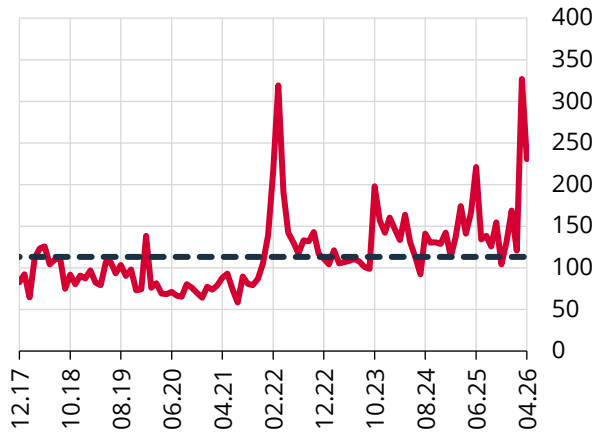


II. Küresel Finansal Görünüm

Son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmelere bağlı olarak küresel piyasalardaki oynaklık artmış, jeopolitik risk ve volatilité endeksleri tarihsel ortalamalarının üzerinde seyretmiştir.

Orta Doğu'da başlayan çatışma süreci ve ticaret tarifelerine ilişkin görünümdeki belirsizliğin devam etmesi nedeniyle küresel jeopolitik risk endeksi tarihsel ortalamasının üzerindeki seyrini korumuştur (Grafik II.1). Bununla beraber, jeopolitik gelişmeler ve küresel ticaret kaynaklı haber akışına bağlı olarak finansal piyasalardaki kırılganlıklar varlığını sürdürmüştür ve VIX volatilité endeksi tarihsel ortalamasının üzerine çıkmıştır (Grafik II.2). Nisan ayında savaşın seyrine yönelik olumlu haber akışlarıyla birlikte VIX endeksi tarihsel ortalamasına yakınsamıştır. Son dönemde yaşanan jeopolitik gelişmelerin küresel finansal koşullardaki sıkılaşıma ihtimalini canlı tuttuğu, küresel ekonomik görünümü zayıflattığı ve risk iştahı üzerinde baskı yarattığı değerlendirilmektedir.

Grafik II.1: Küresel Jeopolitik Risk Endeksi (Endeks)

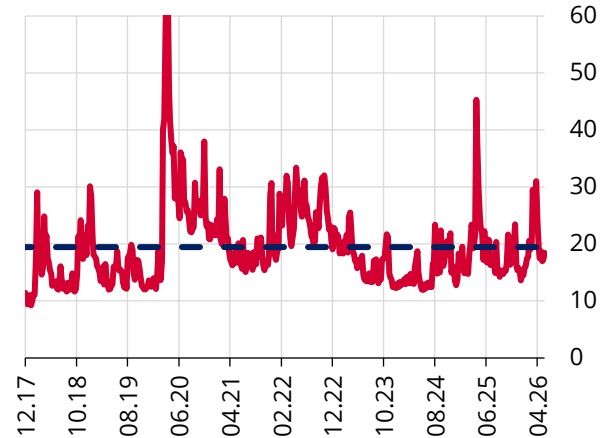


Kaynak: Caldara & Iacoviello (2022)

Son Gözlem: 04.26

Dipnot: Kesikli çizgiler, 12.17-12.25 dönemi ortalamasını göstermektedir.

Grafik II.2: VIX Volatilité Endeksi (Endeks)

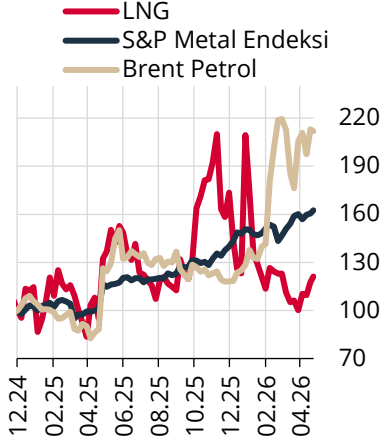


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

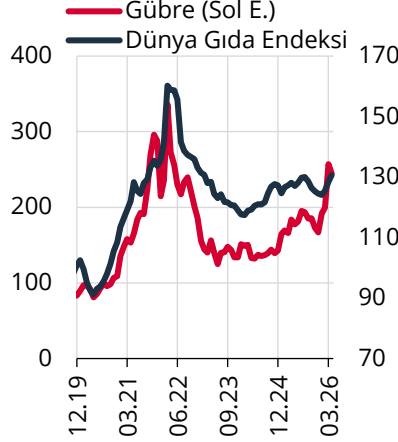
Petrol ve türevi ürün fiyatları jeopolitik gelişmeler nedeniyle yükselmiştir.

Brent petrol fiyatı, küresel büyüme görünümündeki zayıf seyre rağmen, Orta Doğu'da yaşanan gerilimler sonrasında enerji arzına ve güvenliğine yönelik belirsizlikler nedeniyle yukarı yönde ivmelenmiştir (Grafik II.3). Uluslararası gıda fiyatları arz koşullarındaki iyileşmeye bağlı olarak ılımlı seyretse de, ticaret tarifelerindeki belirsizlik, iklim koşulları ile enerji ve gübre maliyetlerinde son dönemki artış nedeniyle yukarı yönlü riskler canlılığını korumaktadır (Grafik II.4). Değerli metal fiyatları ise belirsizlik ortamında artan likidite ihtiyacı nedeniyle bir miktar gerilese de ticaret politikalarındaki belirsizlik, merkez bankalarının talebinin devam etmesi ve jeopolitik risklerin canlı kalması nedeniyle değerli metal fiyatlarında yukarı yönlü eğilim korunmuştur (Grafik II.5). Bu çerçevede, enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketin devam etmesi durumunda küresel enflasyon görünümü bozulabilecek ve özellikle enerji ithalatçısı ülkelerde finansal istikrar açısından kırılganlıkların artabilecektir.

Grafik II.3: Brent Petrol, Sıvı Doğalgaz ve Metal Endeksi (Endeks, 27.12.2024=100)

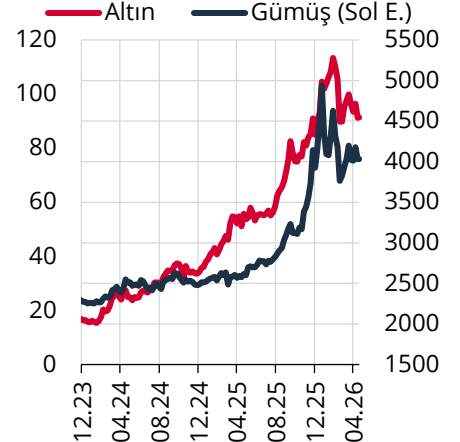
Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

Grafik II.4: Gübre ve Gıda Fiyat Endeksi (07.2010=100, Endeks)

Kaynak: FAO, Bloomberg

Son Gözlem: 04.26

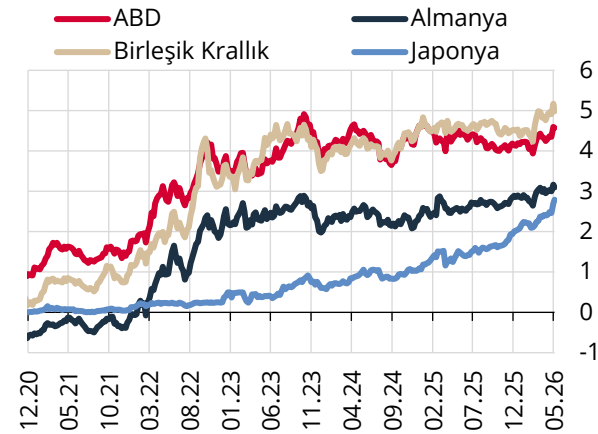
Grafik II.5: Altın ve Gümüş Fiyatı (Londra Külçe Fiyatı, Ons/ABD Doları)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

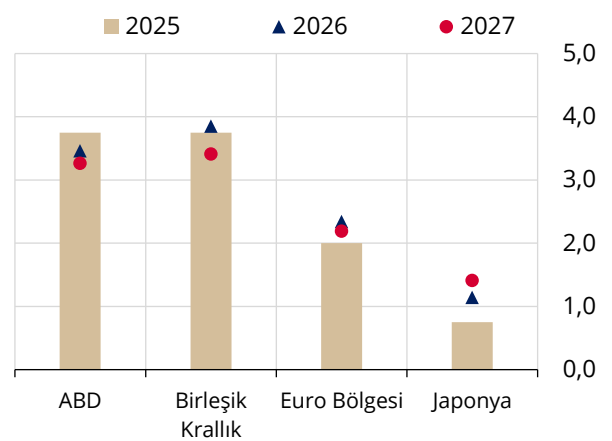
GÜ devlet tahvili getirileri, kamu borç dinamiklerine ilişkin kaygılar ile artan jeopolitik riskler ve para politikası duruşuna yönelik belirsizlikler nedeniyle yüksek seviyelerini korumaktadır.

Ticaret politikalarındaki belirsizliğe ve artan jeopolitik risklere bağlı olarak GÜ tahvil getirileri ılımlı oranda artmıştır. Küresel finansal ve politik endişelerin yanı sıra GÜ'lerde mali kırılganlıkların devam etmesi bu ülkelerin uzun vadeli tahvil getirileri üzerinde baskıya neden olmaktadır (Grafik II.6). Özellikle ABD'de kamu borç stokuna yönelik kaygılar, orta ve uzun vadede enflasyon beklentilerinin yeterince çıpalamaması ve Fed'in faiz indiriminde temkinli olacağı beklentisi nedeniyle ABD uzun vadeli tahvil getirileri yüksek seyrini sürdürmektedir. 2026 yıl sonu için politika faiz beklentileri ABD için sınırlı düşüş yönündeyken, Birleşik Krallık, Euro Bölgesi ve Japonya'da enflasyona yönelik yukarı yönlü riskler nedeniyle faiz artırımına işaret etmektedir (Grafik II.7).

Grafik II.6: GÜ'lerin Tahvil Getirileri (10 Yıllık, %)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

Grafik II.7: GÜ'lerin Politika Faiz Beklentileri (% Ağırlıklı Ortalama)

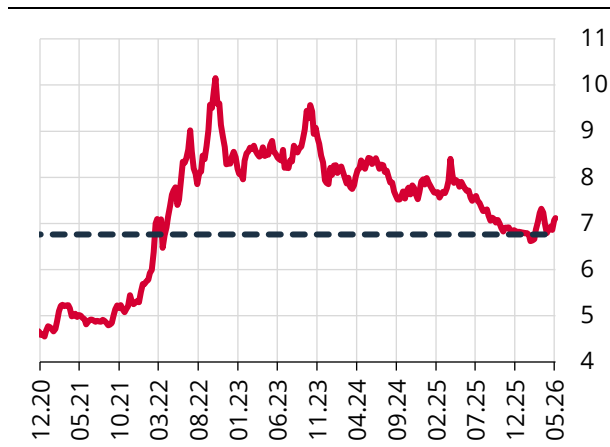
Kaynak: Bloomberg

Dipnot: Sütun grafikler, ilgili ülkelerin ya da bölgelerin 2025 yıl sonu gerçekleşen politika faizlerini ifade etmektedir. Noktalar, ilgili ülke ya da bölgelerin 2026 ve 2027 yıl sonu için politika faizi tahminlerinin ağırlıklı ortalamasını göstermektedir.

Küresel finansal koşullardaki sıkılığın artması, enerji piyasalarındaki belirsizliklerin sürmesi ve GOÜ'lere özgü kırılganlıkların etkisiyle GOÜ devlet tahvili getirileri tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmektedir.

Artan enerji fiyatları, ticaret politikalarına ilişkin belirsizlikler ve jeopolitik risklerdeki artış özellikle emtia ithalatçısı ve dış finansman ihtiyacı yüksek GOÜ'lerin kırılganlıklarına ilişkin yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Son dönemde, bu gelişmelere bağlı olarak GOÜ'lerin tahvil getirilerinde yükseliş görülmüştür (Grafik II.8). Buna karşılık, enflasyon görünümü görece iyileşen GOÜ'lerde politika faizi beklentileri yatay seyredirken, Rusya ve Brezilya gibi ülkelerde devam eden dezenflasyon sürecine bağlı olarak politika faizi beklentileri aşağı yönlü bir patikayı ima etmektedir (Grafik II.9). GOÜ'lerde kısa vadeli faiz beklentilerinde aşağı yönlü bir görünüm olsa da, dış finansman koşullarına duyarlılık, küresel risk iştahının dalgalı seyretmesi ve emtia fiyatlarındaki oynaklık bu ülkelerin tahvil getirileri ve politika faizleri üzerinde yukarı yönlü risk unsurlarıdır.

Grafik II.8: GOÜ Tahvil Getirisi (Endeks, %)

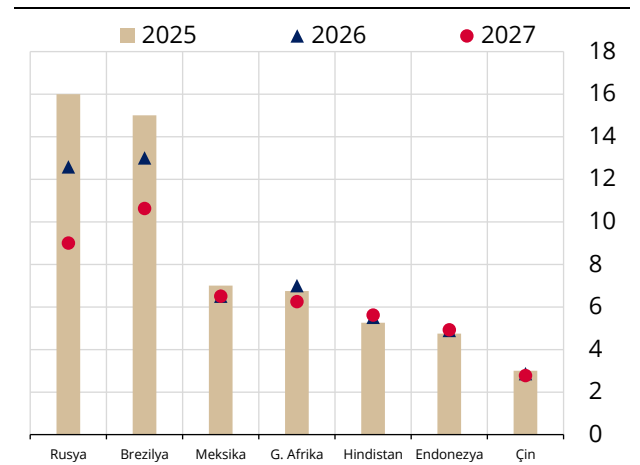


Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

Dipnot: JP Morgan EMBI Global Diversified endeksinden türetilen getiriler kullanılmıştır. Bu endeks, vade bitimine az 6 ay, en çok 2,5 sene kalan ve nominal değeri 500 milyon ABD dolarından büyük GOÜ devlet tahvillerini içermektedir. GOÜ'ler içinde Türkiye, Meksika, Endonezya, Çin, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan, Katar, Rusya, Filipinler, Brezilya, Şili, Peru, Panama, Umman, Malezya, Dominik Cumhuriyeti, Bahreyn, Kolombiya, G. Afrika, Mısır, Kazakistan, Uruguay, Nijerya ve Macaristan yer almaktadır. Kesikli çizgi, 2013–2021 dönemi ortalamasını göstermektedir.

Grafik II.9: GOÜ'lerin Politika Faiz Beklentileri (% Ağırlıklı Ortalama)

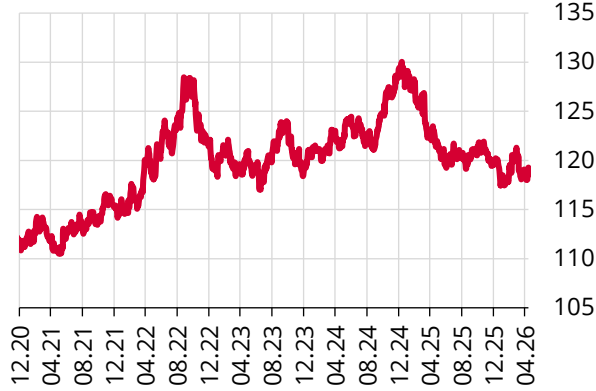


Kaynak: Bloomberg

Dipnot: Sütun grafikler, ilgili ülkelerin 2025 yıl sonu gerçekleşen politika faizlerini ifade etmektedir. Noktalar, ilgili ülkelerin 2026 ve 2027 yıl sonu için politika faizi tahminlerinin ağırlıklı ortalamasını göstermektedir.

Küresel risk iştahındaki dalgalanmaların etkisiyle GOÜ'lerin CDS primlerinde ve kur oynaklığında artış görülmüştür.

Jeopolitik gelişmeler, petrol fiyatlarında yaşanan arz şoku ve artan likidite ihtiyacı ile ABD dolarının güvenli liman talebi görmesi nedeniyle ABD doları bir miktar değerlenmiş, bu durum küresel finansal koşullarda sıkılaşmaya neden olmuştur (Grafik II.10). Bu durum GOÜ'lere yönelik genel risk algısını olumsuz etkilemiş, GOÜ'lerin CDS primleri yükselmiştir (Grafik II.11). Nisan ayında ateşkes görüşmelerinin başlamasıyla risk primlerinde gerileme olmakla birlikte, GOÜ'lerin küresel belirsizliklere bağlı oluşabilecek likidite şoklarına karşı duyarlılığı devam etmektedir.

Grafik II.10: ABD Dolar Endeksi (Nominal, Ocak 2006=100)

Kaynak: FRED

Son Gözlem: 15.05.26

Grafik II.11: GOÜ'lerin CDS Primleri (Ortalama, Baz Puan)

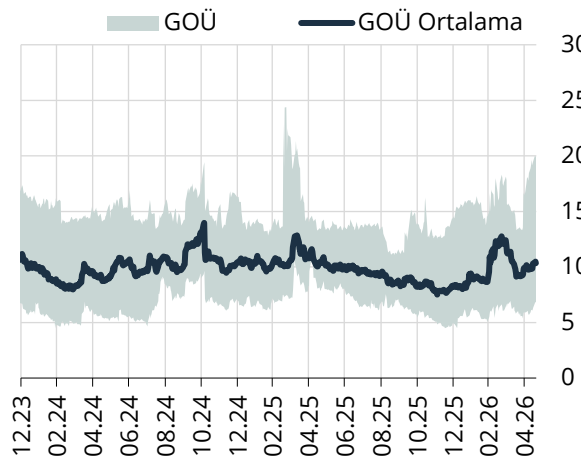
Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

Dipnot: GOÜ'ler içerisinde Türkiye, Brezilya, Kolombiya, Endonezya, Meksika, G. Afrika, Filipinler ve Şili yer almaktadır.

GOÜ'lere yönelik fon akımları küresel risk iştahındaki değişimlere bağlı olarak dalgalı seyretmektedir.

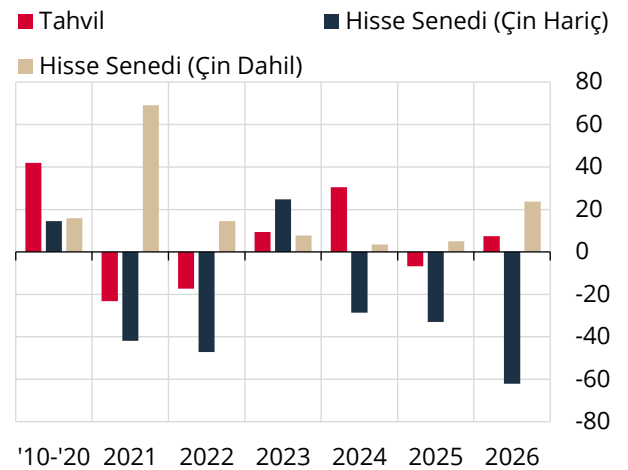
GOÜ para birimlerine ilişkin opsiyonların ima ettiği oynaklık da finansal sıkılaştırma ve ABD dolarının değerlendirilmesi gibi nedenlerle yukarı yönde hareket etmiştir (Grafik II.12). Devam eden küresel belirsizlikler kur oynaklığının yanı sıra GOÜ'lere yönelen fon akımlarını da etkilemiştir. Artan jeopolitik riskler ve GOÜ'lerin dış finansmana yönelik kırılganlıklarının sürmesi nedeniyle Çin hariç GOÜ'lerin hisse senedi ve tahvil piyasalarından fon çıkışı devam etmektedir (Grafik II.13). Bununla birlikte, fon akımlarında ülkeler arasında farklılıklar dikkat çekmektedir. Son dönemde enerji net ihracatçısı GOÜ'lerde net fon girişi gerçekleşmiş ve bu ülkeler diğer GOÜ'lere göre olumlu ayrılmıştır. Çin'e yönelik fon akımları Çin'in büyüme görünümü ve politika adımlarına duyarlı seyrederken, diğer GOÜ'lere yönelik portföy hareketlerinde ABD dolarının seyri, emtia fiyatları, ticaret politikalarındaki gidişat, GOÜ'lerin büyüme performansı ve jeopolitik riskler belirleyici olacaktır.

Grafik II.12: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (% , 1 Ay)

Kaynak: Bloomberg

Son Gözlem: 20.05.26

Dipnot: GOÜ'ler içerisinde Türkiye, Brezilya, Kolombiya, Endonezya, Meksika, G. Afrika, Filipinler ve Şili yer almaktadır.

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

Kaynak: IIF

Son Gözlem: 15.05.26

Dipnot: Sütunlar, ilgili yılda gerçekleşen toplam sermaye akımını göstermektedir. '10-'20 sütunları 2010-2020 dönemi ortalamasıdır. 2026 yılı verisi son gözlem tarihine kadar gerçekleşen sermaye akımlarının toplamını ifade etmektedir.

Kutu II.1: Jeopolitik Risklerin Kredi Piyasasına Etkileri

Özet: Bu çalışmada, jeopolitik risklerin kredi piyasası üzerindeki olası etkileri incelenmektedir. İlk aşamada ülkeler arası diplomatik konumlanmaya ilişkin göstergeler ve Türk firmalarının ihracat verileri birleştirilerek firma seviyesinde jeopolitik risklere olan maruziyeti ölçen yeni bir endeks geliştirilmektedir. İkinci aşamada ise mikro veriler kullanılarak jeopolitik risklerin bankaların kredi arz davranışını ne yönde şekillendirdiği araştırılmaktadır. Sonuçlar jeopolitik risklerden daha fazla etkilenmesi olası firmaların daha düşük montanda, daha yüksek faiz oranıyla ve daha kısa vadede kredi kullandığını göstermektedir. Bulgular, iktisadi dinamiklerin yanı sıra jeopolitik gelişmelerin de finansal istikrarı şekillendiren dışsal bir faktör olduğuna işaret etmektedir.

Küresel siyasi gelişmelerdeki belirsizlikler ve bölgesel çatışmalarla birlikte son dönemde jeopolitik risklerin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri önem kazanmıştır. Dönemsel siyasi şoklar, finansal aracılık süreçlerini kesintiye uğratarak firmaların finansmana erişim maliyetlerini artırmakta ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini zayıflatabilmektedir. Jeopolitik gelişmelerin kredi piyasasına yansımaları özellikle reel sektörün yatırım iştahı ve istihdam eğilimleri üzerinde ikincil olumsuz etkiler oluşturmaktadır. Yakın zamanda yapılan ampirik çalışmalar jeopolitik risklerin ve bölgesel çatışmaların kredi miktar ve koşullarında bozulmalar üzerinden küresel banka kredileri ve borçlanma kanallarının seyrini etkilediğini ve para politikasının aktarımını zorlaştırdığını göstermektedir (Avril ve diğ., 2025; De Haas ve diğ., 2025; Pradhan ve diğ., 2025; Emter ve diğ., 2026). Fakat bu çalışmalar, genellikle küresel bankacılık sistemine veya GÜ örneklerine odaklanmakta ve bankaların siyasi risklere olan hassasiyetleri üzerinden ilerlemektedir.

Bu kutuda ise jeopolitik şoklara yapısal açıdan daha açık bir gelişmekte olan piyasa örneği olarak Türkiye özelinde, Bölükbaş ve diğ. (2026) çalışmasının bulguları özetlenmektedir. Çalışmada, jeopolitik riske ilişkin ana akım göstergeler yerine mikro düzeydeki ihracat verilerini Birleşmiş Milletler (BM) nezdinde ülkelerin oylama eğilimleriyle birleştirilerek Türk firmalarının jeopolitik risklere olan duyarlılıklarını takip eden yeni bir endeks kullanılmaktadır. Bahse konu endeks her bir ihracatçı firma için zamana göre değişmekte ve firmaların ülkelerdeki jeopolitik risklere maruziyetine göre bir değer almaktadır. Çalışmanın ikinci aşamasında mikro düzeydeki kredi verilerini kullanarak 2009-2023 dönemi için söz konusu risklerin kredi arzı üzerindeki etkisi analiz edilmektedir. Bulgular, jeopolitik risk duyarlılığındaki artışın kredi arzını önemli ölçüde daralttığını göstermektedir. Risklere daha fazla maruz kalan firmalar, daha yüksek maliyetle ve daha düşük vadede borçlanmaktadır. Bulgular, finansal istikrarın sürdürülebilirliği açısından jeopolitik riskin de önemli bir dışsal risk faktörü olarak değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

Yöntem ve Veri

Çalışmamızda jeopolitik ilişkilere dair dışsal şoklar, ülkeler arasındaki diplomatik uyumu ölçen BM Genel Kurul oylama eğilimlerine dair verilere dayanmaktadır. İktisadi yazında bu yöntemle takip edilen politik gruplaşmaların büyüme, yatırım ve dış ticaret gibi iktisadi sonuçlar üzerindeki etkisini inceleyen güncel çalışmalar bulunmaktadır (Aiyar ve diğ., 2024; Javorcik ve diğ., 2024; Gopinath ve diğ., 2025). Analizlerimizde Bailey ve diğ. (2017) çalışmasında ülkelerin politik görüşleri için ham oylama verileri üzerinden üretilmiş olan “dinamik ideal nokta” tahminlerini kullanmaktayız. Bu yöntem, siyasi davranışların farklı dönemler arası karşılaştırılabilmesine ve değişen küresel gündemin etkisinden arındırılmasına olanak sağlamaktadır.

Metodolojik olarak yöntem, BM bünyesindeki karar tasarılarını birer “test sorusu” olarak kabul eden Bayeşçi Ordinal Madde Tepki Kuramı (Item Response Theory) modeline dayanmaktadır. Temel olarak her bir kararın ülkelerin siyasi tercihleri üzerinde hangi ölçüde ayırt edici ve zorlayıcı olduğu hesaplanmaktadır. Akabinde ülkelerin önceki dönemlerdeki konumları öncül bilgi (prior) olarak kullanılarak siyasi değişimler gürültüden arındırılmakta ve her ülkeye siyasi düzlemde bir ideal nokta skoru atanmaktadır. Artan değerler liberal ve küresel sistem yanlısı bir siyasi perspektifi yansıtırken, azalan puanlar ulusal egemenlik vurgusunun yüksek olduğu sistem karşıtı ve devletçi yapıları ifade etmektedir.

Çalışmanın ilerleyen aşamalarında ülkeler arasındaki jeopolitik mesafenin firma ölçeğine indirgenmesi ve mikroekonomik bir risk ölçütüne dönüştürülmesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda, Ticaret Bakanlığı tarafından sağlanan mikro düzeydeki dış ticaret istatistikleri ele alınmıştır. İhracatçı firmaların dış ticaret ağları dikkate alınarak, farklı ülkelerin her bir firmanın toplam ihracatı içindeki payı hesaplanmıştır. Firma-yıl boyutunda zaman içinde değişken jeopolitik risk endeksi (GPR) aşağıdaki formülasyon ile oluşturulmuştur:

$$GPR_{it} = \sum_{c \in C} \left(\frac{\text{İhracat}_{i,c,t}}{\text{Toplam İhracat}_{i,t}} \right) \times (\text{Mesafe}_{c,t}) \quad (1)$$

Bu gösterimde $\text{İhracat}_{i,c,t}$ i firmasının c ülkesine t döneminde gerçekleştirdiği ihracatın parasal miktarını ifade etmektedir. $\text{Mesafe}_{c,t}$ değişkeni ise Türkiye ve c ülkesi arasında t dönemindeki siyasi farklılaşmayı ölçmekte ve mutlak ideal nokta farklarının [0,1] değer aralığında ölçeklendirilmesiyle hesaplanmaktadır. Böylelikle ihracatçı firmalar için 2009-2023 dönemini kapsayan firma seviyesinde jeopolitik risk endeksi elde edilmektedir.

Jeopolitik şokların finansal aracılık faaliyetleri üzerindeki etkisini incelemek amacıyla, bu firmaların bankalarla olan borçlanma ilişkileri BDDK tarafından sağlanan mikro düzeydeki kredi verileri üzerinden takip edilmektedir. Banka-firma-yıl düzeyinde toplulaştırılan bu veriler 144.061 adet örneklem firmasının Türkiye’de faaliyet gösteren 57 banka ile kurduğu yaklaşık 1,9 milyon kredi ilişkisini içermektedir. Veri seti, borçlanma tutarlarının yanı sıra faiz oranı, vade, temerrüt durumu, kredi limiti ve teminat düzeyi gibi bilgileri de içermektedir. Ayrıca, firmaların mali durum ve operasyonel bilgileri Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB) idari kayıtlarından toplanırken, bankaların özellikleri BDDK’nın gözetim formlarından alınmıştır.

Firmaya özgü jeopolitik risklerin kredi arzı üzerindeki etkilerini ayırıştırmak için Degryse ve diğ. (2019) çalışmasına benzer bir yöntem takip edilmiştir. Detay olarak, firmaların zamana göre değişen kredi talebini etkileyebilecek sektörel döngülerin, bölgesel ekonomik şokların ve ölçek ekonomisinin kontrol edilmesi amaçlanmaktadır. Bu yaklaşım sektör, bölge, ölçek ve zaman boyutları üzerinden tanımlanan gruplarda yer alan firmaların (örneğin 2018 yılında İstanbul’da faaliyet gösteren orta ölçekli tekstil firmaları) benzer kredi talebi eğilimi sergilediği ve benzer makroekonomik şoklarla karşı karşıya kaldığı varsayılmaktadır. Bu kapsamda, aşağıda sunulan model yapısı kullanılmaktadır:

$$\ln(\text{Kredi}_{i,b,t}) = \beta * GPR_{i,t} + \delta_{i \times L \times S \times t} + \varepsilon_{i,b,t} \quad (2)$$

Bağımlı değişken olarak alınan $\ln(\text{Kredi}_{i,b,t})$ i firmasının b bankasıyla t yılında olan kredi ilişkisinin miktarını doğal logaritma cinsinden ifade etmektedir. $GPR_{i,t}$ değişkeni ise i firmasının t döneminde taşıdığı jeopolitik risk düzeyini tanımlamaktadır. Denklem (2)’nin tahmininde dörtlü düzeyde (sektör-bölge-büyükölçek-dönem) etkileşimli sabit etkiler kullanılmaktadır ($\delta_{i \times L \times S \times t}$). Sektör tanımı iki basamaklı NACE koduna, bölge tanımı NUTS-3 düzeyindeki il koduna, büyüklük tanımı GİB idari kayıtlarında yer alan firma büyüklüğü sınıflandırmasına (mikro, küçük, orta ve büyük firmalar), dönem tanımı ise gözlem yıllarına göre oluşturulmuştur. β katsayısı jeopolitik şoklardaki artışların banka kredi arzı üzerindeki marjinal etkisini temsil etmektedir. $\varepsilon_{i,b,t}$ stokastik hata terimidir. Standart hatalar firma düzeyinde kümelenmiştir.

Sonuçlar

Tahmin sonuçları Tablo II.1.1’de sunulmaktadır. Sütun (1)’de sektör-bölge-büyükölçek-dönem (ILST) sabit etkileri kontrol edilmiştir. Buna göre, firmaların jeopolitik risklere olan duyarlılığı ve toplam kredi arzı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmaktadır. Söz konusu etkinin ekonomik olarak da anlamlı olduğu değerlendirilmektedir. Jeopolitik risk endeksinde bir standart sapmalı artış (0,105) toplam kredi kullanımında yaklaşık yüzde 1,58 oranında bir daralmayı ima etmektedir. Sütun (2)’de benzer analiz TL cinsinden kredi kullanımı için tekrarlanmıştır. Bu sonuçlarda firmaların jeopolitik risklere duyarlılığının TL kredi arzı ile de negatif ilişkili olduğu gözlenmektedir.

Sütun (3)’te ise toplam kredi arzı ve jeopolitik riskler arasındaki ilişkiyi araç değişken tahmin yöntemini içeren alternatif bir ampirik tasarımla ölçmektedir. Bu kapsamda, Bartik tipi bir araç değişken tanımlanmıştır (Goldsmith-Pinkham ve diğ., 2020). Araç değişken türetmek için firmaların örneklem başlangıcındaki (2009 yılı) ihracat ülke payları sabit alınarak söz konusu ülkeler ile Türkiye arasındaki jeopolitik mesafe yine zamana göre değişecek şekilde çarpılmıştır. Analiz sonuçları daha dar kapsamlı bir

örnekleme dikkate alsa da jeopolitik şoklarla birlikte banka kredi arzında yaşanan istatistiki olarak anlamlı daralma bulgusunu desteklemektedir.

Tablo II.1.1: Tahmin Sonuçları

	(1) ln(Kredi)	(2) ln(TL Kredi)	(3) ln(Kredi)
GPR	-0,106***	-0,085***	-0,248**
Gözlem Sayısı	1.911.988	1.679.688	646.478
Tahminci	OLS	OLS	IV
ILST Sabit Etkiler	✓	✓	✓

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

Ek olarak, jeopolitik risklerin kredi daralmasıyla ilişkisini test ederken çeşitli sağlamlık analizleri yapılmıştır. Bankalar arası farklılaşmanın etkilerini dışlamak amacıyla banka sabit etkileri modele dâhil edilmiştir. Ana tahminler yalnızca ticari bankalarca kullanılan krediler dikkate alınarak tekrarlanmıştır. İktisadi faaliyetin yüksek olduğu İstanbul bölgesinde bulunan firmalar ve buldukları sektörde pazar payı yüksek olan firmalar ayrıştırılmıştır. Ayrıca zamana göre değişen firma karakteristikleri (varlıklar, kârlılık, likidite, sermaye gibi) kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Kredi talebinde yapısal farklılık oluşturan Covid-19 salgını dönemi çıkarılarak tahminler yinelenmiştir. Ayrıca ILST sabit etkileri oluşturan sektör ve bölge tanımları daha detaylı düzeylerde (3 basamaklı NACE kodu ve ilçe kodu) kullanılmıştır. Tüm bu analizler jeopolitik risklerdeki artışların kredi arzında yol açtığı kesintileri desteklemektedir. Ayrıca, ampirik modelleme yönteminin sağlamlığını ölçmek amacıyla da ek analizler gerçekleştirilmiştir.¹

Çalışmanın bu aşamasında, jeopolitik risklerin farklı kredi özellikleri üzerindeki etkisi incelenmektedir (Tablo II.1.2). Sütun (1) ve (4) arasında benzer modelleme yöntemi sırasıyla kredi faiz oranı, vade ufkü, teminat fiyatlaması ve kredi limit seviyesine uygulanmıştır. Bu sonuçlar jeopolitik risklere daha duyarlı firmalara daha yüksek maliyetle ve daha kısa vadede kredi kullandırıldığını; ayrıca bu firmaların gösterdiği teminatların düşük seviyede değerlendirildiğini ve söz konusu firmalara daha az kredi limiti açıldığını göstermektedir. Özellikle kredi miktarındaki daralmanın yanı sıra faiz oranlarının da yükselmesi, bankaların jeopolitik dalgalanmalara karşı kredi arzını azaltarak yönettiğine işaret etmektedir. Ek olarak, sütun (5)'te gerçekleştirilen analizler bankaların firmalar hakkındaki subjektif değerlendirmelerini yansıtan ve 1-5 arası ordinal skora dayanan risk skoru sınıflandırması üzerindeki etkileri incelemektedir.² Tahmin sonuçları jeopolitik risklere daha fazla maruz kalan firmaların bankalar tarafından ileriye dönük olarak daha riskli sınıflandırıldığını göstermektedir.

Tablo II.1.2: Diğer Kredi Özelliklerine İlişkin Sonuçlar

	(1) Kredi Faizi	(2) Vade	(3) Teminat	(4) Kredi Limitleri	(5) Risk Skoru
GPR	0,374***	-40,292***	-0,104***	-0,121***	0,076***
Gözlem Sayısı	1.911.988	1.911.988	1.911.988	1.911.988	1.375.831
ILST Sabit Etkiler	✓	✓	✓	✓	✓

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

Çalışmada ayrıca jeopolitik risklerdeki artışlarla birlikte kredi kanalında yaşanabilecek daralmaların reel ekonomik sonuçları incelenmiştir. Bu kapsamda, firma-yıl düzeyinde gerçekleştirilen (firma ve yıl sabit etkilerini kontrol eden) regresyonlar yoluyla firmaların GPR endeksinde gözlenen varyasyonların ileriki dönemlerdeki yatırım eğilimi ve verimlilik gelişimi üzerindeki etkileri tahmin edilmiştir. Yatırım eğilimini ölçmek adına sermaye harcamalarındaki değişimlerin toplam aktiflere oranı (t+1 dönemi itibarıyla),

¹ Jeopolitik risk endeks skoru yüksek ve düşük olan firmaların gözlenebilen özelliklerini uyumlaştırmak adına entropi dengeleme (entropy balancing) yönteminden faydalanılmıştır. Jeopolitik endeks skorlarını tesadüfi bir dağılım ile tanımlayan plasebo endeks skorunun etkisi de test edilmiştir. Sadece dönem başında (2009 yılı) gözlenen firmalar sabit kabul edilerek analizler tekrarlanmıştır. Jeopolitik endeks skorunun gecikmeli değerleri modele dâhil edilmiştir. Jeopolitik risklere olan duyarlılık seviyesi firma ihracatı yerine ithalat ilişkileri yoluyla tanımlanmıştır.

² Yüksek skorlar artan firma risk düzeyini temsil etmektedir.

verimliliği ölçmek amacıyla da çalışan başına reel satışların değişimi (yine t+1 döneminde) kullanılmıştır. Bu analizlerin sonuçları firmaların jeopolitik risklere olan maruziyetindeki artışların yatırım harcamaları düşüşü ve verimlilik kaybıyla ilişkili olduğunu göstermektedir.

Değerlendirme

Küresel konjonktür siyasi gelişmelerin hız kazandığı ve jeopolitik krizlerin sıklık ve boyutlarının artış kaydettiği bir dönemden geçmektedir. Bu eğilim jeopolitik risklerin iktisadi etkilerinin politika yapıcılar tarafından takip edilmesini gerekli kılmaktadır. Mevcut literatür, jeopolitik risklerin iktisadi faaliyet, dış ticaret, yatırım ve sermaye akımları üzerindeki olası etkilerine ilişkin bilgiler sunmakla birlikte finansal aracılık kanalındaki etkilere dair çalışmalar henüz net bir resim ortaya koymamaktadır.

Türkiye örneğine odaklanarak jeopolitik dalgalanmaların banka kredi arzı kanalında oluşan etkilerinin analiz edildiği bu çalışmanın bulguları bankaların jeopolitik risklere daha fazla maruz kalan firmalara daha düşük miktarda, yüksek faizle ve kısa vadede kredi kullandırma eğiliminde olduğunu ortaya koymaktadır. Jeopolitik risklerle birlikte bankaların firmalara yönelik risk algılarında yaşanan bozulmalar da kredi piyasasında arz yönlü yaşanan daralmalara yol açmaktadır. Sonuçlar iktisadi dinamiklerin yanı sıra jeopolitik gelişmelerin de finansal istikrar üzerinde anlamlı bir dış faktör olduğunu ortaya koymaktadır.

Kaynakça

Aiyar, S., Malacrino, D., & Presbitero, A. F. (2024). Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows. *European Journal of Political Economy*, 83, 102508.

Avril, P., McQuade, P., Pancaro, C., & Reghezza, A. (2025). Geopolitical risk, bank lending and real effects on firms: Evidence from the Russian invasion of Ukraine. *ECB Working Paper*, No: 3143.

Bailey, M. A., Strezhnev, A., & Voeten, E. (2017). Estimating dynamic state preferences from United Nations voting data. *Journal of Conflict Resolution*, 61(2), 430-456.

Bölükbaş, K., Chronopoulos, D., Özbekler, M. D., Yılmaz, M. H., & Wilson, J. O. S. (2026). Geopolitical risk and bank credit supply: Micro evidence for Türkiye. *Devam Eden Çalışma*.

De Haas, R., Mamonov, M., Popov, A. A., & Shala, I. (2025). Violent conflict and cross-border lending. *ECB Working Paper*, No: 3073.

Degryse, H., De Jonghe, O., Jakovljević, S., Mulier, K., & Schepens, G. (2019). Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications. *Journal of Financial Intermediation*, 40, 100813.

Emter, L., Kuitunen, L., Mehl, A., McQuade, P., Pradhan, S., & von Peter, G. (2026). Global banking and geopolitics through time. *BIS Working Paper*. No: 1338.

Goldsmith-Pinkham, P., Sorkin, I., & Swift, H. (2020). Bartik instruments: What, when, why, and how. *American Economic Review*, 110(8), 2586-2624.

Gopinath, G., Gourinchas, P. O., Presbitero, A. F., & Topalova, P. (2025). Changing global linkages: A new Cold War? *Journal of International Economics*, 153, 104042.

Javorcik, B., Kitzmueller, L., Schweiger, H., & Yıldırım, M. A. (2024). Economic costs of friendshoring. *The World Economy*, 47(7), 2871-2908.

Pradhan, S. K., Stebunovs, V., Takáts, E., & Temesvary, J. (2025). Geopolitics meets monetary policy: decoding their impact on cross-border bank lending. *FED International Finance Discussion Paper*, No: 1403.

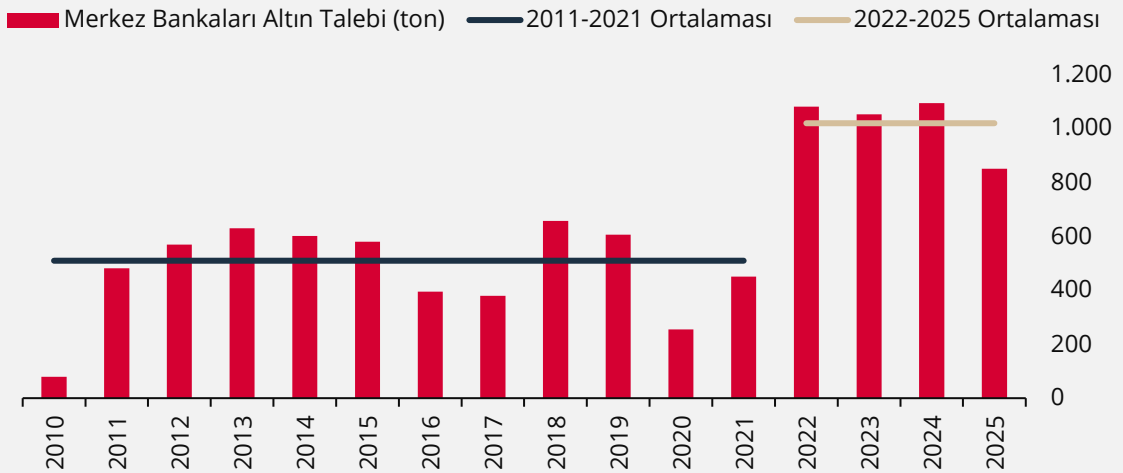
Kutu II.2: Altın Rezervleri ve Bankamız Politikaları Kapsamında Gerçekleştirilen Altın İşlemleri

Özet: Küresel ölçekte artan jeopolitik riskler, finansal belirsizlikler ve yaptırım dinamikleri, altının merkez bankaları açısından rezerv yönetimindeki stratejik önemini artırmıştır. Bu süreçte TCMB, altın rezervlerini güçlendirmeye yönelik politika çerçevesini genişleterek altını yalnızca rezerv birikimi amacıyla tutulan bir varlık olmaktan çıkarıp para politikası, likidite yönetimi ve finansal istikrar hedefleri doğrultusunda aktif kullanılan stratejik bir araç haline getirmiştir. Hanehalkı tasarruflarının finansal sisteme kazandırılması, yurt içi altın piyasalarının geliştirilmesi, bankacılık sistemine sağlanan altına dayalı finansal enstrümanlar ve uluslararası piyasalarda aktif olarak yürütülen rezerv yönetimi işlemleri bu çerçevenin temel unsurlarını oluşturmaktadır. Bu kapsamda, TCMB yurt içi piyasalarda gerçekleştirilen swap, alım-satım ve lokasyon swap işlemleriyle finansal derinliği desteklerken, yurt dışı piyasalarda depo, swap ve alım-satım işlemleri aracılığıyla uluslararası likiditeye erişimini desteklemektedir.

Altın rezervleri, merkez bankaları için geleneksel bir değer saklama aracı olmanın ötesinde, rezerv kompozisyonunda çeşitlendirme sağlayan, rezervlerin risk-getiri profilini iyileştiren ve stratejik nitelik taşıyan bir varlık sınıfı olarak öne çıkmaktadır. Altın, herhangi bir ülkenin yükümlülüğü olmaması nedeniyle karşı taraf riski taşımayan bir varlık sınıfıdır. Bu özelliği, altını özellikle sistemik risklere karşı etkili bir korunma aracı haline getirmektedir. Nitekim jeopolitik gerilimlerin yoğunlaştığı veya küresel belirsizliklerin derinleştiği dönemlerde merkez bankalarının altın talebi belirgin biçimde artmaktadır.

Son yıllarda küresel ekonomik ve jeopolitik görünümde yaşanan dönüşüm, merkez bankalarının rezerv yönetimi anlayışını yeniden şekillendirerek altının stratejik rezerv varlığı olarak önemini artırmıştır. Merkez bankalarının altın talebi 2008-2009 finansal krizi sonrası ihtiyatlı rezerv yönetimi, 2011-2019 döneminde ise daha çok portföy çeşitlendirme çerçevesinde şekillenmiştir. Ancak, 2022 itibarıyla jeopolitik gerilimlerin yoğunlaşması, ekonomik belirsizliklerin artması, yaptırım risklerinin belirginleşmesi ve piyasa oynaklığının derinleşmesi, altına olan talebi kayda değer biçimde yükseltmiştir. Bu çerçevede, 2011-2021 döneminde yıllık ortalama 509 ton seviyesinde seyreden net merkez bankası alımları, 2022 sonrasında güçlü bir artış göstermiştir (Grafik II.2.1). Dünya Bankası Rezerv Yönetimi Anketi (2025) sonuçları altın rezervlerindeki değişimin temel belirleyicileri arasında portföy çeşitlendirme (%56), yurt içi üretimin değerlendirilmesi (%35) ve jeopolitik risk faktörlerinin (%32) öne çıktığını göstermektedir.¹

Grafik II.2.1: Merkez Bankaları Net Altın Talebi (Ton)



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

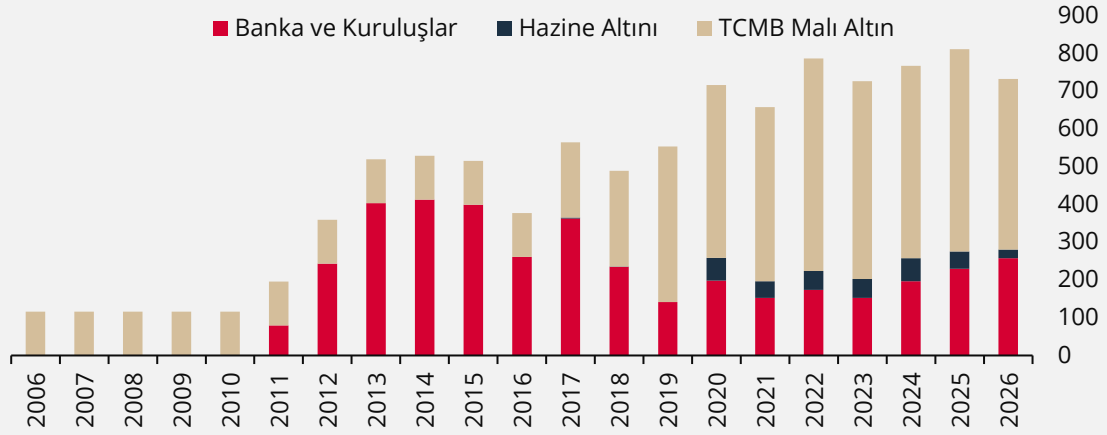
Son Gözlem: 2025

¹ World Bank Reserve Management Survey Report 2025

Küresel ölçekte gözlenen bu dönüşüm açısından değerlendirildiğinde, Türkiye'nin altın rezerv birikimi diğer ülke örneklerine benzerlik gösterirken, ülkemiz altın rezervi birikim kaynakları ve altın rezervlerinin kullanımına ilişkin politika araç çeşitliliği ile dünya örneklerinden ayrılmaktadır.

2010 yılında 116 ton seviyesinde olan TCMB altın rezervleri yıllar itibarıyla artarak 30 Nisan 2026 itibarıyla 732 tona ulaşmıştır (Grafik II.2.2). Bu yükselişte; ülkemizde tarihsel ve kültürel olarak hanehalkı birikimleri içinde önemli bir paya sahip olan altının finansal sisteme entegrasyonu amacıyla uygulanan politikalar ile bankamızın altın rezervlerini artırma amacıyla gerçekleştirdiği işlemler etkili olmuştur.

Grafik II.2.2: TCMB Altın Rezervi Gelişimi (Ton)



Kaynak: TCMB

Son Gözlem: 30.04.2026

TCMB'nin 2011 yılında altın tasarruflarının finansal sisteme kazandırılması ve altın rezervlerinin güçlendirilmesi kapsamında attığı ilk adım son 15 yılda kademeli olarak eklenen araçlar ve uygulamalar ile birlikte kapsamlı bir politika setine dönüşmüştür. Bu süreçte, bankaların altın varlıklarını zorunlu karşılık tesisinde kullanabilmesine imkân tanınması, bankacılık sistemi içerisinde altının kullanım alanını genişletmiştir. TCMB bu adımla birlikte, banka malı dışındaki altınları ilk kez ülke rezervlerine eklemiştir. İzleyen dönemde, altının bankalar ve TCMB arasında gerçekleşen işlemlerde teminat olarak kabul edilmesiyle birlikte finansal sistemin teminat yapısı çeşitlendirilmiş ve bankaların likidite yönetimi desteklenmiştir. Bunun yanında, devam etmekte olan cevherden üretilen standart altınların Türk lirası karşılığında satın alınması işlemleri TCMB'nin altın rezervlerini destekleyen temel politika unsurlarından biri olmuştur.

Diğer taraftan, yurt içi altın piyasası işlemleri kapsamında, 2018 yılında TCMB nezdindeki Döviz Piyasaları'nda Döviz Karşılığı Altın Piyasası işlemleri devreye alınırken, takip eden süreçte Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde faaliyet gösteren Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası'nda piyasa üyesi kuruluşlarla Türk lirası ve döviz karşılığında altın işlemleri yapılmaya başlanmıştır. Söz konusu işlemler yurt içi altın piyasasında sağlıklı fiyat oluşumuna ve piyasa likiditesine önemli katkı sağlamıştır.

Buna ek olarak, TCMB, 2019 yılından itibaren, para politikasının etkinliğinin ve sterilizasyon işlemlerine ilişkin araç çeşitliliğinin artırılması ve bankaların likidite yönetiminde esneklik sağlanması amacıyla alım ve satım yönlü altın karşılığı Türk lirası ve altın karşılığı döviz swap işlemlerini politika araç setine eklemiştir. Piyasa üyesi bankalarla geleneksel ihale yöntemi ya da kotasyon yöntemi ile gerçekleştirilen söz konusu işlemler çoğunlukla kısa vadeli olarak yapılmaktadır. Bahsi geçen swap işlemleri, piyasa üyesi konvansiyonel bankaların likidite yönetimine katkı sağladığı gibi, katılım bankacılığı prensipleriyle uyumlu yapısı sayesinde katılım bankaları tarafından da aktif şekilde kullanılmaktadır.

Yurt içi piyasalarda gerçekleştirilen bu işlemler ile TCMB, sadece uluslararası altın piyasası işlemleri ile sınırlı olan mevcut küresel altın rezerv yönetimi yaklaşımından ayrılmakta; altını, para ve rezerv politikası setinin operasyonel bir bileşeni olarak değerlendiren özgün bir çerçeve ortaya koymaktadır.

Tablo II.2.1. TCMB'nin Yurt İçi ve Yurt Dışı Altın Piyasası İşlemleri

Yurt İçi Altın İşlemleri		Yurt Dışı Altın İşlemleri
Döviz Piyasaları	KMTP ²	
Cevherden Üretilen Standart Altın Alım	TL Karşılığı Altın Alım/Satımı	Altın Alım ve Satımı
Döviz Karşılığı Altın Alım/Satım	Döviz Karşılığı Altın Alım/Satımı	Vadeli Altın Depo
Döviz Karşılığı Altın Swap Piyasası		Altın Karşılığı Döviz Swap
Altın Karşılığı Türk lirası Swap İhalesi		
Diğer İşlemler		
Lokasyon Swap		
Serbest Altın Depo		

Altının yurt içi piyasa işlemlerindeki fonksiyonu, TCMB'nin altın rezerv birikimi stratejisi ve İstanbul Finans Merkezi vizyonu ile uyumlu olarak altın rezervlerinin önemli bir bölümü Borsa İstanbul nezdinde saklanmaktadır. Ayrıca, bir kısmı da gerektiğinde uluslararası piyasalara erişim imkânı sağlanmak üzere uluslararası saklama merkezinde muhafaza edilmektedir. Bu dağılım, hem yurt içi finansal sistemle entegrasyonu desteklemekte hem de TCMB'nin uluslararası piyasalarda işlem yapabilme kapasitesini artırmaktadır.

Nitekim, uluslararası uygulamalar incelendiğinde, merkez bankalarının büyük çoğunluğunun altın rezervlerini hem yurt içinde hem de yurt dışında olmak üzere farklı saklama merkezlerinde muhafaza ettiği gözlenmektedir. Dünya Altın Konseyi'nin 2025 yılı Merkez Bankası Altın Rezervleri Anketi'ne göre, merkez bankalarının yüzde 64'ü altın rezervlerinin en az bir bölümünü İngiltere Merkez Bankası nezdinde tutmaktadır³. Londra altın piyasası işlem uygulamaları ve altyapısı etrafında şekillenen küresel altın piyasası; yüksek işlem hacmi, derin ikincil piyasa yapısı, Good Delivery standardı⁴, gelişmiş saklama altyapısı ve swap, repo, leasing ile teminat işlemlerine elverişli yapısı nedeniyle merkez bankaları açısından kritik öneme sahiptir. Bunun yanında New York COMEX Piyasası ve Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements) üzerinden yürütülen işlemler de merkez bankalarının uluslararası altın likiditesine erişiminde önemli rol oynamaktadır.

Diğer taraftan, yurt içinde altın piyasasının geliştiği, likiditenin derinleştiği ve altının finansal sistemdeki işlevselliğinin arttığı bu dönemde altın rezervlerimizin de güçlenmeye devam etmesi, yurt içindeki altın rezervlerimiz aracılığıyla uluslararası likiditeye erişimin önemini daha da artırmıştır. Dünya örneklerinden farklı olarak TCMB, altın rezervlerini fiziken taşımaya gerek kalmaksızın saklama merkezleri arasında transfer edebilmektedir. Bankaların altın likidite yönetimlerini desteklemek amacıyla devreye alınan lokasyon swap işlemleri ile, bankalar yurt dışında tuttıkları altınları TCMB'nin yurt dışında bulunan altın hesaplarına aktarmakta ve karşılığında TCMB, Borsa İstanbul saklama kasasında bulunan altınları bankaların Borsa İstanbul'da bulunan hesaplarına transfer etmektedir. Bu işlemler ile aynı zamanda TCMB'nin uluslararası piyasalarda likiditeye erişimi de desteklenebilmektedir.

Sonuç olarak, yurt içi tasarrufların finansal sisteme entegrasyonunun sağlanması ve altın rezervlerinin güçlendirilmesi kapsamında atılan adımlar ile şekillenen altın araç seti, altını rezerv birikimi amacıyla tutulan pasif bir varlık olmaktan çıkararak; para politikası, likidite yönetimi ve finansal istikrar hedefleri doğrultusunda aktif ve çok boyutlu bir politika aracına dönüştürmüştür. Diğer taraftan, rezervlerin coğrafi ve operasyonel esnekliğini artıracak araçlara da sahip olan TCMB, uluslararası piyasalarda da aktif bir rezerv yönetimi stratejisi uygulamakta, portföyün likidite-getiri-risk dengesini güçlendiren, gerektiğinde döviz likiditesine erişimi destekleyen işlemler gerçekleştirmektedir.

² Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası

³ World Gold Council Central Bank Gold Reserves Survey June 2025

⁴ Good Delivery standardı, LBMA tarafından belirlenen ve Londra altın piyasasında fiziki teslimata konu labilecek külçelerin karşılması gereken kalite, saflık ve ağırlık standardını ifade etmektedir.