

II. Makroekonomik Görünüm

Gelişmiş ülke merkez bankalarının büyüme ve enflasyon görünümünün etkisiyle genişleyici para politikalarına yönelmeleri küresel finansal koşullarda iyileşmeye katkı sağlamış, GOÜ'lere yönelik risk iştahında artış yaşanmıştır. Ancak küresel finansal koşullardaki iyileşmeye rağmen, küresel politikadaki belirsizlikler nedeniyle GOÜ'lere yönelen portföy akımları dalgalı seyretmektedir. GOÜ hisse senedi piyasalarından portföy çıkışı, gelişmiş ülke tahvil piyasalarındaki düşük faiz ortamında GOÜ tahvil piyasalarına ise sınırlı portföy girişi gözlenmektedir. Küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama, yüksek borçluluk, küresel ticaret geriliminin sürmesi, Brexit belirsizliği ve jeopolitik gelişmeler küresel finansal istikrar üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Mevcut Rapor döneminde, küresel finansal koşulların görece olumlu seyri, yurt içi makroekonomik göstergelerdeki ve beklentilerdeki iyileşme ile para politikasındaki temkinli duruşun etkisiyle Türkiye'nin risk primi ve kur oynaklığındaki gerileme eğilimi sürmüştür. Yurt içi iktisadi faaliyet, 2019 yılının ilk yarısında temelde net ihracat, yılın üçüncü çeyreğinde ise temelde tüketim harcamaları kaynaklı olarak ılımlı ve kademeli bir toparlanma sergilemiştir. Enflasyondaki düşüş eğilimi ve enflasyon beklentilerindeki düzelme sonucu faiz oranlarındaki gerileme ve finansal koşullardaki iyileşme kredi talebini ve iktisadi faaliyeti desteklemektedir. Son aylarda, başta ihtiyaç ve konut kredilerinde olmak üzere TL kredi talebinde artış gerçekleşmiştir. Küresel büyüme görünümündeki zayıflamaya karşın firmaların ihracat pazarlarını çeşitlendirme esnekliği ile Türkiye dış ticarete rekabet gücünü korumaktadır.

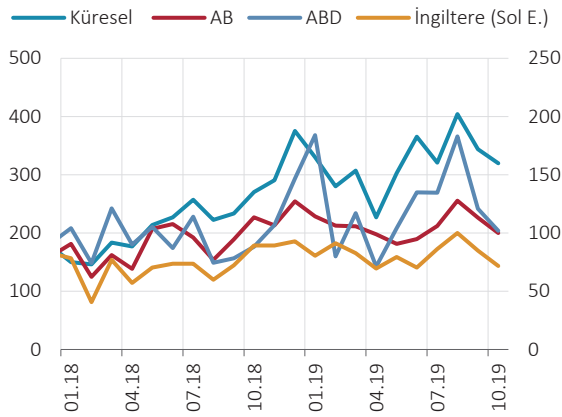
II.1 Uluslararası Gelişmeler

Küresel iktisadi politika belirsizliği, 2019 yılının ilk dört ayında düşüş eğilimi gösterdikten sonra küresel büyümeye dair endişeler, artan korumacı ticaret politikaları ve jeopolitik risklerin etkisiyle yeniden artış eğilimi sergilemiştir (Grafik II.1.1). ABD Merkez Bankası (Fed) para politikasındaki yaklaşım değişikliği, Çin ile süren ticaret gerilimi ve iç politika gelişmeleri, ABD'nin iktisadi politika öngörülebilirliği üzerinde etkili olmaktadır. Avrupa Birliği (AB) iktisadi politika belirsizliğinde ise bir önceki Rapor döneminde görülen düşüş eğilimi, Brexit gelişmeleri ve AB ekonomisine ilişkin endişelerin etkisiyle tersine dönmüştür.

Fed, para politikası duruşunu değiştirerek 2019 yılı Temmuz, Eylül ve Ekim aylarında politika faizinde toplam 75 baz puanı indirim yapmıştır. Büyümeye ilişkin aşağı yönlü riskler, enflasyonun seyri ve iş gücü piyasasındaki gelişmelere bağlı olarak alınan bu kararlar ile Fed, bilanço küçültme sürecini de durdurmuştur. Federal Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) üyelerinin medyan politika faizi tahminlerinde aşağı yönlü sınırlı bir güncelleme görülmektedir (Grafik II.1.2). Öte yandan, piyasa beklentileri politika faiz indirimlerinin süreceğine işaret etmektedir. Piyasa oyuncularının 2020 ve 2021 yıllarında FOMC üyelerine göre daha fazla faiz indirimi bekledikleri görülmektedir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2019 yılı Eylül ayında politika faizinde indirim giderken 2018 yılı sonu itibarıyla sonlandırdığı varlık alım programına bu yılın Kasım ayında tekrar başlama kararı almıştır. Yaşanan politika değişiminde başta Almanya ve Fransa kaynaklı olmak üzere AB ekonomisinde büyümeye dair endişeler, Brexit görüşmelerine dair belirsizlikler ile artan kamu ve reel sektör borçluluğunun etkili olduğu değerlendirilmektedir. Japonya ekonomisindeki ılımlı büyümeye rağmen zayıf dış talep gelişmeleri ve enflasyon görünümü nedeniyle Japonya Merkez Bankası'nın genişleyici para politikasını sürdüreceği değerlendirilmektedir. Çin Merkez Bankası ise büyüme endişeleri, zayıf dış talep, ABD ile yaşanan ticaret gerilimine bağlı olarak gümrük tarifelerindeki değişiklikler ve artan borçluluk nedenleriyle zorunlu karşılıkları esas alan kredi piyasasını destekleyici bir politika uygulamaktadır.

Grafik II.1.1: İktisadi Politika Belirsizliği Endeksleri
(Endeks, 2012=100)

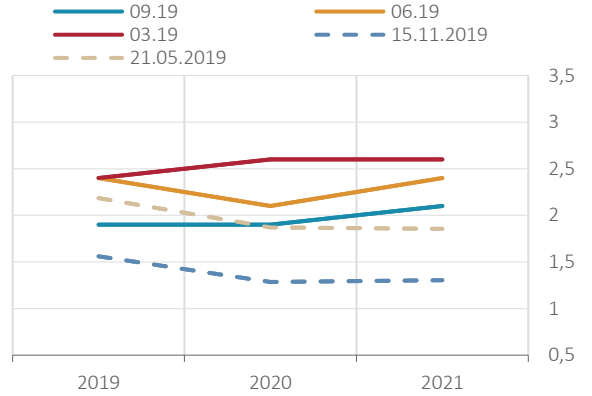


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 10.19

Dipnot: Endeksler seviye olarak kendi arasında karşılaştırılabilir değildir.

Grafik II.1.2: FOMC Üyelerinin Medyan Politika Faizi Tahminleri (Düz Çizgiler) ve Piyasa Beklentileri (Kesikli Çizgiler) (%)



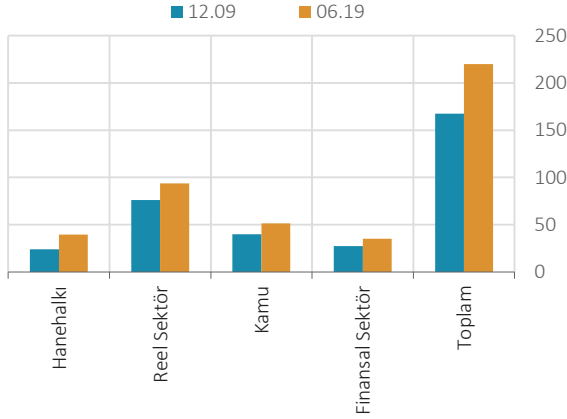
Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 15.11.19

Dipnot: Kesikli çizgiler 30 günlük Fed fonları vadeli faiz sözleşmelerindeki ima edilen oranları göstermektedir.

Küresel borçluluk özellikle artan reel sektör ve kamu sektörü borçluluğu nedeniyle gelişmiş ülke ve GOÜ'lerde önemli bir kırılma unsuru olmaya devam etmektedir (Grafik II.1.3). Diğer yandan, GOÜ'lerde yabancı para (YP) cinsinden borçluluk, başta hanehalkına olmak üzere YP cinsinden borçlanmaya getirilen sınırlamalar nedeniyle küresel kriz dönemine kıyasla azalma göstermiştir (Grafik II.1.4). Ayrıca, gelişmiş ülke para politikalarında atılan genişleme adımları sonrasında özellikle reel sektör borçlanma olanaklarının artması, küresel borçluluk üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturabilecektir.

Grafik II.1.3: GOÜ'lerde Sektörel Bazda Borçluluk (% GSYİH)

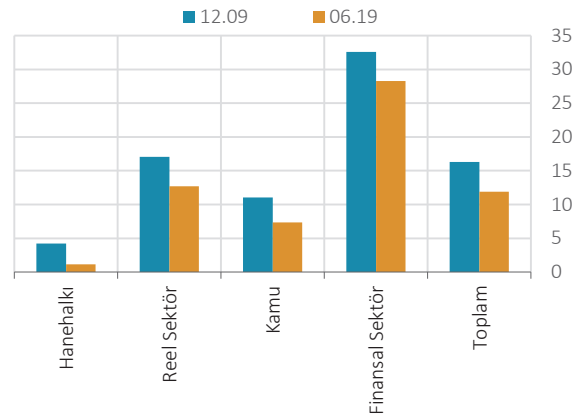


Kaynak: IIF

Son Gözlem: 06.19

Dipnot: Ülkelerin GSYİH ağırlıkları esas alınarak ortalama hesaplanmıştır. GOÜ'ler: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Mısır, Gana, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Kenya, Lübnan, Malezya, Meksika, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Güney Kore, Tayland, Türkiye, Ukrayna ve Birleşik Arap Emirlikleri.

Grafik II.1.4: GOÜ'lerde Sektörel Bazda YP Borçlanma (% Toplam Borçlanma)



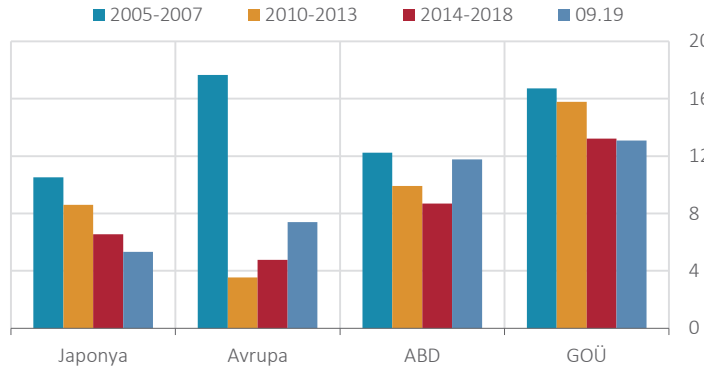
Kaynak: IIF

Son Gözlem: 06.19

Dipnot: GOÜ'ler: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çekya, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Güney Kore, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya Federasyonu, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.

Gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan genişleyici para politikaları, yatay getiri eğrisi ve zayıf büyüme görünümünün söz konusu ülkelerin finansal sektörüne önemli yansımaları bulunmaktadır. Ayrıca banka iş modellerindeki değişim ve aktif kalitesinin bozulması gibi ülke ve bankalara özgü koşullar nedeniyle, bankacılık sektörü sermaye kârlılıkları küresel finansal kriz öncesi döneme kıyasla genel olarak düşük seyretmektedir (Grafik II.1.5).

Grafik II.1.5: Banka Sermaye Kârlılığı (%)

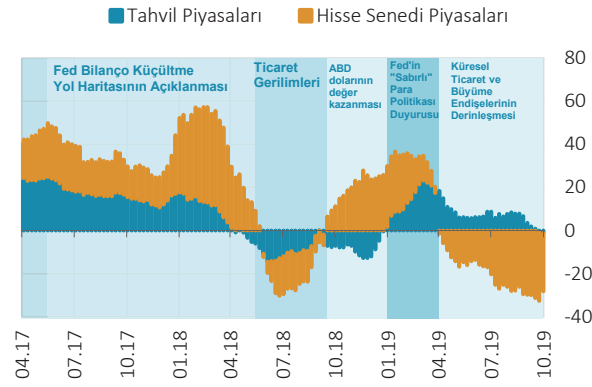


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 09.19

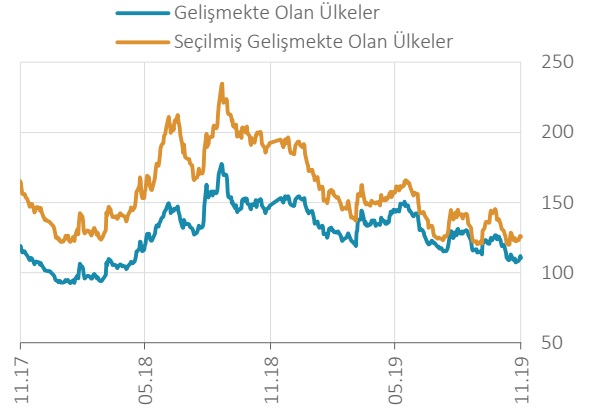
Dipnot: Tokyo Borsası Banka Endeksi, Bloomberg Avrupa 500 Banka ve Finansal Hizmetler Endeksi, S&P 500 Bankacılık Sektörü Endeksi, MSCI GOÜ Bankacılık Endeksi.

Finansal koşullardaki ılımlı gevşeme ve risk iştahının dalgalı seyri neticesinde GOÜ'lere yönelik portföy akımları tahvil ve hisse senedi piyasaları açısından farklılaşmaktadır. Artan küresel ticaret gerilimi ile gerek küresel büyüme gerek başta Çin ve Hindistan olmak üzere GOÜ'lerin büyüme görünümüne ilişkin endişeler nedeniyle hisse senedi piyasalarından portföy çıkışları yaşanmıştır (Grafik II.1.6). Diğer taraftan, gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin sona ermesi GOÜ tahvillerine yönelik portföy akımını desteklemiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak önümüzdeki dönemde GOÜ'lere yönelik portföy akımlarındaki dalgalı seyrin devam edebileceği öngörülmektedir. Öte yandan, bir önceki Rapor döneminden bu yana söz konusu ülke risk primlerinde düşüş eğilimi gözlenmiştir (Grafik II.1.7).

Grafik II.1.6: GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları
(13 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)

Kaynak: EPFR

Son Gözlem: 30.10.19

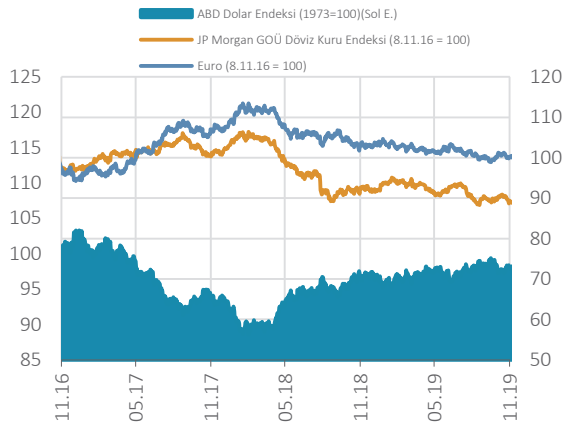
Grafik II.1.7: GOÜ'lerde CDS Primleri (Baz Puan)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 15.11.19

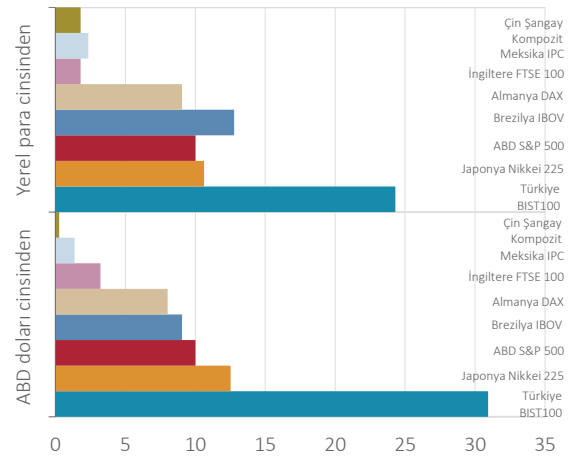
Dipnot: GOÜ'ler arasında Brezilya, Çekya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Şili yer almaktadır. Seçilmiş GOÜ'ler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika CDS primleri kullanılmıştır.

Gelişmiş ülke ve GOÜ para birimleri ABD doları karşısında genel olarak dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik II.1.8). Diğer yandan, mevcut Rapor döneminde küresel likidite koşullarındaki gevşemenin etkisiyle Türkiye başta olmak üzere GOÜ ve gelişmiş ülke borsaları gerek yerel paraları gerek ABD doları cinsinden olumlu görünüm sergilemiştir (Grafik II.1.9).

Grafik II.1.8: Döviz Kuru Endeksleri (Endeks)

Kaynak: Bloomberg

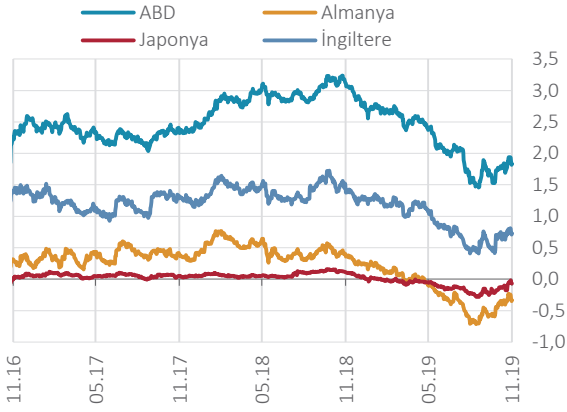
Son Gözlem: 15.11.19

Grafik II.1.9: Borsa Endeksleri (21.05.2019-15.11.2019, % Değişim)

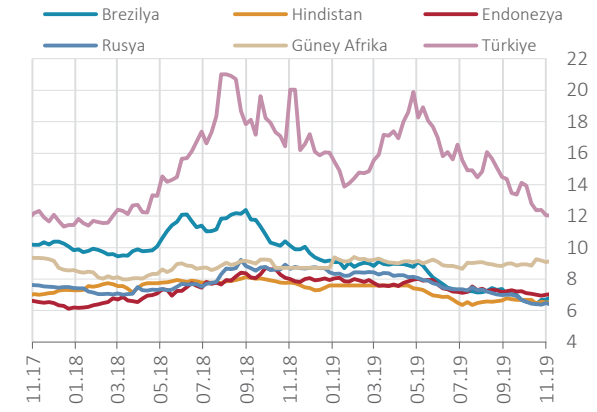
Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 15.11.19

Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici para politikası izlemeleri nedeniyle mevcut Rapor döneminde tahvil getirilerinde azalış eğilimi görülmüştür (Grafik II.1.10). Öyle ki, Almanya ve Japonya'da enflasyon ve büyümeye ilişkin piyasa beklentilerinin de etkisiyle tahvil getirileri negatif oranlara inmiştir. Küresel tahvil piyasalarındaki bu gelişmeler finansal istikrarı çeşitli kanallardan etkileyebilecektir (Kutu II.1.II). İyileşen küresel finansal koşullar ve GOÜ tahvil piyasalarına yönelik portföy akımları etkisiyle GOÜ tahvil faizleri de benzer bir eğilim göstermiştir (Grafik II.1.11).

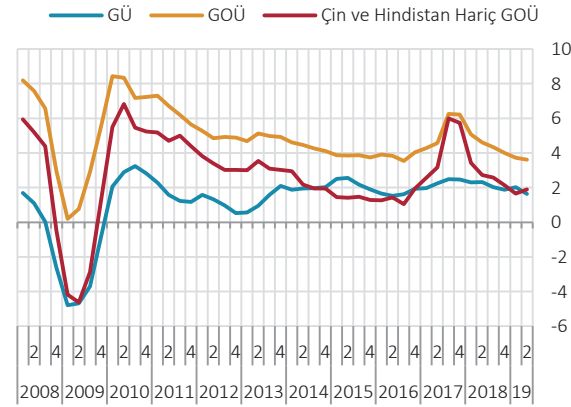
Grafik II.1.10: Gelişmiş Ülkelerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (%)

Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 15.11.19

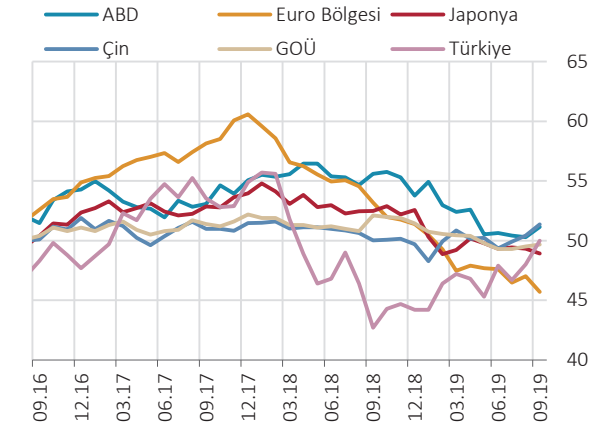
Grafik II.1.11: GOÜ'lerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (%)

Kaynak: Bloomberg Son Gözlem: 15.11.19

Bir önceki Rapor döneminden bu yana, gelişmiş ülke ve GOÜ büyüme görünümüne ilişkin endişeler artmıştır. 2019 yılı sonunda küresel iktisadi faaliyetin küresel finansal kriz sonrası en düşük büyüme performansını göstermesi beklenmektedir. Başta ABD ve Euro bölgesi olmak üzere gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyette dış ticaret ve üretim kaynaklı düşüş yaşanmıştır (Grafik II.1.12). Diğer taraftan, GOÜ'lere bakıldığında, Hindistan'da otomotiv sektörü ve reel sektör kaynaklı bir daralma yaşanırken, Çin'de ABD'nin uyguladığı gümrük tarifeleri ve zayıflayan dış talep büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Nitekim, Çin ekonomisi 1992 yılından bu yana en zayıf büyüme performansını sergilemektedir. Bununla birlikte, Brezilya ve Güney Afrika gibi ülkelerden gelen destekle Çin ve Hindistan hariç GOÜ büyüme görünümünde sınırlı iyileşme gözlenmektedir. Öte yandan, büyümeye ilişkin öncü göstergeler ABD ve Çin'de ılımlı bir seyre, Euro bölgesi ve Japonya'da ise zayıflamaya işaret etmektedir (Grafik II.1.13).

Grafik II.1.12: Gelişmiş Ülke ve GOÜ'lerde Yıllık Büyüme Oranları (%)

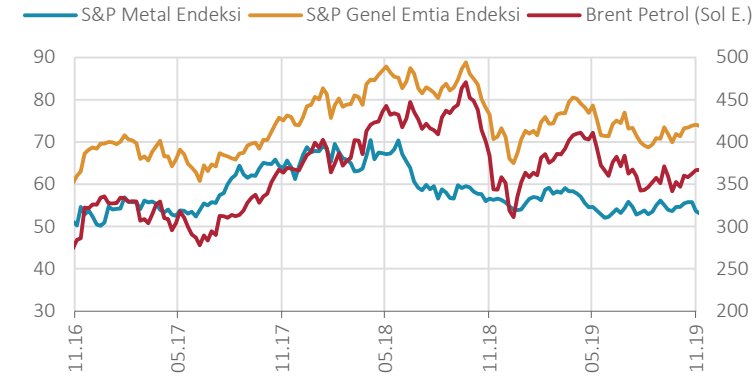
Kaynak: Bloomberg, TCMB Son Gözlem: 06.19

Grafik II.1.13: İmalat Sanayi PMI (Endeks)

Kaynak: Bloomberg, TCMB Son Gözlem: 09.19

Dipnot: Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G. Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka, İsrail. GOÜ'ler: Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G. Afrika, Arjantin, Tayland, Malezya, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Şili, Peru, Fas.

Emtia fiyatları, bir önceki rapor döneminden bu yana dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik II.1.14). ABD ham petrol üretimindeki artış ve küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyrine bağlı olarak oluşan ılımlı talebe rağmen, İran'a uygulanan yaptırımlar, Venezuela ve Libya kaynaklı OPEC (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü) üretim kısıtları ve Suudi Arabistan petrol üretim tesislerine yönelik eylemin olumsuz etkileri neticesinde petrol fiyatlarındaki düşüş sınırlı kalmıştır. Diğer yandan, metal endeksi ılımlı talep ile birlikte yatay seyretmiştir.

Grafik II.1.14: Emtia Endeksleri (ABD Doları, Endeks)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 15.11.19

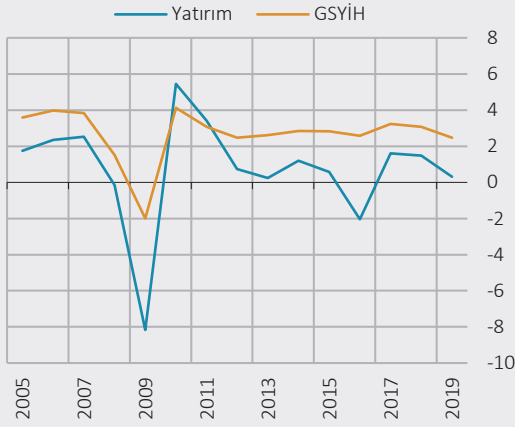
Mevcut durumda, küresel iktisadi faaliyette yaşanan yavaşlama, gerek gelişmiş ülkeler gerek GÜ'lerde süregelen yüksek borçluluk, ticaretteki artan korumacı eğilimlerin olası olumsuz yansımaları, Brexit belirsizliği ve jeopolitik gelişmeler küresel finansal istikrara yönelik aşağı yönlü risk oluşturmaktadır (Kutu II.1.I). Küresel finansal kriz sonrasında hazırlanan kapsamlı reform gündemi ile bankacılık sektörünün sermaye yapısı güçlendirilmiş, banka dışı finansal aracılık faaliyetlerine dair kapsamlı bir izleme çerçevesi oluşturulmuş, türev piyasalarının daha şeffaf hale getirilmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Sağlanan bu kazanımların korunması kritik bir husustur. Bu bağlamda, finansal sözleşmelerde risksiz faiz oranlarına geçiş sürecinin bu süreçten etkilenecek işlemler ve taraflar açısından sağlıklı yönetilmesi gerekmektedir (Kutu II.1.III). Önümüzdeki dönemde de ulusal ve uluslararası otoritelerin söz konusu risklerin yanı sıra, yeni oluşabilecek riskleri ele almaya hazır olmaları ve işbirliği içinde hareket etmeleri önem taşımaktadır.

Kutu II.1.1

Dış Ticarete Korumacı Politikaların Küresel Ekonomiye ve Finansal Piyasalara Yansımaları

Küresel finansal kriz sonrasında, zayıf seyreden iktisadi büyüme, istihdamdaki olumsuz gelişmeler, azalan yatırımlar ve jeopolitik risklerin belirginleşmesi gibi unsurların etkisiyle uluslararası ticarete korumacı politikalar artmıştır. Bu dönemde, Brexit sürecinin başlaması ve 2016 yılında gerçekleşen ABD Başkanlık seçimi sonrası uygulanan politikalar belirsizliği artırmış ve korumacı ticaret politikalarının uluslararası ticaret hacmi, büyüme ve istihdam üzerindeki etkilerine dönük kaygılar belirgin hale gelmiştir. 2019 yılından itibaren küresel ticaret hacmindeki azalışın yavaşladığı ve yılın ikinci yarısında imalat sanayi öncü göstergelerinde artış olduğu gözlenirse de, iktisadi faaliyetlerdeki durağan görünüm devam etmektedir (Grafik II.1.1, Grafik II.1.2).

Grafik II.1.1.1: Küresel Büyüme ve Yatırım (Yıllık % Değişim)

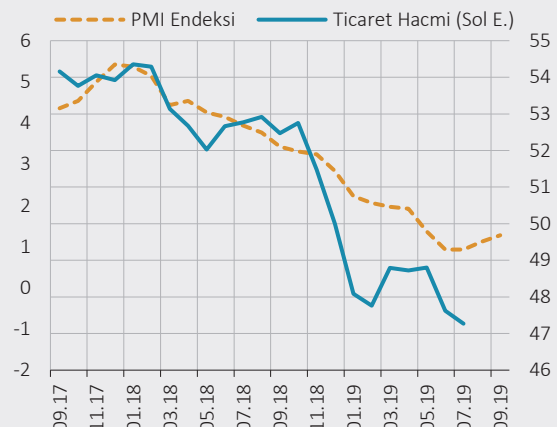


Kaynak: IMF

Son Gözlem: 24.09.2019

Dipnot: Piyasa döviz kuru fiyatları ile hesaplanan GSYİH serisi kullanılmıştır.

Grafik II.1.1.2: Küresel Ticaret Hacmi Endeksi ve İmalat Sanayi PMI Endeksi



Kaynak: CPB, Bloomberg

Son Gözlem: 20.09.2019

Dipnot: Küresel ticaret hacmi endeksi yıllık yüzde değişim alınmıştır. Küresel İmalat Sanayi PMI Endeksi serileri mevsimsellikten arındırılmıştır.

G20 ülkeleri genelinde ilk defa uygulamaya konulan ithalatı kısıtlayıcı tedbirlerin kapsamına giren ticaret hacmi 2017 yılında 32 milyar ABD doları iken 2018 yılında 481 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.¹ Bu tedbirlerin yanı sıra, 2017 yılından itibaren ABD ile Çin arasında artan ticaret gerginlikleri sonrasında korumacı ticaret politikaları küresel ekonomik büyüme ve finansal koşullar açısından risk unsurları arasında değerlendirilmeye başlanmıştır.

2018 yılı içinde ABD, Çin'den ithal edilen ayakkabı, giyim, tekstil, mineraller ve elektrik-elektronik ürünleri hariç çeşitli sektörlerden 50 milyar ABD doları değerindeki ürünlerin ithalatı için yüzde 25, 200 milyar ABD doları değerindeki ürünlerin ithalatı için yüzde 10, tüm ülkelere karşı gerçekleştirildiği çelik ve alüminyum için ise sırasıyla yüzde 25 ve yüzde 10 oranında ek gümrük vergisini uygulamaya koymuştur. 2019 yılında ise Çin'den gerçekleştirilen 200 milyar ABD doları tutarındaki ithalata yüzde 15 ilave gümrük vergisi getirilmiştir. Son olarak, 2019 yılı sonuna kadar ABD tarafından Çin'e yönelik olarak 300 milyar ABD doları değerindeki ithalata ek gümrük vergisinin getirilmesinin planlandığı açıklanmıştır. Bu gelişmeler neticesinde, ABD tarafından Çin'den yapılan ithalata uygulanmakta olan ticaret ağırlıklı ortalama tarife oranı 2017 yılında yüzde 3,1 iken 2019 yılı Mayıs ayında yüzde 17,6'ya yükselmiştir. Brown (2019) çalışmasında, söz konusu oranın 2019 yılı sonuna kadar uygulamaya konulacak tarife oranları ile yüzde 26,6'ya

¹ "Report on G20 Trade Measures", WTO OMC, Haziran 2019.

yükseleceği tahmin edilmektedir. 2018 yılı içinde ABD'nin bu adımlarına karşılık Çin, 110 milyar ABD doları değerindeki ithalatın tarife oranlarında artışa giderek, ABD'den yapılan ithalata uygulanmakta olan ortalama tarife oranlarını yüzde 8'den yüzde 16,5'e yükseltmiştir. Bu oranın 2019 yılı sonunda yüzde 25,9'a ulaşması öngörülmektedir.²

İki ülke arasında uygulamaya konulan ticaret tarifeleri ile bu tarifelerin farklı ülke ve sektörler yayılması riski, reel ekonomiyi, finansal piyasaları ve güven endekslerini olumsuz etkilemektedir. Gümrük tarifelerinin uygulamaya geçirilmesinin ötesinde, esasen ticaret politikalarına ilişkin belirsizliğin devam etmesinin, ekonomik büyüme ve ticaret hacmine daha fazla olumsuz etkide bulunduğu değerlendirilmektedir.³ IMF (Uluslararası Para Fonu) tarafından, ABD'nin ticaret politikası belirsizliğindeki artışın küresel büyümeyi 2019 yılında yüzde 0,75 azaltacağı tahmin edilirken, 2018 ve 2019 yıllarında ABD ve Çin tarafından karşılıklı olarak uygulamaya konulan ticaret tarifelerinin küresel GSYİH'yi 2020 yılında yüzde 0,8 azaltması öngörülmektedir. Son dönemde, IMF 2019 yılı için yüzde 3,6 olarak açıkladığı küresel ekonomik büyüme tahminini yüzde 3'e düşürmüştür. Söz konusu rakam son on yıldaki en düşük büyüme tahmini olmuştur. Bununla birlikte, 2019 ve 2020 yılları için sırasıyla yüzde 6,2 ve yüzde 6 olarak açıklanan Çin'in ekonomik büyüme tahmini son yirmi yıl içindeki en düşük düzeye gerilemiştir (IMF WEO, Ekim 2019).

Ticaret gerginliklerden kaynaklı risklerin kısa vadede çözümlenemeyeceğine ilişkin beklentiler, şirketlerin sermaye yatırımlarına ve küresel arz zincirine olumsuz etki edebilmektedir. Artan belirsizlik, şirketlerin imalat sanayisinde sabit sermaye yatırımlarının azalmasına yol açmaktadır. ABD Ticaret Politikası Belirsizliği Endeksi'nde 2017 ve 2019 yılları arasında gerçekleşen artış neticesinde toplam yatırımlarda da yüzde 1 ile yüzde 2 arasında azalma olacağına ilişkin bulgular içeren çalışmalar mevcuttur.⁴

Küresel ekonomi politikaları ile ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin artması, finansal piyasalara çeşitli yönlerden etki edebilmektedir. Küresel iktisadi politika belirsizliğinde 2018 yılı itibarıyla görülmeye başlanan artışın GOÜ'lere yönelik fon akımları üzerinde belirleyici olduğu değerlendirilmektedir (Grafik II.1.3). Fed'in son dönemde takip ettiği para politikası durumunda, ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler istihdam ve enflasyon görünümünü etkileyebilecek değişkenler arasında kabul edilmektedir.⁵ Buna ilave olarak, bu politikalara ilişkin belirsizliğin ABD'de zayıf seyreden imalat sanayi ve yatırım harcamaları kanalıyla küresel ekonomik aktivite üzerinde etkili olduğu ifade edilmektedir. Ticaret politikalarına ilişkin belirsizliğin Fed'in politika çerçevesine etki etmesi ve para politikası duruşu üzerinde belirleyici olmasının küresel finansal koşulları dolaylı olarak etkilemekte olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, ABD ile Çin tarafından karşılıklı olarak uygulamaya konulan ticaret tarifelerinin hisse senedi piyasalarına olumsuz yansımaları olabilmektedir (Grafik II.1.4). Ayrıca, ABD ve Çin'de üretim yaparak bu ülkeler arasında dış ticaret faaliyetinde bulunan şirketlerin hisse senedi ve tahvil getirilerinin uygulamaya konulan gümrük tarifelerinden daha fazla olumsuz etkilenmekte olduğuna dair niceliksel analizler, ticaretteki korumacı yaklaşımların küresel finansal piyasalarda belirginleşen etkilerini ortaya koymaktadır.⁶

² Brown, C P (2019), "U.S.-China Trade War: The Guns of August," Peterson Institute for International Economics, 26 Ağustos 2019.

Brown, C. P. ve E. Y. Zhang (2019), "Trump's Latest Trade War Escalation Will Push Average Tariffs Above 20 Percent," Peterson Institute for International Economics, 6 Ağustos 2019.

³ <https://voxeu.org/article/tariffs-and-monetary-policy-toxic-mix>

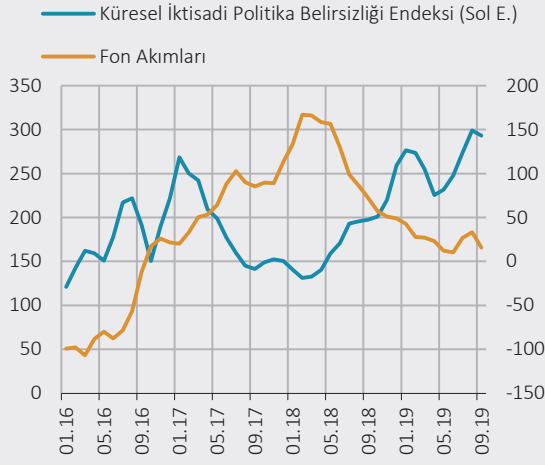
⁴ Ahir, H., N. Bloom, ve D. Furceri (2019), "Caution: Trade uncertainty is rising and can harm the global economy", voxeu.org, 4 Temmuz 2019.

Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, ve A. Raffo (2019), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", Fed, 3 Kasım 2019.

⁵ Powell, J. (2019), "Challenges for Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Sempozyumu, Ağustos 2019.

⁶ Huang, Y., C. Chen, S. Liu ve H. Tang (2018), "Trade Linkages and Firm Value: Evidence from the 2018 US-China Trade War".

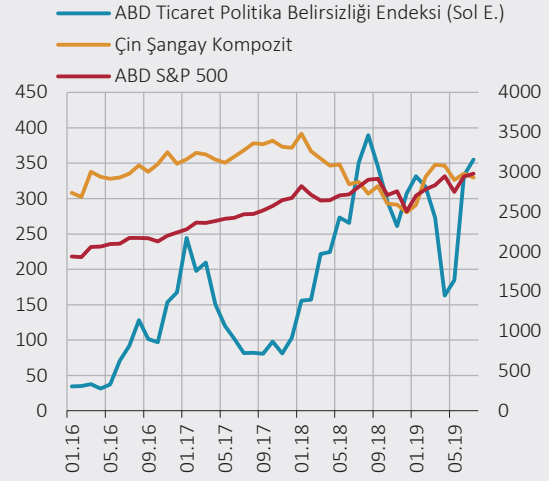
Grafik II.1.1.3: Küresel İktisadi Politika Belirsizliği Endeksi ve GOÜ'lere Yönelen Aylık Fon Akımları (Milyar ABD doları)



Kaynak: Bloomberg, PolicyUncertainty.com
Son Gözlem: 4.11.2019

Dipnot: ABD Ticaret Politikası Belirsizliği Endeksi çeyreklik hareketli ortalama olarak alınmıştır.

Grafik II.1.1.4: ABD Ticaret Politikası Belirsizliği Endeksi ve Borsa Endeksleri



Kaynak: Bloomberg, EPFR
Son Gözlem: 4.11.2019

Dipnot: GOÜ'ye yönelik aylık fon akımları 12 ay birikimli tahvil ve hisse senedi toplamından oluşmaktadır. Küresel Ekonomi Politikaları Belirsizliği Endeksi çeyreklik hareketli ortalama olarak alınmıştır.

Küresel ticarete korumacı politikalar GOÜ'leri başta beklentiler ve ticaret kanalı olmak üzere çeşitli kanallardan etkileyebilmektedir. Beklentiler kanalının hem finansal piyasalar hem de reel sektör firmalarının yatırım kararları üzerinden dolaylı olarak, ticaret kanalının ise büyüme ve istihdam gibi makroekonomik değişkenler üzerinde doğrudan etkide bulunabileceği, ancak bu etkilerin ülkelerin yapısal durumlarına ve düzenlemelerine göre farklılaşabileceği not edilmektedir. ABD ya da Çin ile güçlü ticari bağları olan bazı GOÜ'lerin bu etkilere doğrudan açık olduğu izlenirken, dolaylı yollardan etkilenebilecek olan ülkelerde de finansal istikrara öncelik verecek politikaların takip edilmesinin, makroihtiyati araçların etkin ve zamanlı kullanımının önem kazandığı değerlendirilmektedir. Korumacı politikaların ülkemize olası yansımalarına bakıldığında, toplam ihracatımızdaki Çin ve ABD payının, 2019 yılı Eylül ayı itibarıyla, sırasıyla yüzde 1,5 ve yüzde 4,7 olması nedeniyle ticaret kanalıyla doğrudan bir etkinin sınırlı olacağı öngörülmektedir. Bu politikaların finansal piyasalardaki beklentileri bozarak sermaye akımlarını olumsuz etkilemesi durumunda ise, ülkemizin dolaylı bir biçimde etkilenebileceği, ancak makroihtiyati araçların etkin ve zamanında kullanımı ile bu etkilerin en aza indirilebileceği değerlendirilmektedir.

Kutu II.1.II

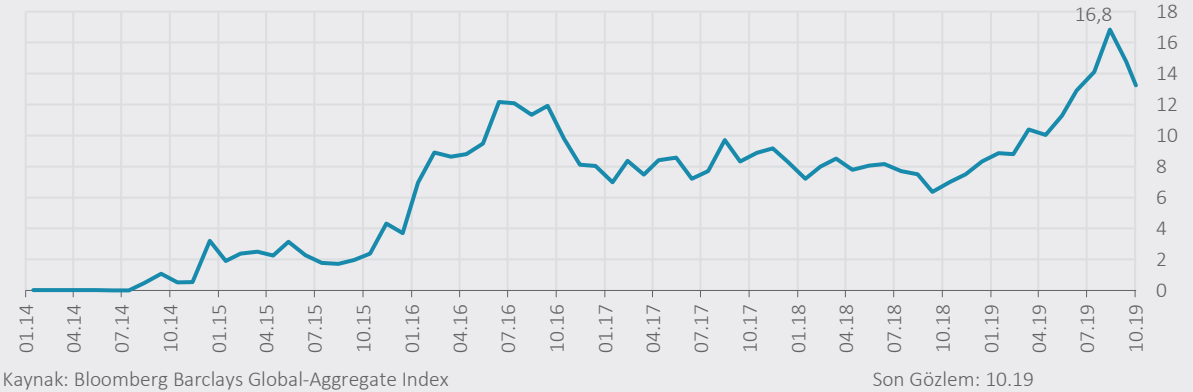
Küresel Tahvil Piyasalarındaki Gelişmelerin Küresel Finansal İstikrara Olası Etkileri

Son dört yıldır küresel tahvil piyasalarında özellikle yatırım yapılabilir kredi notuna sahip kamu tahvillerine olan talep artmakta, bu talep tüm tahvil piyasalarında fiyatların yükselmesini ve vadelerin uzamasını tetiklemektedir. Gelişmiş ülkelerdeki genişleyici para politikaları başta olmak üzere çeşitli unsurların etkisiyle kamu tahvillerinde başlayan negatif faiz oranları eğilimi, özel sektör tahvillerine de sıçramaktadır. Avusturya 100 yıllık tahvil ihraç ederken, Almanya'da gecelik faiz oranlarından 30 yıllık tahvil getirilerine kadar tüm vadelerde negatif faiz oranlarının görülmüş olması, İsviçre'de negatif faizin 50 yıllık tahvillere sıçraması izlenmesi gereken önemli değişimler arasında yer almaktadır. Bu kutuda tahvil piyasalarındaki son dönem gelişmeleri özetlenmekte, negatif faiz getirisi ortamının sebepleri ve bu gelişmelerin oluşturduğu kırılanlıkların küresel tahvil piyasalarına olası etkileri analiz edilmektedir.

Tahvil Piyasalarındaki Gelişmeler

Negatif faiz getirili tahvil stoku, 2014 yılı başında 33 milyar ABD doları civarında iken, 2015 yılı son çeyreğinden itibaren hızla yükselerek 2016 yılı ortalarında 12 trilyon ABD doları seviyelerine ulaşmıştır. 2016 yılı son çeyreğiyle birlikte düşüş eğilimine giren tahvil stoku, 2017 ve 2018 yıllarında yatay seyrederek 2018 yılı üçüncü çeyreğinde 6,4 trilyon ABD doları seviyesinde kalmıştır. 2018 yılı üçüncü çeyreği sonrasında tekrar yükseliş eğilimine giren negatif faiz getirili tahvil stoku, 2019 yılı Ağustos ayında 17 trilyon ABD doları civarına ulaşmış, 18 Ekim 2019 tarihi itibarıyla ise bir miktar düşerek 13,2 trilyon ABD doları seviyesine gerilemiştir (Grafik I.1.II.1).

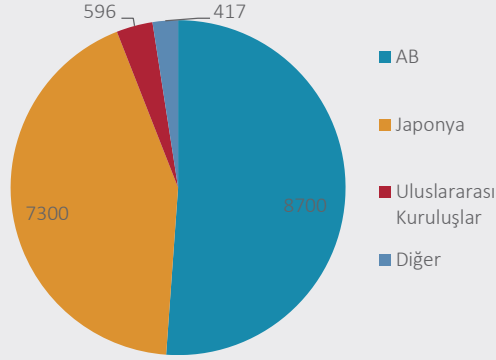
Grafik II.1.II.1: Negatif Faiz Getirili Tahvil Stokunun Yıllara Göre Gelişimi (Trilyon ABD doları)



Kaynak: Bloomberg Barclays Global-Aggregate Index

Son Gözlem: 10.19

Negatif faiz getirili tahvil stokunun 2019 yılı Ağustos ayı itibarıyla ülkelere göre dağılımı incelendiğinde, bu tahvillerin çoğunlukla düşük enflasyon ve düşük büyüme gibi makro iktisadi olgulara sahip ülkelerde görüldüğü, yarısından fazlasının AB ülkelerinde bulunduğu, tahvil stokunda ikinci en büyük paya sahip Japonya'nın kamu tahvilleri özelindeki stokunun 7 trilyon ABD dolarını geçerek AB kamu tahvilleri toplamını aştığı görülmektedir (Grafik I.1.I.2 ve Tablo I.1.I.1). Tahvil ihraç kaynağı dağılımına göre, negatif faiz getirili tahvillerin yüzde 85'ini kamu tahvilleri, yüzde 15'ini özel sektör - büyük oranda finansal kuruluşlar - tarafından ihraç edilen tahviller oluşturmaktadır. ABD ve Avustralya'daki negatif getirili tahvillerin tamamının özel sektör tarafından ihraç edildiği dikkat çekmektedir.

Grafik II.1.II.2: Negatif Faiz Getirili Tahvil Stokunun Ülke Dağılımı (Milyar ABD doları)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 08.19

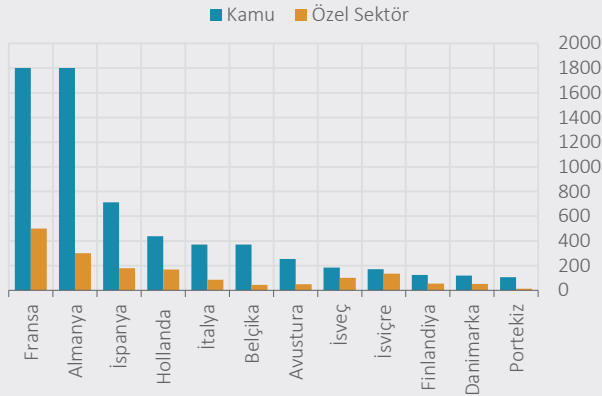
Tablo II.1.II.1: Negatif Faiz Getirili Tahvil Stokunun Ülke ve İhraç Kaynağına Göre Dağılımı (Milyar ABD doları)

	Kamu	Özel
ABD	0	225
Kanada	30	70
AB	6.800	1.900
Japonya	7.300	40
Avustralya	0	74
Yeni Zelanda	1,2	16,8
Toplam	14.131,2	2.325,8

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 08.19

AB ülkeleri arasında negatif getirili tahvil stokunun yüksek hacimlere ulaştığı, Bulgaristan, Romanya ve Hırvatistan gibi ülkelerde kamu tahvil faizlerinin negatif oranlara indiği görülmektedir (Tablo I.1.I.2). Negatif faiz getirili özel sektör tahvilleri ise finansal ve reel sektör tarafından ihraç edilen tahviller şeklinde ayrılmaktadır. Fransa, Almanya ve İtalya'da negatif getirili özel sektör tahvil stoku 1 trilyon ABD dolarına ulaşmış olup, bunun büyük çoğunluğunu finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilen tahviller oluşturmaktadır (Grafik I.1.I.3).

Grafik II.1.II.3: AB Ülkelerinde Negatif Faiz Getirili Tahvil Stokunun İhraççıya Göre Dağılımı (Milyar ABD doları)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 08.19

Tablo II.1.II.2: Bazı AB Ülkelerinde Negatif Faiz Getirili Tahvil Stokunun Dağılımı (Milyar ABD doları)

	Kamu	Özel	Toplam
Norvec	64,6	16,9	81,5
Slovakya	34,1	2,7	36,8
İrlanda	103	11	114
Polonya	29,4	4,6	34
Lüksemburg	7,2	4,8	12
Cekya	5,8	3,3	9,1
Slovenya	23	0	23
Litvanya	5,4	0	5,4
Bulgaristan	4,8	0	4,8
Romanya	2,4	0	2,4
Hırvatistan	1,5	0	1,5

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 08.19

Özel sektör kategorisi içerisinde yer alan ve geleneksel olarak riskli kabul edilen reel sektör tahvillerinin faizinin negatif olması dikkat çekmektedir. Bu tür tahvillerin önemli bir kısmı Fransa, Almanya, İtalya ve İsviçre gibi ülkelerde bulunmakta ve son aylarda özellikle İsviçre'de negatif faizli reel sektör tahvillerinde kayda değer artış görülmektedir. 2019 yılı Haziran ayına kadar 20 milyar ABD doları civarında seyreden reel sektörün negatif faizli toplam tahvil stokunun son üç ayda hızla artarak 1 trilyon ABD dolarına ulaşmış olması tahvil piyasasında yaşanabilecek talep azalışının reel sektör firmalarının varlıklarında panik satış riskini ve bulaşıcılık riskini artırabileceği değerlendirilmektedir¹.

¹ Bloomberg Barclays Global-Aggregate Index

Tahvil Piyasalarındaki Gelişmelerin Olası Sebepleri ve Etkileri

Negatif faiz getirili tahvillere olan talebin yüksek olmasında üç ana unsurun etkili olduğu değerlendirilmektedir. İlk olarak, gelişmiş ülkelerdeki merkez bankalarının genişlemeci politikalarını sürdüreceği yönündeki beklentiler nedeniyle faizlerin daha da düşeceğini, dolayısıyla fiyatlarının artacağını öngören yatırımcıların tahvilleri bugünkü fiyattan satın alarak getiri elde etmek istemeleri özellikle uzun vadeli tahvil talebini artırmaktadır. İkincisi, tahvillerin diğer yatırım araçlarına göre daha risksiz kabul edilmesi ve alternatif piyasalardaki getirilerin düşük seyretmesidir. Üçüncüsü, tahvil faizlerinin sıfırın altına düştüğü ülkelerde enflasyonun ve büyümenin de düşük seyretmesi ve bir süre daha düşük seyretmeye devam edeceği beklentisidir. Tüm bunların yanı sıra, kredi derecelendirme sistemi nedeniyle yatırımcılar, yüksek kredi notuna sahip ülkelerin tahvillerini tutmak istemektedir. Ayrıca, Basel III SYR ve LKO hesaplamalarında risk ağırlığı düşük tahviller tercih edilmektedir. Basel III sermaye standartlarına göre yerel para cinsinden çıkarılmış kamu tahvillerinin risk ağırlığı sıfır veya çok düşük olmakta ve bu varlıklar LKO yüksek kaliteli likit varlık olarak kabul edilmektedir. Bu sebepler başta AB olmak üzere pek çok ülkede tahvil piyasalarında negatif getirili tahvil stoklarının oluşmasına yol açarken, ABD’de bu stoklar diğer ülkelere kıyasla küçük boyutta kalmıştır. Bunun nedenleri arasında enflasyon eğiliminde görülen artış sonrası geçtiğimiz yıllarda Fed’in faiz artırması ve bilançosunu küçültmesi, 2019 yılı faiz indirimlerine rağmen Fed faiz oranlarının AB ve Japonya’ya göre halen yüksek seyretmesi, ABD’de tüketici talebinin diğer gelişmiş ülkelere göre pozitif seyretmesi, enflasyon ve büyümenin ise daha yüksek gerçekleşmesi sayılabilmektedir.

Tahvil piyasalarındaki bu gelişmelerin küresel finansal istikrarı üç kanaldan etkileyebileceği değerlendirilmektedir. İlk kanal, yüksek kamu borç stokunun olduğu ülkelerde yaşanabilecek olası ani gelişmelerin tüm küresel piyasalarda satışı tetiklemesidir. Likidite kısılması sonrasında portföylerinde negatif getirili tahvil olanların satışa başlamaları, küresel piyasa likiditesini doğrudan etkileyerek panik satışlarını artıracaktır. İkinci kanal, küresel likiditeye olan etkinin reel sektör dâhil birçok alandaki riski artırmasıdır. Piyasalarda görülebilecek olası çalkantıların etkisiyle, finansal sistemden borçlanamayan kuruluşların kaldıraçlı borçlanmalarında sorun olabilecektir. Üçüncüsü ise bulaşıcılık ve bağlantılılık kanalıdır. Bağlantılılık, tüm zamanlarda finansal kuruluşların piyasa fiyatları arasındaki korelasyon ya da finansal kuruluşlar arasındaki her türlü hizmet ve altyapı sağlama faaliyetlerinden kaynaklanan bağlantıları kapsamaktadır (TCMB-FİR, 2018; Bricco ve Xu, 2019). Bulaşıcılık ise, bir ülke ya da ülkelere gelen şok sonrasında karşı piyasa bağlantılarında görülen kayda değer artış olarak tanımlanmaktadır (Bricco ve Xu, 2019). Tahvil piyasalarında negatif faiz getirili varlıklara olan talebin aniden durmasının, bağlantılılık kapsamında, büyük varlık hacmine sahip, altyapı hizmeti sunan ve/veya sistemik öneme sahip kuruluşlarda likidite ihtiyacını tetiklemesi mümkündür. Diğer yandan, gelişmiş ülkelerdeki düşük ya da negatif faizler, GOÜ için yatırım ortamlarını iyileştirdikleri ölçüde çok daha ucuz ve uzun vadeli fonlama fırsatı oluşturmaktadır. Ülkemizde banka bilançolarında tutulan her çeşit yabancı tahvil miktarı toplamının bankacılık sektörü varlık hacmine oranı binde 1,6’dır. Bu çerçevede, negatif faiz getirili tahvillerden kaynaklanan doğrudan bir kırılmanın bulunmadığı değerlendirilmektedir. Öte yandan, düşük faizli ve uzun vadeli fonlama fırsatının yanında negatif faiz getirili tahvil piyasalarında da yaşanabilecek satış dalgasının küresel likiditeyi olumsuz etkilemesi ve bunun da bankacılık sektörünü dolaylı şekilde etkilemesi söz konusu olabilecektir.

Kaynakça

Bricco, J., Xu, T. (2019), “Interconnectedness and Contagion Analysis: A Practical Framework”, IMF Working Paper, WP/19/220.

TCMB, (2018), “Finansal İstikrar Raporu”, Kasım 2018.

Kutu II.1.III

Bankalararası Borç Verme Faiz Oranından Gecelik Risksiz Faiz Oranlarına Geçiş Süreci

LIBOR (Londra Bankalararası Faiz Oranı) ve EONIA (Euro Gecelik Endeks Ortalaması) gibi önde gelen Bankalararası Borç Verme Faiz Oranları (IBOR) uygulamasının 2021 yılı sonunda sona ermesi ile küresel finansal sistemde yeni bir döneme girilecektir. Küresel finansal kriz sonrasında dayanak piyasa olan bankalararası piyasalarda işlem sayısının hızla azalması IBOR'un referans faiz oranı olarak güvenilirliğini ve şeffaflığını olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, genel faiz oranlarındaki dalgalanmadan zarar görmemek için finansal sözleşmelerde sıklıkla referans kabul edilen IBOR'un bankaların temerrüt riskini ifade eden kredi riskini de içermesi nedeniyle yeterince etkin olmadığı görülmüştür.¹ G20'nin çağrısı üzerine 2014 yılında Finansal İstikrar Kurulu'nun (FSB) eşgüdümü altında çalışma yürüten uluslararası standart koyucu kuruluşlar, gerçek işlemlere dayanan ve güvenilir olan gecelik risksiz faiz oranlarının (RFR) yeni referans oranlar olarak esas alınmasını tavsiye etmiştir.

Türkiye'nin de aralarında yer aldığı önde gelen FSB üyesi ülkeler, uluslararası kuruluşların tavsiyesi doğrultusunda RFR'yi oluşturmuştur (Tablo II.1.III.1 ve Kutu II.2.I).

Tablo II.1.III.1: Seçili Gecelik Risksiz Faiz Oranları

Para Birimi	Oran	Sorumlu Kurum	Teminat	Piyasa
ABD doları	Teminatlı Gecelik Borçlanma Oranı (SOFR-Secured Overnight Financing Rate)	Fed NY	Teminatlı	Repo
İngiliz sterlini	Sterlin Gecelik Endeks Ortalaması (SONIA-Sterling Overnight Index Average)	BoE	Teminatsız	Toptan fonlama
Japon yeni	Tokyo Gecelik Ortalama Oran (TONA-Tokyo Overnight Average Rate)	BoJ	Teminatsız	Toptan fonlama
Euro	Euro Kısa Vadeli Oran (€STR veya ESTER-Euro Short-Term Rate)	ECB	Teminatsız	Toptan fonlama
İsviçre frangı	İsviçre Gecelik Ortalama Oran (SARON- Swiss Average Rate Overnight)	İsviçre borsası	Teminatlı	Repo
Türk lirası	Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF)	Borsa İstanbul*	Teminatlı	Repo

Kaynak: Ülke merkez bankaları ve borsaları

*Kutu II.2.I. TLREF Komitesi; TCMB, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Türkiye Bankalar Birliği, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, İstanbul Takas ve Saklama Bankası ve Borsa İstanbul temsilcilerinden oluşmaktadır.

RFR'nin dayandığı işlemler bankalararası para piyasası ile sınırlı olmayıp, banka dışı finansal kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen işlemleri de kapsamaktadır. ABD ve İsviçre'nin geliştirmiş olduğu referans oranlar gibi, TLREF de teminatlandırılmış işlemlere dayanmaktadır.

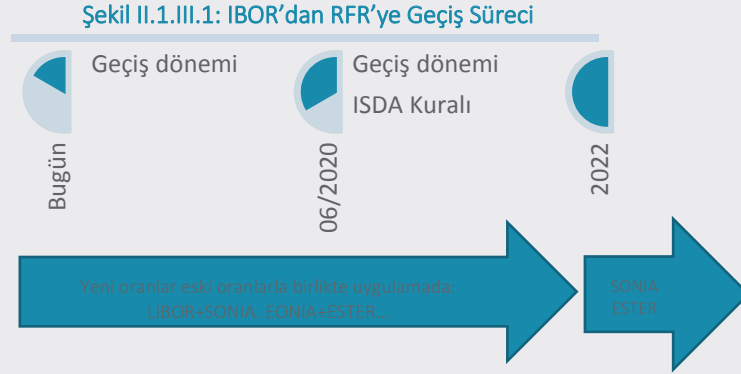
Mevcut Finansal Sözleşmelerde RFR'ye Geçiş için Yasal Hazırlıklar

IBOR; krediler, tahviller, menkul kıymetleştirme, türev ürünler ve mevduatlar gibi birçok finansal enstrümanı kapsayan geniş bir ürün yelpazesinde referans faiz olarak kullanılmaktadır. 2019 yılının ilk dokuz aylık diliminde IBOR'u referans alan türev ürünlerin yaklaşık 128 trilyon ABD doları olduğu ve bu rakamın toplam faize dayalı türev işlemlerin yaklaşık yüzde 62'sini

¹ IBOR'un referans faiz oranı olarak aksayan yönleri detaylı olarak 2018 yılının Kasım ayında yayımlanan 27 nolu FİR, Kutu II.1.II'de ele alınmıştır.

oluşturduğu görülmektedir². Aynı dönemde RFR'ye dayalı işlemler ise yaklaşık 6 trilyon ABD doları (toplamın yaklaşık yüzde 3'ü) olarak gerçekleşmiştir.

2018 ve 2019 yıllarında geliştirilerek yayımlanmaya başlanan RFR, 2022 yılı başına kadar sürecek olan geçiş döneminde IBOR'la birlikte uygulamada olacaktır (Şekil II.1.1). Söz konusu tarihten sonra ise yalnızca RFR geçerli olacaktır. Dolayısıyla, vadesi 2022 yılı sonrasında sona erecek olan finansal işlemlerde sözleşmenin ana hükümlerinden birisini oluşturan referans faiz oranının ortadan kalkacak olması, işlemin hukuki geçerliliğini etkileyebilecektir. Bu durum ise tarafların sözleşmeyi değiştirmesini veya yeni bir sözleşme yapmasını gerektirecektir.



Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği (ISDA) geçiş sürecinde finansal istikrara yönelik herhangi bir olumsuzluğun yaşanmaması için FSB ile eşgüdüm içerisinde gerekli standart hazırlama çalışmasını tamamlamıştır. Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü'nün (IOSCO) on üç numaralı Finansal Göstergeler İlkesi, referans alınan göstergenin sonlanması halinde başvurulacak hükümlerin sözleşmelerde bulunmasını öngörmektedir. Söz konusu ilkenin pratikte nasıl uygulanacağını gösteren 2006 ISDA Tanımı, bir IBOR'un mevcut bulunmaması durumunda türev sözleşmelerde esas alınacak orana ilişkin fiyatlamayı ilgili piyasada faaliyet gösteren başlıca aracı kuruluşlardan temin edilmesini öngörmektedir. Diğer taraftan, IBOR'un uygulanmasına son verilmesi halinde aracı kuruluşlar da gerekli hizmeti sağlayamayacaktır.

ISDA, 2006 Tanımına ek bir düzenleme yaparak yayım tarihinde ya da sonrasında gerçekleştirilen ve IBOR'u esas alan türev işlemler için IBOR'a karşılık gelecek RFR'yi belirleyecektir. Organize piyasalarda işlem gören türev ürünler için yeni oranlara geçiş doğrudan yapılacaktır. Diğer türev işlemlerde ise tarafların sözleşmeyi müzakere etmeleri gerekecektir. Ek düzenlemenin yayımından daha önceki bir tarihte gerçekleştirilen işlemler için ise 2006 ISDA tanımı geçerli olmaya devam edecektir. Bununla birlikte, ISDA söz konusu işlemler için uluslararası uyuşmazlıkları en az seviyeye indirebilmek için rehber niteliğinde protokoller yayımlayacaktır.

IBOR'dan RFR'ye Geçiş Gerektirdiği Teknik Düzeltmeler³

Gerek geçiş döneminde gerek 2022 yılı sonrasında doğrudan RFR'yi esas alan işlemlerde fiyatlama veya değerlemenin nasıl yapılacağı hususu önem taşımaktadır. IBOR'u referans alan türev sözleşmelerde RFR'ye geçiş yapılabilmesi için iki temel teknik düzeltmenin yapılması gerekmektedir: (i) vadelerin uyumlaştırılması (ii) risk primlerinin ve diğer unsurların dikkate alınması.

(i) Vadelerin uyumlaştırılması: Bankalararası faiz oranı IBOR farklı vadelerde yayımlanmaktadır: gecelik, bir haftalık, bir aylık, iki aylık, üç aylık, altı aylık ve bir yıllık. Diğer taraftan, gecelik risksiz faiz oranları yalnızca gecelik vadeyi kapsamaktadır. ISDA, FSB ve gelişmiş ülke merkez bankaları,

² ISDA, Interest Rate Benchmarks Review: Third Quarter of 2019 and Year-to-September 30, 2019. <https://www.isda.org/a/OmaTE/Interest-Rate-Benchmarks-Review-Q3-2019.pdf>

³ ISDA 2018 Benchmark Fallbacks Consultation. <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/>

türev sözleşmelerinin vadeli faiz oranlarını değil, gecelik RFR'yi baz alması gerektiği görüşünü taşımaktadır. Bu çerçevede, spot işlemlerde olduğu gibi türev işlemlerde de dönem sonu yaklaşıma göre hesaplanan bileşik RFR esas alınacaktır. Dönem sonu yaklaşımda ödenecek dönemlik faiz tutarı, faiz dönemindeki RFR'nin bileşiği alınarak hesaplanmaktadır.

(ii) Risk primlerinin ve diğer unsurların dikkate alınması: Gecelik RFR risksiz iken, IBOR'un bankaların temerrüt riskini yansıtan kredi risk primi içeriyor olması, IBOR ile karşılık gelen RFR arasında fark oluşmasına yol açmaktadır. Bu durum ise IBOR'dan RFR'ye geçişte esas alınacak oran üzerinde düzeltme yapılmasını gerektirmektedir. Bu düzeltme için söz konusu oranların arasındaki farkın tarihsel ortalaması (veya medyanı) 5 yıl veya 10 yıl gibi dönemler itibarıyla hesaplanmaktadır. Daha sonra oluşacak fark RFR'ye ilave edilecektir.

Bu iki teknik düzeltmenin yapılması sonucu elde edilen RFR'ye "düzeltilmiş RFR" denilmektedir. ISDA düzenlemelerinde söz konusu düzeltilmiş RFR esas alınacaktır.

Spot veya Nakit İşlemler

Bir faiz oranını referans alan iki tür finansal işlem söz konusudur: (i) krediler, bonolar ve tahviller gibi nakit işlemler ile (ii) türev işlemler. Yukarıda ele alındığı üzere, türev işlemlerde yalnızca gecelik RFR dikkate alınacaktır. Yeni dönemde artık vadeli LIBOR var olmayacağından ve forward RFR'ye dayalı ürünlerin piyasasının gelişmesi zaman alacağından, spot işlemlerde gecelik RFR'nin ilgili vadeye ilişkin ortalamasının hesaplanması gerekecektir.

Basit faiz ile bileşik faiz karşılaştırıldığında, uluslararası standart koyucu kuruluşlar ekonomik ve finansal perspektiften zamanın değerini daha doğru yansıttığı için bileşik faizin tercih edilmesini önermektedir. Ayrıca, gecelik faiz para takası işlemlerinde bileşik faiz oranının kullanıldığı hatırlanacak olursa, bileşik faize dayalı sözleşmelerde riskten korunma işlemleri daha kolay olacaktır. Forward faiz oranlarına dayalı araç piyasası yeterli gelişimi gösterdiğinde ise forward oranlar da kullanılabilir.

Sonuç

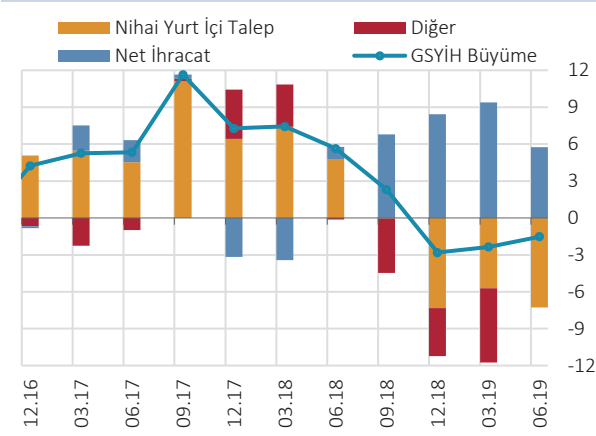
Risksiz referans faiz oranlarına sağlıklı bir geçişin sağlanabilmesi için yeni finansal sözleşmeler kurulmasında ülkeler itibarıyla ortak teamüllerin oluşturulması gerekmektedir. Bu durum, sistem değişikliğinin piyasalar ve ürünler itibarıyla tutarlı olarak uygulanabilmesi, ürünler arasında uyumsuzluk görülmemesi ve piyasalarda likiditenin bölünmemesi açısından önem arz etmektedir.

Ülkemiz bankacılık sisteminde de, sendikasyon kredisi ve türev araçlar başta olmak üzere finansal işlemlerde LIBOR ve EURIBOR yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Türkiye'de faaliyet gösteren banka ve diğer finansal kuruluşların yeni döneme etkin bir şekilde uyum sağlamaları ve geçiş dönemi için gerekli hazırlıkları yapmalarının, sürecin olumsuzluklar yaşanmadan atlatılabilmesi için kritik öneme sahip olduğu düşünülmektedir. Hâlihazırda TLREF oranlarının açıklanmaya başlanması ve buna dayalı sözleşmelerin uygulamaya girmesi, söz konusu geçiş sürecine olumlu katkı verecektir (Kutu II.2.1).

II.2 Yurt İçi Gelişmeler

2019 yılı ilk yarısında iktisadi faaliyette ılımlı ve kademeli bir toparlanma gözlenmiştir. Bu dönemde nihai yurt içi talep yıllık büyümeyi düşürürken, net ihracat büyümeye pozitif katkı vermiştir (Grafik II.2.1). Güncel göstergeler, 2019 yılı ikinci yarısında iktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin sürdüğünü göstermektedir (Grafik II.2.2). Finansal koşullardaki iyileşme, kamu maliyesi, enflasyondaki düşüş eğilimi ve belirsizlik algısındaki düzelleme iktisadi faaliyeti yukarı yönlü desteklemektedir. Öte yandan, küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğilimi, jeopolitik gelişmeler ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklıklar iktisadi faaliyet açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

Grafik II.2.1: Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkıları (% Puan)



Kaynak: TÜİK

Son Gözlem: 06.19

Grafik II.2.2: PMI ve Sanayi Üretim Endeksi (Mevsim.Arın. 3 Aylık Hareketli Ort., Takvim Etk. Arın. Yıllık % Değişim)



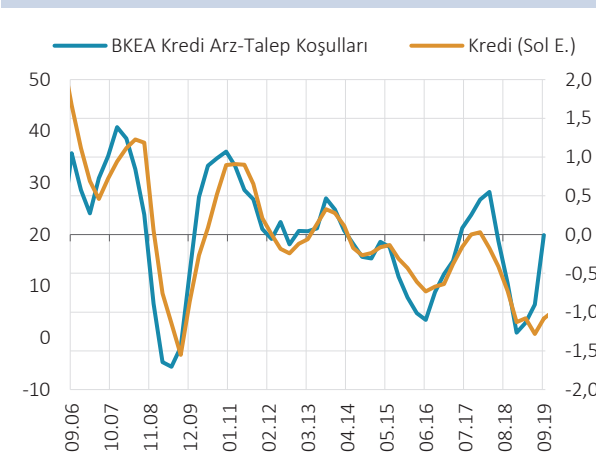
Kaynak: Markit, TÜİK

Son Gözlem: 10.19

Dipnot: SÜE verisi Eylül 2019 itibarıyla.

İktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimi, kredi faizlerindeki gerileme ve beklentilerdeki iyileşme ile birlikte son aylarda kredi talebinde artış gözlenmiştir. Piyasalarda artan TL likiditesi ile bankaların güçlü likidite ve sermaye yapısı da kredi arz koşullarını desteklemektedir. Kredilere ilişkin anket bazlı göstergeler, 2019 yılı üçüncü çeyreğinde kredi arz ve talep koşullarında iyileşme olduğuna işaret etmektedir (Grafik II.2.3). Nitekim haftalık frekanstaki verilere göre, kredi büyümesi üçüncü çeyrek sonundan bu yana tarihsel ortalamalarla uyumlu bir artış sergilemektedir (Grafik II.2.4).

Grafik II.2.3: Kredi Koşulları ve Kredi Büyümesi (4 Çeyreklik Birikimli Standardize, KEA Yıllık %)

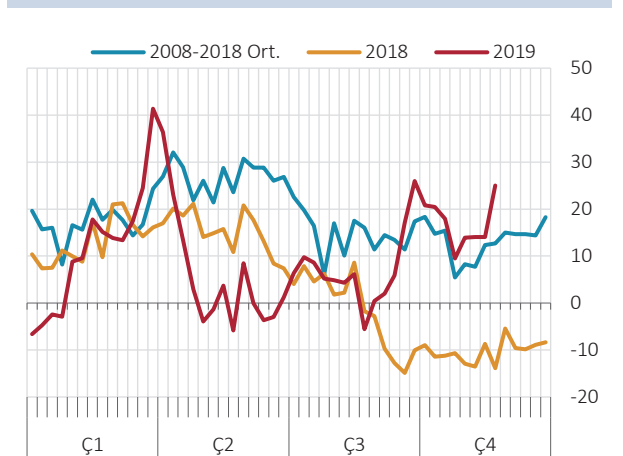


Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 09.19

Dipnot: Kredi arz-talep koşulları serisi, BKEA standart ve talep sorularına verilen cevapların ağırlıklı ortalamasının, dört çeyreklik birikimli hale getirilip, standardize edilmesiyle oluşturulmuştur.

Grafik II.2.4: Haftalık Toplam Kredi Gelişmeleri (Yıllıklandırılmış, KEA 4 HHO %)

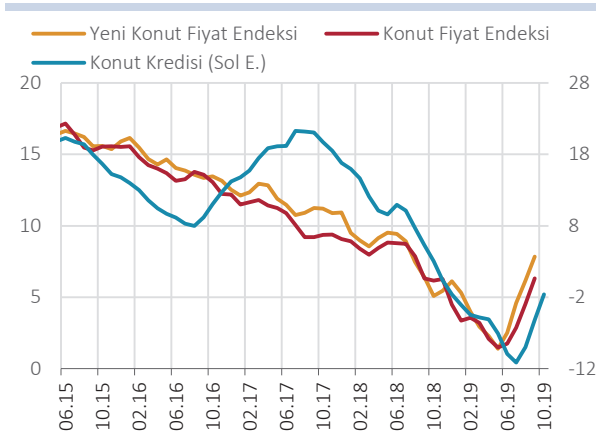


Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 15.11.19

Son dönemde açıklanan veriler, kamu bankaları öncülüğünde başlayan kampanyaların da etkisiyle konut piyasasında canlanmanın başladığını göstermektedir (Grafik II.2.5). Bu durum, uzunca bir süredir zayıflama eğiliminde olan inşaat sektöründeki dipten dönüşü destekleyebilecektir. İktisadi faaliyetlerdeki dengelenmenin etkilerinin gecikmeli olarak gözlemlendiği istihdam piyasası henüz toparlanmayı yansıtmamakta olup; mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı, 2019 yılı Ağustos ayı itibarıyla yüzde 14,2 olarak gerçekleşmiştir (Grafik II.2.6). Konut piyasasındaki olumlu görünümün devam etmesi durumunda, ekonomik dengelenme sürecinde en hızlı daralmanın yaşandığı inşaat istihdamının tekrar artmaya başlamasının sanayi üretimindeki toparlanma ile beraber işgücü piyasasına olumlu yansımaları beklenmektedir.

Grafik II.2.5: Konut Piyasası (Yıllık % Değişim)

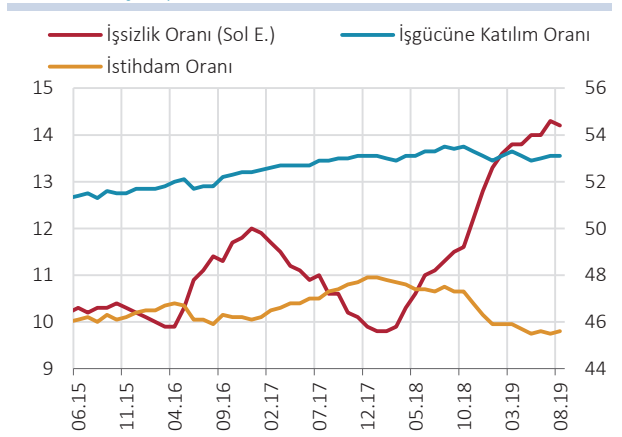


Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 10.19

Dipnot: Konut fiyatları Eylül 2019 itibarıyla. Konut kredileri haftalık olup, büyüme hesabında ayın son Cumasına ait veri kullanılmıştır.

Grafik II.2.6: İşgücü Piyasası (Mevsimsellikten Arındırılmış, %)

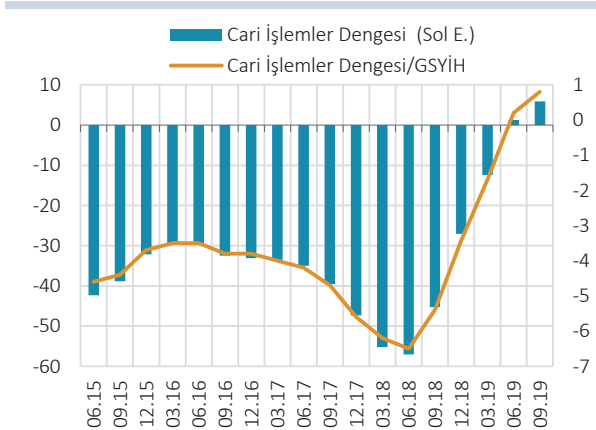


Kaynak: TÜİK

Son Gözlem: 08.19

Büyüme kompozisyonunda net ihracatın ön planda olmasının da etkisiyle son dönemde cari işlemler dengesi belirgin iyileşme kaydetmiştir (Grafik II.2.7). Küresel büyüme görünümündeki zayıflamaya rağmen, Türk lirasındaki birikimli değer kaybının destekleyici etkisi ve firmaların ihracat pazarlarını çeşitlendirme esnekliği ile Türkiye dış ticarete rekabet gücünü korumaktadır. Son dönemde cari açığın finansman yapısı incelendiğinde, 12 aylık birikimli verilere göre, doğrudan yatırımların katkısının devam ettiği, net portföy girişi izlenmediği, diğer yatırımlar tarafında ise talep kaynaklı gerileyen borç çevirme oranlarının etkisiyle net çıkışın sürdüğü görülmektedir (Grafik II.2.8).

Grafik II.2.7: Cari Denge (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, %)

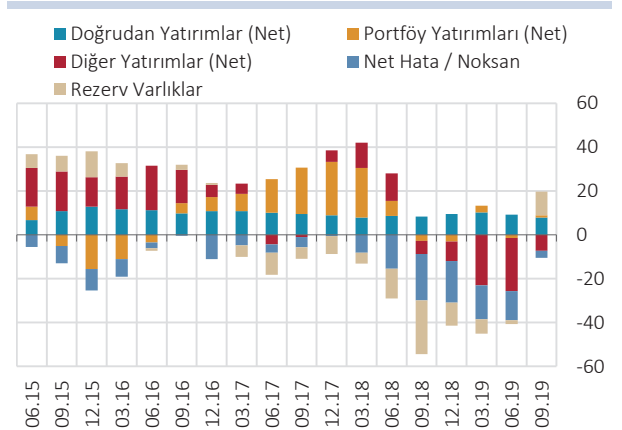


Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 09.19

Dipnot: 2019 yılı üçüncü çeyrek GSYİH verisi TCMB tahminidir.

Grafik II.2.8: Cari Dengenin Finansman Kalemleri (12 Ay Birikimli, Milyar ABD Doları)

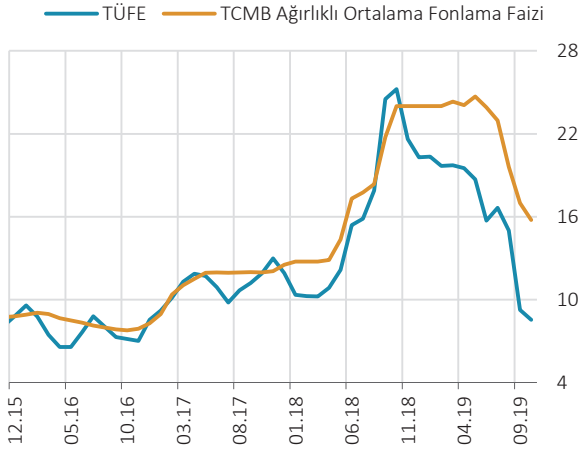


Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 09.19

Mevcut Rapor döneminde, enflasyon görünümündeki iyileşme devam etmiş, tüketici enflasyonu 2019 yılı Ekim ayı itibarıyla yüzde 8,55'e gerilemiştir. Enflasyondaki belirgin yavaşlamada, bir önceki yıldan gelen yüksek baz etkisinin yanı sıra; para politikası duruşu, iç talep koşulları, ılımlı seyreden döviz kuru, gıda ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler ile enflasyon beklentilerindeki gerileme etkili olmuştur. Enflasyon görünümünde süregelen iyileşmeye bağlı olarak, TCMB, 2019 yılı Temmuz ayından bu yana kademeli faiz indirimleri gerçekleştirmiş ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24'ten yüzde 14'e düşürmüştür (Grafik II.2.9).

Grafik II.2.9: Enflasyon ve Politika Faizi Gelişmeleri
(Yıllık % Değişim, Ay İçi Ortalama %)

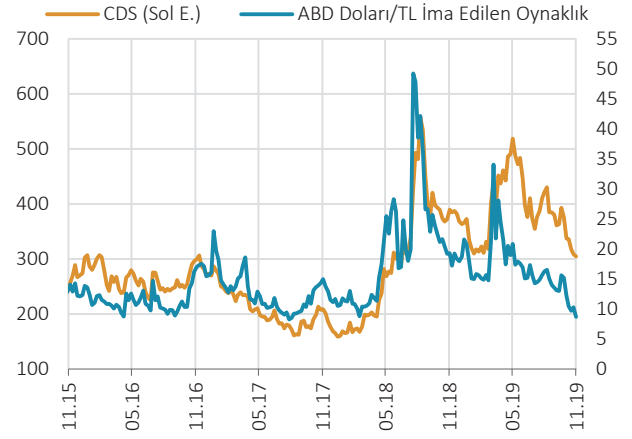


Kaynak: TCMB, TÜİK

Son Gözlem: 22.11.19

Dipnot: TüFE verisi Ekim 2019 itibarıyadır.

Grafik II.2.10: CDS Primi ve Kur Oynaklığı (5 Yıl Vadeli, Baz Puan, 1 Ay Vadeli)



Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 22.11.19

Küresel para politikalarındaki gevşeme eğilimi nedeniyle küresel finansal koşulların daha olumlu bir görünüm sergilemesi, GOÜ finansal varlıklarına yönelik talebi ve risk iştahını desteklemektedir. Öte yandan, ticarete korumacılık önlemleri ve Brexit süreci başta olmak üzere küresel ekonomi politikalarına dair belirsizlikler ile jeopolitik gelişmeler, GOÜ'lere yönelen portföy akımlarının dalgalı seyretmesine yol açmaktadır. Son dönemde, para politikasındaki temkinli duruş, makroekonomik göstergeler ile beklentilerdeki iyileşme ve küresel finansal koşulların ılımlı desteğinin etkisiyle Türkiye'nin risk primi ve kur oynaklığındaki gerileme eğilimi devam etmektedir (Grafik II.2.10).

Kutu II.2.1

Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF) ve Bankacılık Sektörü Uygulamaları

Türev ürünlerde, borçlanma araçlarında ve çeşitli finansal sözleşmelerde TL kısa vadeli referans faiz oranı ihtiyacını karşılamak üzere Borsa İstanbul tarafından (BİST) 17 Haziran 2019 tarihinden itibaren uluslararası standartlarla uyumlu TLREF günlük olarak yayımlanmaya başlamıştır. TLREF oranının tasarlanmasında 2021 yılından itibaren LIBOR faiz oranının yayımlanmayacak olması (Bakınız Kutu II.1.II) ve mevcut durumdaki teminatsız borçlanma oranına dair bir gösterge olan TRLIBOR'un bankalar tarafından etkin kullanılmaması etkili olmuştur.

TLREF'in oluşumu ve gelişimi kapsamında TCMB de diğer paydaş kurumlarla beraber çalışmalara dâhil olmuştur. Bu aşamada öncelikle teminatlı borçlanma kapsamında repo piyasasının işlem hacmine ve katılımcı sayısına katkı sağlamak amacıyla TCMB tarafından BİST Repo-Ters Repo Pazarı ile Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı arasındaki zorunlu karşılık uygulaması farklılığı kaldırılmıştır. Söz konusu adımın ardından BİST tarafından söz konusu iki repo piyasasının birleştirilmesi ile sadece bankaların değil diğer finansal kuruluşların da dâhil olabildiği ve işlem hacminin oldukça yüksek olduğu bir repo piyasası oluşturulmuştur. Ayrıca, TCMB TLREF Komitesi kapsamında da temsilci bulundurarak teknik konularda da tartışmalara katılmakta olup TLREF'in gelişim alanları konusunda destek olmaya devam etmektedir.

TLREF oranının hesaplanmasında, BİST Repo-Ters Repo Normal Emirler Pazarı'nda gerçekleşen, aynı gün valörlü ve sadece TL cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) teminatlı gecelik repo işlemleri kullanılmaktadır (BİST, 2019a). Hesaplama yöntemine dair aşamalar sırasıyla aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

- 1- İşlemler, faiz oranına göre küçükten büyüğe sıralanır.
- 2- Birikimli işlem hacimleri hesaplanır.
- 3- Toplam işlem hacminin yüzde 15'erlik kısımlarını oluşturan en düşük faizli ve en yüksek faizli işlemler hesaplama dışı tutulur.
- 4- Geriye kalan ve işlem hacminin yüzde 70'ini temsil eden işlemler hacimlerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanan faiz oranı TLREF oranı olarak duyurulur.

Bu şekliyle TLREF yüksek likit teminatlı repo işlemlerini baz alan piyasa odaklı bir referans faiz niteliği taşımaktadır. Yukarıda detayları verilmekte olan hesaplama yöntemi uluslararası uygulamalarla da benzer niteliklere sahip bir yapıdadır. Ayrıca, hesaplama çerçevesinde uç değerlerin gözlemden çıkarılması kapsamında geçmişe yönelik veriler üzerinden de çeşitli hassasiyet testleri gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte, olağanüstü durumlara karşı tedbir amacıyla TLREF Komitesi¹ (Komite) tarafından TLREF oranının belirlenebildiği iki istisnai durum mevcuttur;

- 1- İlgili güne ait işlem tutarı 5 milyar TL'nin altında, hesaplama dâhil edilen işlem adedi 5'ten az veya hesaplama dâhil işlemleri gerçekleştiren üye adedinin 5'ten az olması durumlarının en az birinin gerçekleşmesi halinde yukarıdaki hesaplama yöntemi kullanılmaz. Bu durumda, önceki 5 iş gününe ait TLREF oranı ile TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyetinin (AOFM) arasındaki farkların ortalaması alınıp, söz konusu günün AOFM'si ile toplanarak TLREF oranı hesaplanır. Verinin yetersiz olduğu gün sayısının artmasının

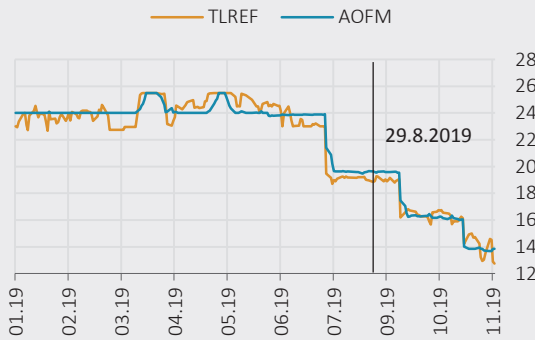
¹ Komite TCMB, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Türkiye Bankalar Birliği, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, İstanbul Takas ve Saklama Bankası ve BİST temsilcilerinden oluşmaktadır.

beklendiği durumlarda ise Komite tarafından, aşağıdaki madde çerçevesinde karar alınabilir.

2- Herhangi bir Komite üyesi, TLREF oranının TCMB para politikası uygulamaları veya diğer sebeplerle etkin gecelik borç alma / borç verme faiz oranını hiçbir şekilde yansıtmadığı veya bu orana ihmal edilemeyecek kadar uzak olduğu kanaatine varırsa bu kanaatini Komite'ye ivedilikle iletebilir. Komite iletilen bu kanaati değerlendirerek ya yukarıda detaylandırılan yöntemle hesaplanan TLREF oranını kabul eder, ya da etkin gecelik borç alma / borç verme oranını temsil eden yeni bir oran kabul ve ilan eder.

TLREF oranı 17 Haziran 2019 tarihinden itibaren yukarıda bahsi geçen yöntem ile hesaplanmaya ve yayımlanmaya başlanmıştır.² TLREF'in aktif olarak kullanılmaya başladığı 29 Ağustos 2019 tarihinden önce verinin gelişiminin izlenmesi ve piyasada sağlıklı fiyat oluşumunun takibi için oran hesaplaması geçmişe dönük olarak da yapılmıştır. TLREF oranının, aktif olarak kullanılmaya başlandığından itibaren de ele alındığında, söz konusu oranın AOFM'ye yakın gerçekleşmeye devam ettiği gözlenmektedir (Grafik II.2.1.1). Bu durum, para politikası aktarım mekanizması ve işlem hacmine dayalı olduğu için işlemlerde referans değişken TL faiz oranı olma potansiyeli açısından TLREF'in etkin olabileceğini göstermektedir. Diğer taraftan, TLREF oranının TL mevduat faiz oranlarının üzerinde gerçekleşmesi halinde söz konusu faiz oranının bankalarca çıkarılacak finansman araçlarında kullanılması, özellikle yatırımcı iştahı açısından teşvik edici bir unsur olmaktadır (Grafik II.2.1.2).

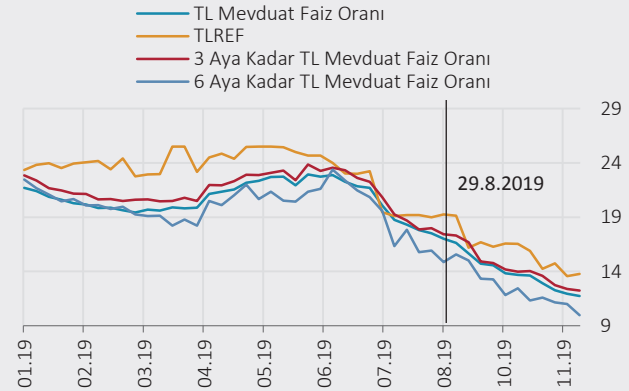
Grafik II.2.1.1: TLREF ve AOFM Faiz Oranları
(Günlük, %)



Kaynak: TCMB.

Son Gözlem: 15.11.19

Grafik II.2.1.2: TLREF, Ağırlıklı Ortalama, 3 ve 6 Aya Kadar Akım TL Mevduat Faiz Oranları
(Haftalık, %)



Kaynak: TCMB.

Son Gözlem: 15.11.19

29 Ağustos 2019 tarihinden itibaren çeşitli finansal kuruluşlar farklı vadelerde TLREF'e dayalı bono ihracına başlamıştır. 15 Kasım 2019 tarihi itibarıyla finansal sektör tarafından gerçekleştirilen TLREF'e dayalı borçlanma aracı ihraçlarına ilişkin detaylar Tablo II.2.1.1'de özetlenmiş olup, TLREF'e dayalı toplam borçlanma aracı ihracı yaklaşık 13 milyar TL'ye ulaşmıştır. Diğer taraftan, hâlihazırda bazı bankalar TLREF'e endeksli ticari ürünler de sunmaktadır.

² Ancak BİST internet sitesinde 28 Aralık 2018 tarihinden başlayan TLREF faiz oranının tarihsel verisi bulunmaktadır.

Tablo II.2.I.1: TLREF'e Dayalı Borçlanma Aracı İhraçlarına İlişkin Bilgiler

Banka	İhraç Tarihi	Vade (Gün)	Tutar (Milyon TL)
Ziraat Bankası	29.8.2019	364	750
Alternatif Bank	29.8.2019	728	50
Vakıflar Bankası	3.9.2019	182	500
Halk Bankası	4.9.2019	175	480
Halk Bankası	4.9.2019	350	170
Denizbank	4.9.2019	182	500
Halk Bankası	6.9.2019	105	290
Vakıflar Bankası	6.9.2019	179	100
Ziraat Bankası	6.9.2019	182	1000
Garanti Bankası	10.9.2019	93	975
Halk Bankası	10.9.2019	350	134
Denizbank	11.9.2019	182	170
Fibabank	11.9.2019	182	179
Vakıflar Bankası	11.9.2019	174	75
İş Bankası	12.9.2019	175	700
Aktif Yatırım Bankası	13.9.2019	105	35
Finansbank	13.9.2019	182	191
Vakıflar Bankası	13.9.2019	179	1085
Yapı ve Kredi Bankası	13.9.2019	175	560
Deniz Finansal Kiralama	16.9.2019	116	250
Halk Bankası	20.9.2019	1820	130
Ziraat Bankası	20.9.2019	182	500
Yapı ve Kredi Bankası	20.9.2019	175	844
Finansbank	20.9.2019	95	69
Fibabank	23.9.2019	184	50
Halk Bankası	27.9.2019	182	100
Vakıflar Bankası (SBB) *	27.9.2019	3640	725
Yapı ve Kredi Bankası (SBB) *	3.10.2019	3640	300
Garanti Bankası (SBB) *	9.10.2019	3651	253
Halk Bankası	6.11.2019	728	605
Halk Bankası	5.11.2019	182	722
Halk Bankası	7.11.2019	350	211
Halk Bankası	15.11.2019	182	300

Kaynak: KAP, BİST.

Not: *SBB, sermaye benzeri borçları ifade etmektedir.

TLREF'in Aktif-Pasif Yönetimindeki Rolü

Referans faiz oranlarının finans piyasalarında yaygın şekilde kullanılması faizin dayanak olduğu para biriminin finans piyasalarında likiditesini artırmakta, faiz oranlarına yönelik belirsizliği azaltarak ilgili para biriminde finansman maliyetlerinin düşmesine katkıda bulunmaktadır. Ayrıca ilgili para biriminde pozisyon almak isteyen yatırımcılar, faiz belirsizliğinin azalması ile daha uzun vadeli pozisyonlara yönelebilmektedir. Bu durum finansal piyasalardaki aracı kurumların ve bankaların vade riski yönetimini desteklemektedir.

Türkiye'de 5 yıl ve üzeri uzun vadeli TL borçlanma imkânlarına erişim gerek reel sektör firmaları ve bireyler gerekse de finans sektörü için tarihsel olarak oldukça sınırlı kalmıştır. Enflasyon ve döviz kurlarına yönelik belirsizliklerin arttığı ve uzun süre devam ettiği dönemlerde bu erişim daha da zorlaşmaktadır. Bu tür dönemlerde uzun vadede piyasa faiz oranlarının geleceği seviyeyi öngörmek zorlaştığından, bankalara TL fon sağlayan yatırımcılar güncel faiz oranı seviyesinden uzun süreli pozisyon almak istememekte veya uzun vadeli fonlama için yüksek prim talep etmektedir. Bankaların TL cinsi uzun vadeli fonlama imkânlarına erişiminin zorlaştığı böyle bir ortamda TL kaynakları uzun vadeli kredilere plase etme imkânları da daralmaktadır. Diğer bir ifadeyle, uzun vadeli TL kredi kullanırmak isteyen bankalar, fonlama tarafı kısa vadeli olduğundan faiz ve vade riski ile karşı karşıya kalmaktadır.

Makroiktisadi bakış açısıyla yurt içi hasılanın ve istihdam olanaklarının sürdürülebilir büyümesi yatırımlarla, yatırımların sürdürülebilirliği ise uzun vadeli finansman kaynakları ile mümkün olmaktadır. Ancak bahsi geçen sebepler ve küresel kriz sonrası artan küresel likiditenin etkisiyle, uzun vadeli yatırım projeleri için YP kredi kullanımı Türk bankacılık sektöründe yaygın bir uygulama halini almıştır. Yatırım yapmak isteyen firmalar daha düşük faiz oranları nedeniyle YP kredi talebinde bulunmuş, bankalar da uzun vadeli YP fonlamaya erişim kolaylığı sayesinde bu talepleri karşılayabilmiştir.

Firmalar tarafından yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyulan ve kur riskini bertaraf eden uzun vadeli TL krediler, bankalar için vade ve faiz riski barındırmaktadır. Bankacılık sektörü, özellikle yurt dışı türev piyasalarında, mevcut döviz kaynaklarını swap işlemi yoluyla uzun vadeli TL fonlamaya dönüştürerek uzun vadeli TL kaynak yaratabilmektedir. Fakat bu işlemler, dolarizasyon eğilimini güçlendirebilmekte, bankaların fonlama maliyetlerini artırmakta ve yurt dışı likidite koşullarına ve yabancı yatırımcıların TL'ye karşı pozisyon alma iştahlarına bağlı olarak oynaklık gösterebilmektedir.

Bankaların dövize ihtiyaç duymadan TL faiz risklerini yönetebileceği alternatif bir finansal enstrüman ise TL cinsi faiz swap işlemleridir. Söz konusu ürün sayesinde bankalar anapara değişmeksizin belirli bir anapara tutarı üzerinden hesaplanan sabit faiz ödemelerini aynı anapara tutarı üzerinden hesaplanan değişken faiz ödemeleri ile takas etmektedir.³ Bu tür işlemlerde önemli bir husus sözleşmedeki değişken faiz oranının güvenilir ve likit bir piyasada belirlenmesidir. TLREF oranının bu açıdan bahsedilen faiz swap işleminde değişken faiz oranları için önemli bir referans rolü üstlenmesi beklenmektedir. Bankalararası repo piyasasında gerçekleşen işlemlerden türetilen, şeffaf ve güvenilir bir referans faiz oranı söz konusu faiz swap işlemlerinin fiyatlamasını kolaylaştıracak, uygulamada tutarlılık ve piyasa şartlarına uygun fiyatlama imkânı kazandırarak işlemin türev piyasalarında likiditesini artıracaktır. Daha fazla bankanın likit bir piyasaya ulaşan faiz swapı işlemleri yapmasıyla uzun vadeli TL kredi

³ Örneğin, 100 milyon TL anapara tutarında 5 yıl vadeli bir faiz swap sözleşmesinde, sabit faiz bacağı yıllık yüzde 10 ve değişken faiz bacağı "yüzde A" olsun. Banka bu sözleşme gereği karşı tarafa her yıl sabit 10 milyon TL öderken, karşılığında piyasa şartlarına göre değişen A milyon TL tutarında ödeme alacaktır. Kısa vadeli mevduat gibi fonlamaları için de değişen maliyetler ile ödeme yapan banka bu sayede faiz riskinden korunmuş olacak ve fonlamasını da 5 yıl boyunca sabit faiz ile sağlayacaktır. Bu sayede TL mevduatların kısa vadeli yapısından dolayı mudilere piyasa şartlarına göre değişen faizler ile ödeme yapan bankalar, bu faizleri sabit faize çevirerek faiz riskinden korunmuş olacaktır. Fonlamasını sabit faize çeviren banka da TL cinsi uzun vadeli kredi kullandırma konusunda daha iştahlı davranacaktır.

kullandırma imkânları da genişleyecektir. Ayrıca para swapı işlemlerinin olası yan etkilerinden olan dolarizasyon ve yüksek maliyetler, TLREF ile fiyatlanmış faiz swap işlemlerinde gözlenmeyecektir. TLREF'e dayalı swap işlemleri yaygınlaştıkça bankaların faiz riskini yönetebilmek için özellikle yurt dışı ile yapılan döviz karşılığı TL swap işlemlerine yönelimin azalması beklenmektedir (BİST, 2019b). Bu gelişmenin yurt içi piyasaların derinleşmesine katkıda bulunması öngörülmektedir. Nitekim 2019 yılı Kasım ayı içerisinde bankaların TLREF'e dayalı Overnight Index Swap (OIS) piyasası için kotasyon girmeye başlamaları bu açıdan önemli bir gelişme olarak ön plana çıkmaktadır. Önümüzdeki dönemde söz konusu piyasanın gelişimi bankaların faiz riski yönetimi kapsamında önemli bir alan sağlayacak olup ayrıca dolaylı şekilde tahvil piyasasında da faiz riski yönetimi kapsamında faydalı olabilecektir.

TLREF, bankaların fonlama tarafında getirdiği bu avantajların yanı sıra, uzun vadeli ve değişken faizli kredi kullanmak isteyen reel sektör firmaları için de likit piyasa şartlarında belirlenmiş bir referans oran olmaktadır. Değişken faizli kredilerde referans alınabilecek bir oranın bulunması, değişken faizli kredi piyasasında derinliği ve öngörülebilirliği artırarak uzun vadeli TL krediye erişim imkânını destekleyecektir. Referans faiz oranı sayesinde finansal ürün çeşitliliği artacak ve firmalar da piyasa şartlarında belirlenmiş güvenilir değişken faiz oranları ile tahvil ihracında bulunma imkânına kavuşabilecektir. Değişken faizli yükümlülükleri olan reel sektör firmaları da TLREF sayesinde gelişecek TL faiz swap piyasası ile de faiz riskinden korunma fırsatı elde edebilecektir. Ayrıca bireysel yatırımcılar da TLREF'e endeksli finansal araçlar sayesinde, faiz ve kur riskinden korunmak amacıyla tuttıkları kısa vadeli TL mevduat ve döviz tevdiat hesabı (DTH) yerine daha uzun vadeli TL pozisyon alabilecektir. Bu gelişme mudilerin döviz tercihlerini etkileyerek dolarizasyon eğilimini azaltabilecektir.

Kaynakça

BİST, 2019a. TLREF Türk Lirası Gecelik Faiz Oranı Kuralları.

<https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/turk-lirasi-gecelik-referans-faiz-orani-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=10>.

BİST, 2019b. "Faiz riski yönetimi için yurt dışına giden dolar içeride kalacak" başlıklı 29 Ağustos 2019 tarihli duyuru.