



EKONOMİ NOTLARI

Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi*

Deren Ünalmiş İbrahim Ünalmiş

Özet: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından 21 Ekim 2014'te yapılan basın duyurusunda belirtildiği üzere TL zorunlu karşılıklara Kasım 2014'ten itibaren faiz ödenmektedir. Söz konusu uygulama zorunlu karşılık (ZK) tutmanının maliyetini azalttığından uygulamanın mevduat faizleri, kredi faizleri ve ZK'ya tabi kuruluşların kârlılığı üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte ödenecek faizin çekirdek yükümlülük oranına göre banka bazında farklılık göstermesi uygulamayı makro-ihtiyati politikalar açısından önemli kılmaktadır. Bu çalışma ilk olarak ZK'ya faiz ödenmesinin yarattığı maliyet düşürücü etkiyi arındıran bir formül sunmaktadır. Ardından yeni ZK faizi uygulamasının detayları aktarılmakta ve ZK'ya faiz ödenmesinin ekonomiyi ve piyasa faizlerini hangi aktarım kanalları üzerinden etkileyebileceği tartışılmaktadır. Son olarak yeni politika aracının piyasa oyuncuları tarafından hızlı ve doğru bir şekilde fiyatlanıp fiyatlanmadığının anlaşılması açısından açıklama sonrası hisse senedi fiyatlarındaki gelişmeler incelenmektedir. Bulgular piyasaların yeni politika uygulamasını hızlı ve etkin bir şekilde fiyatladığını göstermektedir. Beklendiği şekilde çekirdek yükümlülük oranı yüksek bankaların hisse senedi fiyatları duyuru sonrasında daha hızlı artmaktadır.

Abstract: As has been stated in a recent press release by the Central Bank of the Republic of Turkey, (dated October 21, 2014) TRL reserve requirements are remunerated starting from November 2014. Since remuneration reduces the funding cost of reserve requirements, it has the potential to affect deposit rates, loan rates and the profitability of financial institutions who are obliged to keep required reserves. Besides, since the degree of remuneration is linked to banks' core liability/credit ratio, it can be considered as a macro-prudential policy tool. This study first presents a formula to eliminate the cost effect of remuneration on the reserve requirement ratio. Next, the study details the new remuneration system and discusses the transmission channels of the remuneration policy on the economy. Finally, it analyses the behavior of financial market participants in pricing the equity prices in response to the remuneration announcement. It is demonstrated that markets price the new policy in fast and effective manner. As expected, the banks with larger core liability/credit ratio are affected more positively relative to their peers.

*Çalışmaya ilişkin değerli yorumları ve katkılarından dolayı Uğur Çıplak'a ve çalışmanın hakemine teşekkür ederiz.

1. Giriş

ZK, bankaların yerli ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerine karşılık merkez bankalarında tutmak zorunda oldukları fon miktarıdır.¹ Altın para döneminde ZK ihtiyati rezerv bulundurma amacıyla tutulurken sonraki dönemlerde buna parasal büyüklüklerin kontrolü ve likidite yönetimi misyonları da eklenmiştir (Gray, 2011).

1990'lı yıllardan itibaren gelişmiş ekonomilerde ZK'nın etkin bir para politikası aracı olarak kullanımı azalmıştır (Montoro ve Moreno, 2011). Ancak özellikle geçtiğimiz on yıl içerisinde gelişmekte olan ülke (GOÜ) merkez bankaları karşılaştıkları enflasyon ve finansal istikrar ödünleşmelerinin üstesinden gelebilmek için ZK oranlarını etkin olarak kullanmaya devam etmişlerdir (Kraft ve Galac, 2014; Medina ve Roldos, 2014). Örneğin, emtia ihracatçısı GOÜ'lerden bazıları 2008 krizi öncesinde yüksek kredi büyümesi ve hedefin üzerinde seyreden enflasyon karşısında faizleri artırmak yerine ZK oranlarını artırarak kredi artışını yavaşlatmaya ve enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışmışlardır.² Çünkü faizlerin artırılması hâlihazırda yüksek olan sermaye girişlerinin daha da artmasına, yerel paranın değerlenmesine ve zaten yüksek olan kredi büyüme oranlarının ivme kazanmasına yol açacaktır. 2008 yılı sonbaharında Lehman Brothers'in iflası sonrasında ise söz konusu GOÜ'lerde kredi büyümesi sert bir şekilde düşmüş fakat enflasyon yüksek seyretmeye devam etmiştir. Bu ortamda, ilk etapta politika faizlerinin indirilmesi yerine fiyat istikrarını korumak ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla ZK oranları düşürülmüştür.³ 2009 yılının ilk çeyreğinden sonraki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının niceliksel genişleme politikaları nedeniyle küresel likiditede ve GOÜ'lere yönelik risk iştahında yüksek artışlar yaşanmış, oynak sermaye akımlarının finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf edebilmek açısından birçok GOÜ ZK oranı artışlarını da içeren makro-ihtiyati politikalara başvurmuştur.⁴

ZK maliyeti bankalar tarafından mevduat sahiplerine ve/veya kredi kullananlara yansıtılmaktadır.⁵ ZK'lara faiz ödenmesi ise bu aracılık maliyetinin yükünü hafifletici bir etki yapmaktadır. Standart ZK faizi uygulamasının mevduat faizleri üzerinde yukarı yönlü, kredi faizleri üzerinde ise aşağı yönlü bir etki yaratarak kredi-mevduat faiz farkını düşürmesi

¹ Bu çalışmada "bankalar" ve "zorunlu karşılığa tabi kuruluşlar" ifadeleri dönüşümlü olarak kullanılmaktadır. Türkiye'de bankaların yanısıra finansman şirketleri de zorunlu karşılığa tâbidir.

² 2003-2008 yılları arasında emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar emtia üreticisi GOÜ'lere hızlı sermaye girişlerine yol açmış, söz konusu ülkeler ekonomilerinde aşırı ısınmayı engellemek amacıyla geleneksel olmayan politika araçlarına başvurmuşlardır.

³ Montoro ve Moreno (2011) zorunlu karşılıkların GOÜ'lerdeki kullanımını detaylı şekilde tartışmaktadır.

⁴ Bu dönemde ZK TCMB tarafından özellikle kredi kanalını etkilemek amacıyla etkin şekilde kullanılan bir makro-ihtiyati politika aracı olmuştur. Bu çerçevede, 2010 yılının Ekim ayında TL ZK'lara faiz ödenmesi durdurulmuş, Kasım 2010'dan itibaren ZK oranları aşamalı olarak artırılmıştır.

⁵ Reinhart ve Reinhart (1999) on gelişmekte olan ülke üzerine yapılan çalışmada zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin hem mevduat hem de kredi faiz oranları üzerinde etkili olduğunu bulmaktadır.

beklenmektedir. Dolayısıyla ZK faizi uygulamasının hem yurtiçi tasarrufu teşvik edici, hem de ekonomik büyümeyi destekleyici etkisi olabilecektir.

Merkez bankaları kredi-mevduat faiz farkı üzerinde yaratmak istediği etkinin derecesine bağlı olarak ZK'nın kaynak maliyetini hangi oranda telafi edeceğine karar verecektir. Eğer finansal sistemde yapısal bir likidite açığı varsa ve ticari bankalar likidite ihtiyaçlarını merkez bankasından borçlanarak karşılıyorsa ZK faizi olarak merkez bankasının borç verme faizi kullanılabilir (Gray, 2011). ZK faizinin tam olarak politika faizi düzeyinde olması gerekmemektedir. Merkez bankaları ZK faizini genellikle politika faizinden düşük olarak belirlemektedir. Politika faizi-ZK faizi farkının sabitlenmesi maliyeti tam olarak gidermese de en azından ZK maliyetinin politika faizindeki değişimlere duyarlılığını yok etmektedir. 2010 yılı itibarıyla 121 ülke merkez bankasının ZK uygulamalarını inceleyen bir IMF çalışması bu ülkelerden sadece 35 tanesinin ZK faizi ödemesi yaptığını belirtmektedir.⁶ ZK faizi uygulaması olan merkez bankalarından 25'i politika faizinin oldukça altında ödeme yaparken, 10 merkez bankası ise politika faizinin biraz altında veya politika faizi düzeyinde ödeme yapmaktadır.

Bu çalışma ilk olarak standart bir sistemde ZK oranlarını faiz ödemesinin maliyet etkisine göre düzelten bir formül sunmaktadır. Yeni para politikası çerçevesine geçilmeden önceki dönemde maliyet etkisine göre düzeltilmiş ZK oranları düzeltilmemiş oranlara göre çok daha düşüktür. Buna göre 2010 yılının Kasım ayındaki TL ZK artışı faiz ödemesinin durdurulmasının da etkisiyle pratikte çok daha yüksek hesaplanmaktadır.

Çalışma ikinci olarak TCMB tarafından 21 Ekim 2014'de duyurulan ZK faizi sisteminin detaylarını ve olası etkilerini tartışmaktadır. Çeşitli nedenlerle Türkiye'deki sistemin standart uygulamadan farklı etkileri olabilecektir. Öncelikle Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) nedeniyle faiz ödemesinin etkisi sadece ZK kaynak maliyeti üzerinde değil, aynı zamanda bankaların TL/döviz likidite dengesi üzerinde olabilecektir. Ayrıca faiz ödemesinin çekirdek yükümlülük oranına bağlı olarak banka bazında farklılık göstermesi uygulamanın makro-ihiyati politikalar çerçevesinde değerlendirilebilmesini sağlamaktadır. Türkiye'deki mevcut yapı çerçevesinde uygulamanın mevduat faizleri üzerindeki beklenen etkisi yukarı yönlü iken, kredi faizleri üzerindeki etkisi ters yönlü çalışan iki aktarım kanalı nedeniyle belirsizdir.

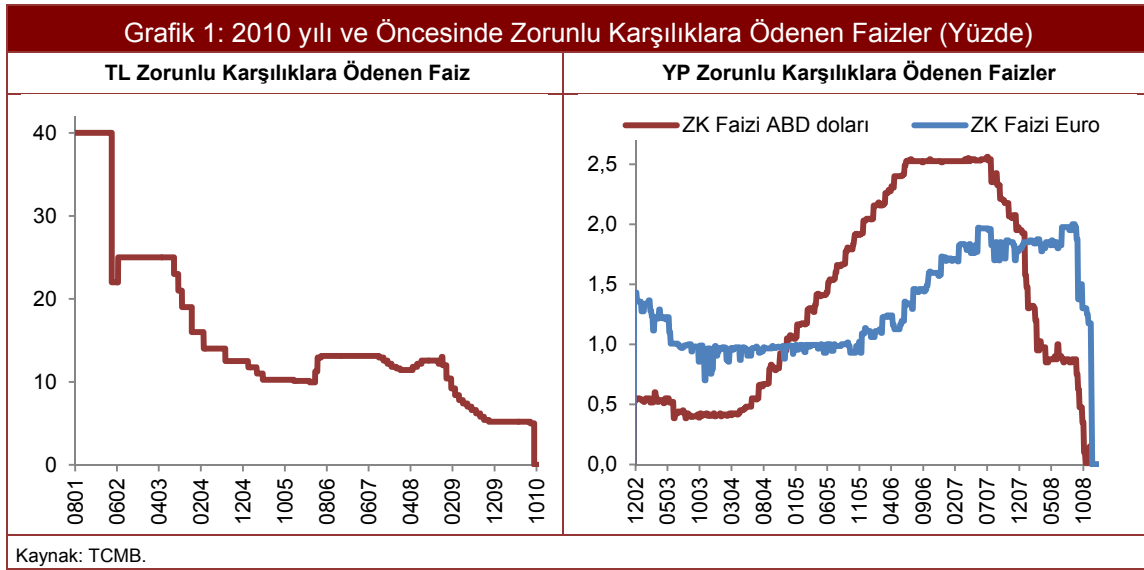
Çalışmada son olarak piyasa oyuncularının yeni politika uygulamasını etkin ve doğru bir şekilde algılayıp algılamadığı incelenmektedir. Bu çerçevede yeni ZK faizi duyurusunun ardından bankaların hisse senedi fiyatlarının davranışı analiz edilmektedir. Bulgular piyasaların yeni politika uygulamasını etkin bir şekilde fiyatladığını göstermektedir. Çekirdek

⁶ Bakınız Gray, 2011.

yükümlülük oranı yüksek bankaların hisse senedi fiyatları duyuru sonrasında daha hızlı artmaktadır.

2. Zorunlu Karşılık Oranlarının Faiz Ödemesinden Doğan Maliyet Etkisine Göre Düzeltilmesi

Türkiye’de 2001 yılının Ağustos ayından itibaren yürürlükte olan TL ZK’ya faiz ödenmesi uygulaması Ekim 2010’da; Aralık 2002’den itibaren yürürlükte olan YP ZK’ya faiz ödenmesi uygulaması ise Aralık 2008’de kaldırılmıştır. TL ZK’ya ödenecek faiz oranı bir dönem TL mevduat ağırlıklı ortalama faiz oranı, sonraki dönemlerde ise TCMB’nin borç alma faiz oranı baz alınarak hesaplanmıştır. YP ZK’ya ödenecek faiz oranı ise uluslararası piyasalarda oluşan bankalararası faizler baz alınarak hesaplanmıştır. Genel uygulamaya göre ödenen ZK faizi piyasa faizlerinden belli bir oranda düşük tutulmuştur. Yukarıda bahsi geçen dönemlerde TL ve YP ZK’ya ödenen faiz oranları Grafik 1’de sunulmaktadır.



Yukarıda da bahsedildiği üzere ZK’ya faiz ödenmesi ZK’nın finansal kuruluşlara olan maliyetini değiştirmektedir. Bu çerçevede, ZK politikalarının etkilerini analiz etmeyi amaçlayan ekonometrik çalışmaların bankaların efektif olarak maruz kaldığı ZK oranını kullanmalarının daha uygun olduğu düşünülmektedir. Aşağıda da bahsedileceği gibi faiz maliyeti ile düzeltilen ZK oranları düzeltilmemiş ZK oranlarına göre hem daha hareketli hem de seviye olarak çok farklı olabilmektedir.

ZK’nın faiz ödemesinden doğan maliyet etkisine göre düzeltilmesi için aşağıda bir formül türetilmiştir. ZK oranının sıfırdan farklı olması durumunda banka topladığı fonların (örneğin mevduat hacmi) tamamını krediye dönüştürememektedir. Bu durum birim mevduatın

maliyetinin mevduata ödenen faizden daha yüksek olmasına neden olmaktadır. ZK'ya faiz ödenmemesi durumunda banka açısından birim mevduatın maliyeti

$$\frac{\text{Mevduat Faizi}}{1 - \text{ZK Oranı}}$$

olmaktadır.⁷ ZK'ya faiz ödenmesi durumunda ise maliyet

$$\frac{\text{Mevduat Faizi} - \text{ZK Oranı} * \text{ZK Faizi}}{1 - \text{ZK Oranı}}$$

olarak değişmektedir. Bu maliyetlerden yola çıkılarak ZK'yı faiz ödemesinin maliyet etkisine göre düzeltebilmek için aşağıdaki denklik kullanılmıştır:

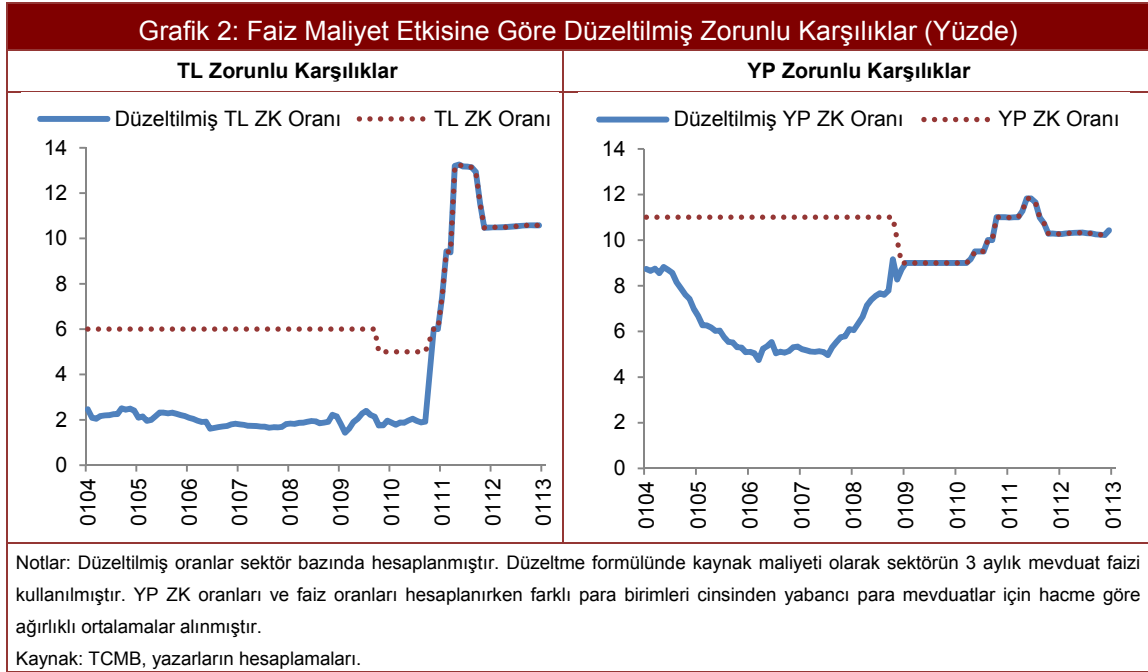
$$\frac{\text{Mevduat Faizi}}{1 - \text{Düzeltilmiş ZK Oranı}} = \frac{\text{Mevduat Faizi} - \text{ZK Oranı} * \text{ZK Faizi}}{1 - \text{ZK Oranı}}$$

Düzeltilmiş ZK oranı eğer faiz ödemesi olmasa idi bankaların maliyet açısından faiz ödenen durum ile aynı koşulda olmalarını sağlayacak ZK oranı olarak açıklanabilir. Bu çerçevede düzeltilmiş ZK oranı aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir:

$$\text{Düzeltilmiş ZK Oranı} = 1 - \frac{1 - \text{ZK Oranı}}{1 - \text{ZK Oranı} * \left(\frac{\text{ZK Faizi}}{\text{Mevduat Faizi}}\right)}$$

Grafik 2 faiz ödenen dönemde ZK oranlarını maliyet etkisine göre düzeltilmiş olarak raporlamaktadır. Burada iki önemli faktör göze çarpmaktadır. Birincisi ZK'ya faiz ödenen dönemlerde düzeltilmiş ZK oranlarının düzeltilmemiş ZK oranlarına göre çok daha düşük olmasıdır. Bu farklılık TL ZK için 4 puana, YP ZK için ise 6 puana kadar çıkmaktadır. Bir başka deyişle ZK faizi ödenen dönemde bankaların maruz oldukları ZK maliyeti çok daha düşüktür. Nitekim TCMB'nin yeni politika bileşimini uygulamaya başladığı 2010 yılının Kasım ayında TL ZK oranındaki artışın da düzeltilmiş ZK oranı dikkate alındığında çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Bunun nedeni TL ZK oranının artırılmasının hemen öncesinde TL ZK'ya faiz ödemesinin durdurulmasıdır. Düzeltilmiş ZK oranı dikkate alındığında Kasım 2010'daki ZK artışının efektif olarak yaklaşık 3 puan daha yüksek olduğu görülmektedir. Dikkat çeken ikinci faktör ise faiz ödemesi olan dönemde düzeltilmemiş ZK oranlarında fazla değişiklik gözlenmezken düzeltilmiş ZK oranlarının faiz ödemelerindeki seyre bağlı olarak değişmesi ve daha hareketli görünmesidir.

⁷ Formül oluşturulurken bankaların mevduat faizinin pasiflerinde yer alan fonların maliyeti açısından iyi bir göstere olduğu varsayılmıştır.



2011 yılının sonunda uygulamaya konan ve aşamalı olarak geliştirilen ROM, TL ZK'nın %60'ına kadar olan kısmının döviz, %30'una kadar olan kısmının ise altın olarak tutulmasına olanak sağlamaktadır. ROM'un devrede olduğu bir sistemde bankaların TL ZK tutma maliyeti sadece TL kaynakların değil YP kaynakların maliyetine de bağlı olacaktır. Ayrıca 2011 yılından bu yana ZK'nın vadeye göre farklılaştırılması, ROM kullanım oranlarının banka bazında değişmesi ve yeni uygulamaya konan ZK faizi sistemine göre faiz ödemesinin çekirdek yükümlülük oranına bağlı olması nedenleriyle maliyet etkisine göre düzeltilmiş ZK oranı hesabı için banka bazında hesaplama yapılması gerekmektedir. Bu çerçevede ZK oranlarının maliyet etkisine göre düzeltilmesinde basit varsayımlar ve kamuya açık veriler yeterli görünmemektedir.

3. TCMB Tarafından Duyurulan Yeni Zorunlu Karşılık Faizi Sistemi ve Olası Etkileri

21 Ekim 2014 tarihli TCMB basın duyurusunda sunulan çerçevede TCMB'nin TL ZK'ya uygulanacak faizi bankaların çekirdek yükümlülük oranına (mevduat ve özkaynağın kredilere oranı)⁸ bağlı makro-ihtiyati bir araç olarak kullanması planlanmıştır. Bu çerçevede ZK faizi

⁸ Kasım ve Aralık aylarında tüm bankalara aynı oranda (TCMB ortalama fonlama faizi eksi 700 baz puan) faiz ödenmiş, faiz oranının çekirdek yükümlülük oranına göre farklılaştırılması uygulamasına ise 2015 yılından itibaren başlanmıştır. Zorunlu karşılığa tâbi kuruluşlar "mevduat ve katılım bankaları", "kalkınma ve yatırım bankaları" ve "finansman kuruluşları" olarak üç gruba ayrılmakta, her bir grup için çekirdek yükümlülük oranı hesaplanmaktadır. Zorunlu karşılığa tâbi bir kuruluşun çekirdek yükümlülük oranı ait bulunduğu gruba ilişkin oranının altında kalırsa o kuruluşun TL karşılıklarına ortalama fonlama faizi eksi 700 baz puan, üstünde kalırsa ortalama fonlama faizi eksi 500 baz puan düzeyinde ZK faizi ödenmektedir. Söz konusu oranın hesaplanmasında bankalararası mevduat ve resmi mevduat hariç tutulmaktadır. Diğer detaylar için bakınız TCMB (2014a).

banka bazında farklılaştırılarak bankaların kaynak olarak yurtdışı borçlanma yerine mevduatı ve bankaların kendi kaynaklarını kullanmalarını özendirmek amaçlanmıştır. Bu politikanın bankacılık sektörünün mevcut sağlıklı yapısının daha da güçlendirilmesi açısından finansal istikrara katkı vermesi hedeflenmektedir. Ayrıca söz konusu politikanın yurtdışı tasarrufun desteklenmesi ve dengeli ekonomik büyüme açısından olumlu etkileri olacağı tahmin edilmektedir. Yurtdışı tasarrufların teşvik edilmesi Türkiye'nin yapısal sorunlarından biri haline gelen cari açık probleminin hafifletilmesinde rol oynayabilecektir.

2011 yılının sonunda uygulamaya konan ROM kapsamında tutulacak döviz ve altın miktarı bankaların inisiyatifinde olduğundan bu mekanizmanın yurtdışı şoklar karşısında otomatik dengeleyici özelliğine sahip olması beklenmektedir. ROM'un güçlü sermaye girişleri yaşanan dönemlerde bankacılık sisteminin dolayısıyla ülkenin döviz ve altın rezervlerini güçlendirmek gibi bir fonksiyonu da vardır. Söz konusu mekanizma hızlı sermaye girişinin yurtdışı krediye dönüşümünü yavaşlatarak dengeli büyümeye katkı sağlamaktadır. Nitekim mekanizmanın devreye girdiği tarihten 2013 yılının ortalarına kadar geçen dönemde yurtdışından hızlı sermaye girişi yaşanan dönemlerde bankaların ROM imkânını yüksek oranlarda kullandıkları görülmektedir. Güçlü sermaye çıkışları yaşanan dönemlerde ise yurtdışı kaynak maliyetinin görece olarak artması ve ROM kullanımının azalması beklenmektedir. 2013 yılının ortasında Fed'in para politikalarında normalleşme sinyali vermesi sonrasında gelişmekte olan ülkelere yüklü sermaye çıkışları başlamıştır. Ancak uluslararası finansal piyasalardaki çalkantılara rağmen Türk bankacılık sisteminin güçlü yapısı sayesinde sektörün borç döndürme oranları %100'ün üzerinde seyretmiştir. Bu dönemde yurtdışından kaynak bulmanın maliyeti artmış ancak TCMB'nin sıkı ve temkinli para politikasının da etkisiyle kısa vadeli TL faizler görece olarak yüksek seyretmeye devam etmiştir. Kısacası Türk bankacılık sistemi ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini kullanmaya ihtiyaç duymamış ve sermaye girişlerinin zayıf seyrettiği son dönemde ROM kullanım oranlarında kayda değer düşüşler yaşanmamıştır.

Yukarıda bahsedildiği üzere ROM'un uygulanmaya başlandığı tarihten bu yana Türk bankalarının yurtdışından kaynak bulma konusunda sıkıntı yaşamamaları ve YP kaynak maliyetlerinin TL kaynak maliyetine göre avantajlı yapısını koruması nedeniyle söz konusu imkân bankacılık sistemi tarafından yaygın bir şekilde kullanılmaya devam etmiştir. 21 Ekim tarihli TCMB duyurusunda belirtildiği üzere TL ZK faizi bankaların TL kaynak maliyeti açısından önemli bir gösterge olan TCMB ortalama fonlama faizi ile birebir hareket edecektir. Bu mekanizma sayesinde TL zorunlu karşılığın bankalara maliyeti büyük ölçüde

sabitlenecektir. Bu durumda, ROM kullanımını daha çok yabancı para kaynak maliyetine bağlı olacak ve ROM'un otomatik dengeleyici özelliği güçlenecektir.⁹

ROM'un devrede olduğu bir sistemde TL ZK'ya faiz ödenmesinin hem maliyet hem de döviz/TL likidite dengesi üzerinde etkisi olacaktır. Başabaş rezerv opsiyonu katsayıları (ROK) bankaların TL ZK yükümlülüklerini TL veya döviz cinsinden tutma konusunda kayıtsız kaldıkları oranı ifade etmektedir.¹⁰ ZK faizi ödemesinin miktarına da bağlı olarak başabaş ROK'un TL kaynaklar lehine değişmesi ile birlikte bankaların ROM imkânını daha az kullanmaya başlamaları beklenmektedir. Bu çerçevede piyasadaki döviz likiditesinin artması, TL likiditesi ihtiyacı doğması ve bankaların TL mevduata ödedikleri faizleri artırması beklenmektedir. Böylece TCMB'nin ZK faizi uygulaması başta TL cinsi tasarruflar olmak üzere yurtiçi tasarrufu üç farklı şekilde teşvik edebilecektir: (i) Bankaların TL ZK maliyetini azaltarak kârlılıklarını düşürmeden daha yüksek mevduat faizi ödeyebilmelerine imkân sağlayarak; (ii) ZK faizi oranı bankaların çekirdek kaynak kullanımına bağlı olduğundan bankaların yurtiçinden mevduat toplamasını daha avantajlı hale getirerek; (iii) ROM kapsamında tutulan dövizlerin görece maliyet avantajını düşürüp bankaların döviz cinsinden borçlanmak yerine TL cinsinden borçlanmasını avantajlı hale getirerek.

Özetle uygulama nedeniyle bankaların daha yüksek mevduat faizleri belirlemesi sayesinde uygulamanın yurtiçi tasarruf üzerindeki etkisinin pozitif yönde olması beklenmektedir. Ancak krediler üzerindeki etkinin yönü bilinmemektedir. Yeni ZK faizi uygulaması kredileri ters yönde çalışan iki kanaldan etkileyebilecektir: (i) Bankaların TL ZK maliyetini ve dolayısıyla bankalardan kredi kullananlara yansıtılan maliyeti azaltarak; (ii) Çekirdek yükümlülük oranına göre ZK faizi oranı bankaların kredi hacmine ters orantılı olarak belirlendiği için bankaların yüksek miktarda kredi açmalarını dezavantajlı hale getirerek.

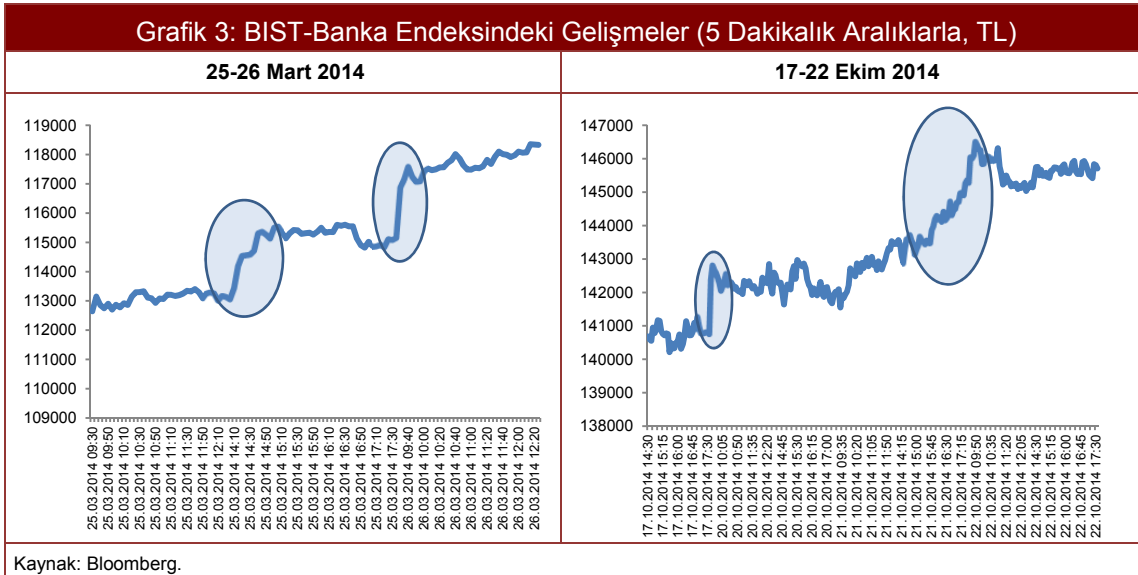
Bu çerçevede uygulamanın mevduat faizlerini artması beklenirken kredi faizlerini hangi yönde etkileyeceği belirsizdir. Son olarak, TL ZK tutmanın kaynak maliyetinin kısmen de olsa telafi edilmesi bankaların kârlılığına olumlu yönde etki edebilecektir. Yeni ZK faizi duyurusunun bankaların hisse senedi fiyatlarını artırması; bu artış oranının da bankaların çekirdek yükümlülük oranlarına bağlı olarak banka bazında farklılaşması beklenmektedir.

⁹ Aslaner ve diğerleri (2014) sermaye hareketlerine karşı TCMB'nin verdiği (sermaye çıkışlarında artış, sermaye girişlerinde azalış şeklindeki) sistematik faiz tepkisinin ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini sınırlayabileceğini belirtmektedir. Çalışmada, ROM kullanımının bankaların TL kaynak maliyetine (başta TCMB'nin ortalama fonlama faizine) oldukça duyarlı olduğu bulunmaktadır. Bu çerçevede TL ZK'nın TL kaynak maliyetinin sabitlenerek ROM'un yurtdışı şoklar karşısındaki otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilebileceği ifade edilmektedir.

¹⁰ ROM ve başabaş ROK'un hesaplanmasına ilişkin detaylar için bakınız Küçüksaraç ve Özel (2012) ve Alper ve diğerleri (2012).

4. Zorunlu Karşılık Faizi Uygulamasına İlişkin Duyurunun Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi

ZK'ya faiz ödenmesine başlanması temel olarak iki aşamada gerçekleştirilmiştir. Öncelikle Mart 2014'te ZK'ya faiz ödenmesinin hukuki altyapısı oluşturulmuş, Ekim 2014'te ise uygulamaya geçilmiştir. 25 Mart 2014 tarihinde saat 14:00'de yayımlanan PPK toplantı özetinde gerekli görüldüğünde ZK'nın Türk lirası olarak tutulan kısmına faiz ödenebileceğinden bahsedilmiştir (TCMB 2014b). 26 Mart 2014 sabahında ise ZK'ya faiz ödenmesine ilişkin değişiklik Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Yukarıda da bahsedildiği üzere, ZK faizi uygulamasına geçileceğinin kamuoyuna duyurulmasının ardından halka açık bankaların hisse senedi fiyatlarında artış olması beklenir. Nitekim 25 ve 26 Mart 2014 tarihlerindeki haberlerin ardından BIST-Banka endeksi artış göstermiştir (Grafik 1). 18 Ekim Cumartesi günü ise Merkez Bankası Başkanı'nın bir konferans sırasında yaptığı sunumda yeni ZK sistemine ilişkin bazı genel prensipler paylaşılmış, sistemin detaylarının 21 Ekim Salı günü açıklanacağı belirtilmiştir. Başkanın konferans konuşması öncesinden (17 Ekim Cuma akşamı) duyurunun yapıldığı günün (21 Ekim) akşamına kadar BIST-Banka endeksi artış eğilimi göstermiştir. Asıl artışlar 20 Ekim Pazartesi sabahında ve 21 Ekim öğleden sonrasında olmuştur. Söz konusu gelişmeleri görsel olarak değerlendirmek açısından Grafik 3'te söz konusu haberler sonrasındaki fiyat hareketleri daire içine alınmıştır.



Tablo 1 söz konusu dönemler için BIST-100 ve BIST-Banka endekslerindeki artışları rakamsal olarak raporlamaktadır. Bunlara ek olarak gelişmeleri görsel olarak değerlendirmek amacıyla aynı zaman diliminde açık olan dört ülkenin borsa endekslerinin getirileri de sunulmaktadır. Bölge ülkelerinin risk primi gelişmeleri tabloda VSTOXX ile gösterilmektedir.

ZK faizi ödemesinin ilk kez gündeme getirildiği (25 Mart saat 14:00) ve hukuki altyapısının oluşturulduğu (26 Mart sabahı) dönem olan 25 Mart'taki birinci seans sonundan 26 Mart'taki birinci seans sonuna kadar geçen dönemde BIST-100 endeksi BIST-Banka endeksi önderliğinde yükseliş göstermiştir. Bu dönemde risk primi de düşmekle birlikte BIST aynı zaman dilimindeki diğer ülkelerin borsalarına göre daha iyi performans göstermiştir.

Tablo 1. BIST-100, BIST-Banka, Diğer Ülke Hisse Senedi Piyasalarının Getirileri ve Risk Primi (Yüzde Değişim)

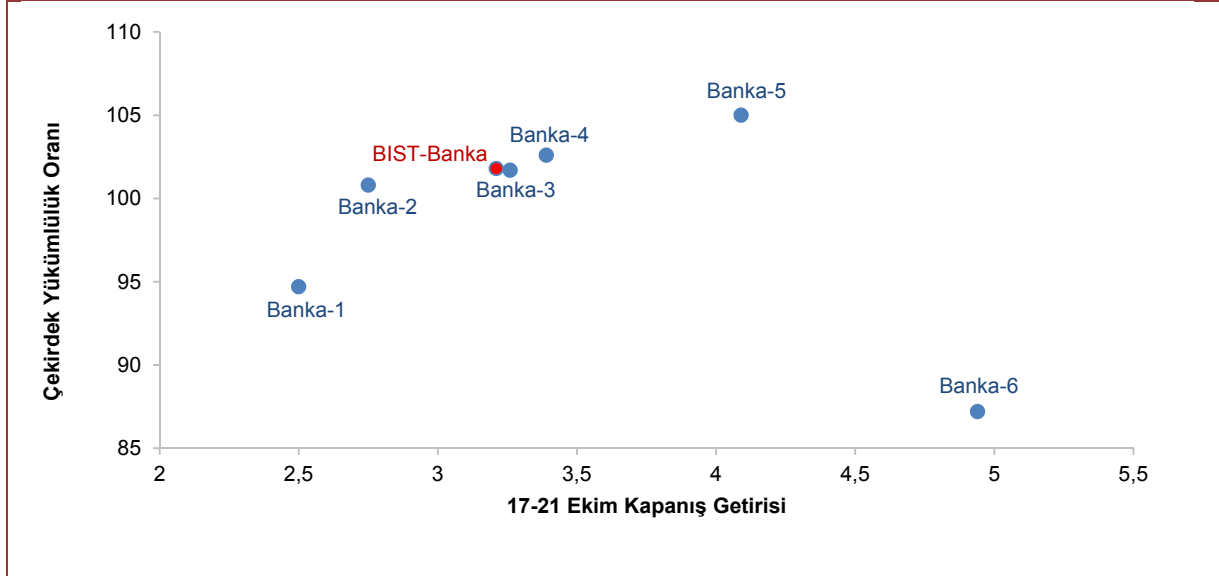
	25 Mart 1. Seans Kapanış-26 Mart 1. Seans Kapanış	17 Ekim Kapanış-20 Ekim Açılış	21 Ekim 2. Seans	17 Ekim Kapanış-21 Ekim Kapanış
BIST-100	2,82	0,84	0,89	2,80
BIST-Banka	4,66	1,15	1,26	3,21
G. Afrika	1,02	0,30	0,62	1,59
Polonya	1,60	0,37	0,74	1,06
Macaristan	0,44	-0,46	0,03	-1,38
Çek Cumhuriyeti	0,84	0,33	-0,06	1,32
VSTOXX	-6,21	1,93	-0,44	-9,05

Nottlar: VSTOXX, Euro Stoxx 50 Endeksi'nin volatilité beklentisi göstergesi olup, Avrupa ülkelerinin borsalarına ilişkin riskliliği yansıtmaktadır.
Kaynak: Bloomberg.

Başkanın konferans konuşmasını yaptığı hafta sonundaki gelişmeleri yansıtan 17 Ekim'deki kapanıştan 20 Ekim'deki açılışa kadarki hesaplamalara göre bu dönemde bölge borsa endekslerinin risk primindeki yükselişe rağmen BIST-100 endeksi bankacılık sektörü liderliğinde artmıştır. Diğer ülkelerin borsa endekslerinde ise genel bir artış olmayıp, artan endekslerin performansı BIST'in çok gerisinde kalmıştır. 21 Ekim'deki duyurunun yapıldığı öğleden sonra ise uluslararası risk iştahı biraz artmış ancak duyuru sayesinde BIST-100 yine BIST-Banka endeksinin öncülüğünde aynı zaman dilimindeki ülkelere göre daha iyi performans göstermiştir. Tablo 1'deki son sütun ise Merkez Bankası Başkanı'nın konferans konuşmasının hemen öncesinden 21 Ekim'deki kapanışa kadar geçen dönemdeki getirileri raporlamaktadır.

Grafik 4, 17-21 Ekim 2014 tarihleri arasında çekirdek yükümlülük oranı yüksek bankaların getirilerinin genellikle daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Hisselerinin Hazine'ye devrini içeren kanun tasarısı nedeniyle bir kamu bankasının (Banka-6) hisse senedi getirisi diğer bankalardan pozitif yönde ayrılmıştır. Söz konusu dönemde BIST'teki diğer bankaların hisse senedi fiyatlarının genel endeksten ayrışmasına yol açacak benzer başka bir haber göze çarpmamaktadır.

Grafik 4. Seçilmiş Bankalar için Çekirdek Yükümlülük Oranı ve Hisse Getirisi (Yüzde)



Not: Sektör toplamı tüm mevduat ve katılım bankalarını içermektedir. Çalışmanın yayımlandığı sırada üçüncü çeyrek bilanço verileri mevcut olmakla birlikte çalışmada Ekim ayındaki piyasa tepkisi analiz edildiğinden bu tarihte mevcut olan ikinci çeyrek bilançoları kullanılmaktadır. 21 Ekim tarihindeki duyuruya göre çekirdek yükümlülük oranının hesaplanmasında ilgili çeyrek içindeki ayların ortalaması alınacaktır. Bu çerçevede 2014 ikinci çeyrek hesaplamasında Nisan, Mayıs ve Haziran aylarına ilişkin verilerin kullanılması gerekmektedir. Ancak burada piyasa tepkisi incelendiğinden kamuya açık çeyreklik bilanço verilerinin kullanılması tercih edilmiştir. Ekim 2014 itibarıyla BIST'te 15 banka mevcut olup, çalışmada analiz edilen dönemlerde hisseleri 5 dakikalık aralıklarla işlem gören 6 banka seçilmiştir. Analizlerin yapıldığı dönemlerde BIST'teki diğer bankalar için işlem sayısı az ve hacmi düşük olup veri kopuklukları mevcuttur. Ek olarak, seçilen bankaların BIST-Banka endeksi içindeki ağırlıklarının toplamı yüzde 96,4'tür.

Kaynak: Bloomberg, Türkiye Bankalar Birliği ve yazarların hesaplamaları.

5. Sonuç

Bu çalışma öncelikle standart bir sistemde zorunlu karşılık oranlarının faiz ödemesinin maliyet etkisine göre düzeltilmesi için bir yöntem sunmakta ve zorunlu karşılık uygulamalarının bankacılık sistemi üzerindeki etkilerini analiz etmeyi amaçlayan çalışmalarda düzeltilmiş serinin kullanılmasını önermektedir. Çalışmada daha sonra 21 Ekim 2014'te duyurulan yeni zorunlu karşılık faizi uygulamasının detayları ve olası etkileri; son olarak da söz konusu duyurunun hisse senedi fiyatlarına yansımaları tartışılmaktadır.

Söz konusu uygulama çerçevesinde TL zorunlu karşılık faizi ve TCMB ortalama fonlama faizi birlikte hareket edecektir. Böylece TL zorunlu karşılığın bankalara maliyetinin de büyük ölçüde sabitlenmesi ve ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin güçlenmesi beklenmektedir. Uygulamanın mevduat faizleri üzerindeki beklenen etkisi yukarı yönlü iken kredi faizleri üzerindeki etkisi belirsizdir. Ayrıca bulgular piyasaların uygulamaya ilişkin duyuruyu etkin bir şekilde fiyatladığını göstermektedir.

Kaynakça:

- Alper, K., Kara, H.A. ve Yörükoğlu, M. (2012). “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, TCMB Ekonomi Notu, 12/28.
- Aslaner, O., Çıplak, U. Kara, H. ve Küçüksaraç D. (2014). “Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?”, TCMB Çalışma Tebliği, 14/38.
- Gray, S. (2011). “Central Bank Balances and Reserve Requirements”, IMF Working Paper, WP/11/36.
- Kraft, E. ve Galac, T. (2014). “Macroprudential Regulation of Credit Booms and Busts-The Case of Croatia” World Bank Policy Research Working Paper, 5772.
- Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, TCMB Çalışma Tebliği, 12/32.
- Medina, J.P., ve Roldos, J. (2014) “Monetary and Macroprudential Policies to Manage Capital Flows”, IMF WP/14/30.
- Montoro, C. ve Moreno, R. (2011). “The use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America”, BIS Quarterly Review, March.
- Reinhart, C.M. ve Reinhart, V.R. (1999). “On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems”, International Journal of Finance and Economics, 4(1), 27-54.
- TCMB (2014a). “Çekirdek Yükümlülükler Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu” <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2014/duy2014-72>.
- TCMB (2014b). “Para Politikası Kurulu Toplantı Özetine İlişkin Basın Duyurusu” <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2014/DUY2014-20>.

Ekonomi Notları, ekonomik gelişmelere dair tartışmalara zamanlı bir katkıda bulunmak ve TCMB bünyesinde Türkiye ekonomisi ve para politikası üzerine yapılan çalışmaların sonuçlarını kamuoyuyla paylaşmak amacıyla hazırlanan bir yayındır. Burada sunulan görüşler tamamıyla yazarlara aittir, dolayısıyla TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Burada yer alan metnin tamamının başka bir yerde yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması gerekmektedir. Görüş ve öneriler için:

*Editör, Ekonomi Notları, TCMB İdare Merkezi, İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06100, Ulus/Ankara/Türkiye.
E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr*