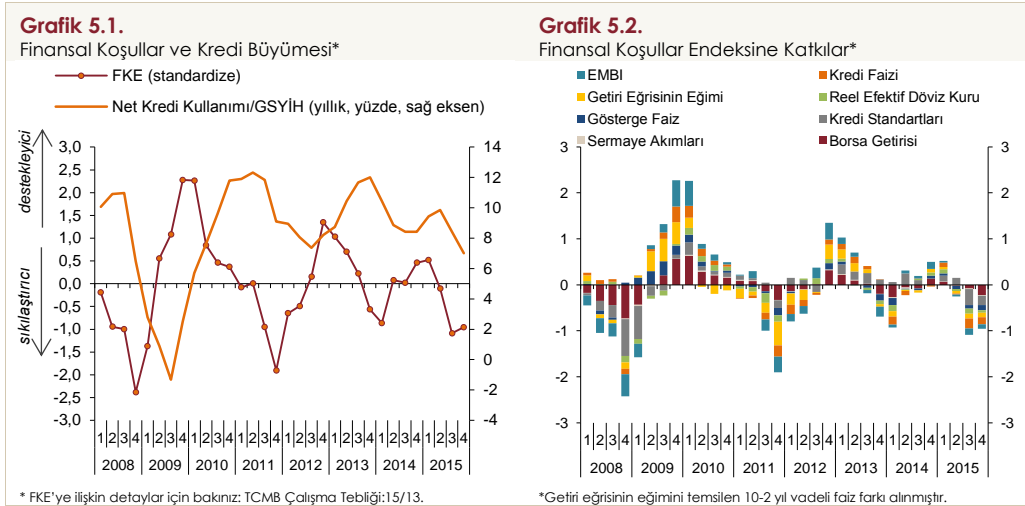


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

2015 yılının son çeyreğinde Fed faiz kararına ilişkin belirsizlikler azalmıştır. Fed Aralık ayında faiz artırım kararı almış ve ilerleyen dönemlerde faiz artışının kademeli olacağını ilan etmiştir. Bu gelişme uluslararası piyasalarda belirsizliğin azalmasına destek verirken Çin'de iktisadi faaliyetin dördüncü çeyrekte de zayıf seyretmesi ve Çin para biriminin ABD doları karşısında değer kaybetmesi küresel piyasalarda belirsizliğin artmasına neden olmuştur. Bunun yanı sıra jeopolitik riskler ve petrol ihraç eden gelişmekte olan ülkelerde büyüme performansına ilişkin aşağı yönlü risklerin devam etmesi piyasalardaki belirsizliği güçlendiren diğer unsurlar arasında yer almıştır. Küresel şoklara karşı hassasiyeti yüksek olan gelişmekte olan ülkeler döviz kurlarında belirgin dalgalanmalar gözlenmiştir.

Emtia fiyatlarındaki düşük seyrin devam etmesi iktisadi faaliyet ve cari dengeyi olumlu yönde desteklemeye devam ederken, yurt içi belirsizliklerin azalması Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Yılın son çeyreğinde Türkiye özellikle döviz piyasalarında diğer gelişmekte olan ülkelere göre olumlu yönde ayrılmış ve kur oynaklığı bu dönemde aşağı yönlü bir eğilim göstermiştir. Öte yandan 2016 yılının ilk haftalarında küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalar nedeni ile Türkiye'nin risk primi gelişmekte olan ülke risk primlerine benzer şekilde artmış, döviz kurunun seviyesi ve oynaklığı yükselmiştir.

Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) son çeyrekte bir miktar artış göstermekle birlikte henüz destekleyici konuma geçmemiştir (Grafik 5.1). Bu dönemde yurt içi risklerde azalma gözlenirse de küresel piyasalardan kaynaklanan riskler finansal piyasaları olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Tüm değişkenler finansal koşullara sıkılaştırıcı yönde katkı vermiştir (Grafik 5.2). Finansal koşullardaki sıkılığa paralel olarak kredi büyümesi yavaşlamaya devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde kredi ve finans piyasalarında kademeli bir toparlanma beklense de küresel piyasalara dair belirsizlikler önemini korumaktadır.



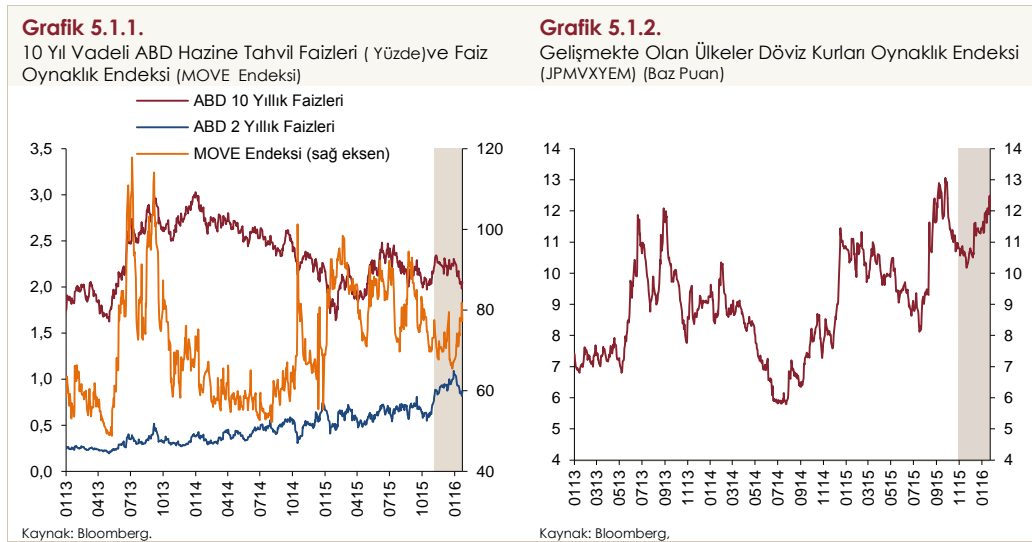
5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

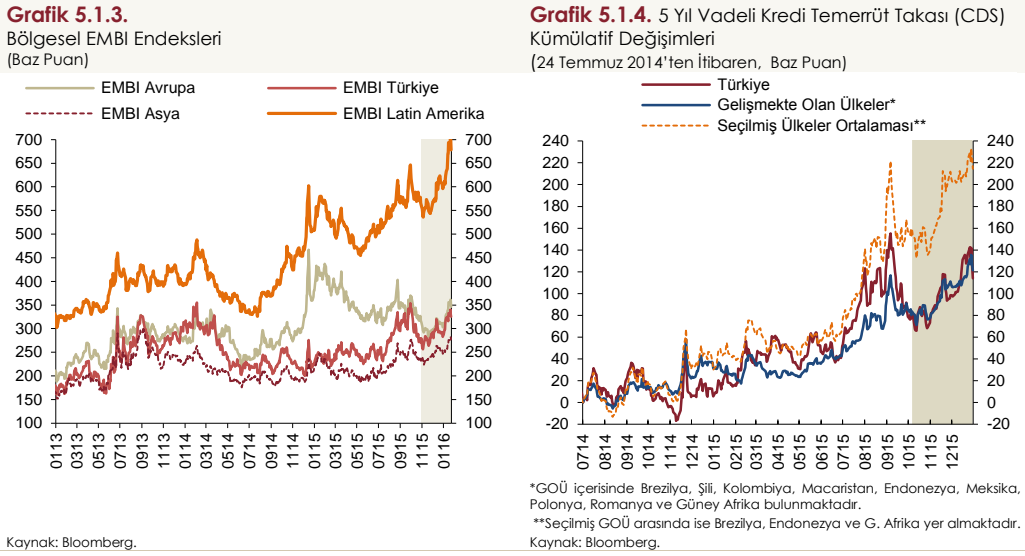
2015 yılı Aralık ayı toplantısında Fed, uzun süre sonra ilk kez faiz artırımına gitmiştir. Bununla beraber, ilerleyen dönemlerdeki faiz artışlarının kademeli gerçekleşeceği ve enflasyon ile ekonominin genel durumuna bağlı olacağı belirtilmiştir. Fed'in yürütmekte olduğu iletişim politikasına bağlı olarak ABD 10 yıllık Hazine tahvil faizleri faiz artırımını sonrasında oldukça sınırlı miktarda yükselirken, ABD 2 yıllık Hazine tahvil faizlerinde belirgin bir artış görülmüştür (Grafik 5.1.1). Bu dönemde tahvil piyasalarının oynaklığını gösteren MOVE endeksi dalgalı bir seyir izlemiştir.

Euro Bölgesi'nde 2015 yılı son çeyrek verilerine göre iktisadi faaliyette bir miktar toparlanma görülmekle birlikte enflasyon görünümünde aşağı yönlü risklerin artması ve enflasyon dinamiklerinin bir miktar zayıf seyretmesi nedeniyle, bankaların ECB nezdindeki mevduatlarına uygulanan faiz 10 baz puan düşürülerek -30 baz puana indirilmiş ve varlık alım programının Mart 2017 tarihine veya gerektiğinde daha da ileri bir tarihe uzatılması kararlaştırılmıştır.

Öte yandan, özellikle Ocak ayında Çin iktisadi faaliyetine dair zayıf seyrin devam etmesi, Çin hisse senedi piyasasında görülen yüksek oranlı düşüş ve Çin para biriminin ABD doları karşısında değer kaybetmesi küresel piyasalarda belirsizliği artıran önemli gelişmeler olmuştur. Diğer taraftan, petrol fiyatlarındaki sert düşüşe bağlı olarak özellikle petrol ihraç eden gelişmekte olan ülke büyümelerine yönelik aşağı yönlü risklerin artması ve jeopolitik riskler küresel piyasalarda belirsizliği arttıran diğer unsurlar olarak öne çıkmıştır. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkeler döviz kuru oynaklığı geçtiğimiz Enflasyon Raporu'nun açıklandığı döneme göre belirgin olarak artmıştır (Grafik 5.1.2).

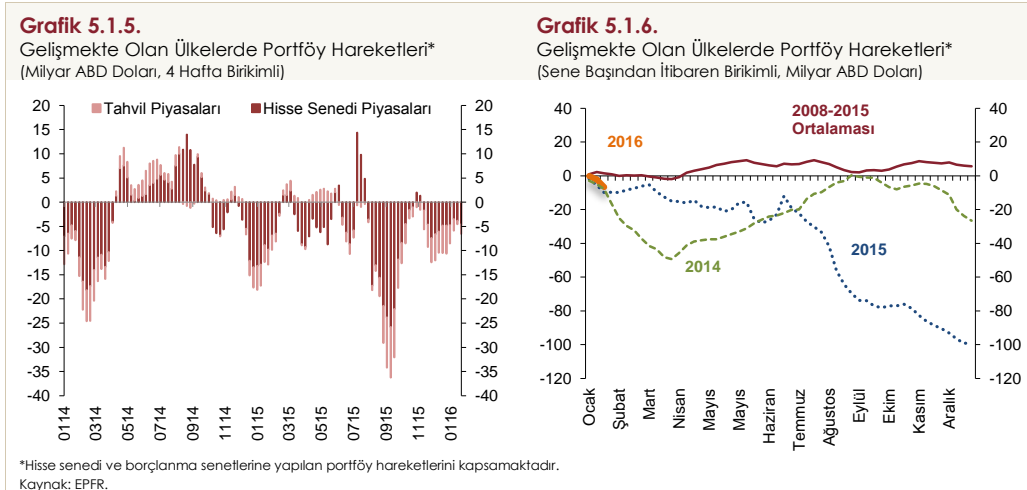


Çin ekonomisi kaynaklı olumsuz gelişmeler, gelişmekte olan ülke büyüme oranlarının beklentilerin altında kalması ve jeopolitik gelişmelerden dolayı küresel risk iştahı düşük düzeylerde kalmış ve Gelişmekte Olan Ülkeler Euro-Tahvil Endeksleri (EMBI) ile bu ülkelerin kredi temerrüt takası (CDS) primleri belirgin oranda artmıştır (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4). Türkiye'ye ait risk primi göstergeleri de diğer gelişmekte olan ülkelerle beraber hareket ederek artış kaydetmiştir.

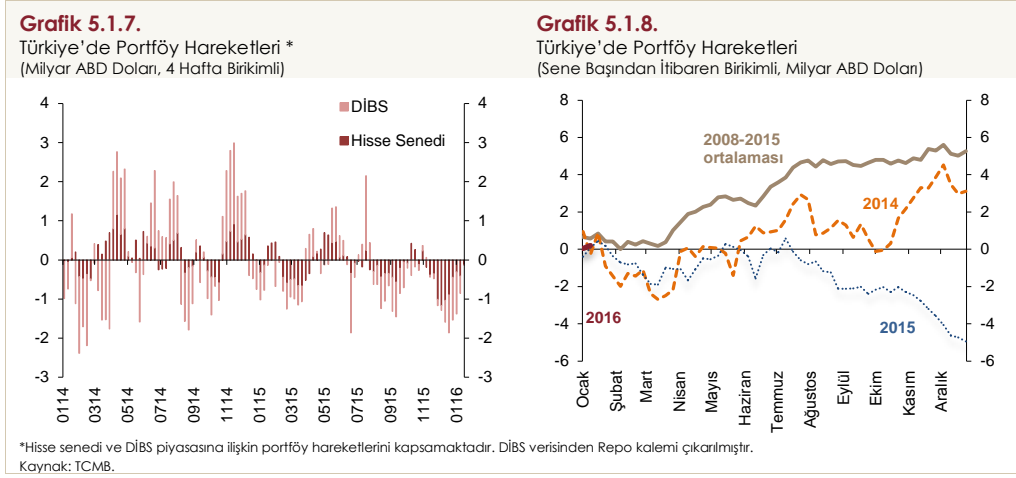


Portföy Hareketleri

Yukarıda özetlenen küresel gelişmeler çerçevesinde 2015 yılı genelinde olduğu gibi son çeyrekte de gelişmekte olan ülkelere hem hisse senedi hem de tahvil piyasalarında portföy çıkışları görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan tüm fonlar incelendiğinde, söz konusu portföy çıkışlarının gelişmekte olan ülkelerin tümüne benzer şekilde yansıdığı görülmektedir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

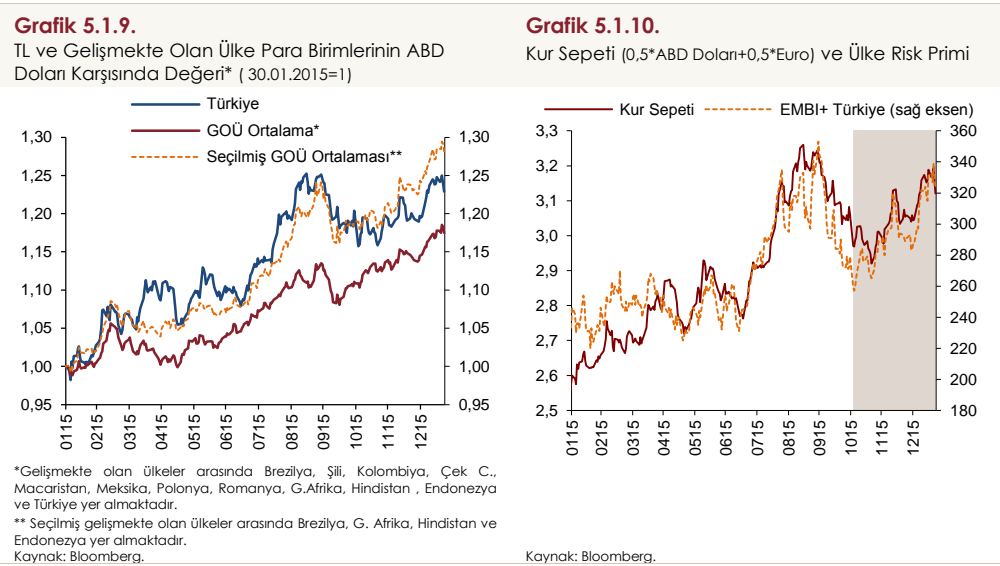


Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında görülen zayıf seyir ve bölgesel jeopolitik risklerin artması nedeniyle Türkiye'de de hem hisse senedi hem de borçlanma senedi piyasasında sermaye çıkışları gözlenirken, portföy akımlarının geçmiş yıllar ortalamasından belirgin ölçüde farklılaştığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.7 ve Grafik 5.1.8)



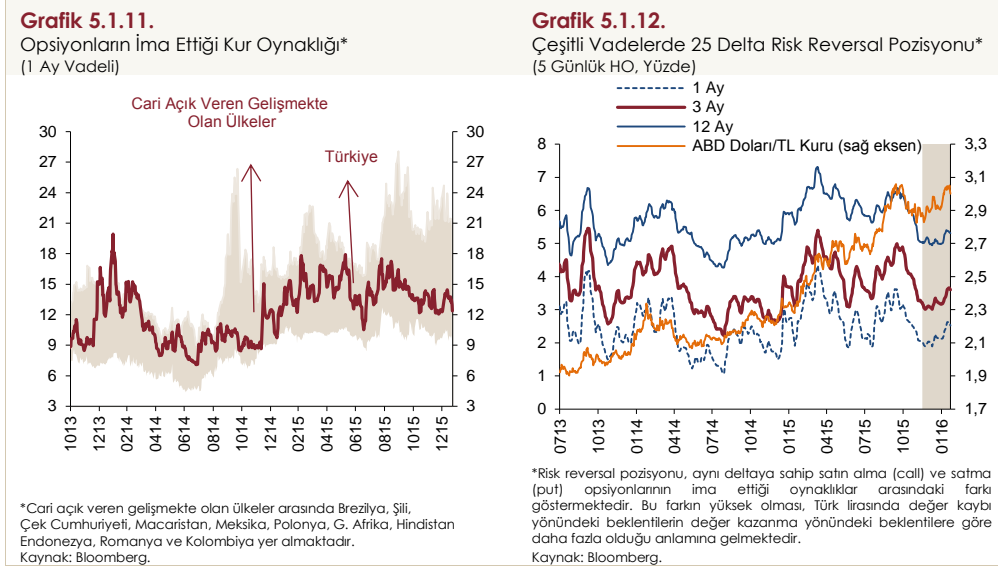
Döviz Kurları

2015 yılı dördüncü çeyreği küresel finansal piyasaların belirsizliklerden olumsuz etkilendiği ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin ABD dolarına karşı değer kaybettiği bir dönem olmuştur (Grafik 5.1.9). Küresel belirsizliklerin yanında özellikle seçim öncesi dönemde iç belirsizliklerdeki artışa bağlı olarak, Türk lirası yılın son çeyreğinde dalgalı bir seyir izlemiş ve ABD doları karşısında bir miktar değer kaybetmiştir. 2015 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde Brezilya, G. Afrika, Hindistan ve Endonezya gibi gelişmekte olan ülkelere göre daha oynak bir seyir izleyen Türk lirası, Kasım ayında iç belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla bu ülkelerin para birimlerinden olumlu yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.9). Öte yandan 2016 yılı başından itibaren Küresel piyasalarda Çin ekonomisi kaynaklı artan oynaklık sonucu Türk lirasındaki değer kaybı 2015 yılı son çeyreğine göre bir miktar hızlanmıştır. Bu çerçevede EMBI+ risk primleri ve kur sepeti değeri geçtiğimiz rapor dönemine göre ölçülü oranda yükselirken, risk primleri ve kurlar arasındaki ilişkinin 2015 yılı Nisan ayından beri güçlü seyrettiği gözlenmektedir.



2015 yılı son çeyreğinde, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklık düzeyi yükselirken, kur oynaklığında ülkeler arası farklılaşma belirginleşmiştir. Bu dönemde, Türk lirasının ima

edilen oynaklığı Ağustos ayında başlayan aşağı yönlü eğilimini devam ettirerek 2015'in ikinci çeyreğinde gözlenen düzeylere yakınsamıştır (Grafik 5.1.11). Ancak, 2016 yılı başında azalan küresel risk iştahı nedeniyle Türk lirasının ima edilen oynaklığı yakın dönemde dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu doğrultuda, risk reversal pozisyonları 2015 yılı son çeyreğinde ima edilen oynaklıklardaki azalış doğrultusunda yatay bir görünüm arz ederken, 2016 yılı başında kısmen artan oynaklıklar nedeniyle yükselmiştir (Grafik 5.1.12).



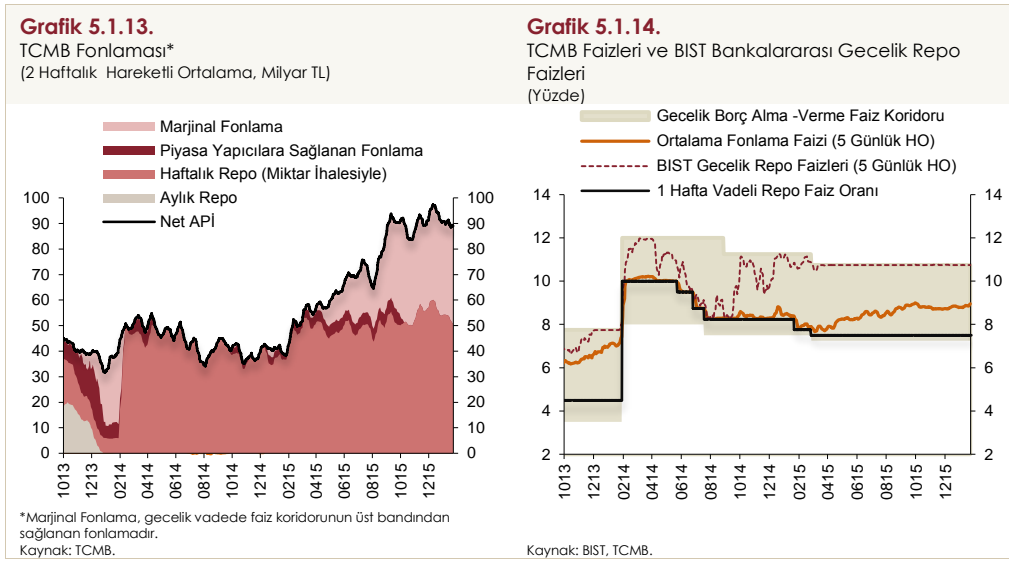
Para Politikası Uygulamaları

TCMB 2015 yılı Ağustos ayında küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin ilan ettiği yol haritası doğrultusunda Türk lirasında sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici, finansal istikrar açısından ise destekleyici duruşunu sürdürmüştür. Yol haritasının açıklanmasını takiben, likidite politikasının operasyonel çerçevesinin sadeleştirilmesi amacı doğrultusunda piyasa yapıcısı bankalara TCMB'den yaptıkları gecelik borçlanmalarda sağlanan düşük faiz oranı imkanı kaldırılmış, teminat koşullarında sadeleştirmeye gidilmiştir. Türk lirası işlemler için teminata döviz depo getirilmesine dair yapılan düzenlemeler ile bankaların likidite yönetiminin etkinleştirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca döviz likiditesini dengeleyici çekirdek yükümlülükleri ve uzun vadeli borçlanmayı destekleyici yönde adımlar atılmaya devam edilmiştir.

Ağustos ayında açıklanan yol haritası doğrultusunda alınan önlemlerin etkisiyle döviz kurlarında ve kredilerde gözlenen aşırı oynaklıkların azaldığı gözlenmektedir. Uygulanmakta olan sıkı para politikasının ekonominin küresel şoklara olan hassasiyetini azaltarak finansal istikrarı desteklediği değerlendirilmektedir. TCMB, küresel oynaklıklarda kalıcı bir azalma yaşanması halinde veya dış denge ve finansal istikrar alanındaki kazanımları daha da iyileştirerek sürdürecektir. TCMB, küresel oynaklıklarda kalıcı bir azalma yaşanması halinde veya dış denge ve finansal istikrar alanındaki kazanımları daha da iyileştirerek sürdürecektir. TCMB, küresel oynaklıklarda kalıcı bir azalma yaşanması halinde veya dış denge ve finansal istikrar alanındaki kazanımları daha da iyileştirerek sürdürecektir.

2015 yılı son çeyreğinde TCMB, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurları dikkate alarak para ve likidite politikasındaki sıkı duruşunu sürdürmüştür. Bu dönemde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7,5, gecelik borç verme faizi yüzde 10,75, ve

gecelelik borç alma faizi yüzde 7,25 oranında sabit tutulmuştur. TCMB fonlaması son çeyrekte de ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam ederken, marjinal fonlamanın payı yüksek tutulmuştur (Grafik 5.1.13). Buna bağlı olarak, üçüncü çeyrekte artış gösteren ortalama fonlama faizi dördüncü çeyrekte yatay bir seyir izleyerek 2016 Ocak ayı itibarıyla yaklaşık yüzde 9 civarında gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, yılın genelinde olduğu gibi son çeyrekte de bankalararası gecelelik repo faizlerinin faiz koridorunun üst bandında oluşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.14). Önümüzdeki dönemde para politikası kararları enflasyon görünümüne bağlı olacaktır. TCMB, ücret gelişmelerinin ve küresel piyasalardaki belirsizliklerin enflasyon beklentileri ve fiyatlamaya davranışları üzerindeki etkileri ile enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarındaki oynaklıkları dikkate alarak, gerekli görülen süre boyunca likidite politikasındaki sıkı duruşu sürdürecektir.



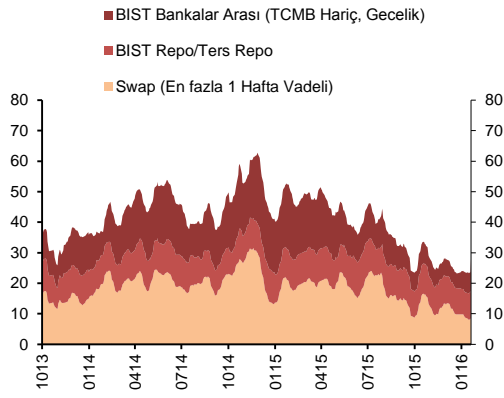
Bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının karşılamasında TCMB tarafından sağlanan fonların yanı sıra bankaların farklı piyasalardan sağladıkları kısa vadeli fonlar da önemli bir yer tutmaktadır. Para piyasalarında, TCMB dışındaki piyasa oyuncularından sağlanan ve en fazla bir hafta vadeye sahip olan fonların başında kur takası (swap) piyasasından sağlanan fonlar gelirken; bunu BIST bünyesindeki Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'nda TCMB haricindeki bankalar ile ve BIST bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda aracı kurumlar ile yapılan işlemler takip etmektedir. Yol haritasının açıklanmasını takip eden dönemde döviz depolarının teminata verilmesi imkanı ile ilgili uygulama esaslarında bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu dönemde kur takası ihtiyacının bir miktar azaldığı gözlemlenmiştir (Grafik 5.1.15). Ayrıca, 2015 yılı üçüncü çeyreğinin sonlarında marjinal fonlama faizinin üzerinde seyreden TCMB dışı kaynaklardan sağlanan fonların ortalama maliyetinin de yılın sonlarına doğru tekrar marjinal fonlama faizine yakınsadığı görülmüştür. Ocak ayı itibarıyla yüzde 9,2 civarında seyreden TCMB ve TCMB dışı fonların toplam içindeki ağırlıklarına göre hesaplanan efektif fonlama faizi de bu dönemde ortalama fonlama faizine yaklaşmıştır (Grafik 5.1.16).

Döviz teminat imkanının kullanım oranlarının ve bankalara tanınan limitlerin artması sonucunda piyasa ile yapılan kur takası ihtiyacının daha da azaltılmasının mümkün olabileceği dikkate alınarak söz konusu limitler 7 Ocak 2016 tarihinden itibaren 3 milyar ABD dolarından 3,6 milyar ABD dolarına ve 900 milyon eurodan 1,8 milyar euroya yükseltilmiştir.

Bankaların, TCMB Bankalararası Para Piyasası'ndaki borçlanmaları karşılığında buldukları yabancı para cinsi teminat oranının artırılmasının, Hazinesinin yurt dışında ihraç ettiği yabancı para cinsi tahvillere yönelik talebi desteklemesi beklenmektedir. Bu kapsamda, bankaların 13 Ocak 2016 tarihinden geçerli olmak üzere, TCMB Bankalararası Para Piyasası'ndaki borçlanmaları için buldurabildikleri yabancı para cinsi teminatların azami oranı yüzde 50'den yüzde 70'e yükseltilmiştir. Bu uygulamanın küresel nedenlerden dolayı kredi riski fiyatlamalarında ortaya çıkabilecek strese karşı dengeleyici bir rol oynaması beklenmektedir.

Grafik 5.1.15.

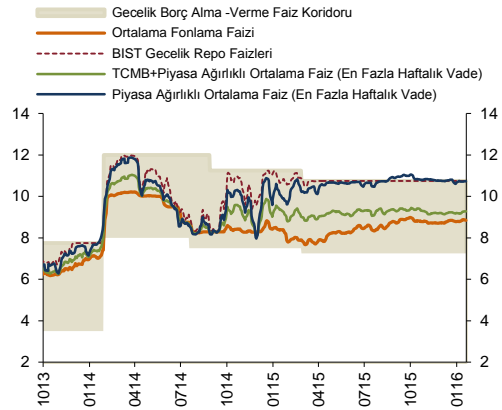
TCMB Dışı Piyasa Fonlaması (1 Hafta Vadeye Kadar)
(10 Günlük Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 5.1.16.

Bankaların Para Piyasalarında Finansman Maliyetleri
(5 Günlük Hareketli Ortalama, Yüzde)

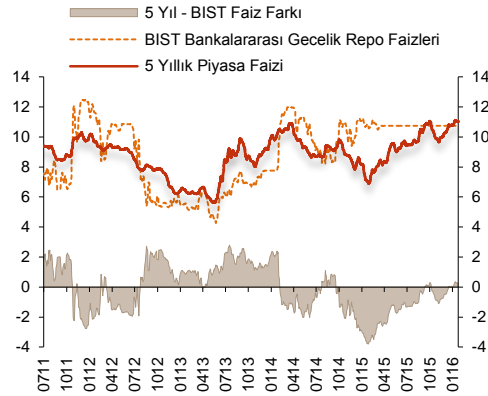


Kaynak: BIST, TCMB.

5 yıllık piyasa faizleriyle BIST bankalararası gecelik repo faizleri arasındaki fark 2015 yılı son çeyreği genelinde negatif değerler almakla birlikte, Ocak ayının ilk haftalarında 5 yıllık piyasa faizinde görülen artışa bağlı olarak sınırlı miktarda pozitif geçmiştir (Grafik 5.1.17). Yılın son çeyreğinde küresel piyasalardaki belirsizlikler, jeopolitik riskler ve döviz kuru dalgalanmalarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle uzun vadeli faizlerde artış gözlenmiştir. Getiri eğrisi 2016 yılının ilk haftalarında uzun vadelerde daha fazla olmak üzere yukarı kaymış ve buna bağlı olarak getiri eğrisinin eğimi pozitifte dönmüştür (Grafik 5.1.18).

Grafik 5.1.17.

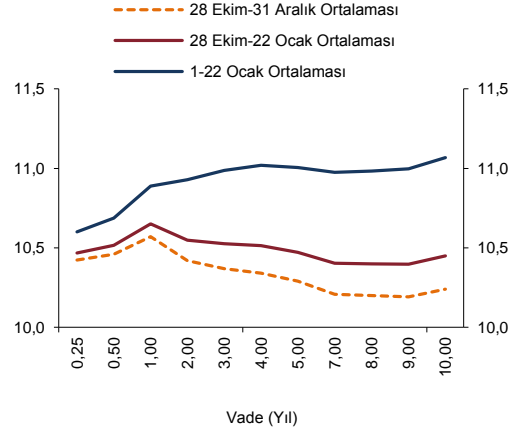
Piyasa Faizleri
(Yüzde, 5 Günlük HO)



Kaynak: Bloomberg, BIST.

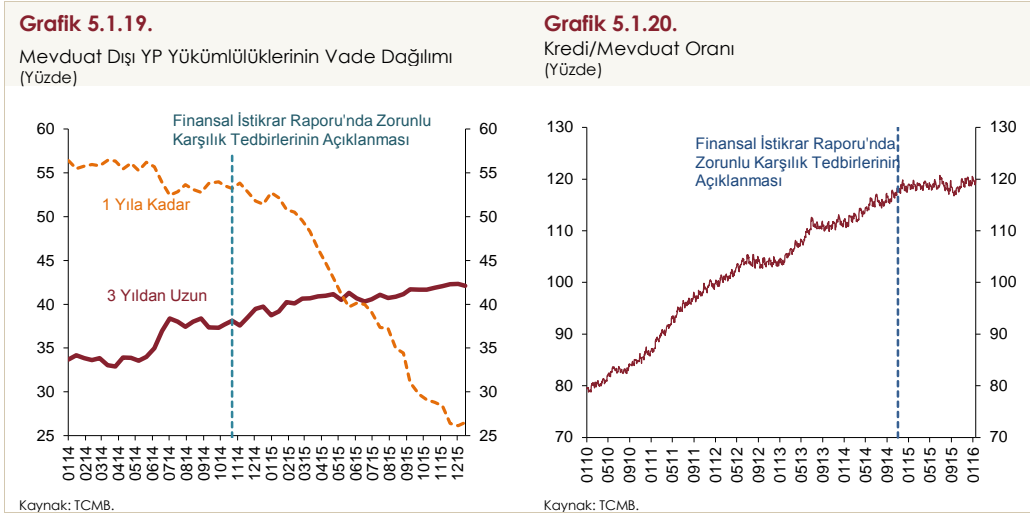
Grafik 5.1.18.

28 Ekim -22 Ocak Arası Getiri Eğrisi
(Yüzde)

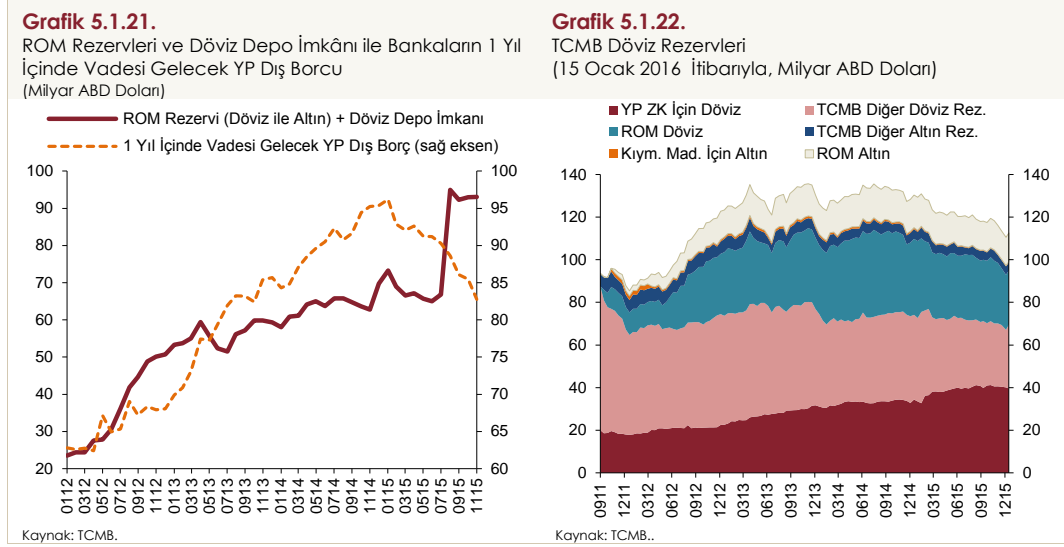


Kaynak: Bloomberg.

TCMB, faiz ve likidite politikasının yanı sıra finansal istikrarı destekleyici politika araçlarını da 2015 yılında etkin bir şekilde kullanmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda alınan tedbirlerle basiretli borçlanmayı destekleyerek makro-finance riskleri sınırlamak ve dengeli büyümeye katkı sağlamak amaçlanmıştır. Alınan önlemler sayesinde çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesinde uzama eğilimi 2015 yılında da devam etmiştir (Grafik 5.1.19). TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihinde ilan ettiği üzere Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödediği faizi Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50'şer baz puan artırmıştır. Bu düzenleme bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltmayı ve çekirdek yükümlülüklere ilave bir destek sağlamayı amaçlamıştır. Nitekim, ilgili düzenlemelerin ilk ilan edildiği Kasım 2014'ten itibaren kredi/mevduat oranındaki yükselişin yerini yatay bir seyre bıraktığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.20). Ayrıca, 9 Ocak 2016 tarihinde açıklanan zorunlu karşılıkların kapsamına ilişkin kararlar doğrultusunda, kalkınma ve yatırım bankaları nezdindeki müstakriz fonlar zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler arasına dâhil edilmiş olup, bu fonların tabi olacağı zorunlu karşılık oranları Türk lirasında yüzde 11,5 ve yabancı parada yüzde 13 olarak belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, yurt dışı bankalardan alınan mevduat ve katılım fonları çekirdek dışı yükümlülük olarak değerlendirildiğinden, alınan yükümlülüklerin mevduat/katılım fonu dışındaki yükümlülükler için belirlenmiş olan zorunlu karşılık oranlarına tabi olmaları kararlaştırılmıştır.



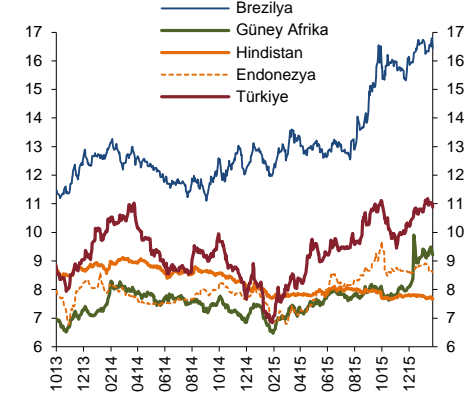
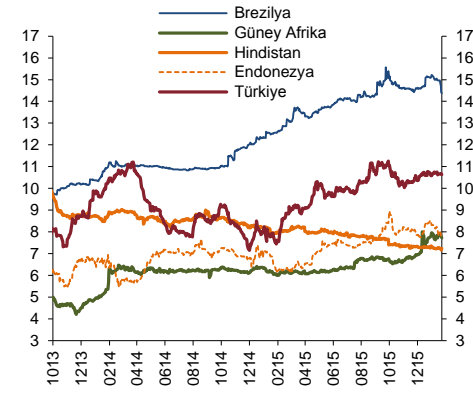
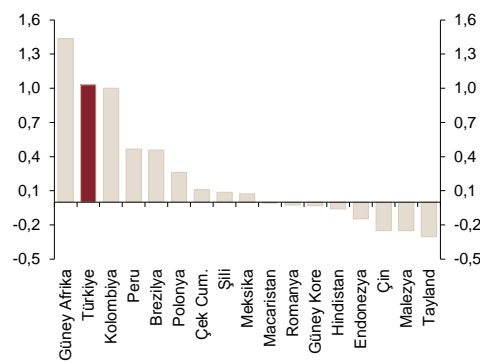
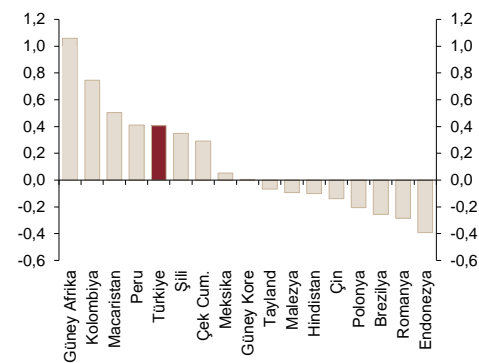
TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapılacaklara ilişkin yayınladığı yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini artırıcı tedbirlere yer vermiştir. Bu amaçla, 1 Eylül 2015 tarihi itibarıyla bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri yükseltilmiştir. Bu çerçevede, bankalara tahsis edilen depo limitleri ile ROM kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamının bankaların gelecek 1 yıldaki yurt dışı borç ödemelerinin tamamını fazlasıyla karşılayabilecek seviyeye ulaşması sağlanmıştır (Grafik 5.1.21). Ayrıca, 26 Aralık 2015 tarihinde ROM'un dengeleyici özelliğini güçlendirmek amacıyla, Türk lirası yükümlülükler için ROM kapsamında tutulacak dövizlerin hesaplanmasında yükümlülük tarihi itibarıyla geçerli olan döviz kurları yerine, tesis başlangıç tarihinden önceki günlere ilişkin kurların ortalamasının kullanılmasına yönelik bir düzenleme yapılmıştır.



TCMB rezervlerinde Ocak 2016 itibarıyla bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre düşüş gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.22). Bu dönemde, bankaların yabancı para zorunlu karşılık yükümlülükleri kapsamında tutulan rezervlerde ve TCMB'nin diğer döviz rezervlerinde belirgin bir değişim gözlenmezken, döviz likiditesini destekleyici döviz satım ihalelerinde artış, bankaların ROM kapsamında tesis ettikleri tutarda düşüş gerçekleşmiştir. Finansal kuruluşların ROM kullanma oranları son çeyrekte yüksek seviyesini sürdürmüş ve 15 Ocak 2016 tesis dönemi itibarıyla bu oran döviz için yüzde 89,1 (53,4/60) ve altın için yüzde 89,2 (26,8/30) olarak gerçekleşmiştir. TCMB, 2015 yılında döviz satım ihaleleri ve enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşekküllerine doğrudan döviz satışı yoluyla 22,8 milyar ABD doları döviz satışı yapmıştır. Aynı dönemde reeskont kredileri yoluyla elde edilen döviz miktarı 15,2 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

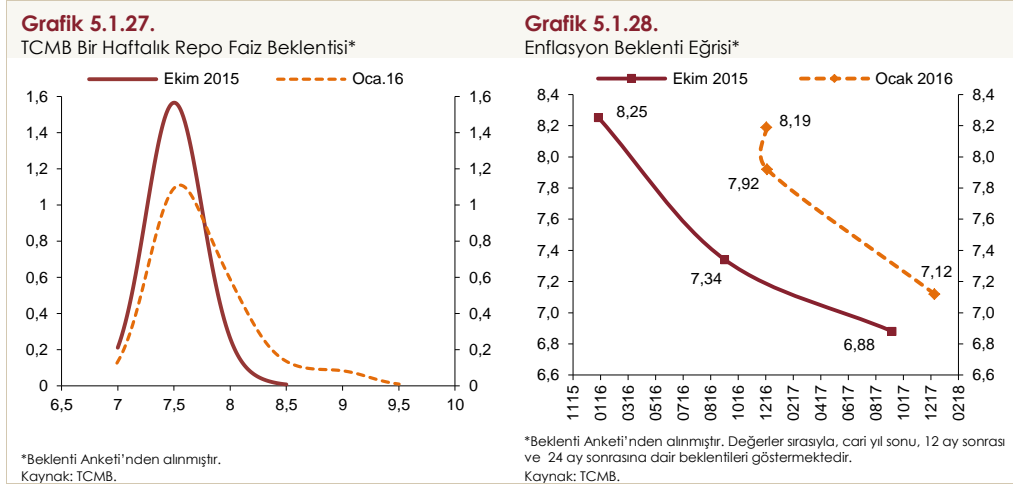
Piyasa Faizleri

2015 yılı son çeyreğinde gelişmekte olan ülke piyasa faizleri yükseliş eğilimi göstermiştir (Grafik 5.1.23 ve Grafik 5.1.24). Bu dönemde piyasa faizleri Hindistan'da 2015 Ekim ayı itibarıyla gözlenen yatay eğilimi korurken Brezilya, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye'de ise artış göstermiştir. Türkiye'nin piyasa faizleri dış belirsizliklerin yanında, jeopolitik riskler ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş nedeniyle özellikle uzun vadelerde artış kaydetmiştir (Grafik 5.1.23). Piyasa faizleri geçtiğimiz rapor dönemine göre 5 yıllık vadede 100 baz puan civarında artarken, aynı dönemde 6 aylık vadede 41 baz puanlık artış göstermiştir (Grafik 5.1.25 ve Grafik 5.1.26). Piyasa faizlerindeki uzun vadelerde gözlenen görece yüksek artışın Ocak ayında getiri eğrisinin eğimine de yansıdığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.18).

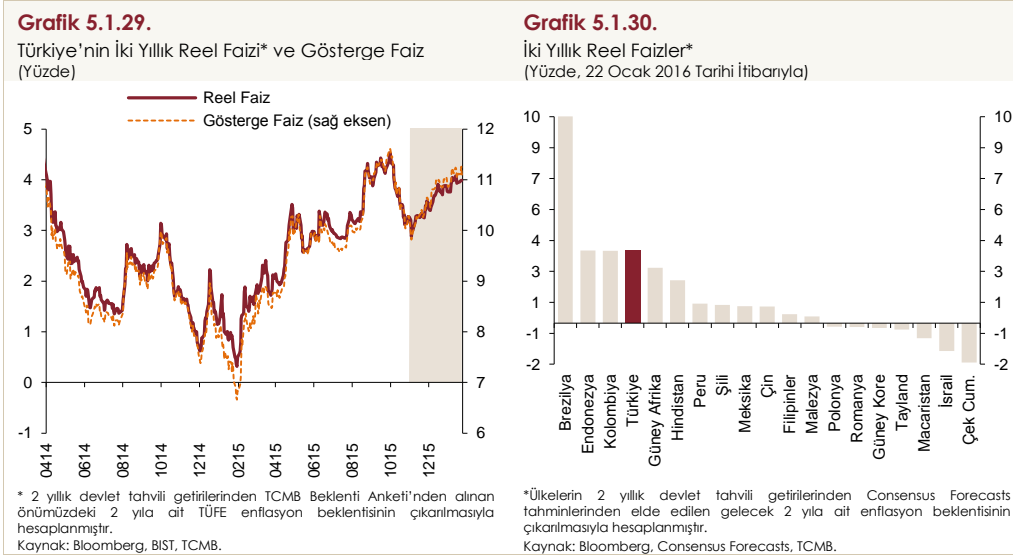
Grafik 5.1.23.Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri*
(22 Ocak 2016 İtibarıyla, Yüzde)* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg**Grafik 5.1.24.**Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri
(22 Ocak 2016 İtibarıyla, Yüzde)* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg**Grafik 5.1.25.**Geçtiğimiz Rapor Dönemine Göre Beş Yıl Vadeli
Piyasa Faizlerindeki Değişim
(30 Ekim 2015 – 22 Ocak 2016 Arası Değişim, Yüzde)* Brezilya için 4 yıllık piyasa faizi verisi kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg.**Grafik 5.1.26.**Geçtiğimiz Rapor Dönemine Göre Altı Ay Vadeli
Piyasa Faizlerindeki Değişim
(30 Ekim 2015 – 22 Ocak 2016 Arası Değişim, Yüzde)

Kaynak: Bloomberg.

2015 yılının Şubat ayında alınan PPK kararını takip eden dönemde TCMB 1 haftalık repo faiz oranı yüzde 7,5 düzeyinde sabit tutulmuş ve Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında para politikasında atılacak sadeleşme adımları çerçevesinde faiz koridorunun 1 haftalık repo faiz oranı çevresinde daha simetrik hale getirilebileceği açıklanmıştır (Grafik 5.1.14). Bu çerçevede geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminde 1 haftalık repo faiz beklentisi dağılımının orta noktası yüzde 7,5 olurken, Ocak ayında beklenti dağılımının orta noktasının 50 baz puan civarında sağa kaydığı görülmektedir (Grafik 5.1.27). Uzun vadeli piyasa faizleri üzerinde etkili olan enflasyon beklentilerinde ise Ekim ayına kıyasla cari yıl sonu beklentilerinde kayda değer değişiklik olmazken, 12 ay sonrasına dönük beklentilerde belirgin (yaklaşık 60 baz puan) ve 24 ay sonrasına dönük beklentilerde ölçülü (yaklaşık 25 baz puan) artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.28).



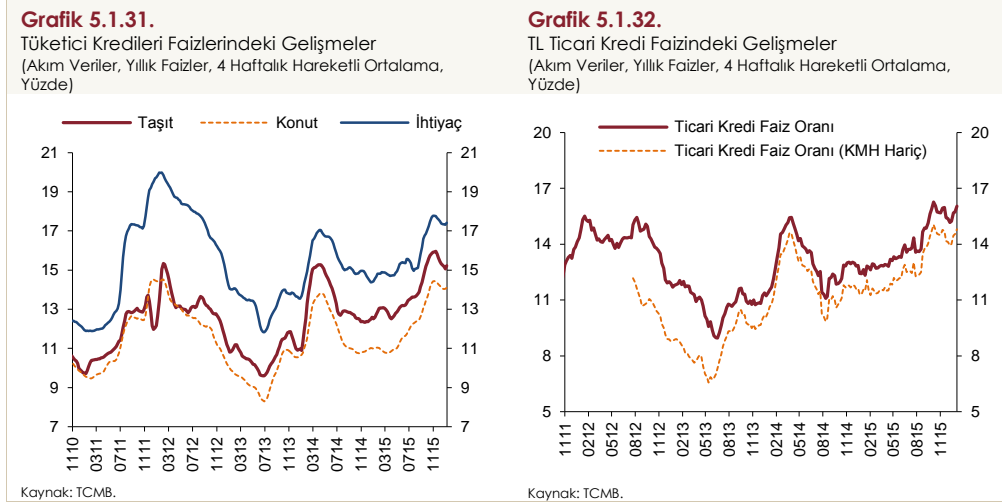
2015 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla dalgalı bir seyir izleyen Türkiye gösterge faizi yakın dönemde azalan küresel risk iştahı ve yükselen enflasyon beklentileri nedeniyle yılın son çeyreğinde artış eğiliminde olmuştur (Grafik 5.1.29). Nominal 2 yıllık devlet tahvili faizleri geçtiğimiz rapor dönemi ile kıyaslandığında yaklaşık 80 baz puan yükselirken, aynı dönemde 24 aylık ortalama enflasyon beklentilerindeki ölçülü artış nedeniyle 2 yıllık reel faizlerde 70 baz puanlık yükseliş olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler arası 2 yıllık reel faiz karşılaştırması yapıldığında Türkiye'de reel faizlerin (yüzde 10 civarındaki reel faizlerle yukarı yönlü ayrılan Brezilya'nın ardından) yüzde 3-4,5 aralığında reel faiz gözlenen Endonezya ve Kolombiya ekonomilerine benzer hareket ettiği görülmektedir (Grafik 5.1.30).



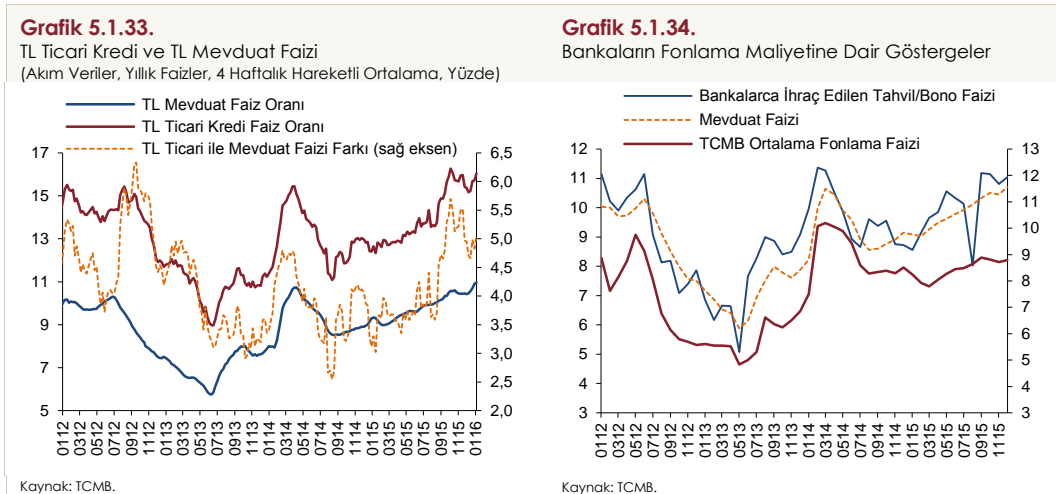
Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

Finansal olmayan kesime açılan kredi faiz oranları 2015 yılında geçen yıla göre yükselmiştir. Kredi faiz oranları özellikle yılın üçüncü çeyreğinde belirgin bir artış sergilemiştir. Bununla birlikte, kredi faiz oranlarının artış eğilimi yılın son çeyreğinde yavaşlamış ve Kasım-Aralık döneminde geçmiş aylara kıyasla bir miktar azalmıştır. Tüketici kredileri alt kalemleri incelendiğinde, ihtiyaç ve konut kredisi faiz oranlarının yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre sırasıyla 47 baz puan ve yaklaşık 60 baz puan yükseldiği, taşıt kredileri faiz oranının ise aynı düzeyde kaldığı görülmektedir (Grafik 5.1.31). Yıl sonu itibarıyla

bakıldığında, ticari kredi faiz oranının yılın üçüncü çeyreği sonunda gerçekleşen seviyesini koruduğu gözlenmektedir. Benzer şekilde, KMH hariç ticari kredi faiz oranı yılın üçüncü çeyreği sonunda oluşan seviyesine dönmüştür (Grafik 5.1.32). Kredi faiz oranlarında yılın son çeyreğinde meydana gelen sınırlı düşüş Kredi Eğilim Anketi'nde öngörülen yurt içi finansman koşullarındaki sıkılaştırmanın hafiflemesi ile uyumludur.

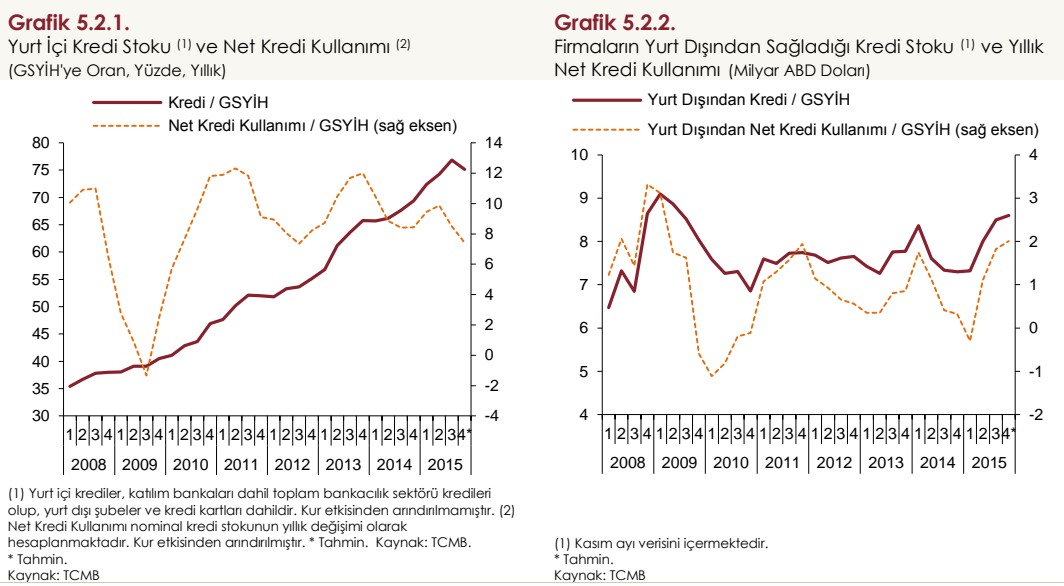


Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, TCMB tarafından sürdürülen sıkı para politikası duruşunun ve dönem içinde sınırlı miktarda artış gösteren ağırlıklı fonlama maliyetinin etkisiyle bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 35 baz puan artmıştır. Ticari kredi faiz oranlarının yılın son haftalarında düşüş göstermesine bağlı olarak ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark yaklaşık 30 baz puan azalarak 500 baz puan olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.33). Gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının zayıf ve dalgalı olması bankalarca ihraç edilen tahvil ve bono faizlerini de etkilemiştir. Bono ve tahvil faizleri yılın üçüncü çeyreği sonunda belirgin bir biçimde kötüleşerek bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 85 baz puan artmıştı. Yılın son çeyreğinde ise bono ve tahvil faizleri yatay bir seyir izlemiş ve Aralık ayında yüzde 11 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.34).

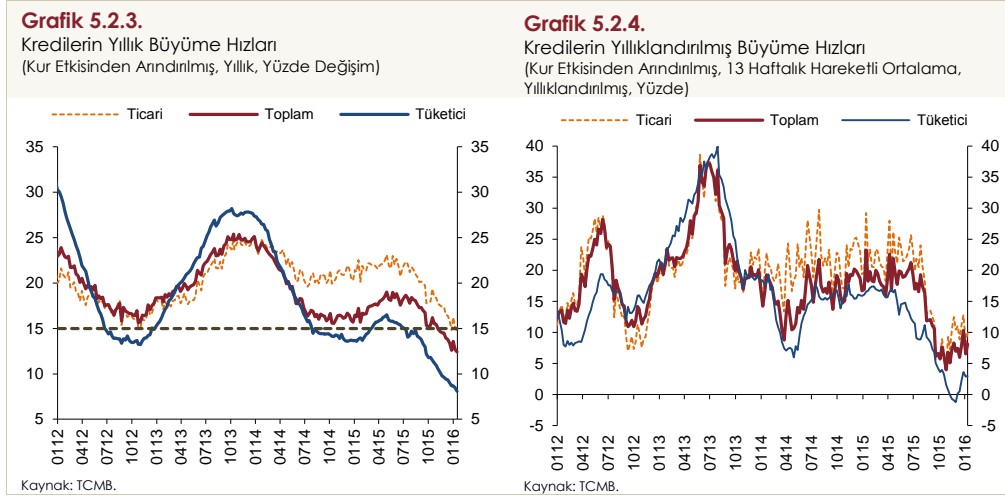


5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı 2015 yılının son çeyreğinde bir önceki döneme göre azalarak yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.1). Net kredi kullanımının GSYİH'ye oranının yılın ilk çeyreğinde bir miktar daha azaldıktan sonra ikinci çeyrekte sonra daha istikrarlı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Firmaların yurt dışından sağladığı net kredilerin yılın son çeyreğinde ılımlı bir artış göstererek yüzde 2 seviyesine ulaşması yurt dışı borçlanmada zorluk yaşanmadığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.2). Ayrıca, firmaların yurt dışından kredi kullanımının geçen yılın aynı dönemine göre bir miktar arttığı gözlenmektedir.

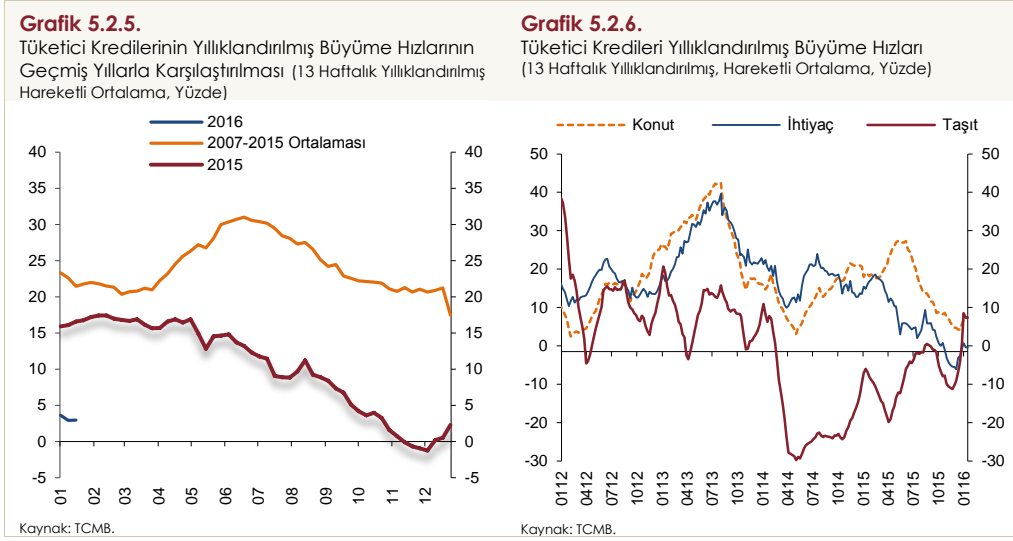


TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikasının ve BDDK'nın konut hariç bireysel kredilere yönelik yürürlüğe koyduğu makroihtiyati uygulamaların da etkisiyle yavaşlayan finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranında yılın üçüncü çeyreğinde başlayan aşağı yönlü seyrin yılın son çeyreğinde de sürdüğü gözlenmiştir. Toplam kredilerin ayrımlarına bakıldığında, BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamalar ve tüketici güveninin yılın üçüncü çeyreğinde tarihsel ortalamalara göre oldukça düşük bir seviyeye gerilemesine bağlı olarak ticari krediler tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümeye devam etmiştir. Bu gelişmeler ışığında, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2015 yılı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 13,6 oranında artmıştır (Grafik 5.2.3). Yılın son çeyreğindeki gelişmeleri yansıtan 13 haftalık hareketli ortalamalara göre ise toplam krediler yıllıklandırılmış olarak yüzde 10,3 oranında büyüme kaydetmiştir (Grafik 5.2.4).

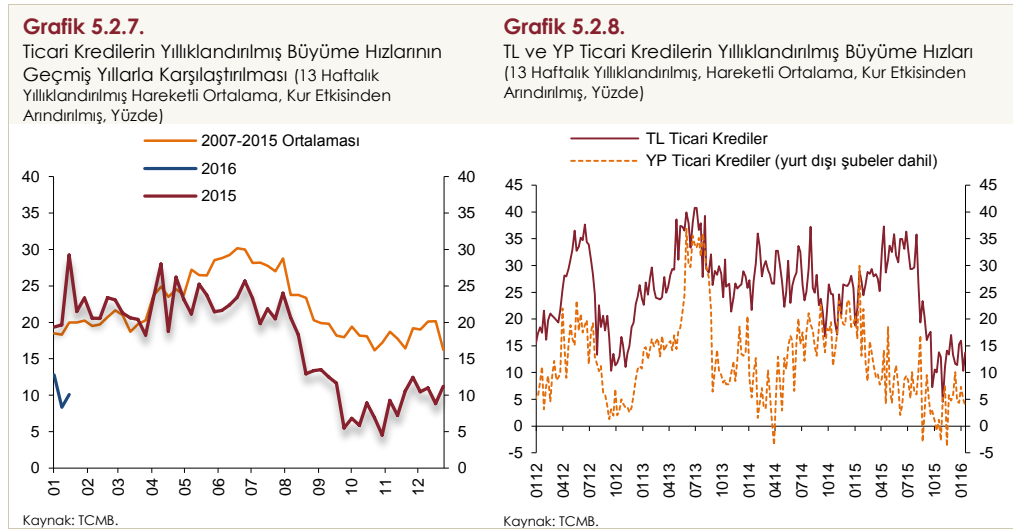


Tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı 2015 yılının ilk yarısında geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde belirgin bir biçimde yavaşlayan tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı, söz konusu düşüş eğilimini yılın son çeyreğinde sürdürmüştür (Grafik 5.2.5). Yılın son haftalarında bir miktar toparlanan tüketici kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı yıl sonu itibarıyla yüzde 3,64 değerini almıştır. Yılın son çeyreğinde tüketici kredilerinin tüm alt kalemlerinin olumsuz bir seyir izleyerek bu yavaşlamaya katkı yaptığı gözlenmektedir. Bununla birlikte, Tüketici Güven Endeksi'nin yılın son çeyreğinde bir önceki döneme göre iyileşme sergilediği ve kısmen buna bağlı olarak tüm tüketici kredisi alt kalemlerinde sınırlı da olsa bir toparlanma başladığı gözlenmektedir. Ayrıca, BDDK'nın 20 Ocak 2016 tarihinde Resmi Gazete'de ilan ettiği ve 31 Mart 2016 tarihinde yürürlüğe girecek olan tüketici kredileri ve kredi kartlarına ilişkin risk ağırlığı düzenlemesi, söz konusu krediler için bankalarca ayrılması gereken sermaye miktarını düşürerek, önümüzdeki dönemde tüketici kredileri büyüme oranını destekleyebilecektir.

2015 yılı son çeyreğinde ihtiyaç kredilerinde ve kredi kartlarında tahsili gecikmiş alacak (TGA) oranları yükselişini sürdürmüştür, böylece bireysel krediler TGA oranlarında artış yaşanmıştır. Tüketici kredisi büyüme oranlarındaki yavaşlamanın da bu gelişmede etkili olduğu değerlendirilmektedir. Tarihsel gelişmelerle uyumlu olarak ortalama vadesi 5 yıl olan ve faize duyarlılığı diğer kredi türlerine göre daha fazla olan konut kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı, diğer alt kalemlere göre daha yüksek olmasına karşın, geçmiş yıllar ortalamalarının altına düşerek yıl sonunda yüzde 6,7 değerini almıştır. Kredi Eğilim Anketi verilerine göre konut kredileri talebinde yılın son çeyreğinde sınırlı bir azalma gerçekleşirken, standartlarda ise önceki döneme göre bir miktar toparlanma gerçekleşmiştir. BDDK tarafından yürürlüğe konan makroihtiyati uygulamalar neticesinde 2014 yılında ve 2015 yılının genelinde eksi değerler alan taşıt kredileri büyümesi ise yıl sonu itibarıyla uzun bir aradan sonra artışa dönmüştür (Grafik 5.2.6).



Ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı 2015 yılının ikinci yarısında geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmasına karşın yılın son çeyreğinde ılımlı bir iyileşme sergilemiştir. Ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı yıl sonu itibarıyla yüzde 12,8 değerini almıştır (Grafik 5.2.7). Ticari kredilerin yılın son çeyreğinde de devam eden düşük büyüme oranları 2015 yılında özel sektör yatırımlarında gözlenen zayıf seyir ile uyumlu gözünmektedir. ¹ Nitekim Kredi Eğilim Anketi göstergelerine göre 2015 yılında işletmelerin kredi talebini en fazla olumsuz etkileyen faktör sabit yatırımlardaki düşüş olmuştur. Yılın son çeyreğinde ise hem TL hem de yabancı para cinsi kredilerden kaynaklı olarak ticari kredilerde sınırlı bir iyileşme olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.8).



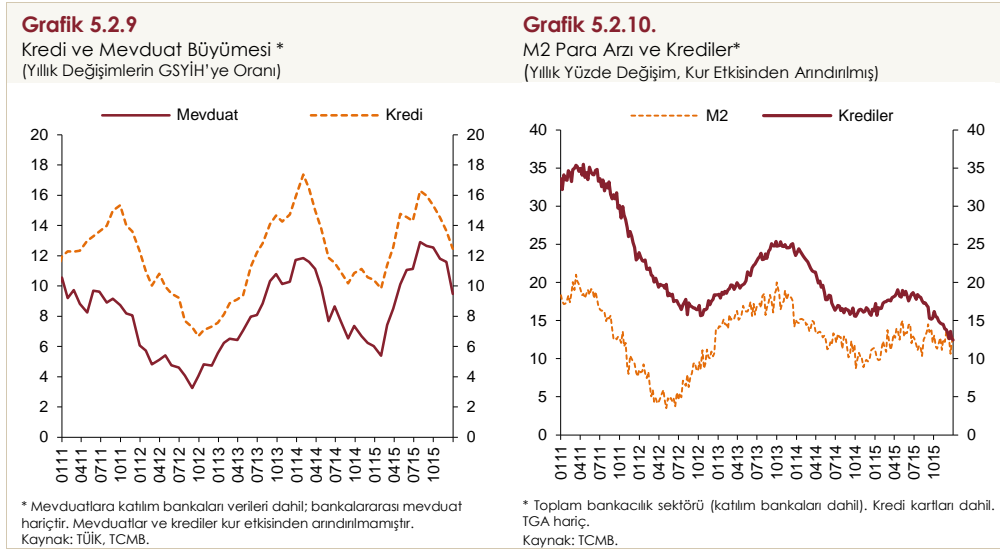
Kredi Eğilim Anketi verilerine göre ticari kredilere ilişkin standartlarda 2015 yılının son çeyreğinde bir önceki döneme göre sınırlı bir iyileşme gerçekleşmiştir. Ancak, bankaların işletmelere aktardıkları kredilerin standartlarını yılın son çeyreğinde sıkı tutmaya devam ettikleri görülmektedir. Yılın son çeyreğinde kısa vadeli ve TL cinsinden kredilerin standartlarında sınırlı bir iyileşme olduğu, fakat bankaların uzun vadeli ve yabancı para cinsi kredi iştahındaki azalmanın sürdüğü gözlenmektedir.

¹ Ticari kredilerin sektörel GSYİH kalemleriyle ilişkisi Kutu 5.1'de daha detaylı olarak incelenmektedir.

Ölçek ayırımına bakıldığında, işletme kredileri standartlarında gerçekleşen sınırlı iyileşmenin hem KOBİ hem de büyük firmalar için geçerli olduğu görülmektedir.

İşletmelere verilen kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında, 2015 yılında kredi standartlarını daraltıcı yönde etkileyen görece olarak en önemli faktörün genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler olduğu görülmektedir. Finansman sağlama koşulları incelendiğinde ise yurt içi finansman koşullarının yılın son çeyreğinde bir önceki döneme göre belirgin bir iyileşme sergilediği, ancak yurt dışı finansman koşullarının kötüleşmeye devam ettiği gözlenmektedir. Ayrıca, bankalar 2016 yılının ilk çeyreğinde kredi standartlarındaki sıkışmanın sürmesini beklemektedirler. Öte yandan, 2016 yılının ilk çeyreğine dair finansman koşulları beklentilerine bakıldığında, bankaların hem yurt içi hem de yurt dışı finansman koşullarında ılımlı bir iyileşme bekledikleri görülmektedir. Talep tarafına bakıldığında, yılın son çeyreğinde hem KOBİ hem de büyük firmaların kredi talebinde sınırlı bir artış olduğu gözlenmektedir. Buna karşın, kredi talebinin yılın son çeyreğinde düşük bir seviyede kalması asıl olarak yabancı para cinsi kredi talebindeki düşüşün sürmesinden kaynaklanmıştır.

Hem tüketici kredileri hem de ticari kredi yıllık büyüme oranları 2015 yılı son çeyreğinde bir önceki döneme göre yavaşlamıştır. Ayrıca, aynı dönemde ticari krediler, tüketici kredilerine kıyasla daha hızlı artmaya devam etmiştir. Son yıllarda uygulamaya konulan makroihtiyati politikalar kredi genişleme hızının sürdürülebilir düzeylere çekilmesinin yanı sıra kredi kompozisyonunun tüketimden ziyade üretimi teşvik edici bir yapıya dönüşmesinde önemli rol oynamıştır. Bu bağlamda, ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi hem dengelenme sürecine hem de finansal istikrara katkı sağlamaktadır.

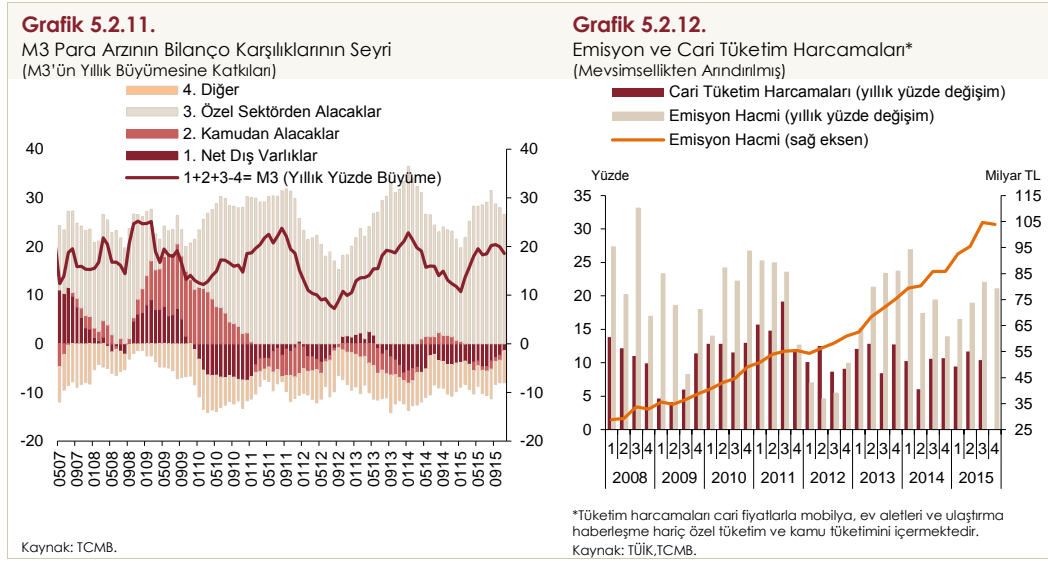


2015 yılının son çeyreğinde hem mevduatların hem de kredilerin büyüme oranları bir önceki döneme göre yavaşlamıştır (Grafik 5.2.9). Buna bağlı olarak kredi/mevduat oranları daha yatay bir seyir izlemeye devam etmiştir (Grafik 5.1.20). M2 tanımlı para arzı ve krediler arasındaki ilişkiye bakıldığında, 2015 yılı son çeyreğinde toplam kredi yıllık büyüme oranı azalırken M2 tanımlı para arzı yıllık büyüme oranının görece yatay bir seyir izlediği görülmektedir. (Grafik 5.2.10).

Parasal Göstergeler

Yılın son çeyreğinde azalış eğilimine giren M3 tanımlı geniş para arzı yıllık artış hızı Kasım ayı sonu itibarıyla yüzde 18,5'e gerilemiştir. M3'ün bilanço karşılık kalemlerine bakıldığında, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kaleminin bu eğilimde belirleyici olduğu görülmektedir. Diğer yandan son aylarda azalmakla birlikte Net Dış Varlıklar kalemi M3 büyümesi üzerinde sınırlayıcı olmaya devam etmektedir. Kamudan Alacaklar kaleminin ise yılın son çeyreğinde negatif etkisini gittikçe kaybettiği gözlenmektedir. Son olarak banka kârlılıklarına paralel seyreden Diğer kalemi önceki dönemlerde olduğu gibi istikrarlı seyrini sürdürerek, bankalar için mevduat dışı fon kaynağı olma özelliğini korumuştur (Grafik 5.2.11).

Mevsimsellikten arındırılmış emisyon büyüklüğünde son bir yıldır gözlenen artış eğilimi 2015 yılının son çeyreğinde durmuştur. Bu kaleme seviye olarak bakıldığında bir önceki çeyreğe göre azaldığı görülmektedir. Emisyon hacmi ile yakından ilişkili olan cari tüketim harcamalarının büyümesi ise yılın üçüncü çeyreğinde bir miktar gerilemiştir. Yılın son çeyreğine dair emisyon hacmi gelişmeleri, bu dönemde tüketim talebi büyümesinin bir miktar daha yavaşlayabileceğine işaret etmektedir (Grafik 5.2.12).



Kutu
5.1

Sektörel Verilerle Kredi ve Büyüme İlişkisi

Türkiye'de 2010 yılı sonrasında uygulanmaya başlanan ve fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı gözetilen yeni para politikası çerçevesinde krediler ön plana çıkan değişkenlerden biri olmuştur. Bu bağlamda, kredilerin enflasyon, büyüme, cari açık gibi temel makroekonomik göstergeler ile ilişkisinin anlaşılması büyük önem taşımaktadır. Bu kutuda kredi ve büyüme ilişkisinin değerlendirilmesine katkı yapmak amacıyla ticari krediler ve iktisadi faaliyet arasındaki ilişki Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin ana sektörleri itibarıyla incelenmektedir.²

Bu çalışmaya konu olan örneklem 2003Ç1-2015Ç3 dönemini kapsamaktadır. Ticari kredilere ilişkin veriler için TCMB bünyesinde yer alan sektörel kredi verileri kullanılmıştır. Sektörel kredi verileri üretim tarafından milli gelir alt kalemleriyle uyumlu olacak şekilde tarım, sanayi, imalat, hizmet ve inşaat sektörleri için toplulaştırılmıştır. Biggs, Mayer ve Pick (2009) ile Kara ve Tiryaki (2013) çalışmaları doğrultusunda, kredi ve iktisadi büyüme ilişkisinin incelenmesi için net kredi kullanımı ve kredi ivmesi kavramları kullanılmıştır. Buna göre, t zamanındaki kredi ivmesi şöyle tanımlanmaktadır:

$$Kİ_t = \frac{(K_t - K_{t-4}) - (K_{t-4} - K_{t-8})}{Y_{t-4}} \quad (1)$$

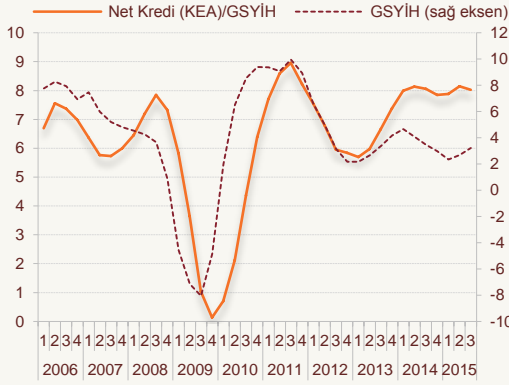
Net kredi kullanımı ise şu şekilde oluşturulmaktadır:

$$NK_t = \frac{K_t - K_{t-4}}{Y_{t-4}} \quad (2)$$

Denklem 1 ve 2 çeyreklik frekansta yıllık değişimleri gösterecek şekilde uyarlanmıştır. Kredi stoku (K_t) serisi için her bir dönem sonundaki bankacılık sektörünün finansal olmayan kesime kullandığı toplam ticari kredi hacmi serisi nominal değeriyle ve kur etkisinden arındırılmadan kullanılmış, (Y_t) serisi için ise son dört çeyrek toplamı olan nominal GSYİH verisi kullanılmıştır. Denklem 1'deki tanıma göre, kredi ivmesi, çeyrekler itibarıyla kredi stoğundaki yıllık değişimin bir önceki çeyrekteki yıllık değişime göre ne kadar farklılaştığını göstermektedir. Net kredi kullanımı ise, çeyrekler itibarıyla, borçlanmadaki yıllık değişimin nominal GSYİH'ye oranını ifade etmektedir. GSYİH akım değişken, kredi stoku ise stok değişken olduğu için, GSYİH büyümesiyle kredi büyümesindeki değişimin daha ilişkili olması beklenmektedir. Grafik 1 ve 2'de ticari krediler için hesaplanan net kredi kullanımı ve kredi ivmesi ile GSYİH büyümesi çeyreklik frekansta yıllık değişimleri gösterecek şekilde birlikte gösterilmiştir. Buna göre, ticari krediler ve reel milli gelir büyümesindeki dönüş noktaları birbirini uyumludur. Özellikle küresel kriz ve hemen sonrasındaki toparlanma döneminde krediler ve iktisadi faaliyet ilişkisinin güçlendiği gözlenmektedir. İktisadi sevgilerle ve daha önceki bulgularla uyumlu olarak kredi ivmesinin iktisadi faaliyetle ilişkisinin net kredi kullanımına kıyasla daha kuvvetli olduğu gözlenmektedir.

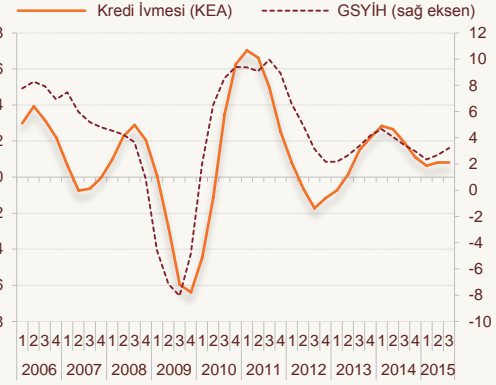
² Bu kutu, Doğan ve diğerleri (2016) çalışmasına dayanmaktadır.

Grafik 1. Net Ticari Kredi Kullanımı ve Reel GSYİH Büyümesi



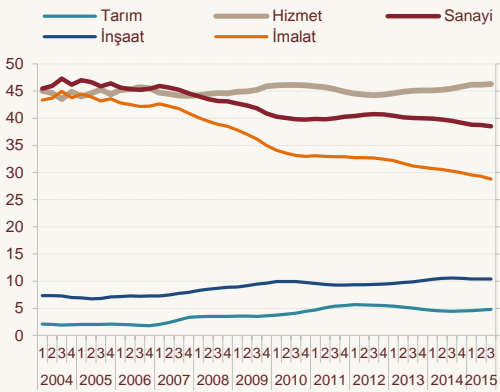
Kaynak: TÜİK, TCMB. Yazarların kendi hesaplamaları.

Grafik 2. Ticari Kredi İvmesi ve Reel GSYİH Büyümesi



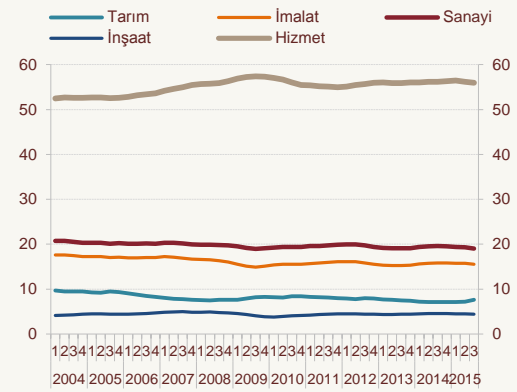
Grafik 3 ve 4'te sektörel kredilerin toplam ticari krediler içindeki payları ile sektör katma değerlerinin milli gelir içindeki payları örneklem dönemi için gösterilmiştir. İmalat sektörü kredi payı 2004 yılı ilk çeyreğinde yüzde 40 seviyesinin üzerinde iken, 2015 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla yüzde 30'un altına inmiştir. Böylelikle imalat sektörü ticari krediler içindeki payı en çok azalan sektör olmuştur. İmalat sanayiye ek olarak elektrik, gaz, buhar ve madencilik sektörlerini de içeren sanayi sektörü kredi payı da benzer bir eğilim sergilemiş ve düşüş göstermiştir. Aynı dönemde imalat ve sanayi katma değerlerinin milli gelirdeki paylarının da bir miktar azaldığı gözlenmektedir. Hizmet ve inşaat sektörlerinin kredi paylarında ılımlı bir artış olurken, hizmet sektörü milli gelir içindeki payı en çok artan kalemdir.

Grafik 3. Sektörel Kredi Payları



Kaynak: TÜİK, TCMB. Yazarların kendi hesaplamaları.

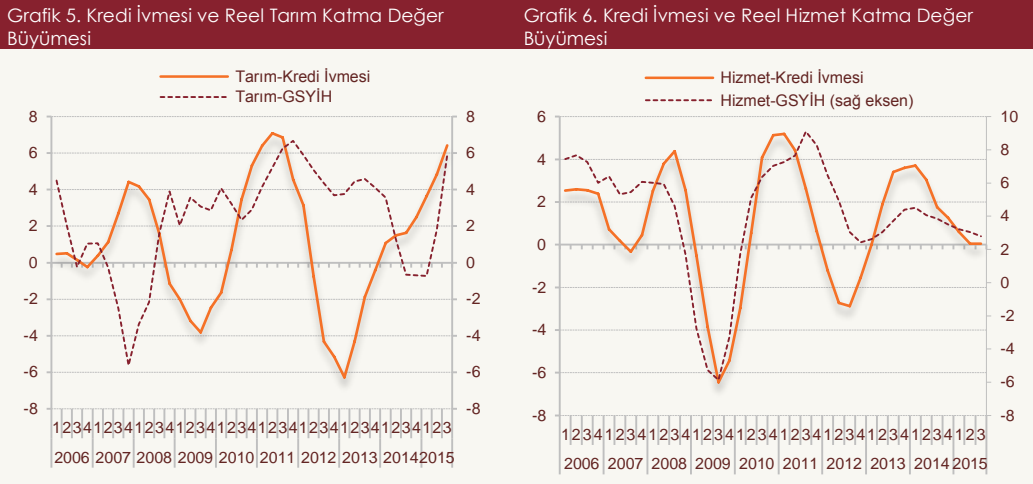
Grafik 4. Sektörel GSYİH Payları



Kredi verileri Türk lirası ve yabancı para (YP) ayrımında değerlendirildiğinde, incelenen dönemde tüm sektörlerde Türk lirası cinsinden kullanılan kredilerde artış görülmektedir. Vade bazında değerlendirildiğinde ise, tüm sektörler için kur etkisinden arındırılmış verilerle (KEA) uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kredilere oranında ılımlı bir azalma eğilimi gözlenmektedir.³ Uzun vadeli kredilerin önemli kısmının YP

³ Vadesi bir yıldan az olan krediler kısa, bir yıldan fazla olan krediler ise uzun olarak tanımlanmıştır.

cinsinden krediler olduğu göz önüne alındığında uzun vadeli kredilerdeki azalış eğilimi YP cinsi kredilerdeki eğilimle uyumludur. Yatırım harcamalarında 2011 yılı ikinci çeyreğinden itibaren görülen zayıf seyir YP cinsi ve uzun vadeli kredilerdeki yavaşlamayı teyit etmektedir. Nitekim, Türk lirası cinsinden kısa vadeli krediler genel olarak işletme giderleri için kullanılmaktadır.

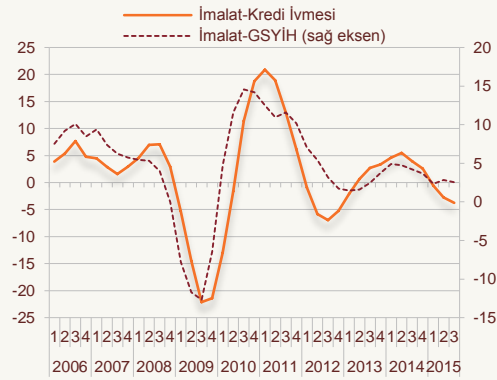


Grafik 5-8 sektör ayırımında kredi ivmesi ile GSYİH büyümesini beraber göstermektedir. Örnekleme döneminde, kredi ivmesinin sektörlere göre farklı hareket ettiği ve kredi ivmesiyle sektörel reel katma değer ilişkisinin sektörler arasında önemli ölçüde farklılaştığı göze çarpmaktadır. Tarım sektörüne sağlanan kredilerin ivmesi ile tarım sektörü reel katma değeri arasındaki ilişki oldukça zayıftır. 2005-2009 yılları arasında bu iki seri birbirleriyle ters hareket ederken, bu tarihten sonra mevcut ilişki bir miktar kuvvetlenmiştir. 2015 yılı genelinde tarım kredilerinde ivmelenme görülürken, tarım sektörü reel katma değerinde de önemli bir artış gözlenmiştir. Hizmet sektöründe kredi ivmesi ile reel katma değer arasındaki ilişki tarım sektöründeki ilişkiye nazaran daha güçlüdür. Ancak hizmet sektörü kredi ivmesinin GSYİH'nin hizmet kalemine göre daha oynak olduğu göze çarpmaktadır. 2014 yılı başından itibaren hizmet sektörü kredi ivmesi hızla düşerken hizmet sektörü reel katma değerindeki gerileme daha sınırlı olmuştur.

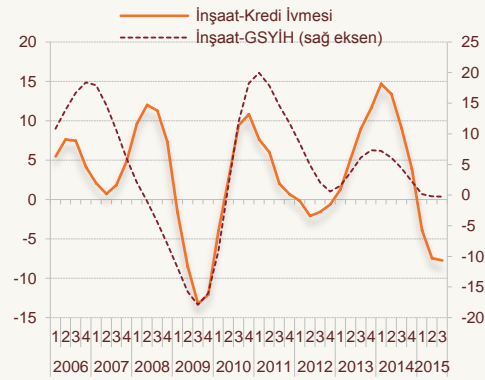
Kredi ivmesi ile reel katma değer büyümesi arasındaki ilişkinin imalat sektöründe oldukça kuvvetli olduğu görülmektedir. Bu kalemden kredi ivmesi bazı dönemlerde GSYİH büyümesine göre daha oynak olmakla birlikte, örnekleme döneminin önemli bir kısmında iki seri birlikte hareket etmiştir. 2015 yılı genelinde imalat sektöründe kredi ivmesi gerilerken, bu sektöre ilişkin reel katma değer büyümesinin yatay bir seyir izlediği görülmektedir. İnşaat sektörüne sağlanan kredilerin ivmesi ile aynı sektörün reel katma değer büyümesi kriz döneminde benzer hareket etse de özellikle 2012 yılının ortasından itibaren bu iki seri arasındaki pozitif korelasyon önemli ölçüde azalmıştır. 2012 yılının ikinci çeyreğinden 2014 yılının ilk çeyreğine kadar inşaat kredilerinin ivmesi önemli ölçüde artış göstermişken ilgili GSYİH kalemindeki toparlanma zayıf kalmıştır. Sonraki dönemde ise inşaat sektörü kredi ivmesi negatif değerlere düşmüştür; ancak, inşaat reel katma değerinde bu ölçüde bir gerileme görülmemiştir. Bu durum inşaat sektöründe kredi büyümesi ile GSYİH büyümesi arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır.

Özetle, grafiksel analize göre kredi ivmesi ile reel katma değer arasındaki en güçlü ilişki tarihsel olarak imalat sektöründe görülmektedir. Son dönem gelişmelerine bakıldığında, tarım hariç tüm sektörlerde kredi ivmesinde 2014 yılı başından itibaren belirgin bir yavaşlama göze çarpmaktadır. Kredi ivmesindeki yavaşlama inşaat sektöründe daha belirgindir. Kredi ivmesindeki hızlı düşüşe karşın, inşaat, imalat ve hizmet sektörleri reel katma değerindeki gerileme daha sınırlı olmuştur.

Grafik 7. Kredi İvmesi ve Reel İmalat Katma Değer Büyümesi



Grafik 8. Kredi İvmesi ve Reel İnşaat Katma Değer Büyümesi



Tablo 1'de alt sektörler göre GSYİH ile kredi büyümesi arasındaki ilişkiyi inceleyen regresyonların sonuçları sunulmaktadır. Regresyonlarda $GSYİH_i = \beta_0 + \beta_1 Kİ_i + \beta_2 NK_i + \varepsilon_i$ denklemi vade ayrımı gözetilerek tahmin edilmiştir. $GSYİH_i$ ilgili GSYİH alt kaleminin büyümesi, $Kİ_i$ ilgili sektörün kredi ivmesini, NK_i ise ilgili sektörün net kredi kullanımını göstermektedir. Sonuçlarda dikkat çekici ilk bulgu kredilerin vade ayrımının GSYİH büyümesi ile kredi gelişmeleri arasındaki ilişkiyi önemli ölçüde etkilediğidir. Uzun vadeli kredi ivmesi, tarım hariç tüm sektörlerde ilgili katma değer büyümesine pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaparken; kısa vadeli kredi ivmesinin inşaat dışındaki sektörler için istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur. Öte yandan uzun vadeli net kredi kullanımı ile GSYİH arasında da istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Tablo 1'in son sütununda yer alan toplam ticari kredilerle reel GSYİH büyümesi arasındaki ilişkiyi test eden regresyon sonuçları da, uzun vadeli kredi ivmesinin reel GSYİH büyümesi ile ilişkili olduğu bulgusu ile uyumludur.

Tablo 1: Regresyon Sonuçları

	Tarım	Hizmet	İmalat	İnşaat	Toplam
$ki_{kısa}$	0,294 (0,539)	1,011 (0,914)	0,239 (0,837)	2,650*** (3,453)	0,168** (2,165)
ki_{uzun}	0,245 (0,943)	1,286*** (4,201)	0,960*** (3,461)	0,470* (1,846)	0,0754*** (3,009)
$nk_{kısa}$	-1,591** (-2,068)	-1,097 (-1,212)	0,239 (0,496)	-2,269*** (-3,073)	0,0506 (0,494)
nk_{uzun}	0,595 (1,656)	-0,668 (-1,429)	-0,290 (-0,724)	0,431 (1,189)	-0,0268 (-0,913)
<i>sabit</i>	10,01*** (4,586)	15,78*** (8,940)	10,26** (2,315)	14,92*** (3,428)	10,66*** (4,209)
Gözlem Sayısı		43	43	43	43
R2		0,297	0,478	0,331	0,527
Adjusted R2		0,223	0,423	0,261	0,477

Parantez içindeki değerler robust t-istatistiklerini göstermektedir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Sonuç olarak bu bulgular, GSYİH ile ticari kredi gelişmeleri arasındaki ilişkinin sektörlere ve vade ayırımına bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir. Tarım ve inşaat gibi bahsedilen ilişkinin görece olarak zayıf olduğu sektörler sağlanan kredi oranının artması ve ticari kredilerin uzun vadede kısa vadeye kayması GSYİH ile kredi gelişmeleri arasındaki ilişkinin zayıflamasına yol açabilmektedir. Ek olarak, Kara ve Tiryaki (2013) çalışmasında vurgulandığı gibi kredi gelişmeleri ile GSYİH arasındaki ilişkiyi anlamak için net kredi kullanımı yerine kredi ivmesi serisinin takip edilmesinin daha sağlıklı olduğu değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Doğan, Ş., B., Kabaş, G., ve Yeşil, K., H. "Sektörel Verilerle Kredi ve Büyüme İlişkisi." TCMB Ekonomi Notu, yayınlanma aşamasında.

Biggs, M., T. Mayer, ve A. Pick (2009). "Credit and Economic Recovery," De Nederlandsche Bank Working Paper, No. 218/2009.

Kara, H. ve S.T. Tiryaki (2013). "Kredi İvmesi ve İktisadi Konjonktür," TCMB Ekonomi Notları No. 13/10.