileceğine dair argümanlar verilerle desteklenmemektedir.

¹ YP ve TL TGA oranlarının seviyeleri arasındaki fark başlangıç noktasının yanlılığından kaynaklanabilir. Bu iddianın geçerli olabilmesi için başlangıç noktasından uzaklaştıkça yanlılık çok hızlı bir şekilde azalmalıdır. Ancak YP TGA oranları (başlangıç noktasının yanlılığının sınırlı olduğuna işaret eder şekilde) belirgin bir yukarı yönlü eğilim göstermemekte ve iki oran arasındaki fark son gözleme kadar korunmaktadır.

² Firmaların doğrudan yurt dışından kullandığı kredilerin ortalama vadesi 5 yılın üzerindedir.

İncelenen dönem boyunca döviz kurunda gözlenen oynaklık ile TL'de yüksek ve kalıcı değer kayıplarına rağmen, YP kredilerin tarihsel performansındaki olumlu görünüm, firmalar kesiminin dayanıklılığını teyit etmektedir (Grafikler II.2.1.3 ve 4). Döviz geliri olmayan firmalara verilen YP kredilere dair asgari miktar ve vade kısıtı getiren düzenleme, YP borcun oldukça büyük ölçekli firmalarda toplanması, firmaların kur riskine karşı ihracat geliri dışında da korunma imkânlarına sahip olması gibi faktörlerin, YP kredilerdeki geri ödeme riskinin düşük seyretmesinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Bununla birlikte, yakın izlemedeki YP kredilerin toplam YP kredilere oranı 2015 yılı son çeyreğinden itibaren bir miktar artış kaydetmiştir (Grafik II.2.1.1). Bu durum, ilerleyen dönemlerde YP TGA'larda sınırlı bir artış olabileceğine işaret etmektedir. Ancak, YP TGA'lar ile yakın izlemedeki YP krediler arasındaki tarihsel ilişki, olası artışların sınırlı düzeyde kalacağına işaret etmektedir.



Özetle, YP TGA oranının tarihsel gelişimi, döviz kurunun zaman zaman yüksek oynaklık sergilediği ve TL'de hızlı ve kalıcı değer kayıplarının yaşandığı 2008 yılı sonrası dönemde YP kredilerin güçlü bir performans sergilediğini ortaya koymaktadır. Bu gözlem, firmaların YP açık pozisyonlarına dair kaygıları bir ölçüde hafifletmektedir. Türkiye'de döviz kredisine dair getirilen kısıtlamaların YP borcun oldukça büyük ölçekli ya da ihracatçı firmalarda toplanmasına neden olmasının, YP kredilerdeki geri ödeme riskinin düşük seyretmesinde etkili olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, firmaların YP pozisyon açığına dair değerlendirmelerin, firma bilançolarına ilişkin daha detaylı veri ile desteklenmesi önem taşımaktadır.

Kutu
II.2.II

Reel Sektör Döviz Açık Pozisyonu ve KÖİ Projeleri

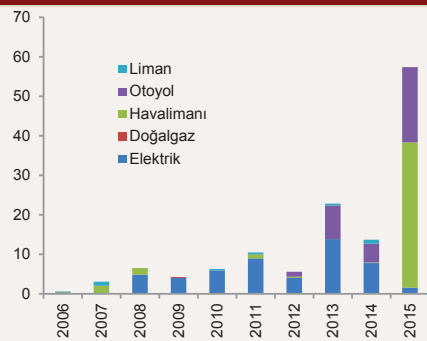
Raporun "Reel Sektör Gelişmeleri" bölümünde, BİST firmalarından oluşan örnekleme göre açık pozisyonun daha çok ihracatçı ve döviz geliri yüksek, risklere karşı koruma (hedge) pozisyonu görece yüksek olan büyük ölçekli ve mali açıdan güçlü şirketlerde toplandığı gösterilmektedir. Ancak, BIST firmaları reel sektör toplam döviz borçluluğunun ve açık pozisyonunun sadece belli bir bölümünü oluşturmaktadır. Reel sektöre genel olarak bakıldığında mal ve hizmet satışları yurt içine yönelen sektörlerin de YP borcu olduğu görülmektedir. Öte yandan ilgili sektörlerin YP borçlanmalarının kayda değer bir kısmının, gelir akımlarına ve döviz kurlarına ilişkin risklerin kamu kesimi tarafından üstlenildiği, kamu-özel sektör işbirliği projelerinin (KÖİ) finansmanı için kullanıldığı bilinmektedir. Bu kutuda TCMB ve Dünya Bankası verilerinden yararlanılarak KÖİ kapsamında firmaların kullandığı YP kredilerin miktarı hesaplanmaya çalışılacaktır.

KÖİ projeleri kapsamında (yerli ve yabancı) reel sektör firmaları Türkiye'de altyapı (PPI) ve şehir hastaneleri projelerine yatırım yapmaktadır. Genel olarak yap-işlet-devret ve benzeri modeller esas alınarak yapılan bu yatırımların toplam miktarı Dünya Bankası ve Sağlık Bakanlığı verilerine göre son 10 yılda Türkiye için 140 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik II.2.II.1). Yapım ve işletme sürelerinin oldukça uzun olduğu (sektör farklılıklarına göre ortalama 10 ile 49 sene arası) KÖİ projeleri genellikle çok uzun vadeli (10-15 yıl arası) YP kredilerle finanse edilmektedir. Projelerin bilhassa inşaat aşamasında gelir üretmemesi sebebiyle sektör yapısına göre kredi geri ödemelerinin ilk 1-5 yıl arası ertelendiği göz önünde bulundurulduğunda son 10 yılda yapılan yatırımlar için kullanılan kredilerin geri ödemelerinin devam ettiği değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, ilgili projelerin reel sektör YP borç bakiyesine önemli bir etkisinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Nitekim YP açık pozisyonun 2006 ve sonrasındaki keskin artış eğilimine benzer olarak PPI yatırımlarında da güçlü bir artış kaydedilmiştir.

Dünya Bankası verilerine göre Türkiye'de 2006 ve sonrasında 130,4 milyar ABD doları değerinde toplam 197 PPI projesi yapılmış veya yapımı devam etmektedir. PPI yatırımlarının büyük kısmı elektrik üretim ve dağıtım tesisleri (51 milyar ABD doları), otoyol/köprü

Grafik II.2.II.1

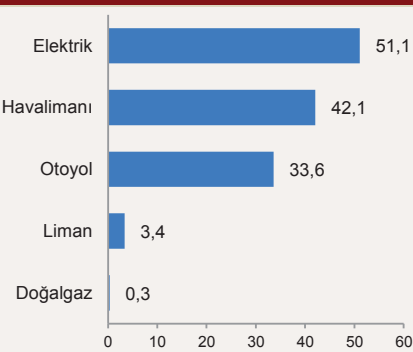
2006 ve Sonrasında Kontratı İmzalanan Projeler Kapsamında Yapılan Yıllık Altyapı Yatırım Miktarları ve Sektörel Dağılımı (Milyar ABD doları)



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik II.2.II.2

2006-15 Yılları Arasında Yapılan Toplam Altyapı Yatırım Tutarının Sektörel Dağılımı (Milyar ABD doları)



Kaynak: Dünya Bankası

doları) ve havaalanları (42 milyar ABD doları) gibi ekonomik açıdan etkin projelerde yoğunlaşmıştır (Grafik II.2.II.2). Bu yatırımların içerisindeki yenilenebilir elektrik enerjisi üretimi, elektrik dağıtımı, otoyol/köprü ve havaalanı projelerinde devlet satın alma garantisi¹ olması ve fiyatların da büyük ölçüde ABD doları cinsinden belirlenmesi özel sektörün YP borçluluk nedeniyle üstlendiği riskleri önemli ölçüde azaltmaktadır. Örneğin yenilenebilir elektrik enerjisi santrallerinde satılamayan veya beklenmedik durumlarda kapasite altı kalan üretim miktarı kamu tarafından önceden anlaşılan ve dövizde endekslenmiş fiyatlar üzerinden satın alınmaktadır. Benzer şekilde, köprü ve otoyollardan geçen araç sayısı ve havaalanlarını kullanan yolcu adetinin belli değerlerin altında olması durumlarında kamu sektörü eksik kalan miktarı dövizde endeksli fiyat üzerinden şirketlere ödemeyi taahhüt etmektedir. Böyle bir garanti, firmalara talep şoklarına karşı koruma sağladığı gibi YP kredi geri ödemelerinde de yüklenici firmaların döviz riskini azaltmaktadır.

PPI yatırımları yanında, özellikle son dönemde hız kazanarak 29 adet projeye ve yaklaşık 10 milyar ABD doları ön görülen yatırım değerine ulaşan şehir hastaneleri projeleri de kamu kesiminin sağladığı garantilerden yararlanmaktadır. Yerli ve yabancı özel sektör firmalarının gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışı finansmanı kullanarak yaptığı hastaneler, kira sözleşmeleri veya hizmet satın alma garantisi ile kamu tarafından desteklenmektedir. Bu sayede yatırımcı firmalar işletme veya kiralama süresince, uzun vadede (ortalama 25 yıl), PPI projelerinde olduğu gibi gerek talep ve gerekse kur şoklarına karşı korunabilmektedir.

KÖİ yatırımlarını üstlenen firmalar genellikle proje özelinde yeni kurdukları proje firmaları (PF) üzerinden yatırımlarını yönetmektedir. Türkiye bankalar Birliği (TBB) Risk Merkezi (RM) firma kredileri veri seti ve Dünya Bankası verileri kullanılarak PF üzerinden yaptığımız eşlemede 2006'dan bu yana imzalanan projelerde kullanılan kredilerin önemli bir kısmı tespit edilebilmektedir. Buna karşın bilhassa elektrik sektöründeki bazı yatırımların holding veya grup çatısı altında yapılmış olması, bu firmaların çok çeşitli alanlarda kredi kullarımlarının olması veya yabancı ortaklık yapısı sebebiyle, söz konusu firmaların KÖİ projesi özelinde kullanmış oldukları kredileri ayırt etmek oldukça zor olmaktadır. Bu bağlamda kapsayıcılığı arttırmak için eşleme işlemi katı ve esnek olmak üzere iki farklı şekilde yapılmıştır. Katı eşleme, sadece PF vasıtasıyla yapılan yatırımları dikkate alırken, esnek eşleme holding ve şirket gruplarının kendi çatıları altında yapmış oldukları PPI yatırımlarını da dikkate almaktadır.

Katı eşleme yöntemine göre toplam elektrik yatırımlarının yüzde 52'si ve esnek eşleme yöntemine göre ise yüzde 93'ü TBB RM verisi ile eşlenebilmiştir (Tablo II.2.II.1). Elektrik projelerinde ortalama borç-öz sermaye finansman oranının yüzde 75 olarak gerçekleşmektedir. Bu oran göz önüne alındığında, birinci yöntemle göre eşlenen firmaların yapmış oldukları 26,7 milyar ABD doları yatırımın yaklaşık 20 milyar ABD doları, ikinci yöntemle göre ise 47,5 milyar ABD dolarının 36,6

¹ Elektrik dağıtım şirketlerinin sahip olduğu garanti elektrik üretim yatırımlarından pratikte farklıdır. Özelleştirme sonrası dağıtıcı şirket tarafından projelendirilen yeni yatırımlar direkt olarak kamu tarafından karşılanırken, dağıtım şirketinin iflas durumunda atanan kayyum komitesi firma yönetimini yükümlülükleriyle beraber devralır. Elektrik dağıtımında sürekliliğin esası olması itibarıyla pratikte dağıtıcı şirketlerin oluşabilecek iflaslara karşı dolaylı bir desteği bulunmaktadır. Son on yıldaki özelleştirmeler kapsamında açılan yaklaşık 20'ye yakın projeden bir tanesi iflas etmesi sonucu kayyum atanmış ve yeni yönetim, dağıtım firmasının tüm borç ödemelerini zamanında gerçekleştirmiştir.

milyar ABD doları borç ile finanse edildiği hesaplanmaktadır. TBB RM verileriyle yapılan katı eşlemeye göre son on yılda yapılan elektrik yatırımlarının 2016 yılı Ağustos ayı itibarıyla toplam YP kredi borcu 8,9 milyar ABD doları olarak hesaplanırken, esnek yaklaşımla yapılan eşlemeye göre bu rakamın 15,5 milyar ABD doları civarında olduğu ortaya çıkmaktadır.

Tablo II.2.II.1

Elektrik Üretim ve Dağıtım Yatırımları (2006 - 2015) ve YP Kredi Borç Miktarları, Dünya Bankası ve TBB RM Verilerinin Eşleştirilmesi

Elektrik Enerjisi Yatırımları			Katı Eşleme			Esnek Eşleme		
Elektrik	Teknoloji	Yatırım Miktarı (Milyon ABD doları)	Yatırım Miktarı (Milyon ABD doları)	Pay	TBB Risk Merkezi YP Kredi (Milyon ABD doları)	Yatırım Miktarı (Milyon ABD doları)	Pay	TBB Risk Merkezi YP Kredi (Milyon ABD doları)
Dağıtım	-	14,073.4	8,576.6	60.9%	839.4	13,549.2	96.3%	1,145.5
Üretim	Rüzgar	5,440.2	1,316.4	24.2%	665.8	4,596.4	84.5%	1,900.6
	Jeotermal	1,368.0	-	0.0%	-	1,368.0	100.0%	832.4
	HES (>50MW)	6,576.6	2,615.4	39.8%	2,263.60	5,903.0	89.8%	2,769.4
	HES (<50MW)	1,198.7	251.7	21.0%	427.3	981.3	81.9%	1,095.6
	Doğal Gaz	8,963.0	4,931.7	55.0%	2,087.70	7,678.4	85.7%	3,505.4
	Kömür	13,444.6	8,984.2	66.8%	2,624.50	13,444.6	100.0%	4,198.5
Toplam		51,064.5	26,676.0	52.2%	8,908.30	47,520.9	93.1%	15,447.4

Not: *PPI: Dünya Bankası özel sektör altyapı yatırımları veri seti, TBB RM: Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi veri seti, ** 2010-2015 arası imzalanan yatırımları kapsar, *** Bazı toplamlar arası tutarsızlık PPI veri setindeki raporlama eksikliğinden kaynaklanmaktadır. **** ABD doları çevirimi için 2016/08 ay sonu kuru 2.95 TL olarak alınmıştır.

Kaynak: Yazarların hesaplaması, Dünya Bankası ve TBB Risk Merkezi

Kamu satın alma garantisinin olduğu elektrik dağıtımı ve yenilenebilir elektrik enerjisi (ör. rüzgâr, HES ve jeotermal) üretimi yatırımlarındaki toplam YP kredi borcu katı eşlemeye göre 4,2 milyar ABD doları ve esnek eşlemeye göre ise 7,7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, 2006'dan bu güne yapılan ve yapımı devam eden otoyol/köprü projelerinin toplam yatırım değeri Dünya Bankası verilerine göre 33,6 milyar ABD dolarıdır (Tablo II.2.II.2). Ortalama 22 yıl işletme süresi olan bu projelerin yaklaşık yüzde 86'sı olan 28,9 milyar ABD doları, iç ve dış finans kurumlarından sağlanan kredilerle finanse edilmiştir. TBB RM verilerindeki ilgili proje firmalarının toplam borcu 5,4 milyar ABD dolarıdır. Benzer şekilde hava limanlarına da yapılan toplam yatırım bahsi geçen yıllarda 45 milyar ABD doları olarak işlenmiş olsa da bu rakamın 35 milyar ABD doları ile hala yapımının ilk aşamalarında devam eden İstanbul 3. Havalimanı projesine aittir. Toplam havaalanı yatırımlarının yüzde 97'si TBB RM verisi ile eşleşebilen bu firmaların YP kredi borcu 3,6 milyar ABD doları olarak kaydedilmiştir. Son olarak, Sağlık Bakanlığı verilerine göre yapımı devam etmekte olan şehir hastaneleri projelerine bu güne kadar toplam yatırım için kullanılan kredi miktarı 3,8 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

Yapılan değerlendirmede kamu satın alma garantisi olan KÖİ yatırımlarının miktarı 2006-2015 yılları arası için 118 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Tablo II.2.II.2). Bu yatırımları yapan firmalar TBB RM verileriyle eşleştirildiğinde ortalama YP borç stoklarının alt bandı 17 milyar ABD doları; esnek eşlemeye göre ise 21 Milyar ABD doları olduğu saptanmıştır. Dünya Bankası veri seti, raporlama eksikliklerinden ötürü ülkedeki tüm PPI yatırımlarını kapsamaması yanında 2016 yılı yatırımlarını da içermemektedir. Bu eksiklik bilhassa fazla sayıda proje adedi olan enerji yatırımlarının kapsayıcılığı açısından önemlidir. Bu bağlamda, TBB RM veri setinde yer alan tüm

elektrik enerjisi üreten ve dağıtan şirketlerin YP borç stokuna bakılmıştır. Söz konusu şirketlerin 2016 yılı Ağustos ayı itibarıyla 33 milyar ABD doları değerinde YP borcu olduğu tespit edilmiştir. Tespit edilen borç stokunun ne kadarında kamunun satın alım garantisi olduğunu hesaplamak için ise Dünya Bankası veri setinde elektrik enerjisi yatırımlarındaki kamu garantili projelerin payı kullanılmıştır. Yüzde 56 olarak hesapladığımız bu pay kullanıldığında TBB RM'de yer alan 33 milyar ABD doları değerindeki tüm elektrik enerjisi şirketlerine ait YP kredi borcunun 18,5 milyar ABD dolarının kamu hizmet satın alma garantisi kapsamına giren projelerde kullanıldığı hesaplanmaktadır.

Tablo II.2.II.2

Farklı Yaklaşımlara Göre Devlet Satın-Alma Garantili KÖİ Projeleri Finansmanında Kullanılan YP Kredi Miktarları (Milyar ABD doları)

	Yatırım	TBB RM YP Stok (Katı)	TBB RM YP Stok (Esnek)	TBB RM YP Stok (Genel)
Elektrik Üretim ve Dağıtım	29.0	4.2	7.7	18.5
Otoyol/Köprü	33.6	5.4	5.4	5.4
Havaalanı	46.0	3.6	3.6	3.6
Şehir Hastaneleri	10	3.8	3.8	3.8
Toplam	118.0	17.0	21.0	31.0

Kaynak: Yazarların Hesaplaması, Dünya Bankası, Sağlık Bakanlığı ve TBB Risk Merkezi

Özet olarak, YP kredilerin önemli bir kısmının KÖİ projelerinde toplandığı değerlendirilmektedir. Mevcut durumda KÖİ projeleri kapsamında faaliyet gösteren firmaların TBB RM verilerine göre toplam YP kredi borcu, eşleme varsayımlarına göre farklılık gösterirken, en geniş varsayımlar altında 46 milyar ABD dolarına ulaşmaktadır. Analizimize göre bu rakamın yaklaşık 31 milyar ABD doları kamu hizmet/ürün satın alma, kiralama veya dolaylı garanti yöntemleriyle kur ve talep risklerine karşı korumaya sahiptir.

Çalışmamız her ne kadar konuyla ilgili detaylı bilgiler sunmayı amaçlasa da bazı ciddi varsayımlar yapmak zorunda kalınmıştır. Birincisi bilhassa holding veya grup şirketleri kurmuş oldukları proje şirketlerine koymakla yükümlü oldukları sermayeyi de kendi bilançolarında kredi ile finanse edebilmektedir. İkincisi grup şirketleri proje şirketine hizmet ve mal satımı (ör. baraj inşaatını) yaparak karşılığında ticari alacak/borç ilişkisi çerçevesinde proje şirketini dolaylı olarak finanse edebilirken, yapılan yatırımı kendi bilançosunda kredilendirebilmektedir. Mevcut verilerden bu işlemleri çıkarmak maalesef mümkün değildir. Dolayısıyla mevcut yatırım değerleri ile borç stokları arasında ciddi farklılıklar görünmektedir. Bu farklılıkların önemli bir kısmı hiç şüphesiz 2006'dan bu yana yapılan yatırımlar için kullanılan kredilerin geri ödemelerinden kaynaklansa da hiç azımsanmayacak olan kısmının da yukarıda bahsedilen dolaylı finans sağlama yöntemlerinden kaynaklanabileceği de söylenebilir. Yabancı ortaklarla yapılan yatırımların finansmanında da yabancı kaynakların kullanılması kredi bakiyesinin tespitini zorlaştıran başka bir faktördür. Ayrıca, 2016 içerisinde yapılan yatırımlar Dünya Bankası verilerine henüz eklenmediği için çalışmaya dâhil edilmemiştir. 2016 yılı içerisinde yapılan toplam yatırım Enerji Bakanlığı verilerine göre 5 milyar ABD doları civarında iken bu miktarın 4 milyar ABD doları satın alma garantisi altında olan yatırımlardır.