

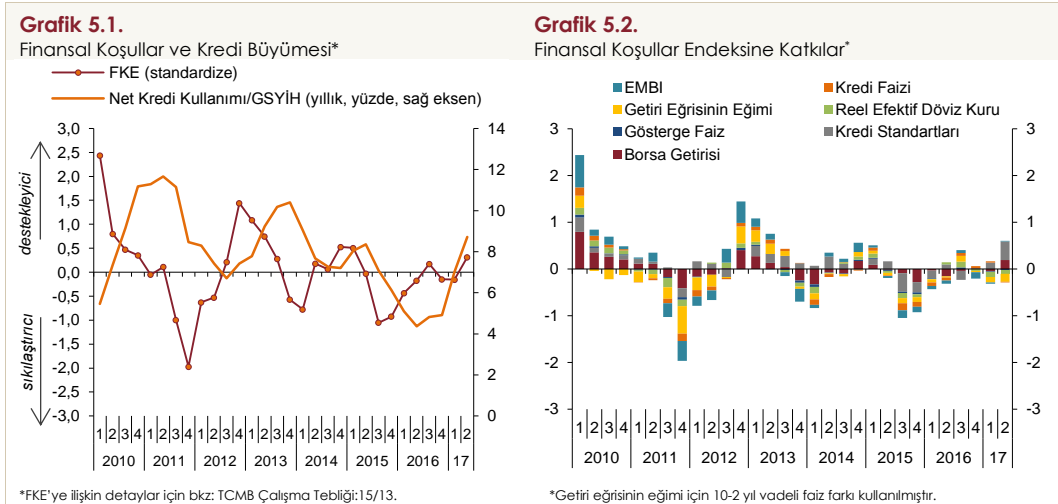
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Son dönemde, küresel oynaklıkların düşük seyri ve yatırımcıların yüksek risk iştahı ile birlikte Türkiye'ye yönelen portföy girişleri güçlü seyrini sürdürmüştür. Portföy girişleri, 2017 yılının ilk iki ayında hisse senedi piyasası kaynaklı olurken, Mart ayından itibaren hem hisse senedi hem de DİBS piyasasında geçmiş yıllar performansının üzerinde güçlü girişler gözlenmiştir.

2017 yılının ilk yarısında, finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, kamu tedbir ve teşvikleri sayesinde, kredi büyümesindeki canlanma devam etmiştir. KGF kapsamındaki kredi kullanımlarının Mart ayı ile birlikte hızlanmasının etkisiyle son dönemde Türk lirası cinsinden ticari kredi büyümesi ivme kazanmıştır. Ancak, KGF teminatlı kredilerde, tanımlanan limitin önemli bir kısmının hâlihazırda kullanılmış olması ve öne çekilen firma kredi talebinin de büyük ölçüde karşılanmış olması nedeniyle, Haziran ayı itibarıyla kredi büyümesi üzerindeki etkinin azalmaya başladığı görülmektedir. Önümüzdeki dönemde kredi büyümesinin dengeli bir patikada hareket etmesi beklenmektedir.

TCMB'nin gerçekleştirdiği güçlü parasal sıkılaştırma sebebiyle getiri eğrisinin eğimi negatif seyretilmektedir. TCMB'nin enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı duruşu koruyacağı yönündeki iletişimi ve fonlamanın büyük ölçüde tek bir kalemden (GLP) yapılması para politikası belirsizliğini azaltmaktadır. Para politikasındaki sıkı duruşun da etkisiyle, uzun vadeli enflasyon beklentileri ve döviz kuru oynaklıklarında gerileme eğilimi devam etmiştir.

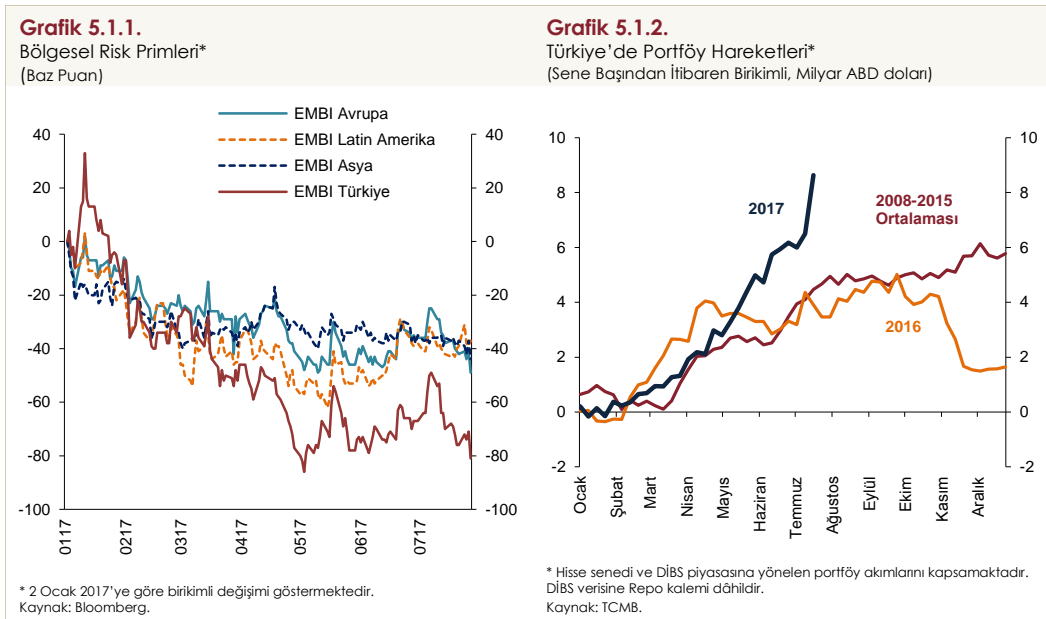
Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir yansıması olarak düşünülecek Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılının ikinci çeyreğinde finansal koşulların iktisadi faaliyeti destekleyici bir konuma geldiğine işaret etmektedir (Grafik 5.1). İkinci çeyrekte, kredi standartları ve borsa getirisi endekse destekleyici yönde katkı verirken, EMBI'nin katkısı sınırlı ölçüde pozitif yönde olmuştur. Söz konusu dönemde kredi faizi ve gösterge faizin katkısı yatay seyretilmiş; getiri eğrisinin eğimi ve reel kur ise endeksi aşağı yönlü etkilemiştir (Grafik 5.2).



5.1. Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

2017 yılında, küresel büyümedeki toparlanma sinyalleri ve gelişmiş ülkelerin para politikalarına ilişkin belirsizliklerin azalması, gelişmekte olan ülkelere dair risk algılamalarını olumlu yönde etkilemiş; uluslararası portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu dönemde, Türkiye'nin ülke risk primi diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). Türkiye'ye yönelen portföy akımları ise, sene başından bu yana birikimli olarak, geçmiş yıllar ortalamasının üzerine çıkmıştır (Grafik 5.1.2). Yılın ilk iki ayında portföy girişleri hisse senedi piyasası kaynaklı olurken, Mart ayından itibaren DİBS piyasasında da güçlü girişler gözlenmesi bu olumlu performansa katkı sağlamıştır.

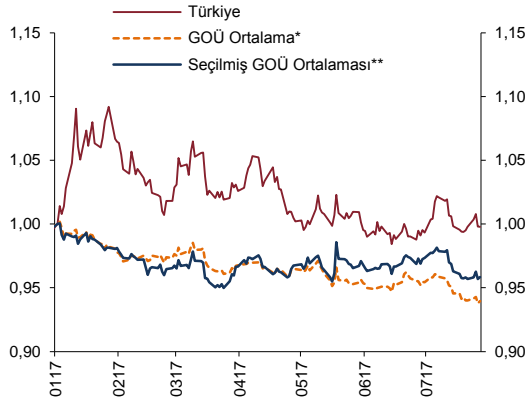


Döviz Kurları

Gelişmekte olan ülke para birimleri küresel risk iştahındaki döngülere paralel bir hareket izlemiş, sene başına göre ABD doları karşısında değer kazanmıştır (Grafik 5.1.3). Türk lirası ise 11 Ocak'tan itibaren TCMB'nin uyguladığı parasal sıkılaştırmanın etkisiyle, geçmiş dönem kayıplarını büyük ölçüde geri almıştır. Küresel risk iştahındaki olumlu seyre bağlı olarak, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarında da düşüş eğilimi gözlenmiştir (Grafik 5.1.4). Son dönemde, sıkı para politikasının da etkisiyle, Türkiye'nin ima edilen döviz kuru oynaklığındaki gerileme eğilimi, diğer gelişmekte olan ülkelerekinden daha güçlü olmuştur.

Grafik 5.1.3

TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



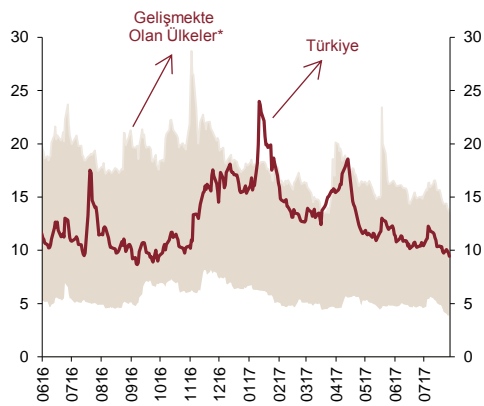
* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şii ve Türkiye yer almaktadır.

** Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, ve Hindistan yer almaktadır.

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.4

Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, Yüzde)



* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şii yer almaktadır.

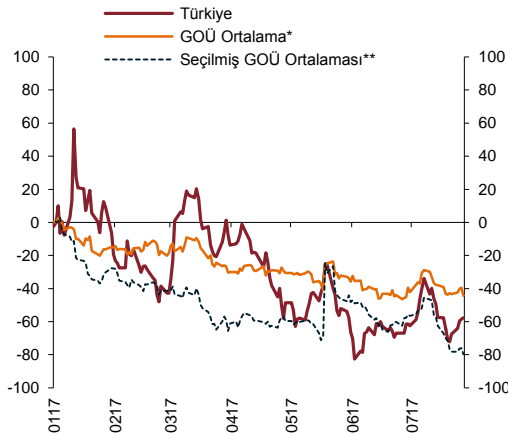
Kaynak: Bloomberg.

Piyasa Faizleri

Sene başından bu yana, gelişmekte olan ülkelerdeki piyasa faizleri üzerinde, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair beklentiler ile ülkelerin makroekonomik görünümü temel belirleyiciler olmuştur. Olumlu seyreden küresel risk iştahının ve para politikası faiz indirimlerinin etkisiyle pek çok ülkede piyasa faizleri hem kısa hem de uzun vadelerde düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Türkiye'de ise TCMB'nin parasal sıkılaştırma adımlarının etkisiyle, piyasa faizleri kısa vadelerde artış göstererek, diğer gelişmekte olan ülkelere yukarı yönlü ayrılmıştır. Türkiye'de uzun vadeli piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülkelere benzer ölçüde düşüş kaydetmiştir.

Grafik 5.1.5.

Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri*** (Baz Puan)



* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şii ve Türkiye.

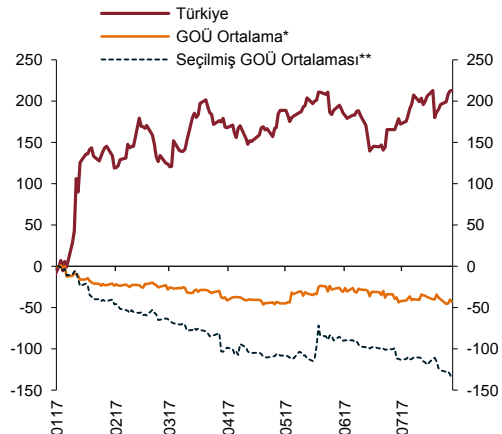
** Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Güney Afrika ve Hindistan.

*** 2 Ocak 2017'ye göre birikimli değişimi göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6.

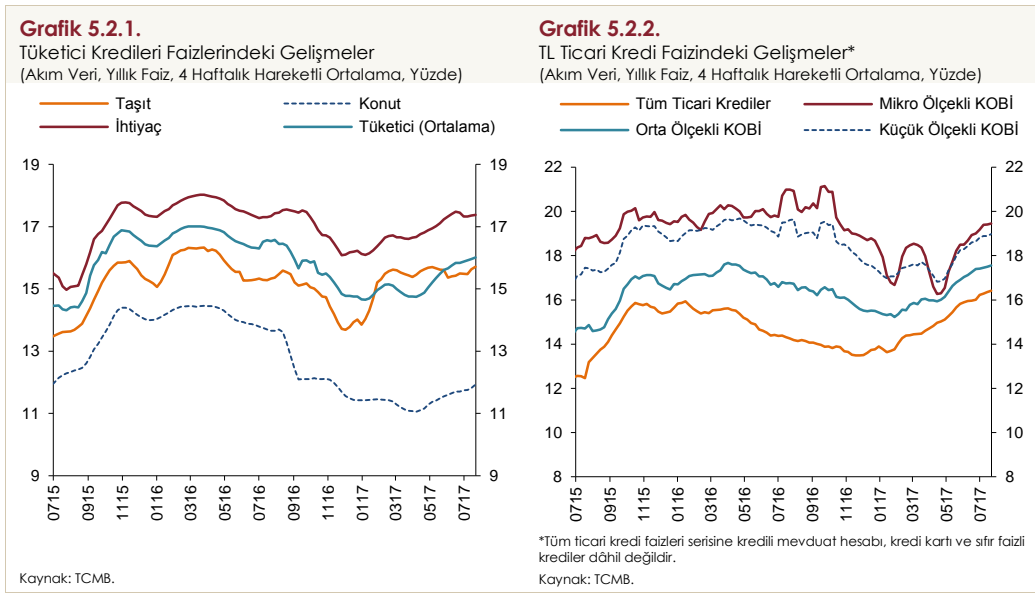
Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri*** (Baz Puan)



5.2. Kredi Koşulları

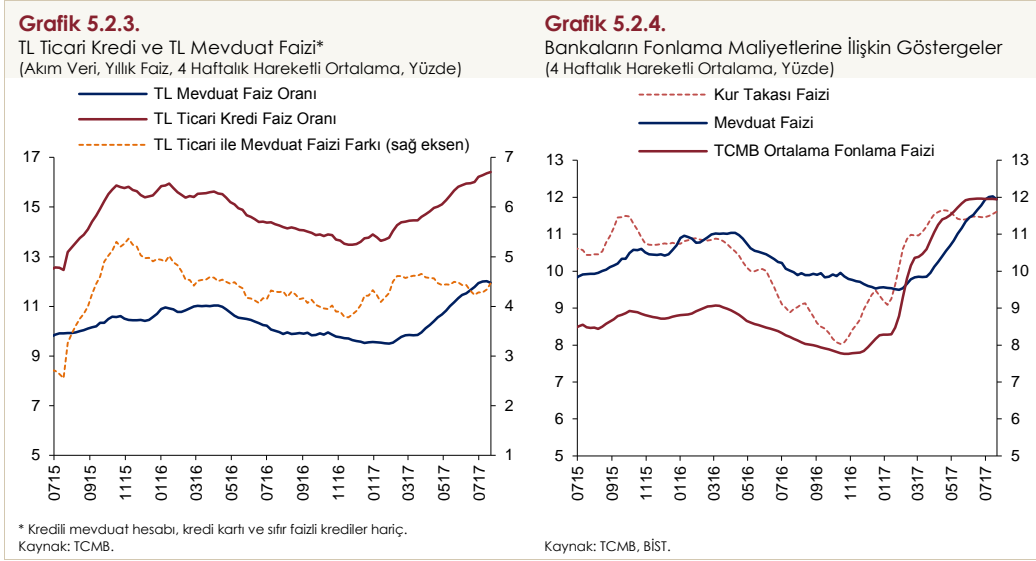
Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

İkinci çeyrekte, iktisadi faaliyet büyümesine ilişkin olumlu görünüm ve kamu kredi garanti desteği sayesinde bankaların kredi verme iştahı devam etmiş; 2017 yılı başından bu yana tüketici kredisi ve ticari kredi faizlerinde ılımlı bir artış eğilimi izlenmiştir (Grafik 5.2.1 ve Grafik 5.2.2). Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana konut ve ihtiyaç kredisi faizlerinde sınırlı artışlar, taşıt kredisi faizlerinde ise yatay bir seyir gözlenmiştir. 21 Temmuz 2017 itibarıyla, ortalama tüketici ve ticari kredi faizleri, sırasıyla, yüzde 16 ve yüzde 16,4 olarak gerçekleşmiştir.



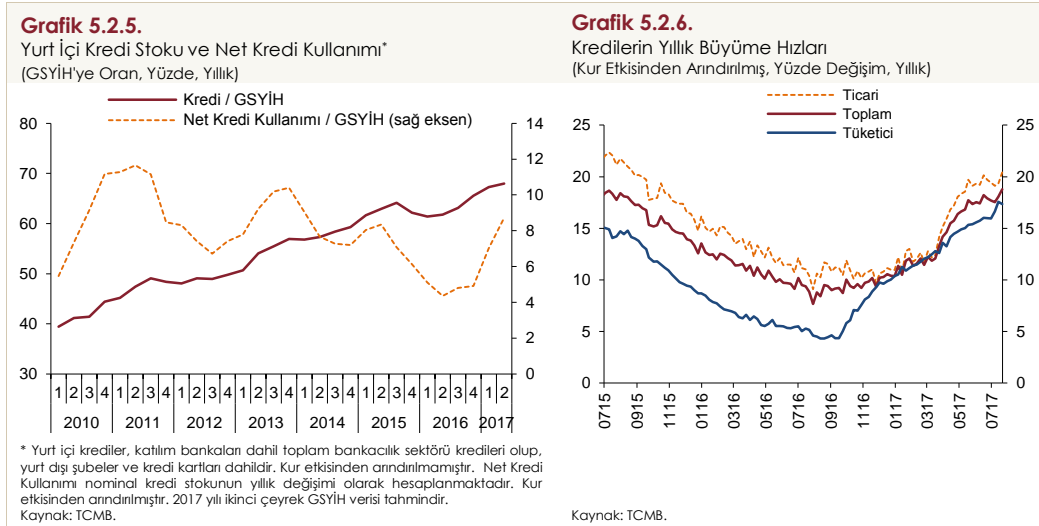
Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana artış kaydetmiştir. Benzer bir hareket ticari kredi faiz oranında da görülmüş olup, kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır (Grafik 5.2.3).

2017 yılının ikinci çeyreğinde artış gösteren mevduat faizleri, bankaların mevduat dışı Türk lirası fonlama maliyetlerine yakınsamıştır (Grafik 5.2.4). Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, mevduat faizleri 127 baz puan artarken, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti 15 baz puan yükselmiştir. Kur takası faiz oranları ise yataya yakın seyretmiştir. Son haftalarda mevduat faiz artışının durduğu gözlenmiştir.



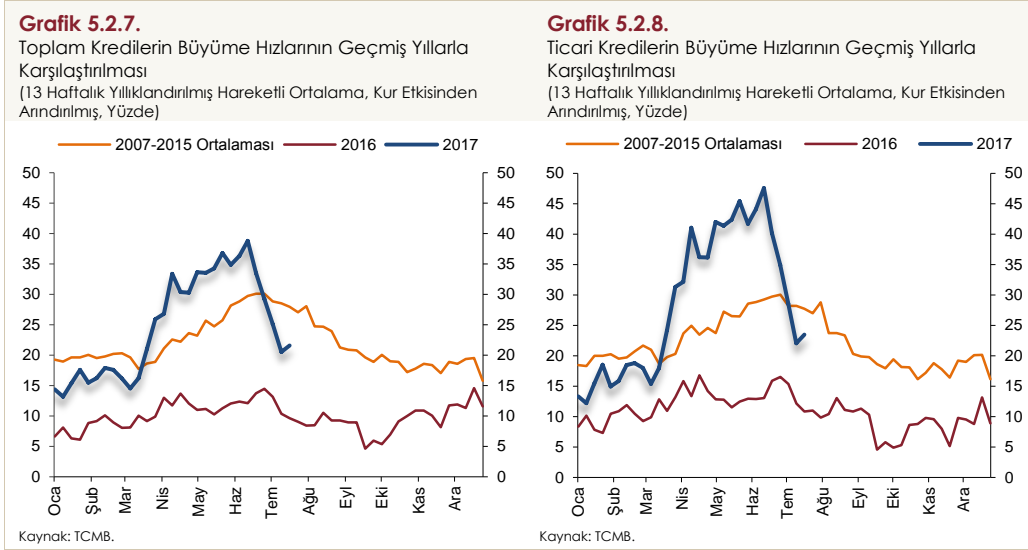
Kredi Hacmi

2017 yılının ilk yarısında, finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar ile kamu maliyesi tedbir ve teşvikleri sayesinde, kredi büyümesindeki canlanma devam etmiştir. 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, yılın ikinci çeyreğinde de artış kaydederek yüzde 8,7 seviyesine yükselmiştir (Grafik 5.2.5).

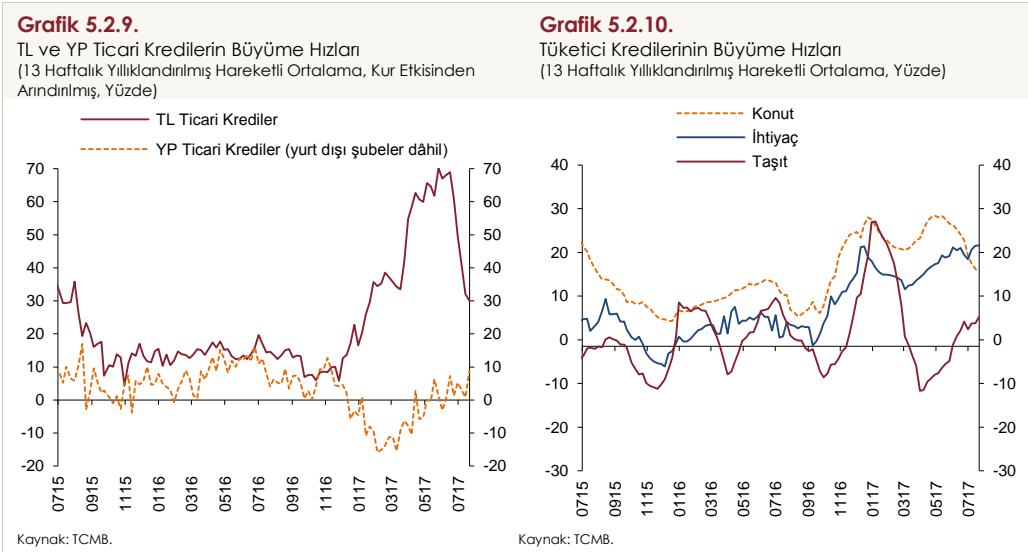


2017 yılı ikinci çeyreğinde, tüketici güvenindeki olumlu seyir ve makro ihtiyati teşviklerin etkisiyle tüketici kredilerindeki artış eğiliminin sürdüğü görülmektedir. Buna ek olarak, KOSGEB kredileri ve Hazine destekli Kredi Garanti Fonu kefalet imkânı gibi teşviklerin etkisiyle ticari kredi büyümesi de yükseliş kaydetmeye devam etmiştir. Bu çerçevede, finansal olmayan kesime kullanılan, kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin yıllık büyümesi artarak yaklaşık yüzde 18,8 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.6). 2016 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren artış eğiliminde olan toplam kredilerin büyüme

oranı, 2017 yılının ikinci çeyreği boyunca, ticari krediler kaynaklı olarak geçmiş yıllar ortalamasının üstünde seyretmiştir (Grafik 5.2.7). Ancak KGF destekli kredilerin önceden belirlenen sınırlara yaklaşması neticesinde, Haziran ayı ortasından itibaren Türk lirası cinsinden ticari kredi büyümesinde gözlenen dengelenme, toplam kredi büyümesine de yansımış ve toplam kredilerin 13 haftalık yıllıklandırılmış büyüme oranı 21 Temmuz 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 21,6 olarak gerçekleştirilmiştir.



2017 yılının Mart ayında hızlanan ticari kredi büyüme oranı, tarihsel ortalamasına göre daha yüksek seviyelere çıkmış; Haziran ayı ortasından itibaren gerileyerek Temmuz ayında tarihsel ortalamasının altına inmiştir (Grafik 5.2.8). Ticari kredi büyümesinde Mart-Haziran döneminde yaşanan artışın, kamu teşviklerinin etkisiyle, Türk lirası cinsi ticari kredilerdeki ivmelenmeden kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bununla birlikte, yabancı para cinsinden kullanılan ticari kredilerin büyüme oranı, yabancı para fonlama maliyetlerindeki artış ve zayıf seyreden yatırım iştahı nedenleriyle sene başından itibaren düşük seyretmektedir. İkinci çeyrekte, yabancı para kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı, baz etkileri ve döviz kurunun istikrarlı seyriyle beraber bir miktar artış kaydetmiştir.



Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, 2017 yılının ikinci çeyreğinde konut ve ihtiyaç kredilerindeki güçlü eğilimin devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.10). Tüketici kredileri içerisinde en büyük paya sahip olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı söz konusu çeyrekte güçlü seyretmekle birlikte Haziran ayı başından itibaren geçmiş yıllar ortalamasının altına düşmüş ve 21 Temmuz 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 15,5 olmuştur. İhtiyaç kredileri büyümesi yılın ikinci çeyreğinde ivme kazanmış ve yıllıklandırılmış büyüme oranı yüzde 21,6 olarak gerçekleşmiştir. Taahhüt kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı da mevsimsel hareketlerle uyumlu olarak bir miktar artmış ve 21 Temmuz 2017 itibarıyla yaklaşık yüzde 5,2 olmuştur.

Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçları incelendiğinde, KOSGEB kredileri ve Hazine destekli KGF kefalet imkânı gibi ticari kredilere dair teşviklerin 2017 yılı ikinci çeyrekte bankaların kredi standartlarına yansıdığı görülmektedir. Söz konusu çeyrekte bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartlar gevşemiş ve tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.11). Söz konusu standartlara ölçek, vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında da benzer bir durum gözlenmektedir. Ölçek ayırımında incelendiğinde, 2017 yılı ilk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de KOBİ kredilerine ilişkin standartlardaki gevşemenin büyük işletmelere göre daha belirgin olduğu izlenmektedir. Vade cinsi ayırımında bakıldığında, kısa vadeli kredilere ilişkin standartlardaki gevşemenin, para cinsi ayırımında bakıldığında ise TL cinsi kredilere ilişkin standartlardaki gevşemenin daha yüksek olduğu görülmektedir.

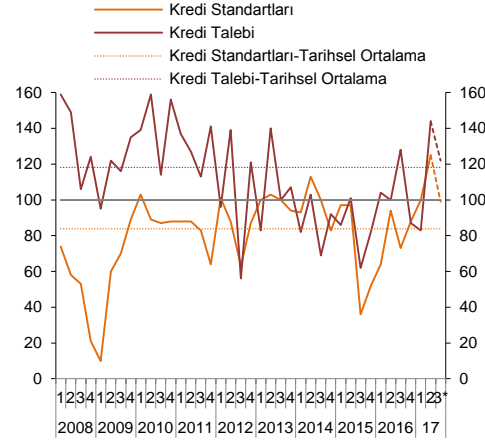
Kredi standartlarını etkileyen faktörler incelendiğinde, ankette bahsi geçen tüm etkenlerin standartlara gevşetici yönde katkıda bulunduğu gözlenmiştir. Bankalar, bu çeyrekte, işletmelere ilişkin kredi standartlarını gevşetici yönde etkileyen en önemli etkenler olarak, endüstri/firma ve ekonomiye ilişkin algı, talep edilen teminatlara ilişkin riskler ve diğer bankaların rekabetini belirtmiştir. Bu durum bankaların belirsizlik algısında azalmaya, risk iştahında artışa ve sektör rekabet koşullarında iyileşmeye işaret etmektedir. İşletmelere kullanılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara bakıldığında ortalama krediler üzerindeki kâr marjı ve teminat ihtiyacının gevşetildiği, daha riskli krediler üzerindeki kâr marjının ise sıkılaştırıldığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, işletmelerin kredi talebinin yılın ikinci çeyreğinde belirgin şekilde yükseldiğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). Ölçek ve vade cinsi bazında da benzer bir durum söz konusu olmakla birlikte TL cinsi kredi talebinde önemli bir artış, YP cinsi kredi talebinde ise düşüş gözlenmektedir. Borcun yeniden yapılandırılması ve stok artırımını ihtiyacı kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmekle birlikte sabit yatırımlar kredi talebini azaltıcı yönde etkilemiştir. Bunlara ek olarak, iç finansman ihtiyacı da bu dönemde işletmelerin kredi talebini artırıcı yönde etkilemiştir.

2017 yılı üçüncü çeyreğe ilişkin beklentilere göre işletmelere verilen kredilerin standartlarında ilave bir gevşeme beklenmemektedir (Grafik 5.2.11). Beklentilerde ölçeğe göre bir farklılaşma görülmektedir. Öte yandan, uzun vadeli ve yabancı para cinsi kredilerde sıkılaşma öngörülmektedir. İşletmelerin kredi talebinde ise tarihsel ortalamalara yakın düzeyde artışın devam etmesi beklenmektedir.

Grafik 5.2.11.

İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi**



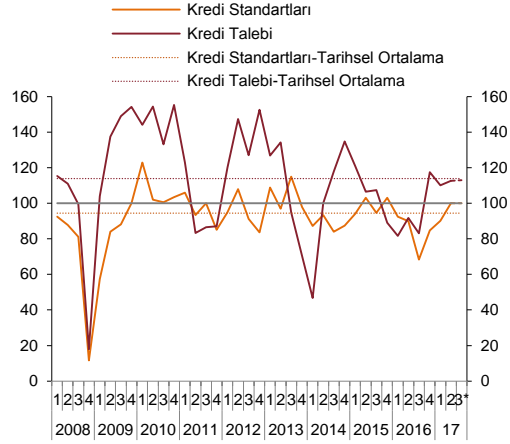
*2017 üçüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

** Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.12.

Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi**



*2017 üçüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

** Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB.

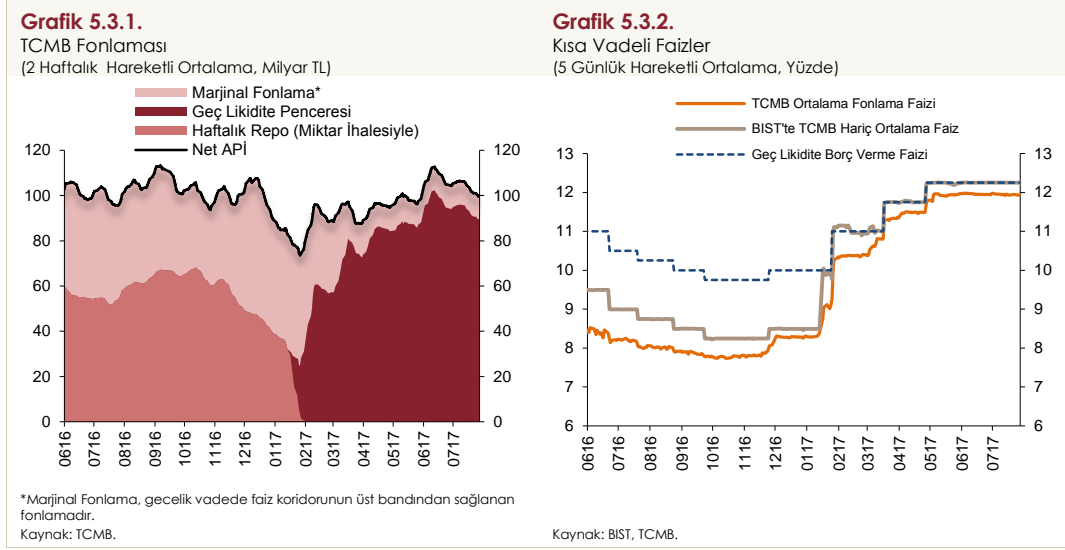
Bireysel kredilere yönelik yanıtlara göre, 2017 yılı ikinci çeyrekte, kredi standartlarında değişim olmadığı ancak tarihsel ortalamasına göre standartların bir miktar gevşek olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.12). Bireysel kredi talebi ise söz konusu çeyrekte tarihsel ortalama ile uyumlu bir artış kaydetmiştir. Tüketici kredileri alt kalemlerinde, konut ve ihtiyaç kredisi talep endekslerinde yükseliş görülmektedir. Konut kredisi talebini etkileyen faktörler incelendiğinde, konut piyasasına ilişkin beklentiler, tüketici güveni, vergi ve fonlar, diğer finansman kaynakları talebi artırıcı yönde etkilemiştir. İhtiyaç kredilerinde, tüketici güveni ve bireysel tasarruflar talebi artıran, krediler üzerindeki vergi ve bunun gibi yükler talebi azaltan temel faktörler olmuştur.

2017 yılı üçüncü çeyrekte bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının değişmeyeceği, bireysel kredi talebinin ise tarihsel ortalama ile uyumlu bir düzeyde artış göstereceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

5.3. Para Politikası Uygulamaları

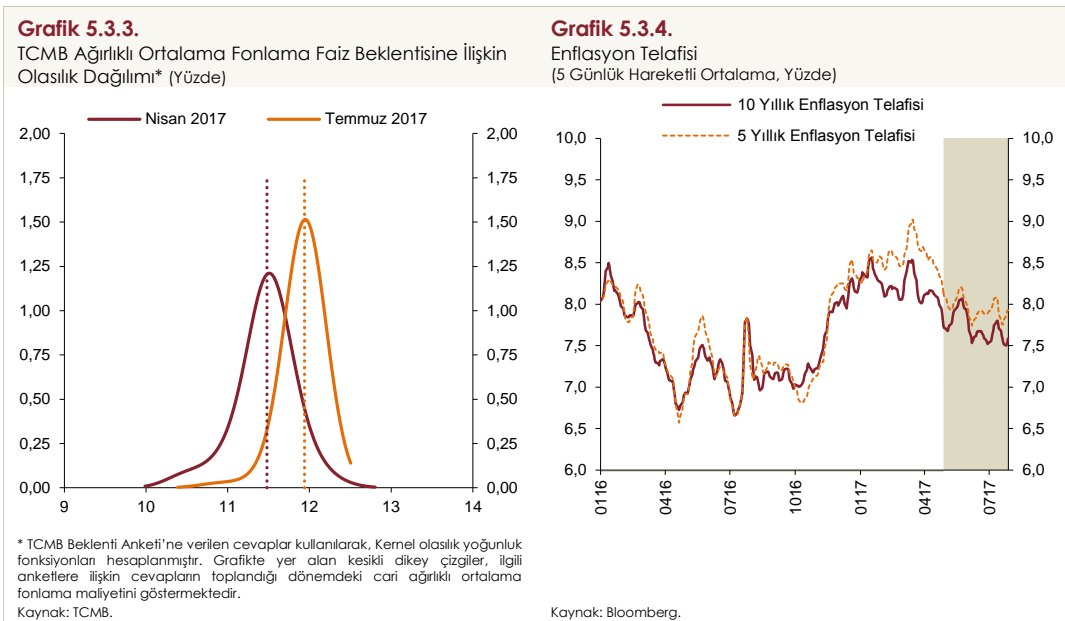
Piyasa Gelişmeleri

2017 yılının Ocak ayı ortasından itibaren bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmiş, marjinal fonlama kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek daha büyük bir bölümü GLP'den sağlanmıştır (Grafik 5.3.1). Mevcut Rapor dönemi boyunca da fonlamanın büyük kısmı GLP'den yapılmaya devam edilmiş, fonlama kompozisyonu yatay seyretmiştir.

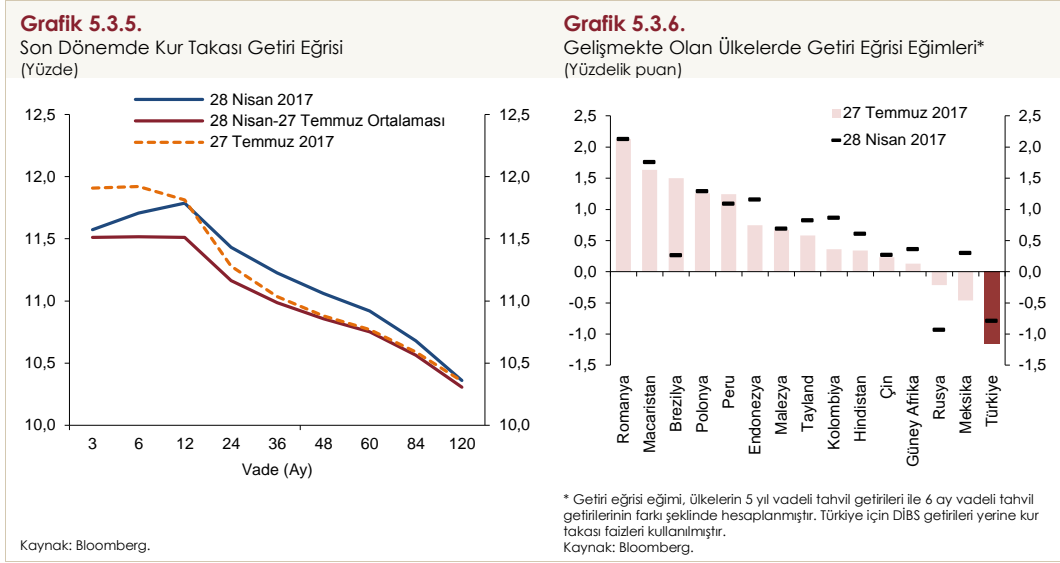


Likidite politikasındaki değişikliklerle birlikte, Ocak, Mart ve Nisan aylarındaki PPK toplantılarında GLP faizlerinin artırılması sonucu TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi de yükselmiştir. BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz GLP borç verme faizine yakın seyretmektedir (Grafik 5.3.2).

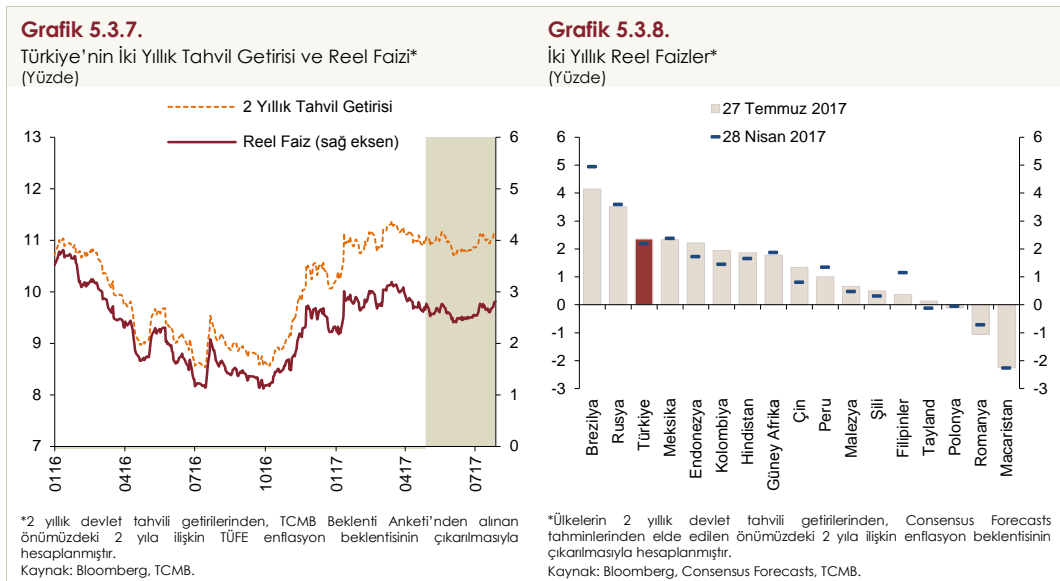
TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizine ilişkin beklenti dağılımı, Temmuz ayında, Nisan ayına kıyasla daha düşük beklenti oynaklığı ima ederken; beklentinin orta noktası, Temmuz ayında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinde değişiklik olmasının beklenmediğine işaret etmektedir (Grafik 5.3.3). Bu dönemde TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu koruması piyasalardan elde edilen enflasyon beklentisi göstergeleri üzerinde etkili olmuş, uzun vadeli enflasyon telafileri kademeli olarak gerilemeye devam etmiştir (Grafik 5.3.4).



TCMB'nin sıkı para politikası duruşu ve küresel risk iştahının olumlu seyri sonucunda, orta ve uzun vadeli kur takası getirilerinde bir önceki Rapor dönemine göre bir miktar gerileme gözlenmiştir (Grafik 5.3.5). Böylece kısa vadeli kur takası getirileri uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir (Kutu 5.1, farklı vadelerdeki kur takası getirilerinin para politikası sürprizlerine verdiği tepkiyi analiz etmektedir). Mevcut Rapor döneminde, Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmuştur (Grafik 5.3.6).



Son dönemde iki yıl vadeli tahvilin getirisinde yataya yakın bir seyir gözlenmiştir (Grafik 5.3.7). İki yıl vadeli enflasyon beklentilerinde belirgin bir değişiklik olmaması sonucu iki yıllık reel faizler bir önceki Enflasyon Raporu dönemindeki seviyelerinde gerçekleşmiştir. Türkiye, iki yıl vadeli reel faiz sıralamasında gelişmekte olan ülke ortalamasının üzerinde yer almaktadır (Grafik 5.3.8).



Para Politikası Tepkisi

Ocak ayında döviz kurlarında yaşanan oynaklık ve bu durumun enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi, 2017 yılının ilk çeyreğinde, para politikası kararlarında belirleyici olmuştur. Söz konusu dönemde, döviz kuru gelişmeleri enflasyona dair yukarı yönlü riskleri artırmıştır. Bu nedenle, Ocak ayı PPK toplantısında enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmış; hem marjinal fonlama oranı hem de GLP uygulaması çerçevesinde, borç verme faiz oranı yükseltilmiştir. Buna ek olarak, bu gelişmelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri de alınmıştır. Bu çerçevede, bir hafta vadeli repo ihalesi açılmamış, marjinal fonlama kademeli olarak azaltılmış ve sistemin fonlama ihtiyacının giderek artan bir kısmı GLP'den sağlanmaya başlanmıştır. Ayrıca, TCMB döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlayacak önlemler de almıştır. Bu amaçla, TCMB, yabancı para zorunlu karşılık oranlarını indirmiş, Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasasını açmıştır. Mart ayı itibarıyla, iktisadi faaliyette gözlenen ılımlı eğilime rağmen Türk lirasındaki birikimli değer kaybına bağlı olarak ortaya çıkan maliyet baskıları, enflasyonda belirgin bir yükselişe yol açmıştır. Bunun yanı sıra, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak, kısa vadede enflasyondaki yükselişin devam edeceği öngörülmüştür. Bu gelişmeler sonucunda, Mart ayı PPK toplantısında, GLP borç verme faiz oranı yüzde 11'den yüzde 11,75'e yükseltilmiştir. Yılın ilk çeyreğinde alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmada döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Nitekim, alınan bu tedbirler sonucunda, döviz kuru oynaklığı, enflasyon telafisi ve risk primi gibi finansal göstergelerde iyileşme gözlenmiştir.

Nisan ayına gelindiğinde küresel finansal koşullarda görece iyileşme gözlenmekle birlikte, döviz piyasasındaki hareketlilik kısmen devam etmiştir. Diğer taraftan, söz konusu dönemde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumlu yönde ayrılmış ve geçmiş dönem kayıplarını kısmen telafi etmiştir. Finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, kamu teşvikleri ve tedbirleri sayesinde kredi koşulları canlanmaya başlamıştır. Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkileri ve ithalat fiyatlarındaki yükselişin yanında gıda fiyatlarındaki artışın da etkisiyle yükselen enflasyonun fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğu değerlendirilmiştir. Nisan ayı PPK toplantısında, parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiş ve GLP borç verme faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 12,25'e yükseltilmiştir.

Haziran ayından bu yana küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma eğiliminin devam ettiği gözlenmektedir. Küresel ekonomiye dair büyüme tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesi ve düşen oynaklıklar risk iştahını desteklemektedir. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere portföy akımları güçlü seyrine devam etmiştir. Kredi Garanti Fonu desteği sayesinde ticari kredi büyümesi artış kaydetmiş; alınan destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla iktisadi faaliyet güçlenmiştir. Ayrıca, para politikasındaki sıkı duruş ile birlikte döviz kuru oynaklıkları düşüş eğilimini sürdürmüş ve risk primi olumlu seyretmiştir. Bununla birlikte PPK, fiyatlama davranışlarındaki risklere dikkat çekerek Haziran ve Temmuz aylarında sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar vermiş ve politika faiz oranlarını sabit tutmuştur.

TCMB, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.

Kutu
5.1

Para Politikasının Kur Takası Piyasası Faizlerine Aktarımı

Kur takası piyasası Türkiye'de bankaların bilanço içi yabancı para pozisyon açıklarını kapatmak ve Türk lirası likidite ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla kullandıkları bir piyasadır. Son yıllarda, bankaların kur takası işlem hacimleri ve dolayısıyla söz konusu piyasanın parasal aktarım mekanizmasındaki önemi de artmıştır. Bu çerçevede, bu kutuda, farklı vadelerdeki kur takası piyasası faizlerinin politika faizi sürprizlerine tepkisi tahmin edilmektedir.

Kutuda, para politikasının çeşitli vadelerdeki kur takası piyasası faizlerine aktarımı iki alt dönemde incelenmektedir. Söz konusu dönemler:

- Türkiye'de büyük ölçüde geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan 2005-2010 yılları arası,
- Faiz ve likidite politikalarına ek olarak, finansal istikrarı gözeten araçların da sıklıkla kullanıldığı 2011 yılı ve sonrasıdır.

Farklı vadelerdeki kur takası piyasası faizlerinin politika faiz sürprizlerine tepkisini ölçerken PPK duyurulannın yapıldığı günlerde günlük faiz değişimleri ile vaka analizi tahmin yöntemi kullanılmaktadır.¹ Para politikası sürprizi bir ay vadeli forward faizin baz puan olarak günlük değişimi şeklinde hesaplanmaktadır.² Kısa vadeli faizlerin farklı vadelerdeki kur takası piyasası faizleri üzerine etkisini gösteren ampirik bulgular, Tablo 1'de yer almaktadır. Sonuçlar, kur takası piyasasına para politikası aktarımının her iki alt dönemde de (Mart 2005-Aralık 2010 ve Ocak 2011-Nisan 2017) güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim tüm katsayılar yüzde bir düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Her iki dönemde de çeşitli vadelerdeki kur takası faizleri kısa vadeli faizdeki değişimlere aynı yönde ve benzer ölçüde tepki vermektedir. Beklendiği gibi bu tepkinin düzeyi vade uzadıkça kademeli olarak düşmekte, dolayısıyla politika faizi arttığında getiri eğrisinin eğimi azalmaktadır.

Türkiye'de faiz aktarımını inceleyen çalışmalar genellikle DİBS piyasasının tepkisine odaklanmaktadır. Söz konusu çalışmalar, politika faiz kararları sürprizlerinin çeşitli vadelerdeki DİBS piyasası faizleri üzerinde güçlü etkisi olduğunu bulmaktadır. Bu kutudaki bulgular, DİBS piyasasında olduğu gibi, bankaların Türk lirası finansman ihtiyaçlarını karşıladıkları önemli bir piyasa olan kur takası piyasasında da politika faiz aktarımının güçlü olduğunu göstermektedir. Bu durum incelenen her iki alt dönem için de geçerlidir.

¹ Vaka analizi, ilgili yazında piyasa faizlerinin para politikası duyurularına verdiği yüksek frekanslı tepkileri analiz etmekte en sık kullanılan yöntemdir. Teknik detaylar için bkz. Duran ve diğerleri (2012).

² Duran ve diğerleri (2012) politika faiz sürprizlerini bir ay vadeli DİBS faizini kullanarak ölçmektedir. Bu çalışmada bir ay vadeli forward faizin kullanılmasının nedeni son yıllarda kısa vadeli DİBS piyasasında işlem hacminin düşmesi ve çoğu gün istenen vadede kağıda ilişkin faize ulaşılamamasıdır.

Tablo 1. Kur Takası Piyasasında Politika Faiz Aktarımı*

Vade (Ay)	Mart 2005-Aralık 2010	Ocak 2011-Nisan 2017
6	-	0,746 (0,050)
12	0,592 (0,048)	0,564 (0,049)
24	0,460 (0,048)	0,489 (0,045)
36	0,434 (0,050)	0,421 (0,044)
48	0,350 (0,048)	0,395 (0,044)
60	0,184 (0,052)	0,311 (0,047)
84	0,309 (0,044)	0,251 (0,051)
120	0,245 (0,044)	0,220 (0,052)

* Standart sapma değerleri ilgili katsayının altında ve parantez içinde verilmektedir. Mart 2005-Aralık 2010 döneminde 6 ay vadeli kur takası faizi serisine ulaşamadığından, söz konusu vadeye ilişkin katsayı sadece Ocak 2011-Nisan 2017 dönemi için raporlanabilmektedir.

Kaynakça

Duran, M., G. Özcan, P. Özlü ve D. Ünalımsı, 2012, Measuring the Impact of Monetary Policy on Asset Prices in Turkey, Economics Letters, 114(1): 29-31.

