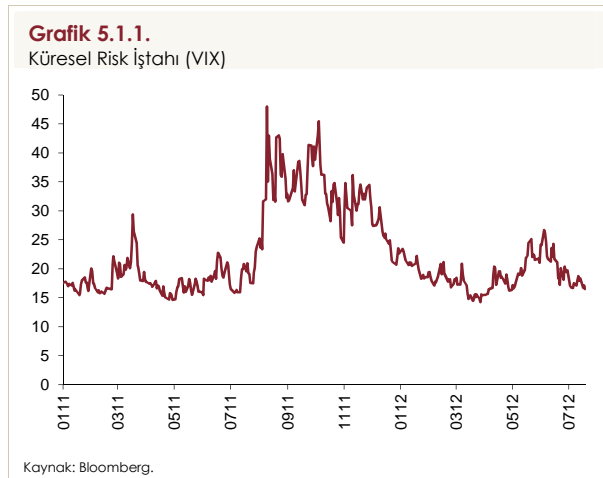


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

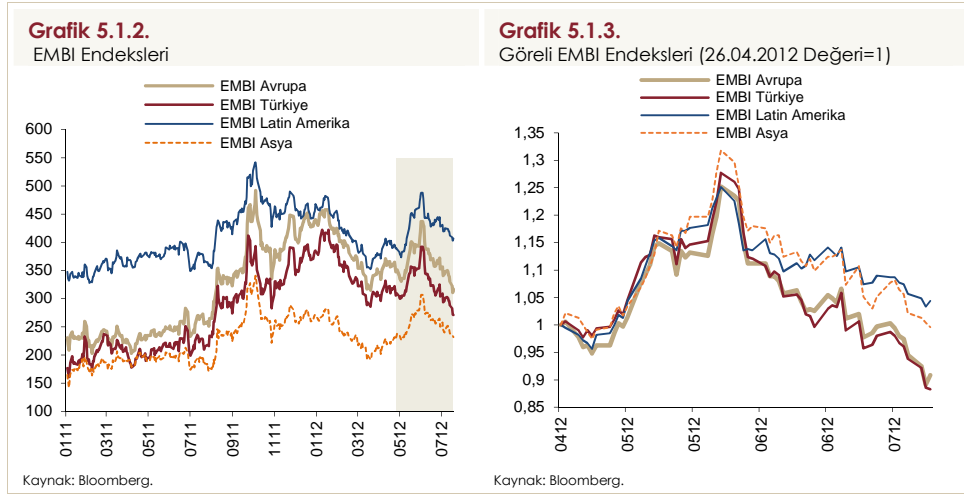
5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

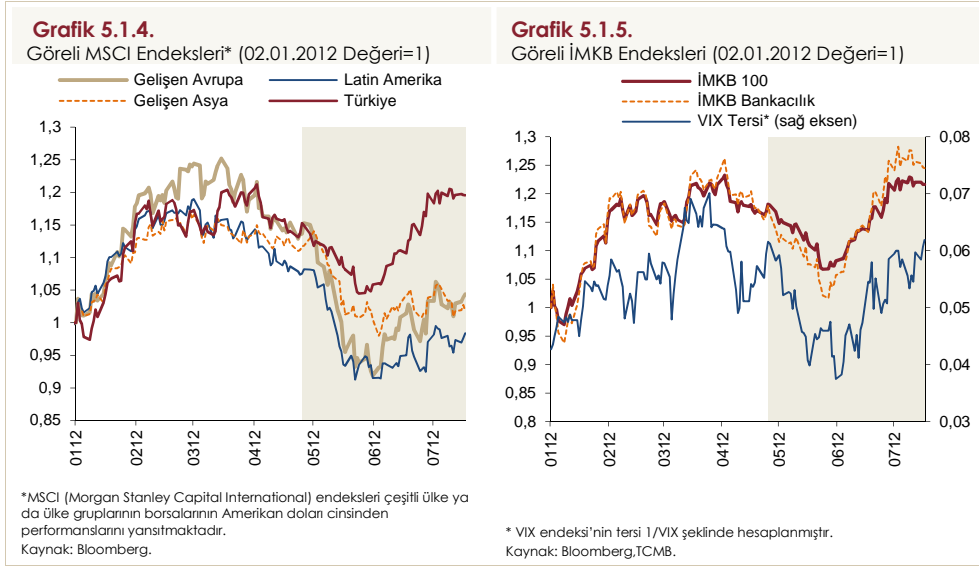
Yılın ikinci çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin açıklanan veriler toparlanmanın beklenenden daha uzun süreceğine yönelik sinyaller vermektedir. Büyümeye dair aşağı yönlü risklerin devam etmesi gelişmiş ülkelerin genişletici yöndeki para politikası uygulamalarına devam etmesine yol açmıştır. Bu dönemde Avrupa, Amerika, İngiltere ve Japonya merkez bankaları parasal genişlemeye devam etmiş, ayrıca Avrupa Merkez Bankası ekonomik büyümeye katkıda bulunmak amacıyla politika faizinde indirimde gitmiştir. Nisan ve Mayıs aylarında Euro Bölgesi borç sorununun çözümüne ve küresel büyümeye dair endişeler küresel risk iştahının düşmesine neden olmuştur (Grafik 5.1.1). Haziran ayında ise Euro Bölgesi ülkelerinin borç sorununun çözümüne ilişkin daha somut önlemler alınmış ve Yunanistan'daki seçimler sonrasında bu ülkenin para birliğinden ayrılacağına yönelik beklentiler azalmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici yönde para politikaları ve Euro Bölgesi'ndeki borç sorununun çözümüne ilişkin belirsizliklerin azalması Haziran ayının başından bu yana küresel risk iştahında belirgin bir artışa neden olmuştur. Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından sonraki dönemde gelişmiş ülkelerin yanı sıra pek çok gelişmekte olan ülkede de merkez bankaları ekonomik büyümeyi destekleyici kararlar almıştır. Alınan önlemlere rağmen hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme beklentilerinde henüz bir iyileşme olmadığı gözlenmektedir (Tablo 2.1.1).



Nisan ve Mayıs aylarında küresel risk iştahındaki azalmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de yükselmiştir (Grafik 5.1.2). Ancak Haziran ayından bu yana Euro Bölgesi'nden gelen olumlu haberler ve gelişmiş ülkelerdeki parasal genişlemenin devam etmesi gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin gerilemesine yol açmıştır. Bu dönemde, söz konusu olumlu gelişmeler ile birlikte açıklanan makroekonomik göstergelerin yumuşak iniş senaryosu ile tutarlı olması Türkiye'nin risk priminin diğer gelişmekte olan ülke risk primlerine kıyasla daha olumlu bir performans göstermesini sağlamıştır (Grafik 5.1.3). Nitekim, Haziran ayında Türkiye'nin, Temmuz ayı başında da bazı Türk bankalarının kredi notlarında artışlar gerçekleşmiştir.

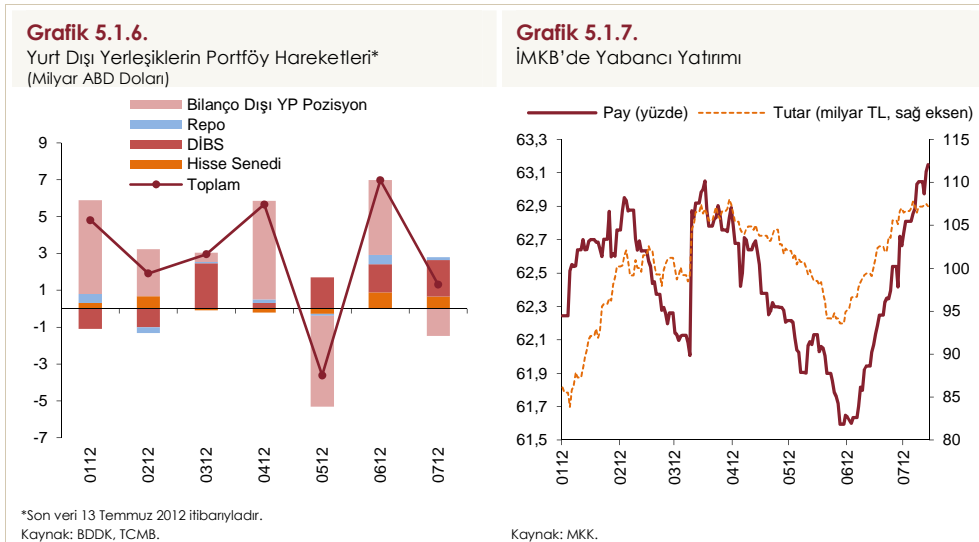


Ülkelerin risk primlerindeki hareketleri belirleyen küresel gelişmeler borsa endekslerinde de etkili olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde gerek Türkiye gerekse diğer gelişmekte olan ülke borsaları küresel risk iştahındaki düşüğe paralel olarak Mayıs ayı boyunca değer kaybetmiş ardından son dönemde yeniden yükseliş eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.4). Bu dönemde, İMKB özellikle Haziran ayındaki kredi notu artırımının ardından diğer gelişmekte olan ülke borsalarına göre daha iyi bir performans sergilemiştir. Not artışı, makroekonomik göstergelere ilişkin olumlu seyrin uzun vadeye taşınabileceğine dair algılamaları güçlendirmiş ve Türkiye'deki yatırım araçlarına ilgiyi artırmıştır. Kredi notu artışlarının ardından Türkiye'de genel borsa endeksi ve özellikle bankacılık sektörü hisseleri hızla değer kazanmıştır (Grafik 5.1.5).



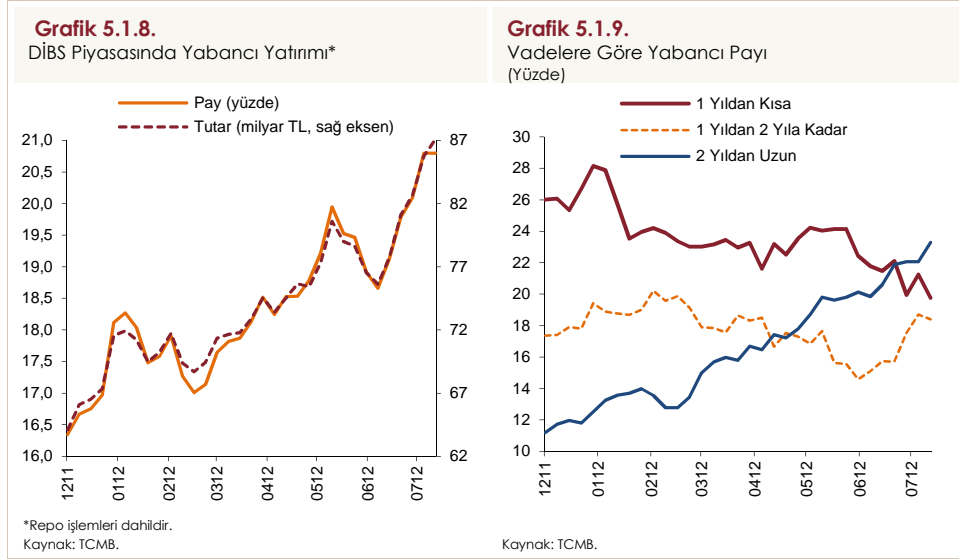
Portföy Hareketleri

Mayıs ayında Avrupa'daki olumsuz gelişmelerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de sermaye girişlerinde azalma görülmüştür (Grafik 5.1.6). Haziran ayından itibaren ise Avrupa'daki sorunların çözüleceğine ilişkin güven ortamının oluşması, enflasyon ve cari açık rakamlarının beklentilerden olumlu gelmesi ve kredi not artırımları yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'deki yatırımlarını artırmalarına neden olmuştur. Bu gelişmeler paralelinde Haziran ayında İMKB'deki yabancı payı artmıştır (Grafik 5.1.7).

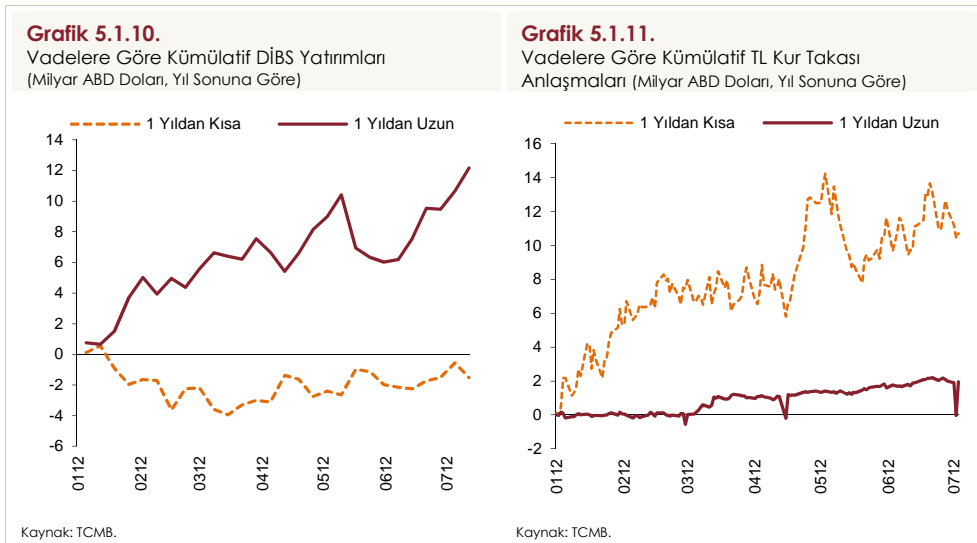


DİBS piyasasındaki yabancı payı ilk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de artış eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.8). Son dönemde DİBS piyasasında

yabancıların iki yıldan uzun vadeli kağıtları daha çok tercih ettikleri görülmektedir (Grafik 5.1.9). Bu durum yabancı yatırımcıların enflasyon ve diğer makroekonomik göstergelere ilişkin orta vadeli beklentilerinin olumlu olduğuna işaret etmektedir.

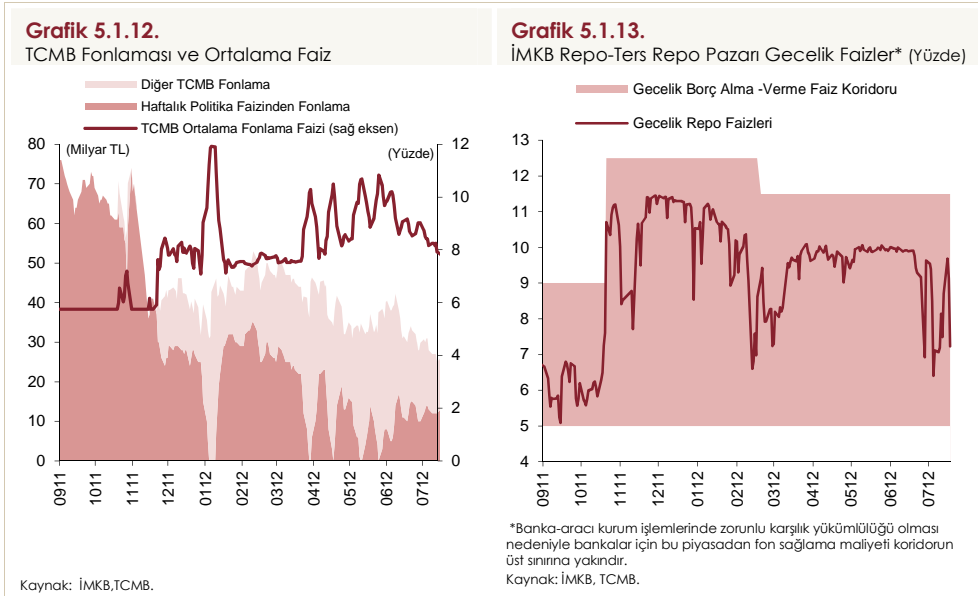


2012 yılında yabancıların kümülatif toplam DİBS yatırımları 1 yıldan uzun vadede gerçekleşmiş, 1 yıldan kısa vadelerde bir miktar çıkış yaşanmıştır (Grafik 5.1.10). Portföy akımları içerisinde önemli bir paya sahip olan TL kur takası anlaşmaları da 2012 yılının ilk yarısında artış eğilimi göstermiştir. Büyük bir kısmı bir yıldan kısa vadeli olan bu yatırımların 2012 yılının ikinci yarısında da genellikle 1 yıldan kısa vadede gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 5.1.11).



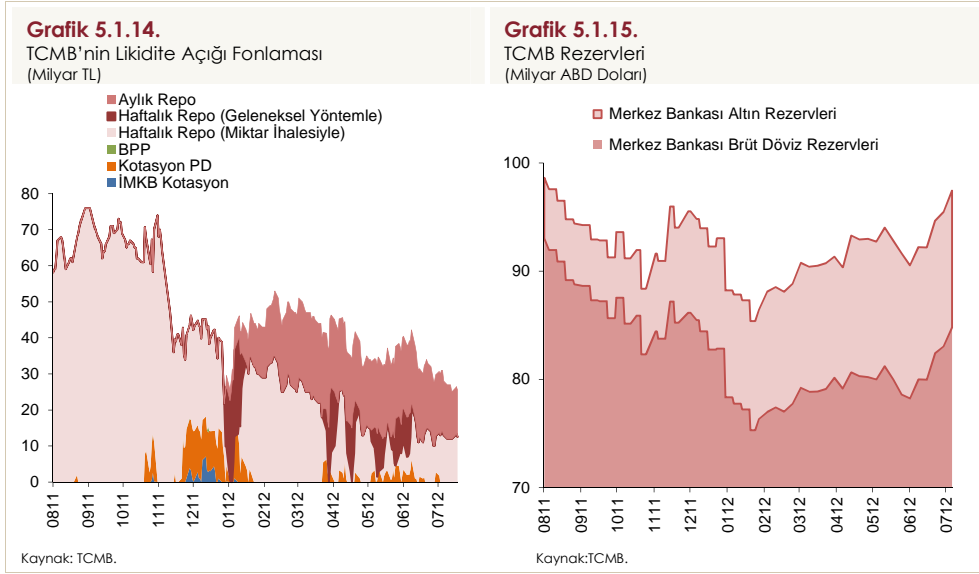
Para Politikası Uygulamaları

TCMB, Nisan ayı PPK toplantısında enflasyondaki geçici artışların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek amacıyla ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanabileceğini vurgulamıştır. Bu doğrultuda, 4-11 Mayıs ve 21-25 Mayıs tarihleri arasında ek sıkılaştırmaya gidilmiştir (Grafik 5.1.12). Enflasyonda düşüş beklenmesine karşın enflasyonun yılın son çeyreğine kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyredecek olmasının fiyatlama davranışlarına dair oluşturacağı riskleri sınırlamak amacıyla Mayıs ayı PPK toplantısında mevcut sıkı duruş korunmuş ve bu çerçevede 31 Mayıs-4 Haziran tarihleri arasında ek parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Nitekim yılın ikinci çeyreğinde miktar ihalesi ile yapılan haftalık repo fonlaması dışındaki alternatif fonlama araçları ilk çeyreğe göre daha fazla kullanılmıştır. Takip eden dönemde para politikası temkinli duruşunu devam ettirmiş, bununla birlikte risk iştahının artmasına paralel olarak Temmuz ayında gerek ortalama fonlama faizinin gerekse gecelik piyasada oluşan faizin daha düşük seviyelerde oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.12 ve 5.1.13). Bu dönemde küresel ekonomiye dair olumlu gelişmelere rağmen belirsizliklerin sürmesi nedeniyle para politikası esnekliğini korumaya devam etmiştir.



Mayıs ayı PPK toplantısında finansal istikrarı desteklemek amacıyla Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis imkânına dair getirilen esneklik bir miktar artırılarak yüzde 40'tan yüzde 45'e çıkarılmıştır. Söz konusu esneklik bankaların Türk lirası ve döviz likidite yönetimlerini kolaylaştırarak dış finansman şoklarına karşı otomatik dengeleyici rol oynamaktadır. Bu imkân, döviz likiditesinin ve döviz kurunun oynaklığının azalmasına katkıda bulunacaktır. Öte yandan, Türk lirası zorunlu karşılıkların Türk lirası veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması amacıyla, ilave imkânlar için birim Türk lirası başına tutulacak döviz cinsi miktarının fazla bulundurma katsayısı yoluyla artırılmasına karar verilmiştir. Böylelikle, Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ilk yüzde 40'lık dilimine denk gelen tutarı önceden olduğu gibi "1", yüzde 5'lik ikinci dilimine denk gelen tutarı "1,4" katsayısıyla çarpılmak suretiyle bulunan toplam tutar üzerinden ABD doları ve/veya euro döviz cinslerinden tesis edilmesine imkân tanınmıştır. Söz konusu imkân Haziran ve Temmuz aylarında 5'er puanlık artışlarla yüzde 55'e yükseltilmiş ve yüzde 5'lik üçüncü ve dördüncü dilimlere denk gelen tutar için "1,7" ve "1,9" katsayıları belirlenmiştir. Buna ek olarak, Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin imkânın üst sınırı Haziran ayında yüzde 25'e yükseltilirken, imkânın ilk yüzde 20'lik dilime denk gelen tutarı önceden olduğu gibi "1", yüzde 5'lik ikinci dilime denk gelen tutarı ise "1,5" katsayısıyla çarpılmak suretiyle kullanılabilir. Zorunlu karşılıkların finansal istikrarı gözeterek şekilde önümüzdeki dönemde de makro-ihiyati tedbirler çerçevesinde kullanılmasına devam edilecektir.

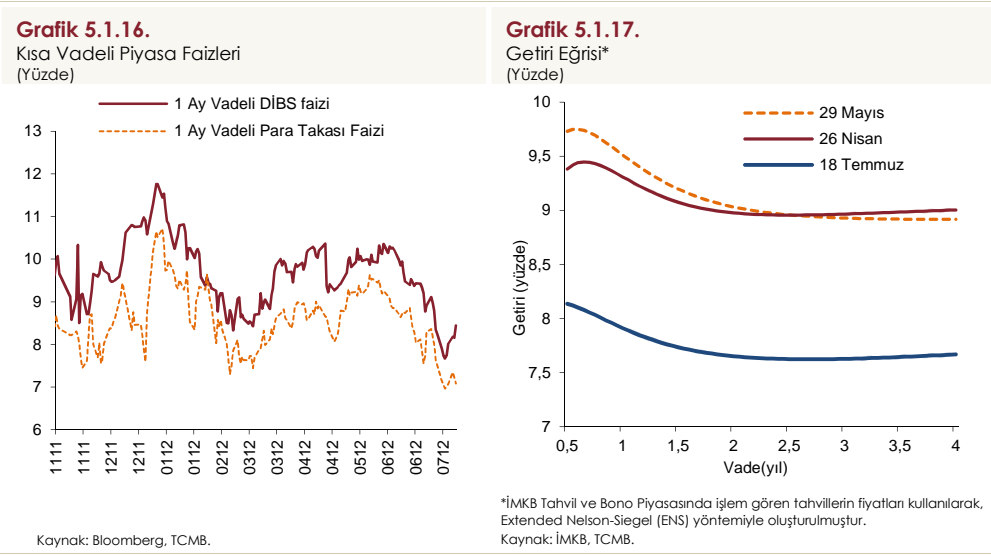
Söz konusu imkânlar maliyet ve likidite kanalları aracılığı ile bankaların likidite ihtiyaçlarının daha kalıcı ve esnek bir şekilde karşılanmasına olanak sağlamaktadır. Nitekim bu imkânların da katkısıyla bankaların Türk lirası likidite açığında azalma eğilimi gözlenmektedir (Grafik 5.1.14). Ayrıca Türk lirası zorunlu karşılıkların yabancı para ve altın cinsinden tesis edilebilmesi TCMB'nin döviz ve altın rezervlerini de olumlu yönde etkilemektedir (Grafik 5.1.15). 2012 yılı başından bu yana toplam rezervlerde artış eğilimi görülmektedir.



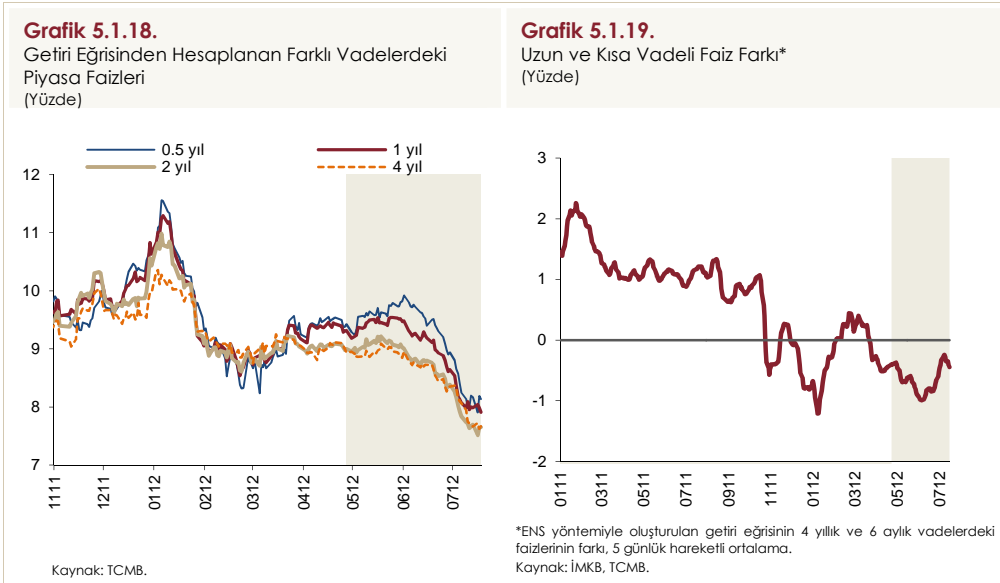
TCMB, yılın ikinci çeyreğinde de bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı duyurmaya devam etmiştir. Yapılan TL likidite öngörülerini çerçevesinde, Mayıs ayında politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 1 milyar TL seviyesinde korunmuş, üst sınırı ise 6 milyar TL'den 5 milyar TL'ye düşürülmüştür. Temmuz ayında ise söz konusu fonlamanın miktarının 0,5 milyar TL ile 6,5 milyar TL aralığında olması kararlaştırılmıştır. Geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında üst sınır için herhangi bir değişikliğe gidilmemiş ve üst sınır 5 milyar TL olarak korunmuştur.

Piyasa Faizleri

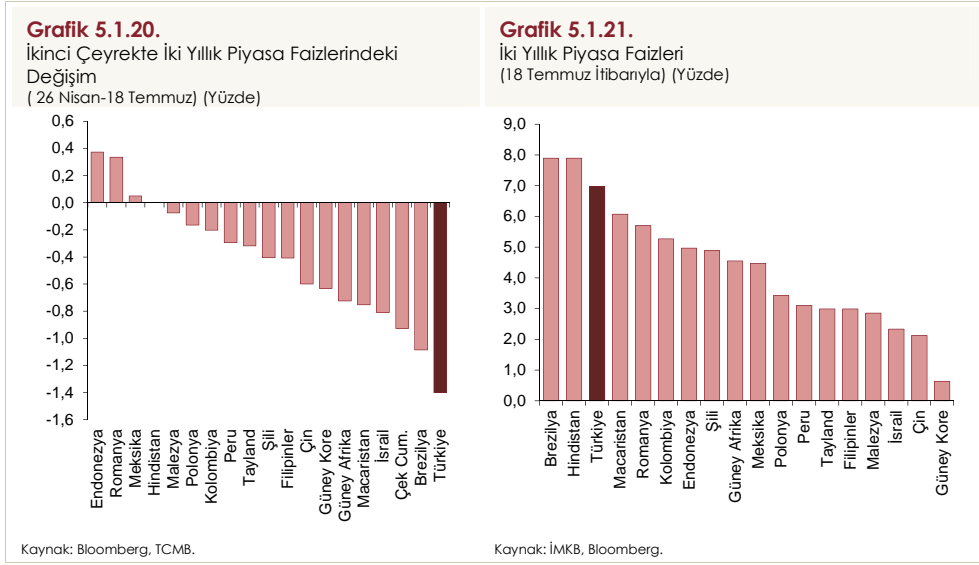
Mayıs ayında ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanmasının etkisiyle özellikle kısa vadeli DİBS piyasasındaki faizlerin artış gösterdiği gözlenmiştir. Kısa vadeli para takası faizlerinin de DİBS faizlerine benzer bir eğilim gösterdiği görülmektedir (Grafik 5.1.16, DİBS ve para takası faizleri arasındaki ilişkinin kapsamlı bir analizi için bakınız Kutu 5.1). Ancak Mayıs ayından sonra enflasyonun beklentilerden daha hızlı düşmesi, küresel risk algılamalarındaki olumlu seyir, cari açığı dengelenmenin devam etmesi, yurt içi talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklemesi ve kredi not artırımı gibi faktörlerin etkisiyle piyasa faizlerinin tüm vadelerde düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.17).



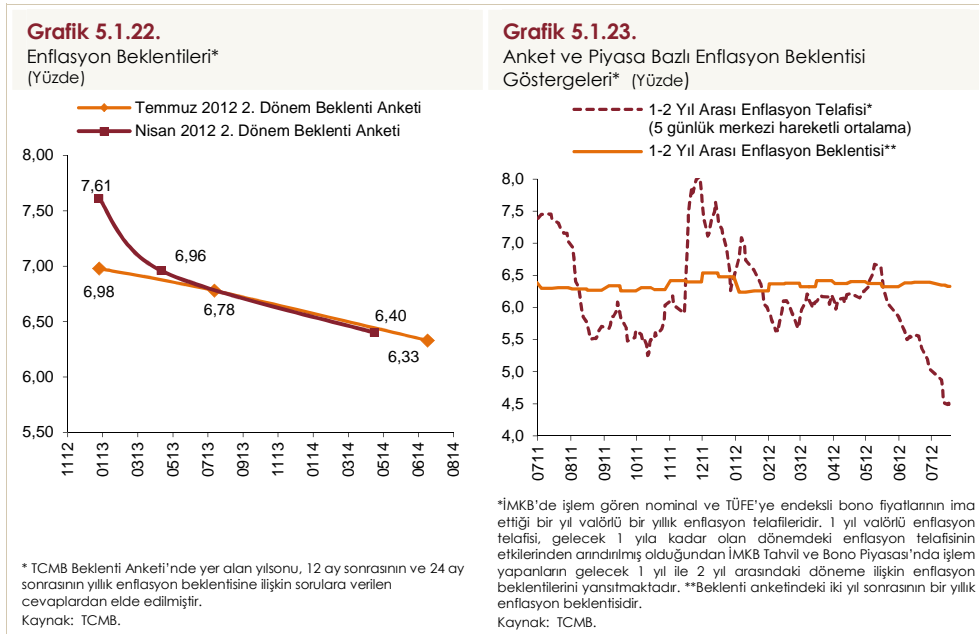
Farklı vadelerdeki faizler benzer bir eğilim göstermekle beraber, uzun ve kısa vadeli faiz farkının kısmen yataylaşmakta olduğu dikkat çekmektedir. Ancak eğimin halen negatif olması TCMB'nin para politikası duruşunun görece olarak sıkı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 5.1.18 ve Grafik 5.1.19).



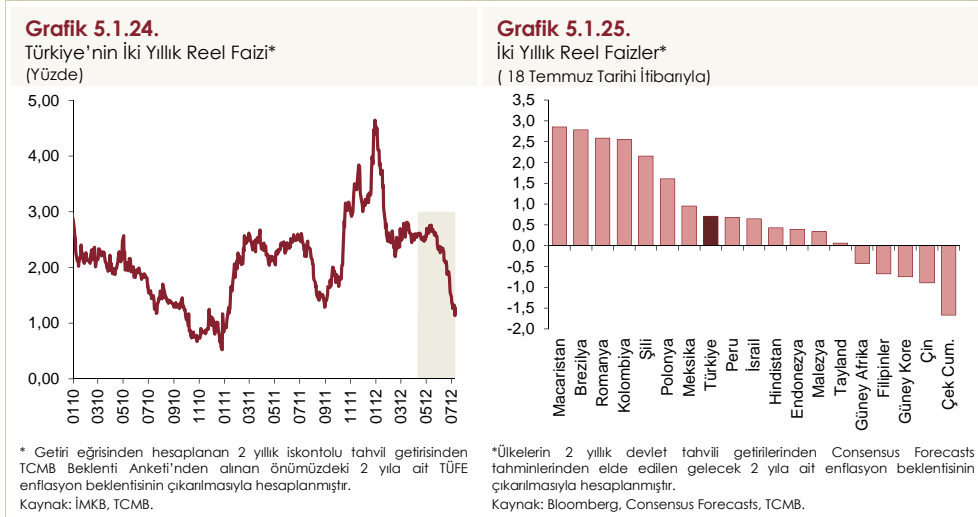
Nisan Enflasyon Raporu sonrası dönemde yukarıda bahsedilen Türkiye'ye özgü olumlu konjonktürel gelişmelerin etkisiyle iki yıllık piyasa faizi diğer gelişmekte olan ülke faizlerine kıyasla daha fazla düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.20). Ancak Türkiye'nin iki yıllık piyasa faizinin görece olarak halen yüksek bir seviyede olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.1.21).



Piyasa faizleri üzerinde etkili faktörlerden biri olan enflasyon beklentilerinde, Nisan Enflasyon Raporu öncesine göre kısa vadelerde belirgin bir düşüş gözlenmiştir (Grafik 5.1.22). Beklenti Anketine göre orta vadeli enflasyon beklentilerinde önemli bir değişim gözlenmezken, daha çok piyasa beklentilerini yansıtan enflasyon telafisi ise Mayıs ayı enflasyonunun açıklanması sonrasında anket beklentilerinin altına gerilemiş, sonrasında hızlı bir düşüş göstermiştir (Grafik 5.1.23). Bu durumda son dönemde enflasyona dair gelen olumlu verilerin yanı sıra enflasyon belirsizliğinin azalmış olmasının da etkili olabileceği düşünülmektedir (bakınız, 2011 yılı Ekim Enflasyon Raporu, Kutu 5.1).

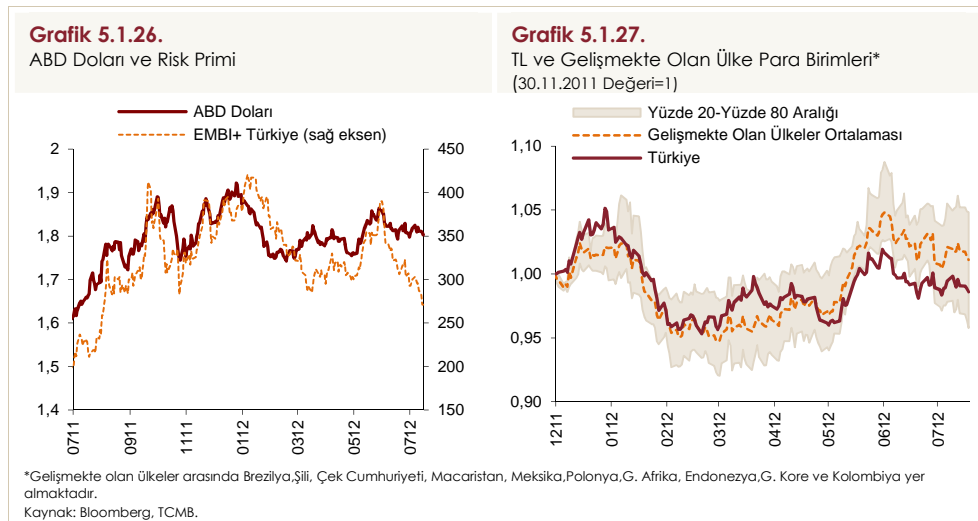


Piyasa faizlerindeki düşüş yılın ikinci çeyreğinde reel faizlere de yansımıştır (Grafik 5.1.24). Bu gelişme doğrultusunda Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında Nisan ayı rapor dönemine göre daha alt sıralarda yer almıştır (Grafik 5.1.25).

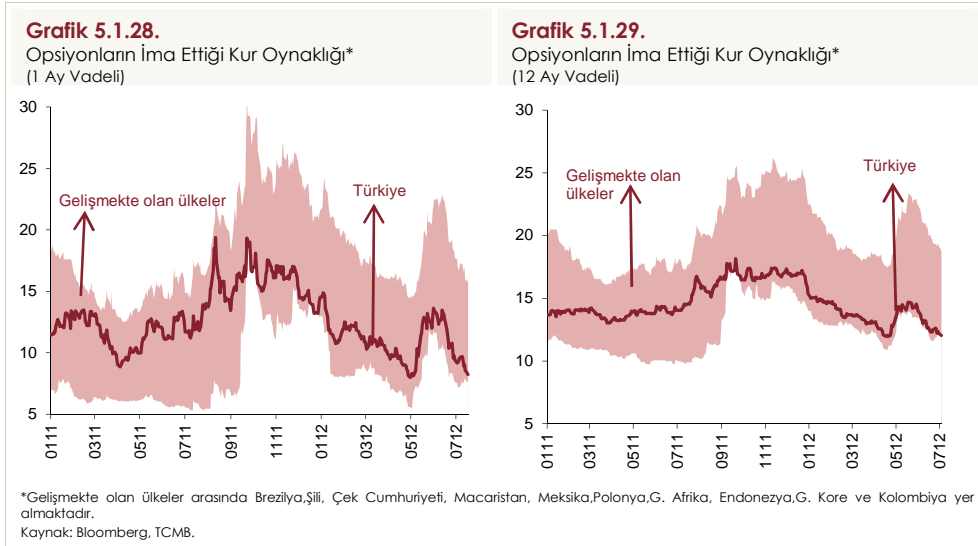


Döviz Piyasaları

Yılın ikinci çeyreğinde Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer bir şekilde dalgalı bir seyir izlemiştir. Risk primindeki gelişmelere paralel olarak Türk lirası Mayıs ayı boyunca ABD doları karşısında değer kaybetmiş, Haziran ayında ise yeniden değer kazanmıştır (Grafik 5.1.26). Bu dönemde, Türk lirası beklentilerden daha olumlu gerçekleşen makroekonomik göstergeler ve Haziran ayındaki kredi notu artırımının ardından diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre daha iyi bir performans sergilemiştir (Grafik 5.1.27).

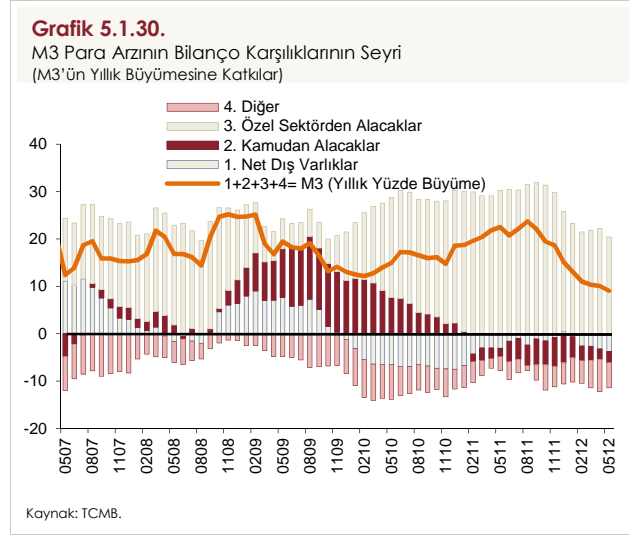


Haziran ve Temmuz aylarında küresel risk iştahında gözlenen iyileşmeler gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarını da etkileyerek belirgin biçimde gerilemelerine yol açmıştır. Son dönemde açıklanan makroekonomik göstergelerin yumuşak iniş senaryosu ile tutarlı gerçekleşmesi ve TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu korumasının etkisiyle Türk lirasının ima edilen oynaklığı yılın ikinci çeyreğinde de kısa ve uzun vadede diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik 5.1.28 ve Grafik 5.1.29). Türk lirasına ilişkin risk algılamalarının görece olarak düşük gerçekleşmesi para politikasına ve ülkenin ekonomik performansına duyulan güveni yansıtmaktadır.



Parasal Gelişmeler

2011 yılının ikinci yarısında alınan sıkılaştırıcı tedbirlerin etkileri parasal göstergelerde gözlenmeye devam etmiş ve M3 geniş tanımlı para arzının yıllık büyümesindeki azalma sürmüştür. M3 para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kaleminin yıllık artış hızındaki düşüş eğiliminin son aylarda hızını kaybettiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışta ise, özellikle ticari bankaların yurt dışı yerleşiklere karşı yükümlülüklerinin artmasının etkili olduğu görülmektedir. Son olarak Diğer kalemi, banka karlılıklarına paralel olarak yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi ikinci çeyreğinde de bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü korumaktadır (Grafik 5.1.30).



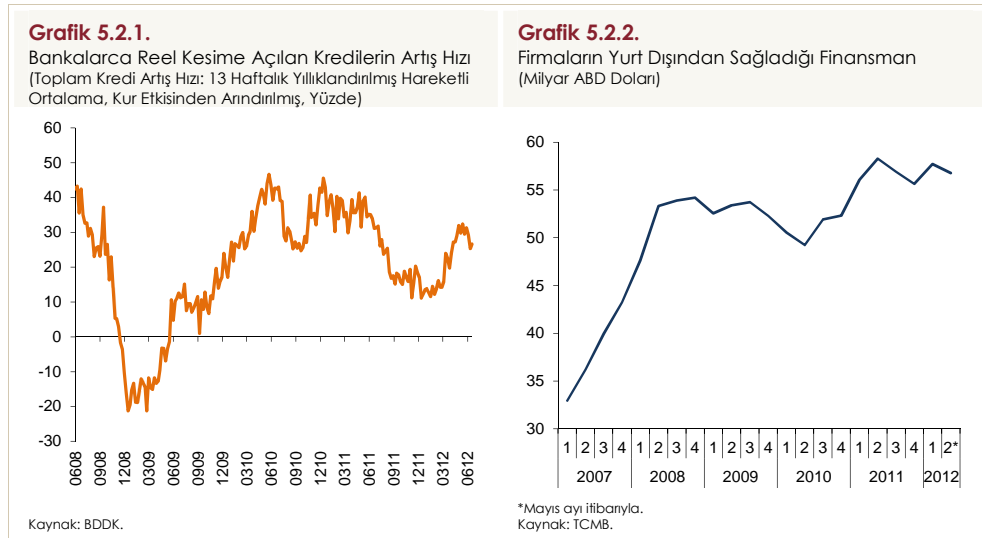
Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın ikinci çeyreğinde düşüş göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.31). Ancak aynı kaleme seviye olarak bakıldığında bir önceki çeyreğe göre sınırlı da olsa bir toparlanma gözlenmektedir. Bu gelişme, yılın ikinci çeyreğinde cari tüketim harcamalarında dönemlik bazda ılımlı bir toparlanma olacağı öngörüsü ile uyumludur.



5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızı büyük ölçüde mevsimsel eğilimlere bağlı olarak Mart ayı sonundan itibaren yükselmiş, ancak

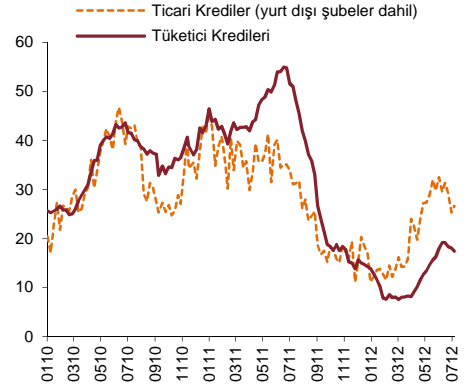
Haziran ayı başından itibaren yeniden gerilemeye başlamıştır (Grafik 5.2.1). Yılın ilk çeyreğinde bankaların kredi standartlarını bir miktar gevşetmesinin yanı sıra, iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte itibaren gözlenen canlanma da bu eğilimde etkili olmuştur. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak reel sektör kredileri ikinci çeyrek sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,5, ikinci çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 22,2 oranında bir büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.1). Öte yandan, yılın ilk beş ayı itibarıyla reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan sağladığı finansmanın sınırlı ölçüde arttığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.2).



Yılın ikinci çeyreğinde tüketici kredilerinin büyüme hızı, reel sektöre açılan ticari kredilerin büyüme hızından belirgin şekilde düşük kalmıştır (Grafik 5.2.3). Tüketici kredisi faizlerinin bu dönemde ticari kredi faizlerinden daha belirgin şekilde düşmüş olmasına karşın, tüketici kredilerinin daha düşük oranda büyümesi tüketici kredilerine yönelik talebin zayıf olduğuna işaret etmektedir. Yurt içi talebin 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yatay seyretmesine karşın tüketim ve yatırım harcamalarının kompozisyonunun giderek yurt içinde üretilmiş mallara kaymasından ötürü firmaların işletme sermayesi amaçlı kredi talebi artmıştır. Tüketici kredilerinde yılın ikinci çeyreğinde gözlenen artış büyük ölçüde mevsimsellikten kaynaklanmaktadır. Önceki yılların aynı dönemiyle kıyaslandığında tüketici kredilerinin büyüme eğiliminin 2007-2011 yıllarının ortalamasından belirgin ölçüde düşük olduğu görülmektedir (Grafik 5.2.4).

Grafik 5.2.3.

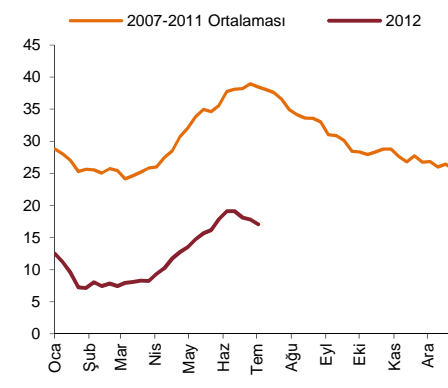
Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları*
(Nominal, Kurdan Arındırılmış, 13 Haftalık Yıllıklandırılmış,
Hareketli Ortalama, Yüzde)



*Tüketici finansman şirketlerinin kullandıkları taşıt kredileri dahil edilmiştir
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.4.

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

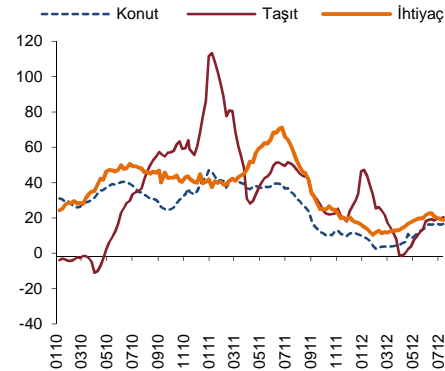


Kaynak: TCMB.

Tüketici kredilerinin büyüme oranları yılın ilk çeyreğinde sınırlı bir ölçüde toparlanmaya başlamış ve söz konusu toparlanma yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel unsurların da etkisiyle belirginleşmiştir (Grafik 5.2.5). Buna karşın tüketici kredilerinin büyüme oranları halen parasal sıkılaştırma öncesi döneme kıyasla oldukça zayıf bir görünüm sergilemektedir. Bankalar, 2011 yılının Ekim ayında TCMB'nin parasal sıkılaştırmaya gitmesini takiben konut, taşıt ve diğer tüketici kredilerinin faiz oranlarını belirgin şekilde yükseltmiştir (Grafik 5.2.6).

Grafik 5.2.5.

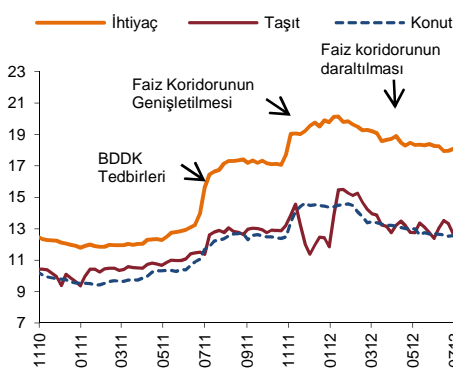
Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları*
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)



*Tüketici finansman şirketlerinin kullandıkları taşıt kredileri dahil edilmiştir
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.6.

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



Kaynak: TCMB.

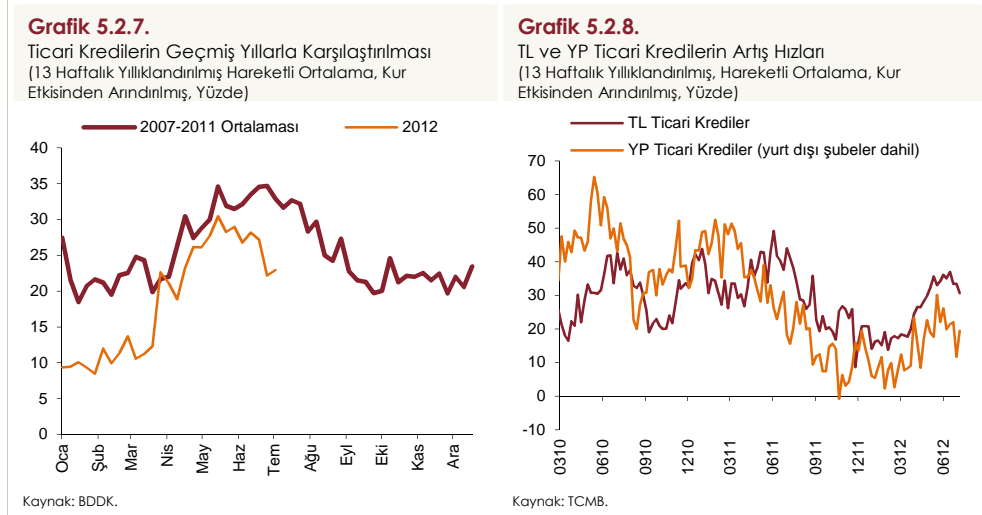
Yükselen faiz oranlarına ilave olarak 2011 yılının son çeyreğinde ihtiyaç ve taşıt kredisi standartlarında gözlenen sıkılaşma söz konusu kredilerin büyüme oranları üzerinde belirleyici olmuştur. Kredi Eğilim Anketine göre bankalar 2012 yılının ilk çeyreğinde ihtiyaç kredilerine ilişkin standartlarda bir miktar gevşemeye gitmiş, konut kredilerinde ise emlak piyasasına ilişkin olumsuz beklentiler

nedeniyle sınırlı oranda bir sıkılaşmaya gitmiştir. İhtiyaç kredilerine dair standartlarda ise bankalar arasındaki rekabet kredi standartlarını gevşetici yönde çalışmışken, risk algılamasına ilişkin unsurlar standartları sıkılaştırıcı rol oynamıştır. Buna ek olarak, tüketici kredilerinin tüm türlerinde faiz dışında alınan ücret ve komisyonlara ilişkin koşullarda ilk çeyrekte bir sıkılaşma olduğu görülmektedir. Nisan ayında yayımlanmış olan Kredi Eğilim Anketine göre ikinci çeyrekte kredi standartlarının başta ihtiyaç kredilerinde olmak üzere tüm tüketici kredisi türlerinde bir miktar gevşetilebileceği beklentisi rapor edilmiştir. Nitekim, ihtiyaç ve konut kredilerinde faiz oranları, Ekim ayındaki parasal sıkılaştırmanın ardından kaydedilen hızlı artışın ardından ilk çeyrekte ılımlı bir gerileme eğilimine girmiş ve yılın ikinci çeyreğinde bir miktar daha düşmüştür. Söz konusu gelişmeler bankaların önceki iki çeyrekte kredi riskine dair yoğunlaşan endişelerinin 2012 yılının ikinci çeyreğinden itibaren hafiflediğini ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan, bankaların finansmanına dair gelişmelerin de tüketici kredisi faizlerindeki düşüş üzerinde etkisi olduğu düşünülmektedir. Bankalar yılın ilk yarısında yurt dışından para takası yoluyla yüklü tutarda temin ettikleri finansmanı, para takası işlemlerinin mevduata göre daha uzun vadeli olmasından ötürü, yine ortalamada daha uzun vadeli kredilerden oluşan tüketici kredilerinin ve yatırım amaçlı ticari kredilerin finansmanında kullanmayı tercih etmektedir. Bankaların bu tercihinin bir sonucu olarak tüketici kredisi faiz oranları ile Türk lirası cinsinden uzun vadeli ticari kredi faizleri yılın ilk yarısında belirgin şekilde düşmüş, ancak benzer bir hareket kısa vadeli ticari kredi faizlerinde gözlenmemiştir.

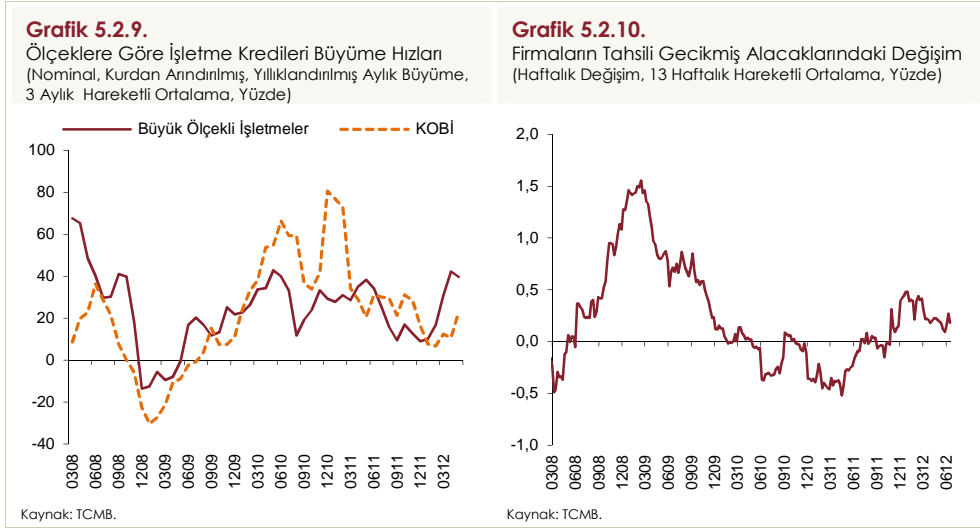
Ticari kredilerin büyüme hızında ilk çeyreğin son haftasından itibaren gözlenen sıçramanın Haziran sonunda tersine döndüğü gözlenmektedir (Grafik 5.2.7). Söz konusu sıçramanın tek bir haftalık gözleme ait olması bu artışın münferit bir durum olduğuna ve ticari kredilerde kuvvetli bir ivmelenme eğilimi olmadığına işaret etmektedir. Nitekim söz konusu gözlemin 13 haftalık ortalama hesabından çıkmasıyla ticari kredilerin büyüme oranında Haziran sonunda gözlenen düşüş de önceki yılların ortalamasından daha şiddetli olmuştur. Söz konusu eğilim YP cinsi kredilerde TL cinsi kredilere göre daha belirgin olmuştur (Grafik 5.2.8). Vadeye göre ayrıştırılmış ticari kredi verileri TL ve YP cinsinden kredilerin Mart-Mayıs döneminde Nisan aylarında kaydetmiş olduğu yüksek oranlı artışların bir yıldan kısa vadeli kredilerde yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Nitekim, Kredi Eğilim Anketi sonuçları ilk çeyrekte uzun vadeli kredilere dair standartlarda kaydedilen gevşemenin firmaların ağırlıklı olarak yatırım

harcamaları için kullandığı uzun vadeli kredi talebini güçlendirmedeğine işaret etmektedir. Bu dönemde firmaların kredi talebini belirleyen unsurlar arasında sabit yatırımın etkisi önemli ölçüde azalırken, ticari kredi talebinin çoğunlukla borcun yeniden yapılandırılması ve işletme sermayesi amaçlarına yönelik olduğu ortaya çıkmaktadır.

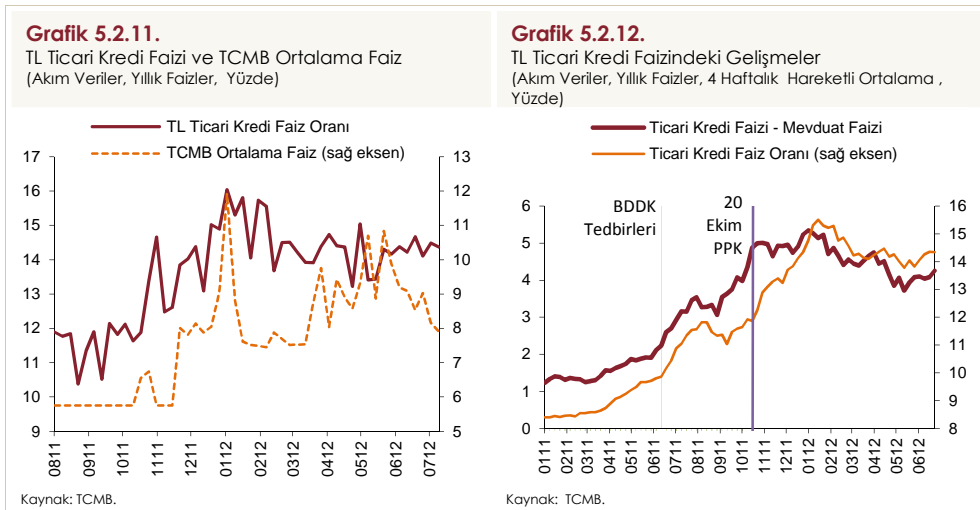


İşletmelere verilen krediler ölçekler ayırımında incelendiğinde, Mart ayından itibaren büyük ölçekli işletme kredileriyle KOBİ kredilerinin büyüme oranları açısından ayrıştığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.9). Bu durum bankaların kredi riskine yönelik kaygılarının ağırlık kazandığı 2011 yılının son çeyreğinden itibaren, finansal durumları büyük ölçekli işletmelere göre daha kırılgan olan KOBİ'lere yönelik olarak daha sıkı kredi standartları uygulamasından kaynaklanmıştır. Mayıs ayından itibaren ise KOBİ kredilerinin yeniden hızlanmasıyla birlikte kredi büyüme oranlarındaki ölçeğe göre ayrışma bir ölçüde kapanmıştır. 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren Basel II uygulamasında bankaların perakende portföylerinde yer alacak KOBİ kredilerine dair risk ağırlığının daha düşük olmasının da önümüzdeki dönemde KOBİ kredilerini arz yönünden destekleyebileceği düşünülmektedir.

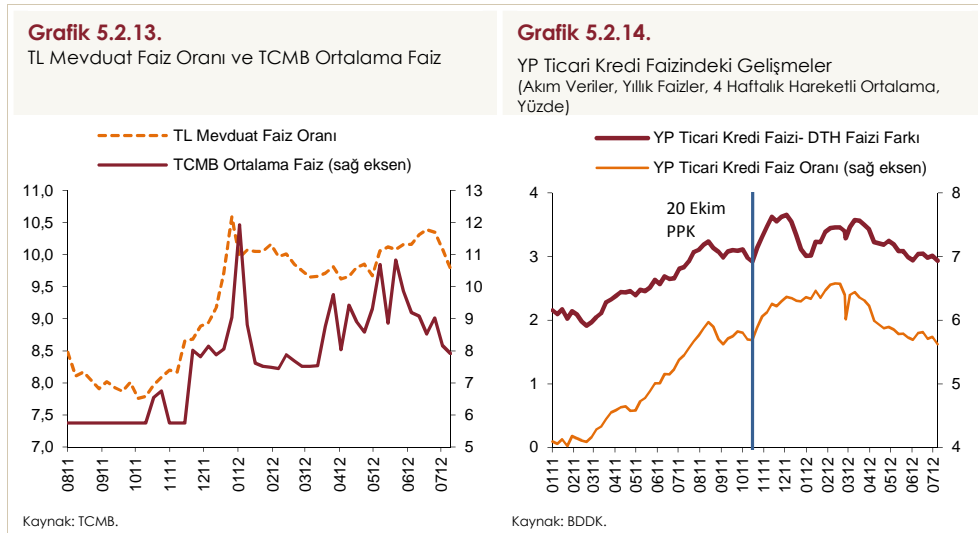
Bankalar Nisan ayında yayımlanan Kredi Eğilim Anketinde, iktisadi faaliyete ilişkin olumlu algılamalarının artmasıyla gerek büyük ölçekli işletme kredilerine gerekse KOBİ kredilerine yönelik standartlarında ilk çeyrekte uyguladıkları kısmi gevşemeyi ikinci çeyrekte de koruyabileceklerini belirtmiştir. Ayrıca, tahsili gecikmiş alacakların artış oranında ilk çeyrekte gözlenen yükselişin ikinci çeyrekte yerini tekrar gerilemeye bırakmış olması da bankaların bu yaklaşımlarını destekler niteliktedir (Grafik 5.2.10).



Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırının yükseltilmesi ve bu kararın ardından uygulanan etkin likidite politikalarıyla TCMB'den sağlanan fonların ortalama faiz oranı belirgin şekilde yükselmiştir (Grafik 5.2.11). Bu gelişmeye paralel olarak ticari kredi faizleri de hızla yükselmiş, Şubat ayında TCMB'nin gecelik borç verme faizini küçük bir oranda düşürmesinin ardından ise sınırlı ölçüde gerilemiştir. Mart ayından itibaren uygulanan ek parasal sıkılaştırma dönemlerinde TCMB'nin daha sıkı bir para politikası görünümünü işaret etmesi nedeniyle, bankaların bu dönemde kredi faizlerini belirlerken faiz koridorunun üst sınırını esas aldığı düşünülmektedir. Kredi-mevduat faizi farklarındaki hareketler yıl başından Mayıs ayına kadar olan dönemde büyük ölçüde kredi faizlerindeki hareketlerin bir yansıması olmuşken, Mayıs ayından itibaren mevduat faizlerindeki yükseliş kredi-mevduat faizi farkı üzerinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.2.12).



Son dönemde TCMB'nin almış olduğu para politikası tedbirlerinin etkileri mevduat faizleri üzerinde de etkili olmuştur. TCMB'nin Nisan sonundan itibaren daha sık şekilde ek parasal sıkılaştırmaya başvurmasından ötürü TCMB'den sağlanan fonların ortalama faiz oranı Mayıs ayında önceki aya göre yaklaşık olarak 100 baz puan yükselmiştir. Diğer taraftan, Euro Bölgesi'ndeki sorunların tırmanması nedeniyle zayıflayan risk iştahı, bankaların para takası işlemleriyle temin ettiği finansmanın Mayıs ayında önemli ölçüde azalmasına yol açmıştır. Bu gelişmelerden ötürü Mayıs ayından itibaren mevduat faizlerinde bir miktar artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.13). Haziran ayında TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizindeki düşüğe rağmen mevduat faizlerinde artışın devam etmesinde bankaların bilanço iyileştirme çabalarının ve mevduat piyasasındaki rekabetin etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, mevduat faizlerinde Haziran ayından sonra bir miktar gevşeme kaydedilmiştir.



YP cinsinden ticari kredi faizleri ikinci çeyrekte yaklaşık 60 baz puanlık bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 5.2.14). Bu dönemde DTH faiz oranlarındaki düşüşün daha sınırlı kalmasından ötürü YP cinsinden kredi-mevduat faizleri farkındaki gerileme kredi faizlerindeki gerilemeye kıyasla daha sınırlı olmuştur.

Sonuç olarak, Ekim ayında gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın krediler üzerindeki etkisi ikinci çeyrekte bir miktar hafiflemiştir. Ancak, gerek tüketici kredilerinde gerekse ticari kredilerde ikinci çeyrekte gözlenen ivmelenme büyük ölçüde mevsimsel unsurlardan kaynaklanmakta olup, Haziran ayının sonu itibarıyla ulaşılan büyüme oranları finansal istikrar açısından uygun olarak değerlendirilen seviyelerde seyretmektedir. Ayrıca, kredi büyümesinin

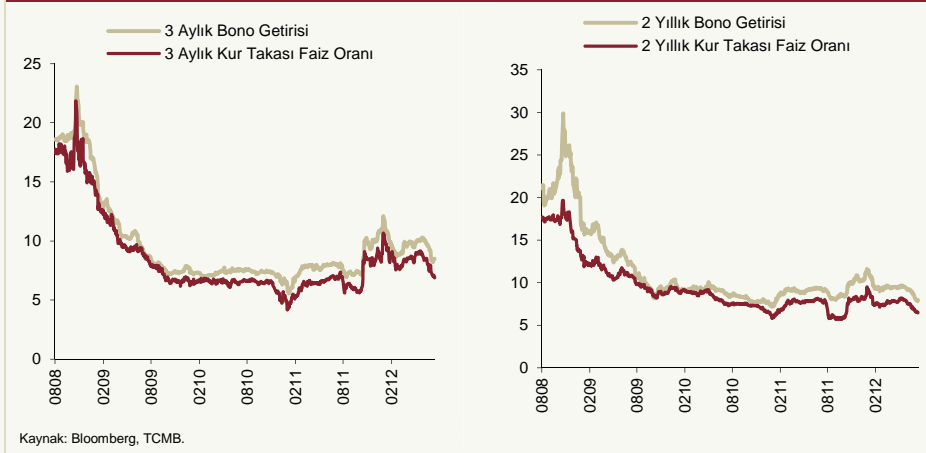
kompozisyonunun firmalar lehine değişmiş olması da orta vadede cari dengeye olumlu etkide bulunma potansiyeli taşımaktadır. Önümüzdeki dönemde yurt içi iktisadi faaliyette ve toplam talepteki canlanmanın ılımlı şekilde devam edeceği öngörüsüyle kredi piyasalarında talep yönlü faktörlerin yeniden etkili olmaya başlayacağı düşünülmektedir.

Kutu
5.1

Çapraz Kur Takası ve Bono Piyasaları Arasındaki İlişki

Son 15-20 yıllık dönemde finansal piyasalar türev araçların yaygınlaşması ve çeşitlenmesi sonucunda çok daha karmaşık, bütünlük ve birbirleriyle ilişkili hale gelmiştir. Bununla birlikte, arbitraj mekanizması, sayısı hızla artan finansal araçların fiyatlarındaki ve finansal piyasaların işleyişlerindeki uyumsuzlukları en aza indirmektedir. Öte yandan, Türkiye'de de türev araçların kullanımının yaygınlaşması finansal piyasalar üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Bu doğrultuda, bu kutuda Türkiye'deki hazine bonusu piyasalarıyla TL/USD çapraz kur takası (cross currency swap) piyasalarının birbirleriyle ne derece ilişkili oldukları incelenmektedir. Türkiye'de son yıllarda çapraz kur takası faizleri ve bono getirilerinin gerek kısa vadelerde gerekse de orta vadelerde birbirlerine oldukça benzer hareket etmesi bu piyasaların birbirlerine sıkı sıkıya bağlı olduklarına işaret etmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Kısa ve Orta Vadeli Çapraz Kur Takası ve Bono Getirileri



Çapraz Kur Takası Faizleri ile Bono Getirileri Arasındaki Arbitraj Mekanizması

Çapraz kur takası anlaşmaları iki farklı para birimi cinsinden anapara ve faiz ödemelerinin taraflarca değiştirilmesini sağlayan finansal araçlardır ve genellikle bu anlaşmaların iki ayağından biri değişken faizliken diğer ayağı sabit faizlidir. Çoğunlukla çapraz kur takaslarının fiyatları değişken ayakta LIBOR'a karşı sabit ayaktaki faiz oranının belirtilmesi şeklinde kote edilir ve faiz ödeme frekansı genellikle bir yıldır (Hull, 2009). Bu özellikleri dikkate alındığında çapraz kur takaslarının sabit faizli ayağının nakit akışı yapısı kuponlu bonoları andırır. Nominal değeri 1 ABD doları olan temsili bir TL/USD çapraz kur takasının nakit akış yapısı Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Çapraz Kur Takası Nakit Akışları

	Başlangıç Nakit Akışları	Ara Dönemlerdeki Nakit Akışları	Vade Sonu Nakit Akışları
USD cinsinden	-1	+LIBOR _t	+1+LIBOR _t
TL cinsinden	+S ₀	-S ₀ .r _{d,0}	-S ₀ (1+r _{d,0})

Burada S₀ ve r_{d,0} sırasıyla başlangıç tarihindeki spot döviz kuru ve çapraz kur takasının TL cinsi faiz oranıdır.

Çapraz kur takası anlaşmaları kişi ya da kurumlara kur riskinden korunma fırsatı vermekte ve böylece farklı para birimi cinsinden finansal araçların getirilerinin kıyaslanabilmesine olanak sağlamaktadır. Uluslararası parite koşullarından kapsanmış faiz paritesi (covered interest parity, CIP) koşulu da bu kıyaslamaya dayanmaktadır. İşlem maliyetleri ve çeşitli piyasa aksaklıklarının olmadığı varsayımıyla bir yatırımcının türev araçlarla kur riski ortadan kaldırılmış bir yabancı finansal araçtan elde edeceği getiri, nakit akış ve risk profili benzer olan yerli para cinsi bir finansal araçtan elde edeceği getiriye eşit olmalıdır. Aksi takdirde kapsanmış faiz arbitrajı ile kar etme imkanı ortaya çıkar. Çapraz kur takası ile kur riskinden korunulduğu bir durumda yabancı finansal aracın getirisi ile çapraz kur takası ödemelerinin netinin toplamı yabancı finansal aracın yerli para cinsi getirisi olacaktır (Popper, 1993). Bu durumda CIP koşulu aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$r_d = r_f + r_{s,d} - r_{s,f}$$

Burada r_d ve r_f sırasıyla yurtiçi ve yabancı finansal araçların getiri oranlarını, $r_{s,d}$ ve $r_{s,f}$ ise sırasıyla çapraz kur takasının yerli para ve yabancı para ayaklarındaki faiz oranlarını temsil etmektedir. Bu koşul aynı zamanda çapraz kur takası ve bono piyasaları arasındaki ilişkiyi de göstermektedir. Örneğin, Türkiye'deki bir banka yurtdışından temin ettiği, maliyeti LIBOR olan ABD doları cinsi bir sendikasyon kredisini çapraz kur takası aracılığıyla Türk lirası cinsi sabit faizli bir yükümlülüğe çevirdiğinde söz konusu yükümlülüğün bankaya maliyeti çapraz kur takasının TL ayağındaki faiz kadar olmaktadır.¹ Eğer yurt içinde aynı vadede bir bononun getirisi bu oranı aşıyorsa banka risksiz arbitraj kârı elde eder. Ancak bu gibi durumlarda arbitraj faaliyetleri sonucu bono getirileri düşüp, çapraz kur takası faizleri artacağından arbitraj olanağı zamanla ortadan kalkar. Böylece arbitraj mekanizması bono getirileri ile çapraz kur takası faizlerini birbirine bağlamaktadır.

¹ Çapraz kur takası aracılığıyla TL cinsi sabit faizli bir yükümlülüğe dönüştürülmüş sendikasyon kredisinin maliyeti: $r_f + r_{s,d} - r_{s,f} = LIBOR + r_{s,d} - LIBOR = r_{s,d}$. Bununla birlikte sendikasyon kredisi LIBOR yerine LIBOR+%1 gibi bir orandan temin edilmiş olsa kredinin TL cinsi maliyeti de $r_{s,d} + 1\%$ olmaktadır.

Elbette ki teoride pürüzsüz olan arbitraj mekanizmasının önünde gerçek hayatta bazı engeller vardır. Bunlar arasında en başta işlem maliyetleri, farklı piyasalarda işlem saatleri ve koşullarının farklı olabilmesi, açığa satış işlemleri üzerindeki ve bazı kurumsal yatırımcıların portföy yapısı üzerindeki yasal kısıtlamalar, yatırımcıların yeterince likit olamaması veya yeterince fona sahip olamaması gibi finansal kısıtlar sayılabilir (Shleifer ve Vishny, 1997; Gromb ve Vayanos, 2010). Ayrıca yatırımcıların kredi riskliliklerinin farklı olması sonucu yabancı para cinsi borçlanma maliyetleri her yatırımcı için farklı olabilmektedir. Bu da aynı bono getirisinin bazı yatırımcılara risksiz kâr fırsatı sunarken diğer yatırımcılar açısından herhangi bir arbitraj fırsatı sağlamamasına yol açmaktadır.

Yöntem ve Bulgular

Bu çalışmada, çeşitli vadelerde hazine bonusu getirileriyle TL/USD çapraz kur takası faiz oranları arasındaki uzun dönemli denge ilişkisi Ağustos 2008-Ocak 2012 dönemine ilişkin günlük veriler kullanılarak eş-bütünleşme testleri ile araştırılmıştır. Eş-bütünleşme, bono faizleri ile çapraz kur takası faizleri arasındaki denge ilişkisinden sapmaların durağan ve geçici olacağı anlamına gelir. Diğer bir deyişle, eş-bütünleşme olması halinde bono getirileriyle çapraz kur takası faizleri birbirinden sistematik ve kalıcı bir şekilde uzaklaşamazlar. Bunun yanı sıra, eğer uzun dönemli denge ilişkisine ilişkin katsayıları içeren eş-bütünleşme vektörü, "b" hata düzeltme katsayısı ve "c" istikrarlı herhangi bir sabit terim olmak üzere $[b, -b, c]$ şeklindeyse CIP koşulu uzun vadede geçerli demektir.

Bu çalışmada eş-bütünleşme testleri ve katsayı tahminleri Pesaran, Smith ve Shin (PSS) tarafından önerilen aşağıdaki gibi bir kısıtsız hata düzeltme modeli aracılığıyla yapılmıştır (Pesaran, Smith ve Shin, 2001):

$$\Delta Y = \Delta X\delta + \gamma Y_{-1} + \theta X_{-1} + \varepsilon$$

Burada Y bağımlı değişkeni, X bağımsız değişkenleri, ε hata terimini ve δ , γ ve θ katsayıları temsil etmektedir. Söz konusu modelde, eşik değerleri PSS tarafından hesaplanan t-istatistiği kullanılarak hata düzeltme katsayısının (γ) sıfırdan anlamlı derecede küçük bulunması halinde serilerin eş-bütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Öte yandan, bu modelin spesifikasyonu serilerden birini bağımlı değişken diğerlerini de bağımsız değişken olarak belirlemeyi gerektirdiğinden her bir vade için eş-bütünleşme testleri hem bono getirileri hem de çapraz kur takası faizleri bağımlı değişken olarak alınarak ayrı ayrı ikişer kere uygulanmıştır.

Tablo 2. Pesaran, Smith, Shin Eş-tünüleşme Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken:	Çapraz Kur Takası Faiz Oranı			Bono Getirisi		
	t-istatistiği	Hata Düzeltme Katsayısı	Uzun Dönem Denge Katsayısı ¹	t-istatistiği	Hata Düzeltme Katsayısı	Uzun Dönem Denge Katsayısı
Vade						
1 ay	-5.624***	-0.154	0.926	-2.848	-0.033	1.095
2 ay	-4.695***	-0.108	0.891	-3.746**	-0.033	1.016
3 ay	-6.157***	-0.102	0.902	-3.608**	-0.035	0.977
6 ay	-3.026*	-0.033	0.835	-3.016*	-0.025	0.974
9 ay	-1.777	-0.014	0.640	-2.726	-0.019	0.905
1 yıl	-1.143	-0.008	0.284	-3.045*	-0.019	0.739
2 yıl	-1.073	-0.006	-	-3.136*	-0.021	-
3 yıl	-1.219	-0.007	-	-2.640	-0.016	-
4 yıl	-1.165	-0.006	-	-2.247	-0.017	-

Örnekleme dönemi: 06.08.2008 – 25.01.2012. (*): %10 düzeyinde anlamlı, (**): %5 düzeyinde anlamlı, (***): %1 düzeyinde anlamlı.

¹ Eşbütünleşme vektöründe çapraz kur takası faiz oranının katsayısının bono getirisinin katsayısına oranını göstermektedir.

Kaynak: Duran ve Küçüksarıç(2012)

Tablo 2'de yer verilen sonuçlara göre bono getirileri ve çapraz kur takası faizleri genellikle kısa vadelerde eş-bütünleşik iken vade uzadıkça eş-bütünleşmenin istatistiksel anlamlılığı ve denge ilişkisinden sapmaların ertesi iş gününde düzeltilme düzeyi azalmaktadır. Kısa vadelerde bono getirileri ve çapraz kur takası faiz oranları büyük ölçüde yakın dönem para politikası beklentileri tarafından belirlenirken uzun vadelerde kredi riskleri, likidite riskleri ve diğer arbitrajı engelleyen faktörlerin belirginleşmesi bono ve çapraz kur takası piyasaları arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır. Bu sonuçlar gelişmekte olan çeşitli ülkelere ilişkin Skinner ve Mason (2012) tarafından elde edilen bulgularla da tutarlıdır.

Buna ek olarak çapraz kur takası faizlerinin bağımlı değişken olarak seçildiği durumlarda eş-bütünleşmenin istatistiksel anlamlılığının daha yüksek olması arbitraj mekanizmasının yönünün bono getirilerinden çapraz kur takası faizlerine doğru olduğuna işaret etmektedir. Bu bulgu oldukça akla yatkındır zira özellikle bankalar ve yabancı yatırımcılar bono piyasasındaki değişikliklere çapraz kur takası işlemleriyle tepki verebilmektedir. Ayrıca çapraz kur takaslarında kısa pozisyon rahatlıkla alınabilirken bonolarda açığa satış oldukça zordur.

Öte yandan, Tablo 2'de verilen uzun dönem denge katsayıları özellikle kısa vadelerde 1'e oldukça yakındır. Buna göre, bono getirisinde gözlenen 1 puanlık artış çapraz kur takası faizlerinde de aşağı yukarı 1 puanlık bir artışa yol açmaktadır. Bu da, CIP koşulunun en azından kısa vadeli piyasalar için geçerli olduğuna işaret etmektedir. Kısa vadelere ilişkin hata düzeltme katsayıları da, bono getirileri ile çapraz kur takası faizleri arasındaki denge ilişkisinden sapmaların kalıcı olmadığını ve arbitraj mekanizmasının özellikle 3 aya kadar vadelerde oldukça güçlü olduğunu göstermektedir.

Sonuç

Bu kutuda tartışılan kapsanmış faiz paritesi koşulu ve arbitraj mekanizması ışığında ampirik sonuçlar Türkiye'de özellikle kısa vadelerde çapraz kur takası ve bono piyasaları arasındaki ilişkinin oldukça güçlü olduğunu, ancak söz konusu piyasaların dinamiklerinin vade uzadıkça birbirinden farklılaştığını göstermektedir. Ayrıca, ampirik sonuçlar, yatırımcıların, söz konusu piyasalar arasında ortaya çıkan arbitraj fırsatlarını çoğunlukla çapraz kur takası işlemlerini kullanarak değerlendirdiklerine işaret etmektedir. Bununla birlikte, bulgular özellikle 1 yıl ve üzeri vadelerde bono ve çapraz kur takası faizleri arasındaki farkların daha kalıcı olduğunu göstermektedir.

Kaynakça:

- Duran, M. ve Küçüksaraç, D. (2012). "Are Swap and Bond Markets Alternatives to Each Other in Turkey?". TCMB Çalışma Tebliği , yayımlanma aşamasında.
- Gromb, D. ve Vayanos, D. (2010). "Limits of Arbitrage". Annual Review of Financial Economics, 2, sayfa: 251-275.
- Hull, J. C. (2009). Options, Futures, and Other Derivatives, Seventh Edition. Pearson Prentice Hall.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships". Journal of Applied Econometrics, 16, sayfa: 289-326.
- Popper, H. (1993) "Long Term Covered Interest Parity: Evidence from Currency Swaps". Journal of International Money and Finance, 12, sayfa: 439-448.
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). "The Limits of Arbitrage", The Journal of Finance, 52(1), sayfa: 35-55.
- Skinner, F. S. ve Mason, A. (2011). "Covered Interest Rate Parity in Emerging Markets". International Review of Financial Analysis, 20(5), sayfa: 355-363.

Kutu
5.2

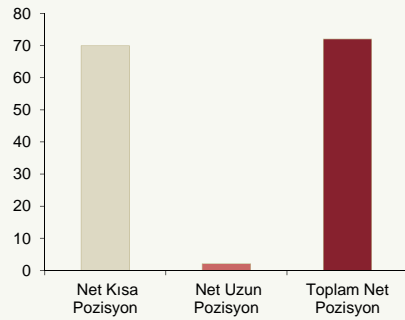
Türkiye'nin Net Döviz Pozisyonu

Bu kutuda Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporu'nda yayımlanmış olan Türkiye'nin net döviz pozisyonu kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılarak sunulmaktadır. Kısa vadeli döviz pozisyonu, bir yıl ve daha kısa vadeli varlıklar ile yükümlülükler arasındaki farktan oluşmaktadır. Not kapsamında hanehalkı, finansal kesim dışında yer alan firmalar (reel sektör), bankalar, banka dışı mali kuruluşlar, TCMB ve kamu kesimleri ele alınmıştır.

Hanehalkı

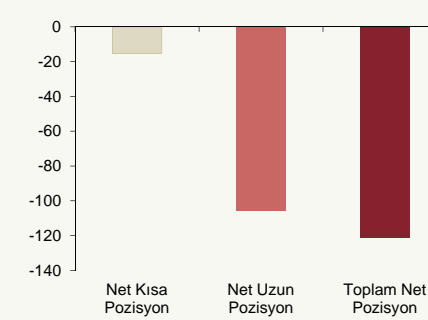
31 Mart 2012 itibarıyla hanehalkının döviz cinsi varlıklarını mevduat ve eurobond oluşturmaktadır. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara göre hanehalkının döviz cinsi ve dövize endekli kredi alması mümkün olmamakla birlikte, anılan kanundaki değişiklikten önceki dönemde alınan dövize endekli krediler döviz cinsi yükümlülüklerini oluşturmaktadır. Ayrıca, hanehalkının tüketici finansman şirketlerinden sağladığı yabancı paraya endekli borçlar da hanehalkının yükümlülüklerine dâhil edilmiştir. Döviz varlık ve yükümlülükleri kalan vadeye göre sınıflandırıldığında, 31 Mart 2012 itibarıyla hanehalkının hem kısa hem de uzun vadede net döviz pozisyon fazlası olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Hanehalkı Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2. Reel Kesimin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



Kaynak: BDDK, TCMB.

Hanehalkının yukarıda belirtilen döviz varlık ve yükümlülüklerine ek olarak, portföylerinde YP cinsi varlıklara yatırım yapan menkul kıymet yatırım ve emeklilik fon payları da bulunmakla birlikte, bu yatırım araçlarının portföylerindeki payları oldukça düşük düzeydedir. Ayrıca, hanehalkının kayıt altına alınmamış altın ve döviz varlıkları, söz konusu tutarlara erişilemediğinden hesaplamaya dâhil edilmemiştir.²

² Hanehalkı ve reel sektörün türev ürünlerde de pozisyonu olduğu bilinmektedir. Ancak, söz konusu ürünlerde varlık veya yükümlülük ayırımı dair veri olmaması sebebiyle hesaplamaya dâhil edilmemiştir.

Reel Sektör

31 Mart 2012 itibarıyla reel sektörün döviz varlıklarını, yurt içi ve yurt dışı bankalardaki döviz mevduatı, eurobond, ihracat alacakları, yurt dışındaki portföy ve doğrudan sermaye yatırımları oluşturmaktadır. Reel kesimin yurt dışı bankalardaki döviz mevduatı ve ihracat alacakları kısa vadeli, yurt dışındaki portföy ve doğrudan sermaye yatırımları uzun vadeli olarak kabul edilmiştir. Yurt içindeki mevduatı ve eurobondu kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrılmıştır. Reel kesimin döviz yükümlülükleri yurt içi ve yurt dışından sağlanan YP ve dövize endeksli krediler ile ithalat borçlarından oluşmakta olup tüm kalemler kalan vadelerine göre kısa ve uzun olarak ayrıştırılmıştır.

Reel kesimin hem kısa hem de uzun vadede net döviz pozisyon açığı olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 2). Ancak, kısa vadeli döviz pozisyon açığının toplam döviz pozisyon açığı içindeki payının düşük düzeyde olduğu görülmektedir. Bunlara ek olarak, firma sahip veya ortaklarının elde ettikleri gelirleri kendi şahsi hesaplarında da tutma imkânı olduğu için, hanehalkı döviz fazlasının bir kısmının firma sahiplerine ait olabileceği düşünülmektedir.

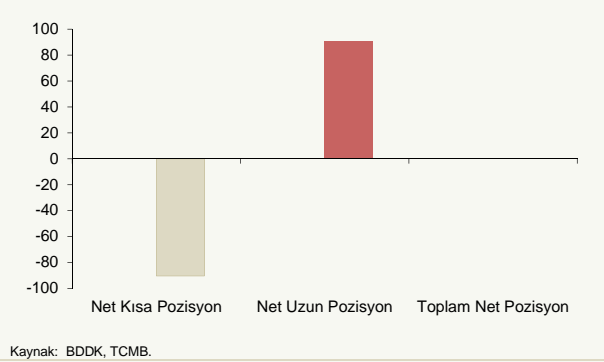
Finansal Kesim

Bankacılık sektörünün bilanço içindeki yabancı para varlıklarının büyük bir kısmı eurobond, YP cinsi ve yabancı paraya endeksli kredi, yabancı para zorunlu karşılıklar ile bankalardan alacaklardan oluşmaktadır. Bilanço içinde belli başlı yabancı para yükümlülükler ise döviz tevdiat ve kıymetli maden depo hesapları, repo işlemlerinden sağlanan fonlar ile yurt dışından sağlanan kredilerden oluşmaktadır. Bilanço içinde yer alan varlık ve yükümlülükler kalan vadeye göre kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmıştır. Bankacılık sektörünün bilanço dışı yabancı para pozisyonunu ise kur takasları, forward, future ve opsiyon işlemleri oluşturmaktadır. Bilanço dışında yer alan türev işlemler de kalan vadeye göre kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmıştır.

Factoring, finansal kiralama ve tüketici finansman şirketlerinden oluşan banka dışı finansal kuruluşların bilanço içi YP döviz varlık ve yükümlülükleri kalan vadeye göre kısa ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmasına rağmen, bilanço dışı yabancı para pozisyonu vade bileşenlerine ayrıştırılamamıştır. İhtiyatlılık gereği bilanço dışı net yabancı para pozisyon açığı kısa vadeli olarak ele alınmıştır.

31 Mart 2012 itibarıyla bankalar ve banka dışı mali kesimden oluşan finansal kesimin kısa vadede net döviz pozisyon açığının 90 milyar ABD dolarına yakın olduğu, ancak uzun vadede ise yaklaşık aynı miktarda fazlası olduğu gözlenmektedir (Grafik 3).

Grafik 3. Finansal Kesimin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)

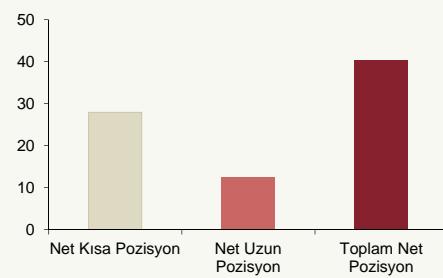


TCMB

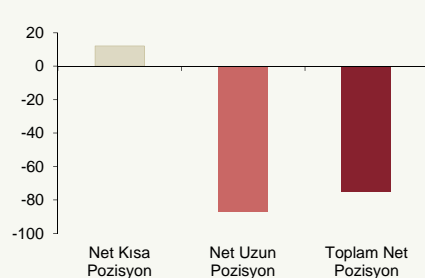
TCMB, kendisine ve diğer kişi veya kuruluşlara ait yabancı para kaynakları döviz cinsi enstrümanlara yönlendirmek suretiyle rezerv yönetimini gerçekleştirmektedir. TCMB'nin yabancı para varlıkları arasında yer alan altın portföyü, dâhildeki muhabirler, iç krediler, muvakkat alacaklar kısa; takipteki alacaklar, dış krediler ve iştirakler ise uzun vadeli olarak ele alınmıştır. Efektif ve muhabir hesaplarının toplamından oluşan konvertibl döviz alacakları ise kısa ve uzun vadeli olmak üzere ayrıştırılmıştır.

TCMB'nin yabancı para yükümlülükleri arasında yer alan bankalar mevduatı, kamu mevduatı, fonların (TMSF ve diğer) yabancı para varlıkları, ithalat akreditif bedelleri ve muvakkat borçlar kısa; işçi dövizleri ve dış krediler ise uzun vadeli olarak ele alınmıştır. Bankalar mevduatı içinde yabancı para zorunlu karşılıkların yanı sıra Türk lirası zorunlu karşılıkların yabancı para ve altın cinsinden tutulan kısmı da yer almaktadır. 31 Mart 2012 itibarıyla TCMB'nin kısa ve uzun vadede net döviz pozisyon fazlasına sahip olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 4).

Grafik 4. TCMB'nin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



Grafik 5. Kamu Kesiminin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD doları, 31 Mart 2012)



Kamu

Kamu kesiminin yabancı para varlıkları, genel bütçeli ve özel bütçeli kuruluşlar ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar, sosyal güvenlik kurumları, kamu iktisadi teşebbüsleri, fonlar, mahalli idareler, döner sermayeler ve diğer kamu kurumlarının yabancı para mevduatı ve menkul kıymetleri toplamından oluşmaktadır. Kamu sektörünün yabancı para yükümlülüklerini ise eurobondlar ile krediler oluşturmaktadır. Kamu kesiminin yabancı para varlık ve yükümlülükleri kısa ve uzun vadeli olarak ayrıştırılmıştır. Sonuç olarak kamu kesiminin kısa vadede 12 milyar ABD doları net finansal döviz pozisyon fazlası, uzun vadede ise 87 milyar ABD doları açığı bulunmaktadır (Grafik 5).

Sonuç

Net kapsamında Türkiye'nin net döviz pozisyonu kısa (bir yıl ve daha düşük) ve uzun vadeli bileşenlerine ayrıştırılmıştır. Ele alınan kesimler hanehalkı, finansal dışı kesimde yer alan firmalar, bankalar, banka dışı mali kuruluşlar, TCMB ve kamu sektöründen oluşmaktadır. 31 Mart 2012 itibarıyla Türkiye'nin kısa vadede 4.3 milyar ABD doları net döviz pozisyon fazlası, uzun vadede ise yaklaşık olarak 87 milyar ABD doları net döviz pozisyon açığı bulunmaktadır (Tablo 1).

Tablo 1. Türkiye'nin Kısa ve Uzun Vadeli Net Döviz Pozisyonu
(31 Mart 2012 İtibarıyla, Milyar ABD Doları)³

	Kısa Vade	Uzun Vade	Toplam
Hanehalkı	69.98	2.09	72.08
Reel	-15.27	-105.68	-120.95
Finansal Kesim	-90.38	90.79	0.41
TCMB	27.91	12.57	40.48
Kamu	12.06	-86.77	-74.71
Toplam	4.31	-87.00	-82.69

Net döviz pozisyon hesaplaması ve söz konusu pozisyonun kısa ve uzun vadeli olarak ayrıştırılması ülkemizin ne ölçüde kur ve yabancı para likidite riski taşıdığına dair önemli bir göstergedir. Toplam döviz pozisyon açığının sektörler bazında incelenmesi ise, sektörler arası farklılıkların yol açabileceği dengesizliklerden haberdar olunmasını sağlamaktadır. Yapılan çalışma Türkiye'nin net döviz pozisyon açığının 82.69 milyar ABD doları olduğunu ortaya koymaktadır. Sektörler itibarıyla bakıldığında hanehalkı, TCMB ve finansal kesimin net döviz pozisyon fazlası, diğer sektörlerin ise net döviz pozisyon açığı olduğu görülmektedir. Öte yandan, Türkiye'nin kısa vadede net döviz pozisyon fazlasına sahip olduğu gözlenmektedir.

³ Banka ve banka dışı mali kesimden oluşan finansal kesim için Tablo 1'de belirtilen rakamlar, Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu'ndan farklılık göstermektedir. Bu durum banka dışı mali kesimin bilanço dışı rakamlarının da net döviz pozisyon hesaplanmasına eklenmesi ve finansal kesim verilerinin güncellenmesinden kaynaklanmaktadır.