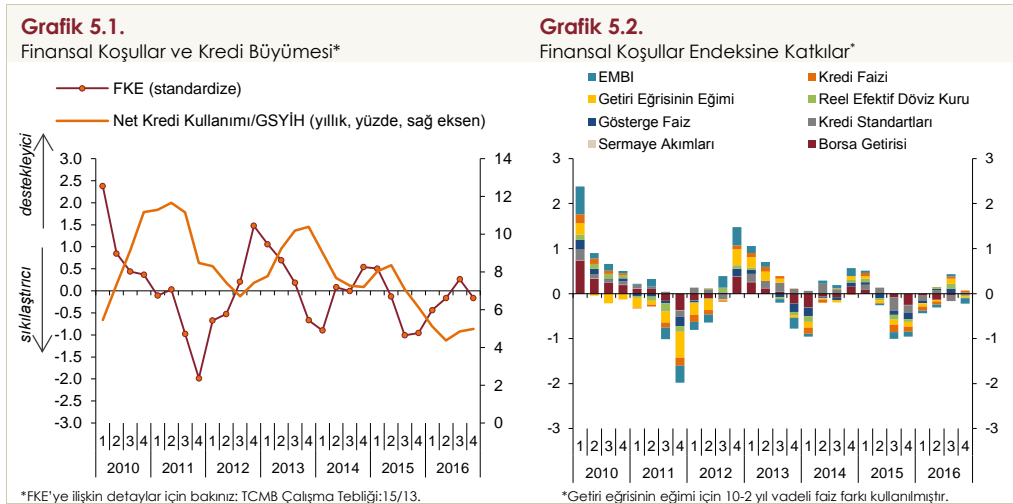


5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

2016 yılının Kasım ayında gerçekleşen ABD seçimleri sonrasında küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler artarak devam etmiş ve Fed'in para politikasını 2017'de daha da sıkılaştıracağı beklentileri güçlenmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak yılın son çeyreğinde gelişmiş ülke faiz oranlarında artışlar yaşanmış ve ABD doları değer kazanmıştır. Söz konusu gelişmeler Kasım 2016'dan itibaren gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere güçlü fon akımları yaşanmasına yol açmıştır. Küresel faiz oranlarındaki artış ve ABD dolarının değer kazanması özellikle dış borçluluğu yüksek gelişmekte olan ülkeleri etkilemektedir.

Türkiye, son dönemde küresel belirsizliklerdeki artışa ek olarak jeopolitik gelişmeler, yurt içi belirsizlikler ve artan enerji fiyatları nedeniyle döviz kuru ve piyasa faizlerinde diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılmıştır. Öte yandan, son dönemde Türkiye'nin hisse senedi piyasasına yabancı yatırımlarının artmaya başlaması ülkenin orta ve uzun vadeli büyüme performansına duyulan güveni göstermektedir. Finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, TCMB likidite tedbirlerinin gecikmeli etkileri ve kamu maliyesi teşvikleri sayesinde, kredi koşulları toparlama sinyalleri vermektedir. 2016 yılının dördüncü çeyreğinde, tüketici kredileri ve Türk lirası cinsinden ticari kredilerdeki canlanmanın da etkisiyle kredi büyümesindeki ılımlı artış devam etmiştir. Ayrıca, işletmelere yönelik kamu kredi destekleri sayesinde bankalar tarafından küçük ve orta boy işletmelere uygulanan kredi faizleri düşme eğilimi göstermektedir.

Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir yansıması olarak düşünülebilecek Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2016 yılının dördüncü çeyreğinde nötr seviyenin biraz altında gerçekleşmiştir (Grafik 5.1). Dördüncü çeyrekte, kredi faizi endekse sınırlı ölçüde pozitif yönde katkı verirken; kredi standartları, sermaye akımları ve gösterge faizin katkısı yatay seyretmiş; borsa getirisi, reel kur, EMBI ve getiri eğrisinin eğimi ise endeksi aşağı yönlü etkilemiştir (Grafik 5.2).



TCMB, küresel ve yurt içi finansal piyasalardaki oynaklıkların döviz piyasası ve kredi koşulları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak amacıyla, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici duruşunu korumuştur. Küresel belirsizliklerdeki artış ve yüksek oynaklıklara bağlı olarak gerçekleşen döviz kuru hareketlerinin, enflasyon beklentilerini ve fiyatlama davranışlarını bozmasını

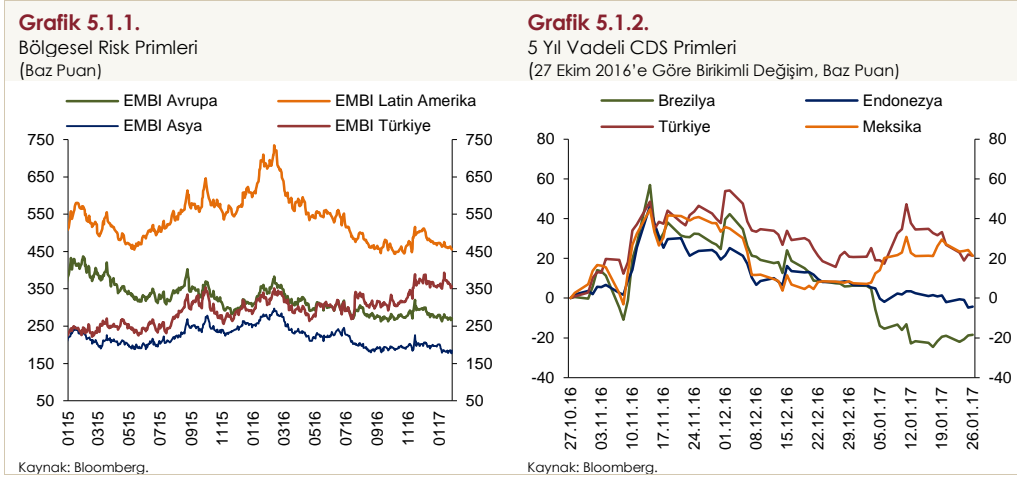
engellemek amacıyla, TCMB, Kasım ayında bir miktar parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Bu dönemde, döviz kuru hareketleri ve petrol fiyatlarındaki yükselişin enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk oluşturduğu ifade edilmiş; öte yandan, toplam talep gelişmelerinin bu etkileri sınırladığı belirtilmiştir. Bu faktörlerin net etkilerinin daha sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından, TCMB, Aralık ayında faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir.

2017 yılı Ocak ayı ortalarında ise, TCMB, döviz kurunda yaşanan oynaklıkların ve iktisadi temellerden uzaklaşan fiyat oluşumlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla kapsamlı likidite tedbirleri almıştır. Ayrıca, Ocak ayı PPK toplantısında, döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkisi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle kısa vadede enflasyondaki belirgin yükselişin devam edebileceği öngörüsüyle parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar verilmiştir. Yakın dönemde, TCMB politika uygulamalarının etkisiyle getiri eğrisi önemli ölçüde yataylaşmıştır.

5.1. Finansal Piyasalarda Görelî Performans

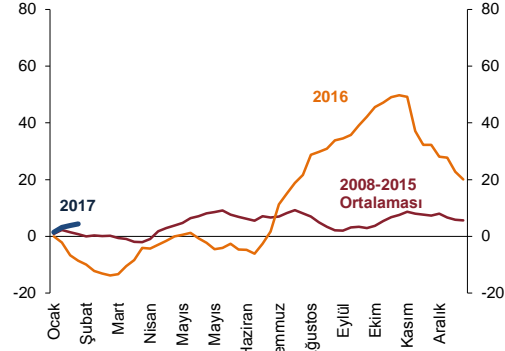
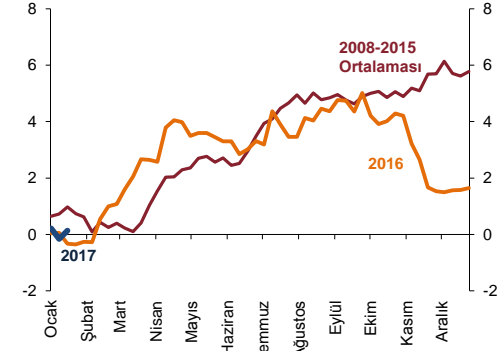
Risk Algılamaları

Kasım ayı başında yapılan ABD seçimleri ile başkanlığa gelen Donald Trump'ın dış ticarete korumacılık önlemlerini artıracığına dair söylemleri, başta Çin ve Meksika olmak üzere, gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algılamalarının olumsuz seyretmesine neden olmuştur (Grafik 5.1.1). Türkiye'ye dair risk algılamaları, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, iktisadi faaliyetteki zayıf seyir, yurt içi gelişmeler ve jeopolitik riskler sebebiyle Meksika'ya benzer bir performans sergilemiştir (Grafik 5.1.2).



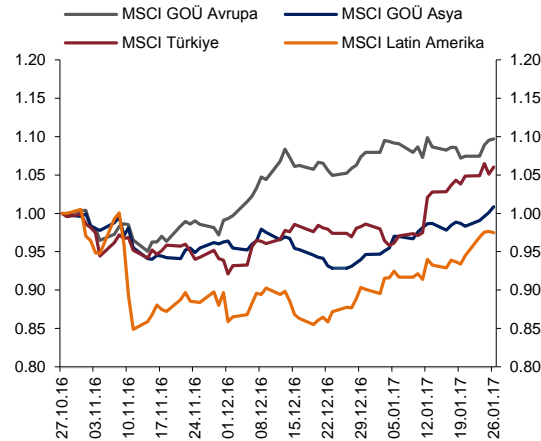
Portföy Hareketleri

ABD'de destekleyici maliye politikasıyla büyümenin ivme kazanacağı ve Fed'in daha önce öngörülenden hızlı faiz artışı gerçekleştireceği beklentileri, kısa vadeli portföy yatırımlarının gelişmiş ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Böylece, 2016 yılının Kasım ve Aralık aylarında, gelişmekte olan ülkelere fon çıkışları gözlenmiştir (Grafik 5.1.3). Aynı dönemde, Türkiye'ye yönelen portföy akımları da benzer bir seyir izlemiş ve sene başından itibaren birikimli sermaye girişleri, geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 5.1.4). Son dönemde, Türkiye'den portföy çıkışları, büyük ölçüde DİBS piyasasında yaşanmıştır.

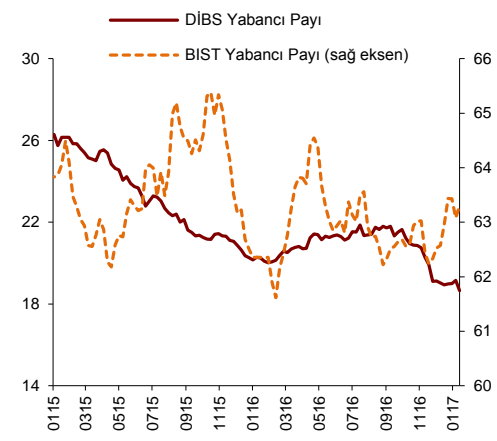
Grafik 5.1.3.Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri*
(Sene Başından İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)* Hisse senedi ve borçlanma senetlerine yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır.
Kaynak: EPFR.**Grafik 5.1.4.**Türkiye'de Portföy Hareketleri*
(Sene Başından İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)* Hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır.
DİBS verisine Repo kalemi dâhildir.
Kaynak: TCMB.

Borsa Endeksleri

Kasım ayında gelişmekte olan ülkelerde gözlenen portföy çıkışları sonucunda, bu ülkelerin borsa endeksleri de düşüş kaydetmiştir. Geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana, ABD'deki gelişmelerden daha fazla etkilenen Latin Amerika ülkelerinin hisse senedi fiyatları görece olarak daha olumsuz bir performans göstermiştir (Grafik 5.1.5). Bu dönemde, Türkiye'deki hisse senedi fiyatları ise, diğer finansal göstergelerin aksine, gelişmekte olan ülkeler ortalamasından daha güçlü bir seyir izlemiştir. Nitekim, son dönemde, portföy çıkışlarının daha yoğun olduğu DİBS piyasasında yabancı payı düşüş kaydederken, hisse senedi piyasasında yabancı payında artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5.Bölgesel Borsa Endeksleri
(27 Ekim 2016=1)

Kaynak: Bloomberg.

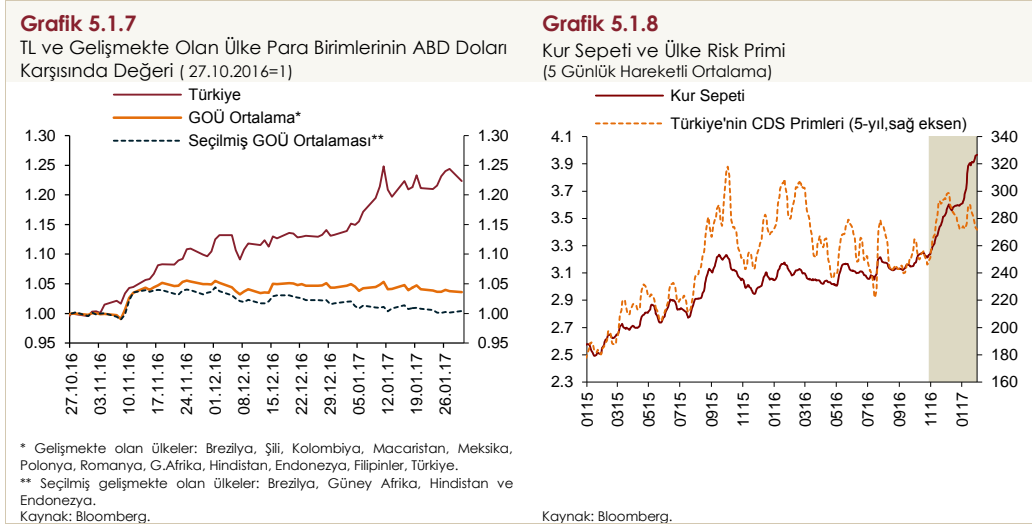
Grafik 5.1.6.Borsa İstanbul ve DİBS Piyasasında Yabancı Payı
(Yüzde)

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu, TCMB.

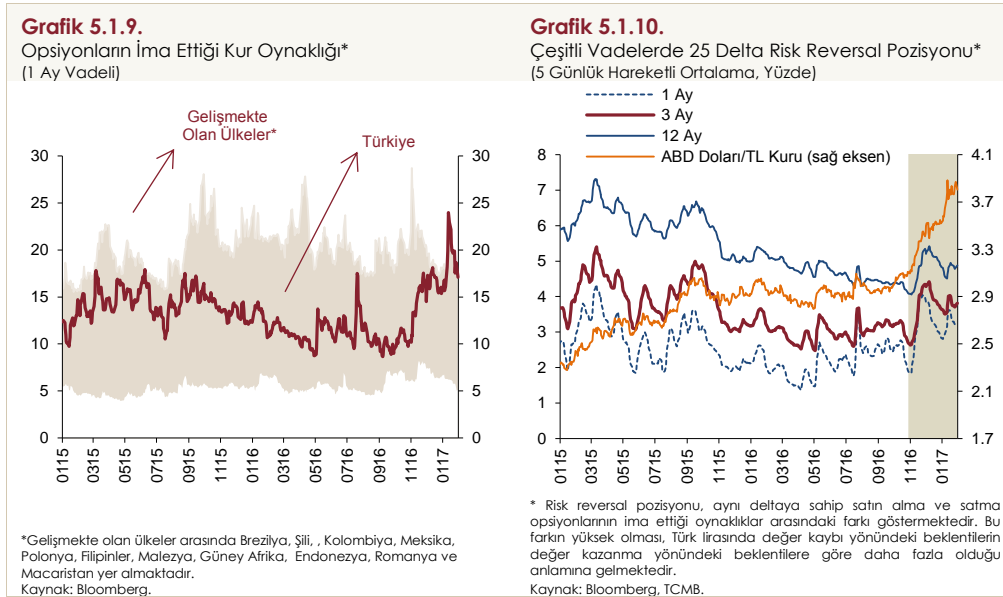
Döviz Kurları

Gelişmekte olan ülke para birimleri, küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler ve gelişmiş ülke faiz oranlarında gözlenen artışların etkisiyle ABD doları karşısında önemli ölçüde değer kaybetmiştir (Grafik 5.1.7). Bu dönemde, emtia ihracatçısı Brezilya, Güney Afrika, Hindistan ve Endonezya gibi ülkelerin para birimleri, emtia fiyatlarında gözlenen toparlanmanın etkisiyle diğer gelişmekte olan

ülkelere göre olumlu performans göstermiştir. Türk lirası ise yurt içi belirsizliklerin artması, jeopolitik gelişmeler ve artan enerji fiyatları nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz yönde ayrılmıştır. Yakın dönemde, uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkisiyle, döviz kurundaki artış eğilimi durmuştur. Geçtiğimiz Rapor dönemine göre, ülke risk primindeki gelişmeler sepet kura göre daha olumlu seyretmiştir (Grafik 5.1.8).

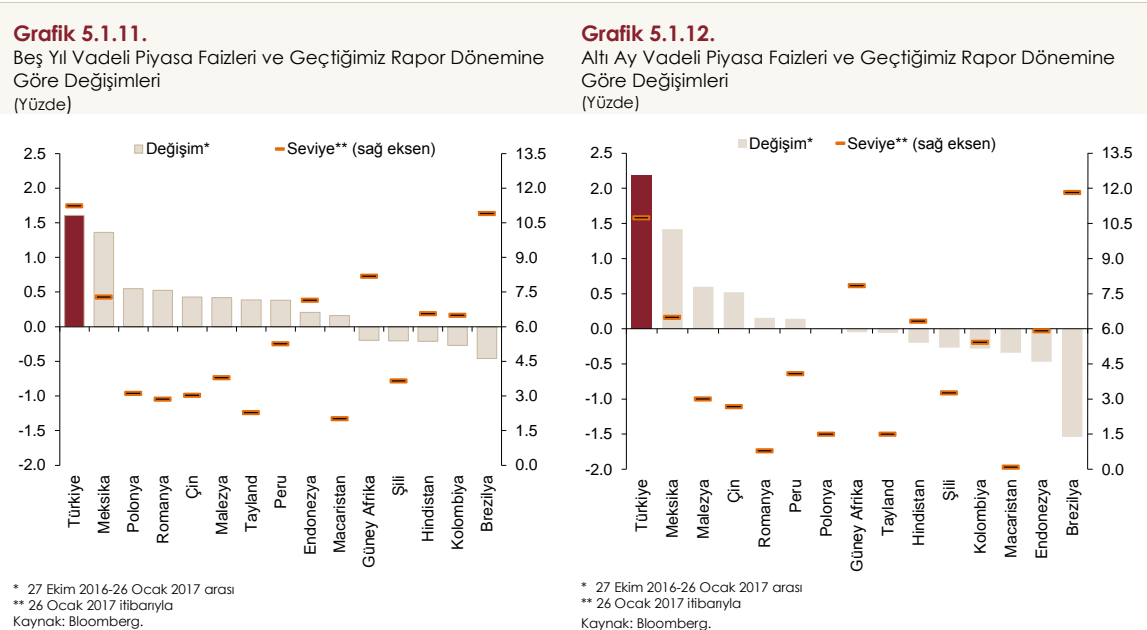


2016 yılının son çeyreğinde, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ima edilen kur oynaklıklarında dalgali bir seyir izlemiştir. ABD seçimleri sonrasında, gelişmekte olan ülkelere dair bozulan risk algıları nedeniyle ima edilen kur oynaklıklarında hızla yükselirken, Ocak ayı itibarıyla, ABD'deki başkanlık seçimi öncesi dönemdeki seviyelere gerilemiştir. Ocak ayı ortalarına değin görece olarak yüksek seyreden Türk lirasının ima edilen oynaklığı ise Ocak ayındaki parasal sıkılaştırmanın ardından bir miktar gerilemiştir (Grafik 5.1.9). ABD seçim dönemine kadar yatay seyreden risk reversal pozisyonları, seçimlerin ardından belirgin şekilde yükselmiş; ancak yakın dönemde alınan politika önlemlerin de etkisiyle son dönemde gerileme kaydetmiştir (Grafik 5.1.10).



Piyasa Faizleri

Ekim ayı Enflasyon Raporu'ndan bu yana, gelişmekte olan ülkelerdeki piyasa faizleri üzerinde, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair beklentiler ile ABD seçimleri temel belirleyiciler olmuş; çoğu ülkede hem kısa hem de uzun vadeli faiz oranları yükselmiştir. Söz konusu dönemde ABD seçimlerinden en fazla etkilenen Meksika'nın piyasa faizleri gerek kısa gerekse uzun vadelerde yükselirken, faiz indirimlerine başlayan Brezilya'nın piyasa faizleri ise gerilemiştir (Grafik 5.1.11 ve 5.1.12). Ocak ayındaki parasal sıkılaştırmanın etkisiyle, Türkiye'nin kısa vadeli piyasa faizleri artarken, uzun vadeli faizlerdeki artış görece olarak sınırlı olmuştur.

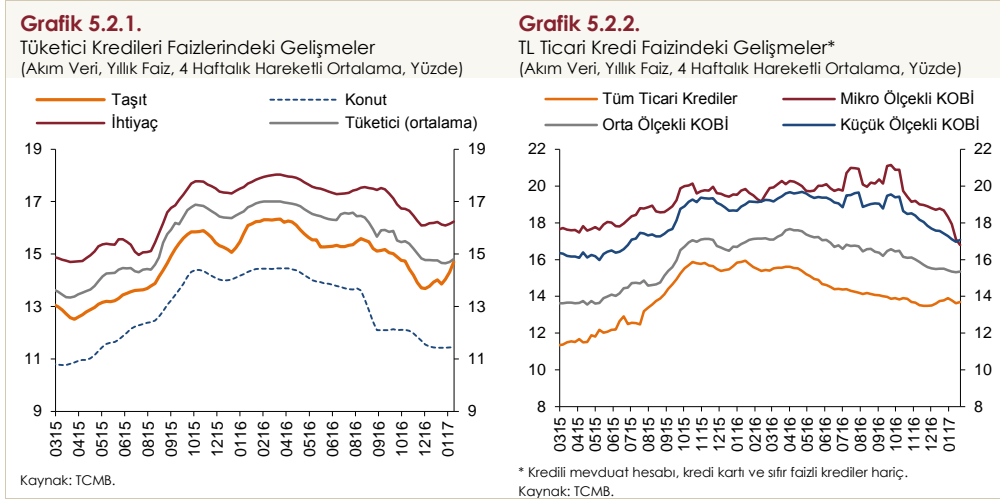


5.2. Kredi Koşulları

Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

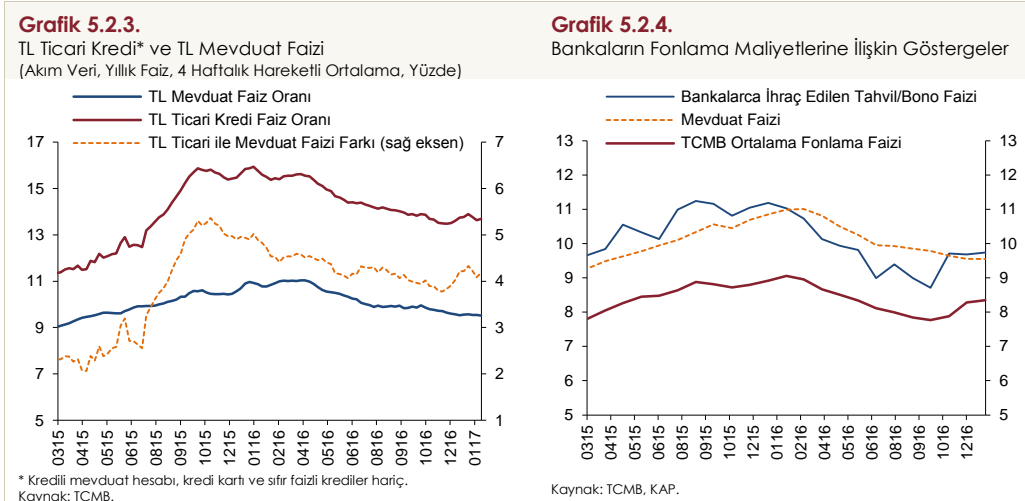
2016 yılı ikinci çeyreğinden itibaren tüketici kredisi faizlerinde gözlenen azalış eğilimi, yılın son çeyreğinde zayıflamıştır. Konut kredi faizlerindeki düşüş eğilimi sürmekle birlikte, taşıt ve ihtiyaç kredi faizlerinde Aralık ayında sınırlı bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.2.1). Yıl sonu itibarıyla, ortalama tüketici kredisi faizi, bir önceki çeyrek sonu değerine göre yaklaşık 120 baz puan düşmüş ve yüzde 14,7 olarak gerçekleşmiştir.

Ticari kredilerin faiz oranlarında süregelen düşüş eğilimi ise yılın son çeyreğinde daha sınırlı olmuştur. Ticari kredi faizleri, Kasım ayı sonu itibarıyla üçüncü çeyrek sonu değerine göre yaklaşık 50 baz puan düşmekle birlikte takip eden dönemde bir miktar artmıştır. Destekleyici politikaların etkisiyle, mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelere verilen TL kredilerin faizleri yılın son çeyreğinde düşmüştür. Yıl sonu itibarıyla, ortalama TL ticari kredi faizi yüzde 13,9 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.2).



Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip mevduatlara ödenen faiz oranı, 2016 yılının dördüncü çeyreğinde mevcut seviyesini korumuştur. Ticari kredi faiz oranının artması neticesinde, 2016 yılının son çeyreğinde, ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark 34 baz puan artarak 433 baz puan seviyesine çıkmıştır (Grafik 5.2.3). Kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır.

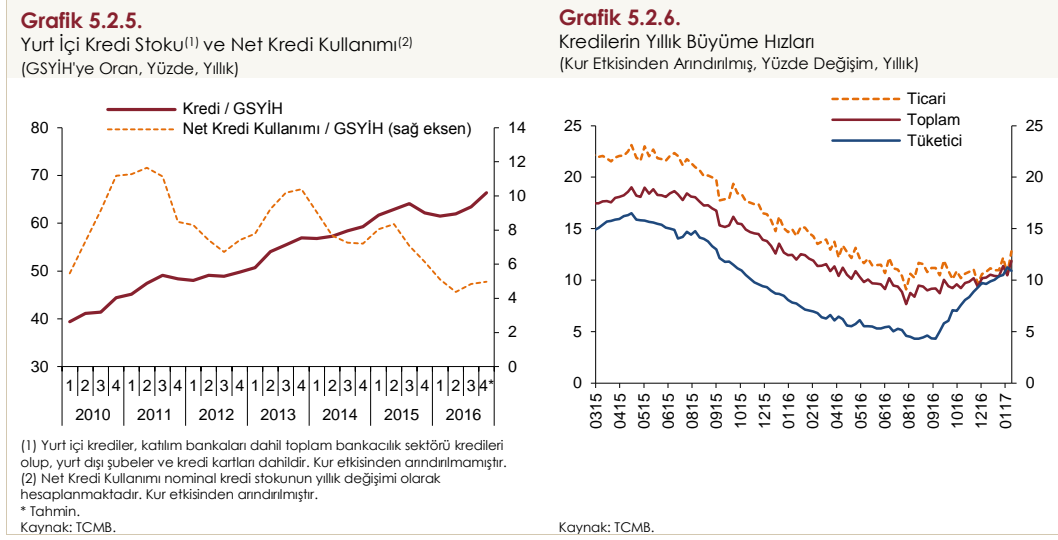
2016 yılının Kasım ve Aralık aylarında, mevduat faizlerindeki düşüş eğilimi zayıflamış; bankaların mevduat dışı fonlama maliyetlerinde ise artış olmuştur (Grafik 5.2.4). Bu çerçevede, bankaların temel fonlama maliyeti olan mevduat faizleri görece yatay seyrederken, TCMB'nin parasal sıkılaştırmayı güçlendirmesi ve finansal koşullardaki daralma ile birlikte TCMB ortalama fonlama faizi ve bankalarca ihraç edilen tahvil/bono faizleri yükselmiştir.



Kredi Hacmi

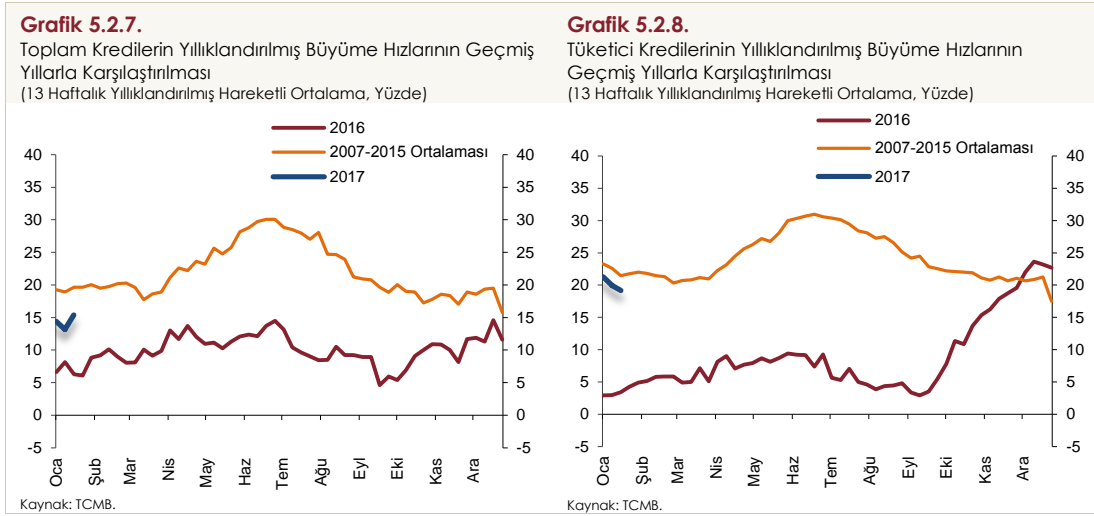
2016 yılının dördüncü çeyreğinde, finansal sistemi destekleyici makroihtiyati politikalar, TCMB'nin likidite tedbirleri ve kamu maliyesi teşvikleri sayesinde, kredi büyümesinde ılımlı bir artış eğilimi gözlenmiştir. Finansal istikrar açısından önem arz eden ve kredi büyümesinin iktisadi faaliyet ve toplam taleple ilişkisini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı, bir önceki çeyreğe

göre sınırlı bir artış göstererek, 2016 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 5 seviyesine yükselmiştir (Grafik 5.2.5).

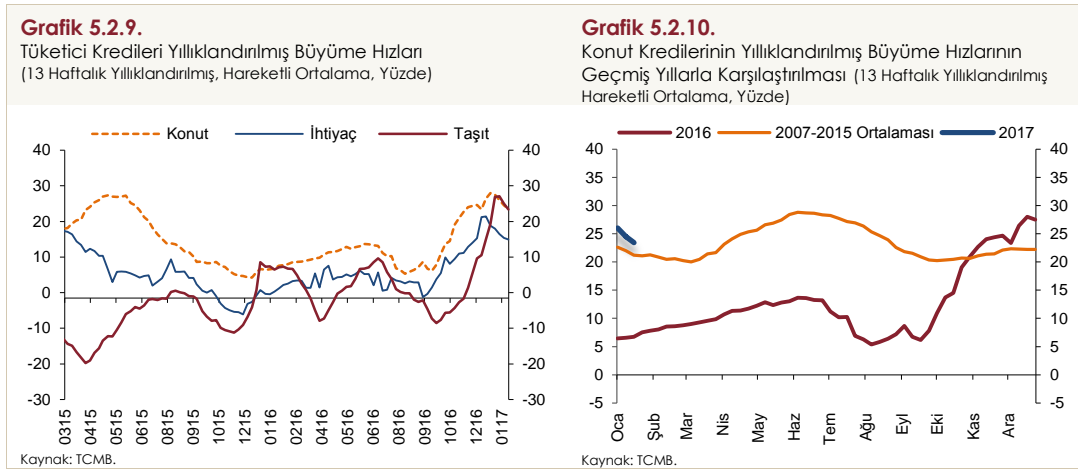


Finansal olmayan kesime kullanılan kredilerin alt kalemlerinin yıllık büyümelerine bakıldığında, 2016 yılının son çeyreğinde ticari kredilerin sınırlı bir oranda arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, söz konusu dönemde, tüketici güvenindeki kısmi toparlanma ve tüketici kredilerine ilişkin düzenlemelerin gecikmeli etkileri nedeniyle tüketici kredilerindeki artış eğilimi güçlenerek devam etmiştir (Grafik 5.2.6). Yıl sonu itibarıyla, kur etkisinden arındırılmış toplam kredilerin yıllık yüzde değişimi yaklaşık yüzde 10 olarak gerçekleşmiştir.

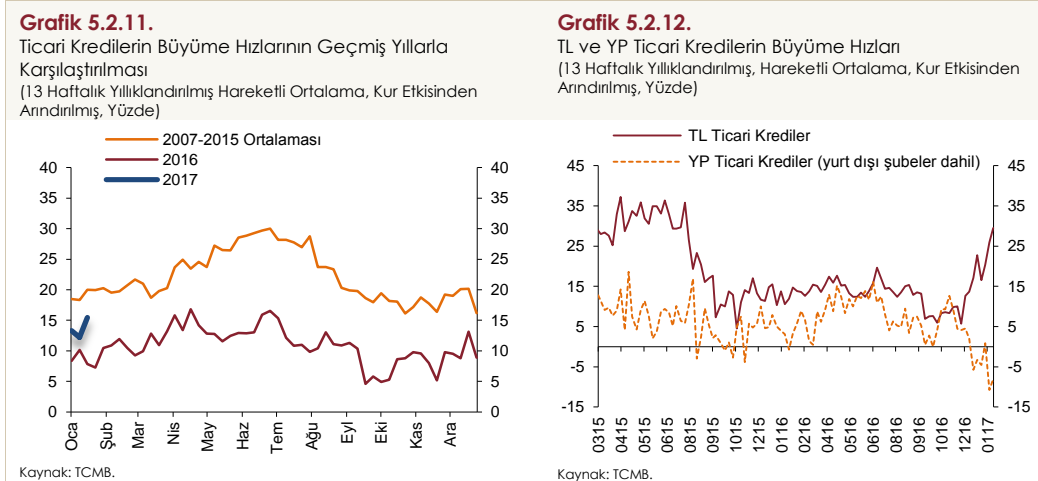
2016 yılının üçüncü çeyreğinde mevsimsel hareketlere bağlı olarak bir miktar gerileyen toplam kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı son çeyrekte artarak yıl sonu itibarıyla yüzde 11,6'ya yükselmiş, 2017 yılının ilk haftalarında artış eğilimine devam etmiştir (Grafik 5.2.7). Bu yükselişte, tüketici kredilerinin yılın son çeyreğinde geçmiş yıllara oranla güçlü bir şekilde artması etkili olmuştur (Grafik 5.2.8).



Tüketici kredilerinin alt kalemlerine bakıldığında, artışın genele yayıldığı görülmektedir (Grafik 5.2.9). Bununla birlikte, konut kredilerindeki artışın tarihsel ortalamasının üstünde seyrettiği not edilmelidir. Yıl sonu itibarıyla, konut kredilerindeki yıllıklandırılmış artış oranı yüzde 27,5 olmuş, 2017 yılının ilk haftalarında ise bu oran yaklaşık yüzde 23 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.10). İhtiyaç kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme oranı da son çeyrekte güçlü bir şekilde artmış ve yıl sonu itibarıyla yaklaşık yüzde 18 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, ÖTV artışı öncesi talebin öne alınması ile beraber taşıt kredileri yıllıklandırılmış büyüme oranı tarihsel ortalamasının üzerinde seyretmiş ve yıl sonu itibarıyla yaklaşık yüzde 27 olmuştur.



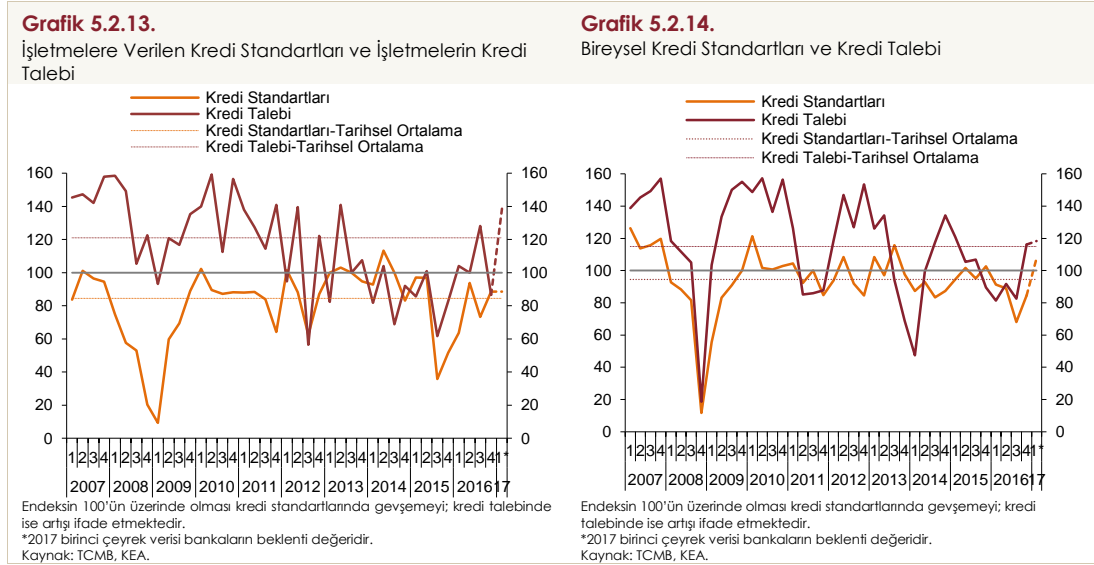
Ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı 2016 yılının dördüncü çeyreğinde tarihsel ortalamasına göre düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik 5.2.11). 2017 yılının başında ise toplam ticari kredi büyüme hızı 2016 yılının aynı dönemine göre yüksek gerçekleşmiştir. Ticari kredilerin alt kalemlerine bakıldığında YP cinsinden kullanılan ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı, kur gelişmeleri, yabancı para fonlama maliyetlerinde artış ve zayıf seyreden yatırım iştahı nedenleriyle yılın son çeyreğinde sıfırın altına düşmüştür. Öte yandan aynı dönemde, ağırlıklı olarak işletme sermayesi finansmanında kullanılan TL cinsi ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme oranı destekleyici maliye politikalarının da etkisiyle artmıştır. 2017 yılının ilk haftalarında artış eğilimi devam etmiş ve 20 Ocak itibarıyla bu oran yüzde 30 civarında gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.12).



Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi (KEA) 2016 yılı dördüncü çeyrek sonuçlarına göre işletmelere verilen kredilere ilişkin standartlarda sıkılaşma devam etmiştir (Grafik 5.2.13). Tarihsel ortalamalara göre bakıldığında ise işletmelere verilen kredilere ilişkin standartlarda belirgin bir değişiklik görülmemektedir. Ölçek bazında, vade ve para cinsi ayrımında da benzer görünüm mevcut olmakla birlikte, sıkılaşma özellikle uzun vadede daha belirgindir. Bankalara göre, kredi standartlarının sıkılaşmasındaki en önemli faktörler, genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler ve işletmelerin teminatlarına ilişkin risklilik olmuştur. İşletmelere verilen kredilerin teminat koşullarının sıkılaşığı görülmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, işletmelerin kredi talebinin yılın dördüncü çeyreğinde düştüğünü göstermektedir (Grafik 5.2.13). Ancak ölçek ayrımında bakıldığında, KOBİ'lerin kredi talebinde artış görülmektedir. Vade ve para cinsi ayrımında ise kısa vadeli kredi ve TL cinsi kredi talebinde artış, uzun vadeli kredi ve YP cinsi kredi talebinde ise düşüş gözlenmiştir. Kredi talebindeki daralmanın en önemli nedeni sabit yatırımlardaki zayıf seyir olarak açıklanmaktadır. Borcun yeniden yapılandırılması ihtiyacı, son çeyrekte de kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmiştir. Bankalar, 2017 yılı ilk çeyrekte işletmelere verilen kredilerin standartlarındaki sıkılaşma eğiliminin devam edeceğini, ancak işletmelerin kredi talebinde artış olacağını beklemektedir. Bankaların 2017 yılı ilk çeyreğe ilişkin beklentilerine göre, KOBİ'lere verilen kredilerin standartlarında değişiklik olmayacağı ve KOBİ'lerin kredi talebinin artmaya devam edeceği öngörülmektedir.

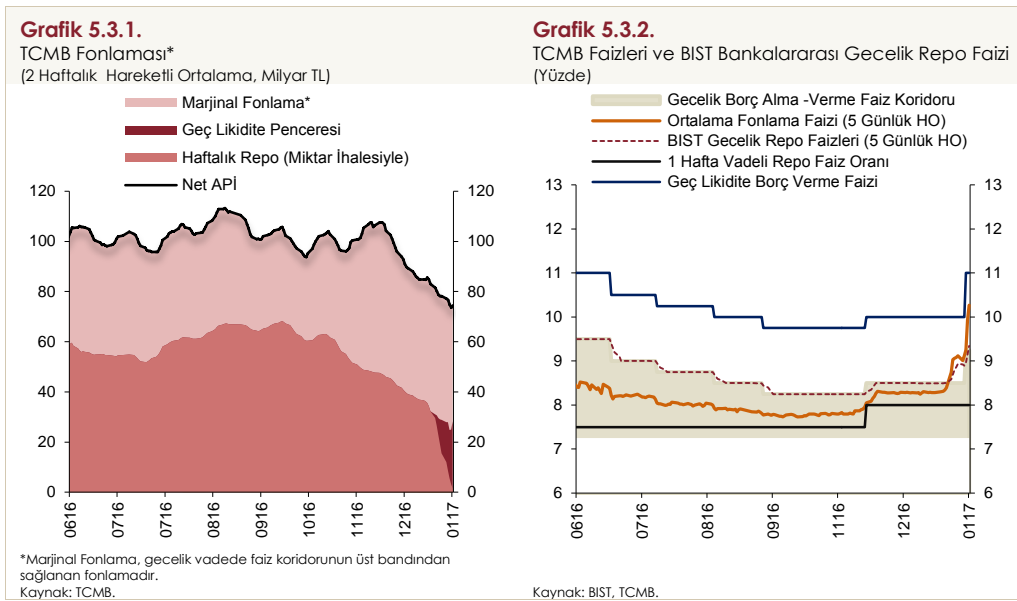


Kredi Eğilim Anketi'nde bireysel kredilere yönelik yanıtlar incelendiğinde, 2016 yılının dördüncü çeyreğinde bireysel kredi standartlarında tüm alt kalemlerde sıkılaşmanın devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.14). Bireysel kredi talebine bakıldığında, bu dönemde, konut ve ihtiyaç kredisi talebinde artış gözlenmiştir. Bankalara göre, konut kredisi talebini etkileyen faktörler içerisinde tüketici güveni talebi azaltıcı yönde etkileyen en belirgin faktör olurken, konut piyasasına ilişkin beklentiler talebi artırıcı yönde etkilemiştir. İhtiyaç kredilerinde ise bireysel tasarrufların talebi yükselttiği belirtilmiştir. Bankaların 2017 yılı ilk çeyrek beklentilerine göre bireysel kredilerde sadece konut kredilerine ilişkin standartlarda gevşeme ve tüm bireysel kredi talebi türlerinde artış öngörülmektedir.

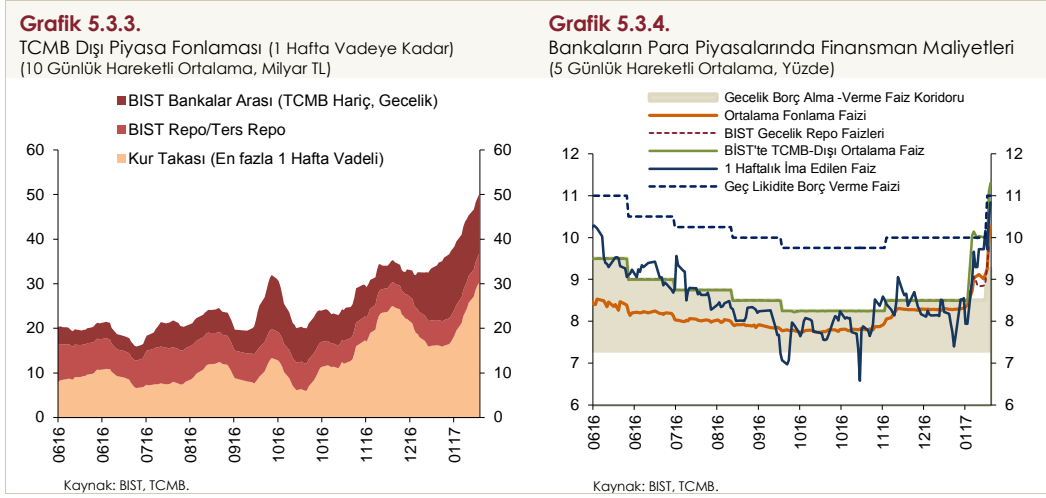
5.3. Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

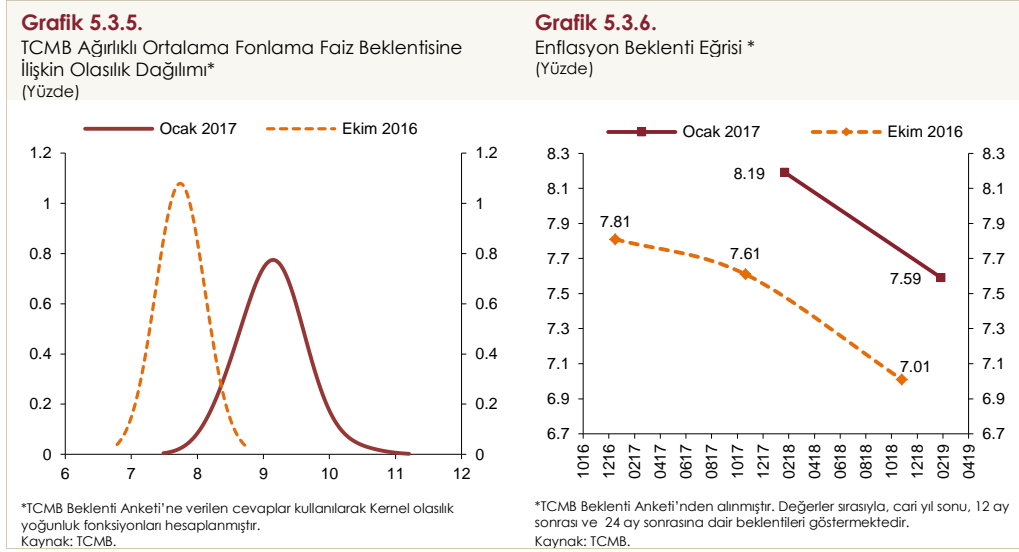
TCMB fonlaması 2016 yılının genelinde ağırlıklı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleri ile yapılmıştır (Grafik 5.3.1). Kasım ayı PPK toplantısında haftalık repo ve marjinal fonlama faizlerinin yükseltilmesi TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizine de yansımıştır (Grafik 5.3.2). 12 Ocak 2017 tarihi sonrasında 1 hafta vadeli repo ihalelerine ara verilmesi ve diğer likidite uygulamalarının etkisiyle TCMB ağırlıklı ortalama fonlama ve BIST Bankalararası gecelik repo faizleri belirgin şekilde artmıştır. 17 Ocak tarihinden itibaren, gerekli görülen günlerde sistemin fonlama ihtiyacının bir kısmı geç likidite penceresi borç verme faiz oranından karşılanmıştır.



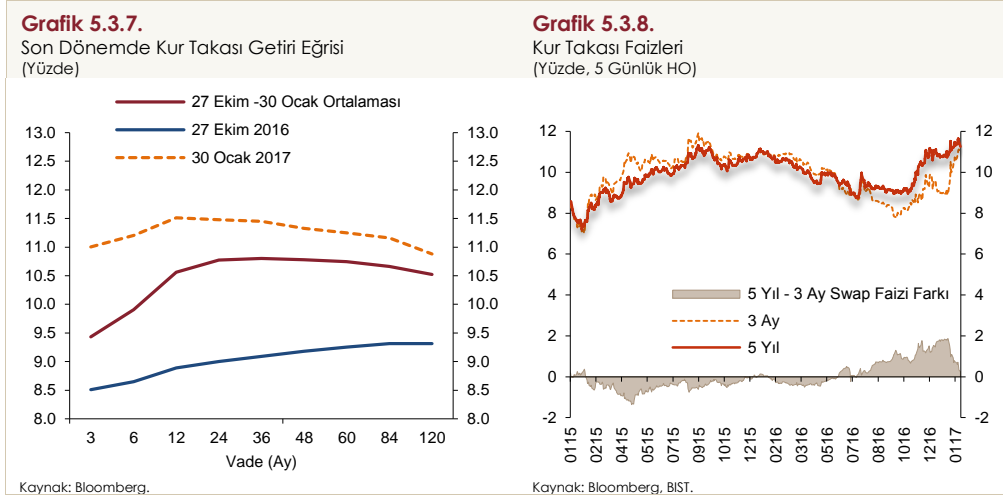
Para piyasalarında, TCMB dışındaki piyasalardan sağlanan ve en fazla bir hafta vadeye sahip olan fonların başında, kur takası piyasasından sağlanan fonlar gelmekte ve bu yolla yapılan fonlama miktarında önceki Rapor dönemine göre artış gözlenmektedir. Bunu, sırasıyla, BIST bünyesindeki Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarında TCMB haricindeki bankalarla ve BIST bünyesindeki Repo/Ters Repo Pazarında aracı kurumlar ile yapılan işlemler takip etmektedir (Grafik 5.3.3). TCMB politika uygulamalarının bir sonucu olarak, Ocak 2017 itibarıyla, BIST Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarında TCMB dışı işlemler hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz ve 1 hafta vadeli kur takası faizi, TCMB ortalama fonlama faizinin üzerine çıkarak geç likidite penceresi faiz oranına yakın gerçekleşmiştir (Grafik 5.3.4).



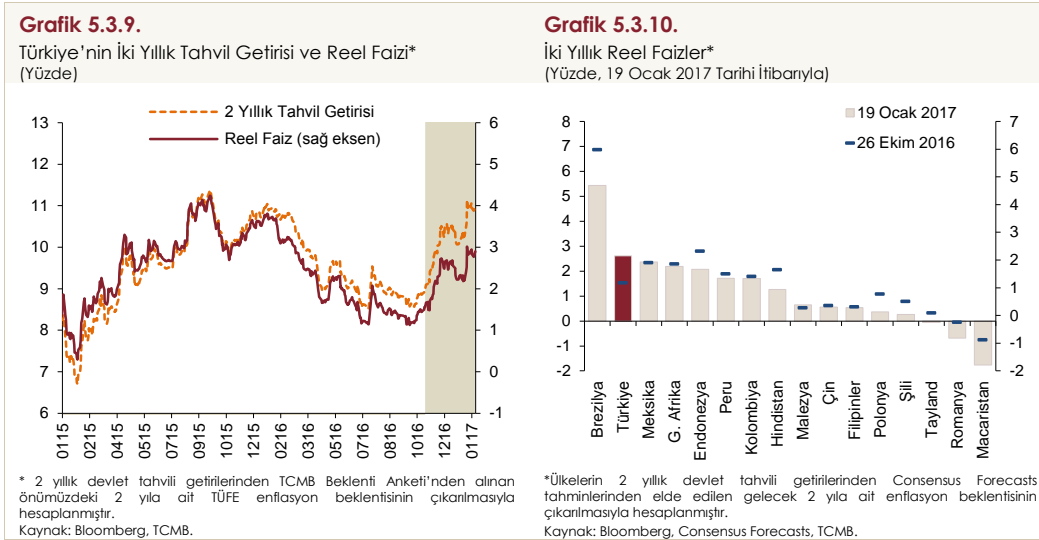
2016 yılının Mart-Eylül döneminde marjinal fonlama faizinde yapılan kademeli indirimlerin ardından, Ekim ayında politika faiz oranları sabit tutulmuş; Kasım ayında ise marjinal fonlama faiz oranı ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı artırılmıştır. Bunun etkisiyle TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faiz beklentisine ilişkin dağılım Ocak ayı ortasında Ekim ayına kıyasla daha yüksek beklenti oynaklığı ima ederken dağılımın orta noktası yükselmiştir (Grafik 5.3.5). Söz konusu dönemde, bir ve iki yıllık enflasyon beklentilerinde belirgin artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.3.6).



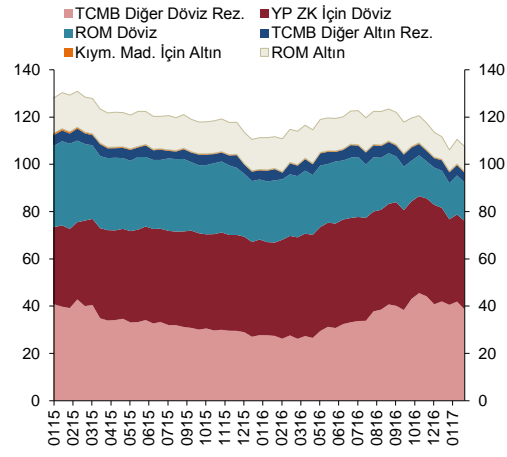
Getiri eğrisi bir önceki Rapor döneminden bu yana küresel, jeopolitik ve yurt içi belirsizliklerdeki artışlar ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş nedeniyle yukarı doğru kaymıştır (Grafik 5.3.7). Yakın dönemde, TCMB'nin parasal sıkılaştırmayı güçlendirmesinin bir sonucu olarak getiri eğrisi yataylaşmıştır. Nitekim, 2016 yılının ikinci yarısından itibaren pozitif değerler alan 5 yıllık ve 3 aylık kur takası faizleri arasındaki fark geçtiğimiz Rapor dönemine belirgin şekilde gerilemiştir (Grafik 5.3.8).



Yukarıda bahsi geçen gelişmelerin etkisiyle, iki yıl vadeli tahvilin getirisinde de artışlar gözlenmiştir (Grafik 5.3.9). Söz konusu artışların enflasyon beklentilerindeki yükselişi aşmasının sonucunda 2 yıllık reel faizler de yükselmiştir. Türkiye'nin iki yıllık reel faizleri gelişmekte olan ülkeler ortalamasından daha yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir (Grafik 5.3.10).



Yabancı para zorunlu karşılık oranlarına ve ROM kullanımına ilişkin düzenlemelerin etkisiyle, TCMB brüt döviz rezervleri, Ocak ayı sonu itibarıyla, bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar gerilemiştir (Grafik 5.3.11). Söz konusu dönemde, döviz kuru artışları da ROM kapsamında tesis edilen tutarları düşürücü etki yapmıştır. 2016 yılında toplam 15 milyar ABD doları olarak gerçekleşen reeskont kredileri TCMB diğer döviz rezervlerini artırmaktadır (Tablo 5.3.1).

Grafik 5.3.11.TCMB Döviz Rezervleri
(Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB.

Tablo 5.3.1.TCMB Döviz Rezervleri ve İhracat Reeskont Kredilerinin
Döviz Rezervlerine Katkısı
(Milyar ABD Doları)

	İhracat Reeskont Kredileri	TCMB Döviz Rezervleri
2011	1,9	94
2012	8,3	120,6
2013	12,6	135,1
2014	13	127,3
2015	15,1	113,5
2016Q1	3,3	114
2016Q2	3,8	120
2016Q3	3,8	123,4
2016 Ekim	1,2	119,6
2016 Kasım	1,5	117,5
2016 Aralık	1,3	106,1
2016 Toplam	15	106,1

Kaynak: TCMB.

Para Politikası Tepkisi

TCMB, 2016 yılında enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici politika duruşunu korumuştur. 2016 yılının birinci çeyreğinde, küresel piyasalardaki oynaklıkların bir miktar düşmesinin yanı sıra politika araçlarının aktif kullanılması, sıkı likidite politikası ve temkinli makroihtiyati politika çerçevesi geniş faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmıştır. 2016 yılı Mart ve Eylül ayları arasındaki dönemde enflasyonist baskılardaki azalma, finansal koşullardaki sıkılık ve küresel finansal piyasaların ılımlı seyri, TCMB'nin faiz koridoru politikasında sadeleşme yapmasına olanak sağlamıştır. Bu doğrultuda, koridorun üst bandı Mart-Eylül 2016 döneminde ölçülü ve temkinli adımlar atılmak suretiyle toplamda 250 baz puan azaltılmıştır. Gecelik borç verme faizleri, Mart ayındaki 10,75 seviyesinden Eylül ayında 8,25 seviyesine indirilmiştir. Dolayısıyla Mart ayında 350 baz puan olan koridor genişliği Eylül ayında 100 baz puana kadar daraltılmıştır. Söz konusu dönemde, gecelik borç alma faizi ve haftalık repo faizi değiştirilmeyerek sırasıyla yüzde 7,25 ve yüzde 7,50 oranında sabit tutulmuştur.

2016 yılının Ekim ayına gelindiğine, TCMB politika uygulamalarının da etkisiyle parasal koşullardaki sıkılığın azalması ve makroihtiyati düzenlemelerin genel finansal koşulları desteklediği görülmüştür. Toplam talepteki yavaşlama çekirdek enflasyondaki kademeli düşüşü desteklemekle birlikte, döviz kuru ve diğer maliyet unsurlarındaki gelişmeler enflasyon görünümündeki iyileşmeyi sınırlamış ve para politikasındaki temkinli duruşun korunmasını gerektirmiştir. Bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, Ekim ayında politika faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. 2016 yılının Kasım ayında, küresel ekonomi politikalarına ilişkin devam eden belirsizlikler ve ABD politika faizi beklentilerinin yukarı yönlü güncellenmesi, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'de de finansal piyasalarda oynaklığa ve reel para biriminin değer kaybına neden olmuştur. Bu gelişmelerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla, TCMB, Kasım ayında bir miktar parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede, haftalık repo faiz oranında 50 baz puan, TCMB gecelik borç verme faiz oranında 25 baz puan artış yapılmıştır.

Yılın sonuna doğru küresel belirsizliklerdeki artışa bağlı olarak yaşanan döviz kuru hareketleri ve petrol fiyatlarındaki yükseliş enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, toplam talep gelişmeleri bu etkileri sınırlamaktadır. Bu faktörlerin net etkilerinin daha sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından, gelişmelerin yakından takip edilmesinin faydalı olacağı düşüncesiyle, TCMB, Aralık ayında faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir.

2017 yılı Ocak ayında döviz kurlarında gözlenen aşırı hareketlilik enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskleri artırmıştır. TCMB, döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkisi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle kısa vadede enflasyondaki belirgin yükselişin devam edebileceği öngörüsüyle enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar vermiştir. Bu çerçevede, 2017 yılı Ocak ayı PPK toplantısında marjinal fonlama oranı yüzde 8,5'ten yüzde 9,25'e, geç likidite penceresi uygulaması çerçevesinde, borç verme faiz oranı yüzde 10'dan yüzde 11'e yükseltilmiştir.

2016 yılı boyunca, para politikası uygulamaları bağlamında TCMB yukarıda özetlenen faiz kararları dışında Türk lirası ve döviz likidite yönetimi kapsamında çeşitli kararlar almıştır. Likidite politikasındaki öngörülebilirliği artırmak ve bankaların likidite yönetimlerini daha etkin yürütmelerini sağlamak amacıyla; 3 Haziran 2016 tarihinden başlamak üzere, miktar ihalesi yöntemiyle sağlanan bir hafta vadeli repo fonlamasına ilişkin günlük ihale tutarının belirlenmesinde, toplam haftalık vadeli fonlama stokunun haftanın günlerine dengeli dağıtılması hedeflenmiştir. 29 Haziran 2016 tarihinde Türk lirası likidite yönetiminin etkin yürütülmesini desteklemek amacıyla, kesin alım ihalelerine yılsonuna kadar devam edilmesine karar verilmiştir. 2016 yılı Temmuz ayı ortalarında yaşanan oynaklıkların finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak ve piyasaların etkin işleyişini sağlamak amacıyla Türk lirası depo işlemleri ile sınırsız likidite olanağı sağlanmış, gün içi likidite imkânı komisyonu sıfıra düşürülmüştür. İlaveten, Türk lirası likidite sağlamak amacıyla limitsiz teminat döviz depo tesis edebilme imkânı tanınmıştır. Bu imkân ile bankalara sağlanan teminat yönetimi esnekliği bankaların likidite yönetimlerini destekleyerek bilanço dışı yabancı para pozisyonundaki düşüşe katkıda bulunmuştur. Alınan likidite tedbirlerinin de etkisiyle, zaman içinde limitsiz teminat döviz depo imkânına olan ihtiyacın azalması sebebiyle, teminat döviz depo uygulamasında 11 Kasım 2016 tarihinde yeniden üst limit uygulamasına dönülmüştür. Ayrıca, 2016 yılı Ağustos ve Eylül aylarında Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimleri için toplamda 100 baz puan indirilmesiyle sisteme likidite sağlanmıştır.

TCMB, Türk lirası likidite yönetiminin yanı sıra, özellikle 2016 yılının ikinci yarısında gözlenen döviz kuru oynaklıklarına karşı döviz piyasasındaki likiditeyi desteklemek amacıyla da önlemler almıştır. Yabancı para zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyonu katsayılarında yıl içinde kademeli indirimler yapılarak finansal sisteme ek döviz likiditesi sağlanmıştır. Bu çerçevede, 31 Ekim 2016 tarihinde ROM kapsamında döviz imkânının ikinci, üçüncü ve dördüncü dilimlerinde katsayılar 0,2 puan azaltılmıştır. Ayrıca, bankaların yabancı para likidite yönetimine esneklik kazandırmak üzere, yabancı para yükümlülüklerine ilişkin zorunlu karşılıkların ortalama olarak tesis edilebilecek kısmının üst sınırı 3 puandan 4 puana yükseltilmiştir. 17 Kasım 2016 tarihinde ROM kapsamında döviz imkânına ilişkin katsayılar ilk dilim için sabit tutulmuş; ikinci dilimde 0,1 puan, diğer dilimlerde 0,2 puan olacak şekilde azaltılmıştır. 24 Kasım 2016 tarihinde ise yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 50 baz puan indirilmiştir. Ek olarak, ihracat reeskont kredileri kapsamında yılsonuna kadar yapılacak olan geri ödemelerin vade uzatımına veya Türk lirası cinsinden yapılabilmesine olanak tanınması, teminat döviz depolarına tekrar

limit getirilmesi ve enerji ithalatçısı kamu kuruluşlarının talebinin bir kısmının piyasa koşullarına göre TCMB ve Hazine Müsteşarlığınca karşılanması gibi tedbirler de piyasadaki döviz likiditesini desteklemiştir.

2017 yılı Ocak ayı başında döviz kurunda yaşanan oynaklıkların ve ekonomik temellerden uzaklaşan fiyat oluşumlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri alınmıştır. Bu çerçevede, TCMB, 12 Ocak 2017 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açmamıştır. Bu durum, bankaları para piyasalarında daha yüksek maliyetli finansman kaynaklarına yönlendirmektedir. Buna ek olarak, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitleri de 11 Ocak 2017 tarihinden itibaren toplam 22 milyar Türk lirasına, 16 Ocak 2017 tarihinden itibaren ise toplam 11 milyar Türk lirasına düşürülmüştür. 16 Ocak tarihinden itibaren gerekli görülen günlerde Borsa İstanbul bünyesindeki Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarında TCMB tarafından yapılan fonlama tutarı da sınırlandırılmaya başlanmıştır. Ocak ayı başında, yukarıdaki önlemlere ek olarak, yabancı para zorunlu karşılık oranları da tüm vade dilimlerinde 50 baz puan indirilmiştir. Bu değişiklik ile finansal sisteme yaklaşık 1,5 milyar ABD doları ek likidite sağlanmıştır. Ayrıca TCMB, Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla 17 Ocak 2017 tarihinde Türk lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları piyasasını açmıştır.

Kutu
5.1

Açık Piyasa İşlemleri Menkul Kıymet Portföyü Büyüklüğü ve Kesin Alım İşlemleri

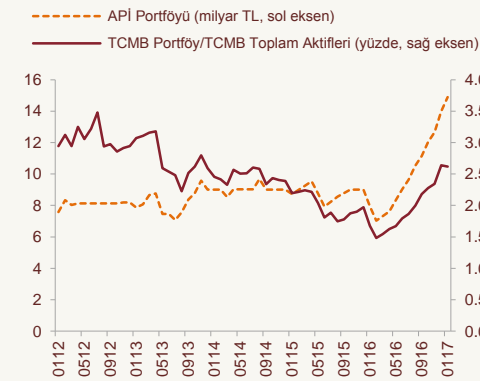
TCMB'nin, her türlü likidite durumunu dikkate alarak; BIST Repo-Ters Repo Pazarı ve Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarındaki faiz oranlarını kontrol edebilmesi, sistemin fonlama ihtiyacını yönetebilmesi, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi için teknik nedenlerle açık piyasa işlemleri portföyünde yeterli miktarda DİBS veya HMKŞ tarafından ihraç edilen TL cinsi kira sertifikası bulundurması gerekmektedir.

APİ portföy büyüklüğü hedefi yıllar itibarıyla Para ve Kur Politikası metinlerinde açıklanmaktadır. Bu kapsamda, 2012 yılı için belirlenen 8,2 milyar TL portföy hedefinden sonra, 2013, 2014 ve 2015 yılları için hedef portföy büyüklüğü nominal 9 milyar TL olarak belirlenmiştir. 29 Haziran 2016 tarihinde yapılan basın duyurusu ile 2016 yıl sonu APİ portföy büyüklüğü hedefi 9 milyar TL'den 14 milyar TL'ye güncellenmiştir. 2017 yılı Para ve Kur Politikası metninde, 2017 yılı için portföy büyüklüğü 15 milyar TL olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda, yıl boyunca bilançoda itfasi gelen kıymetler dikkate alınarak hedef portföy büyüklüğüne ulaşmak için gerekli kesin alım işlemleri yapılmaktadır.

Doğrudan alım yapılacak aylarda, ilk iş günü saat 10:00'da veri dağıtım kanalları aracılığıyla doğrudan alımı yapılacak DİBS veya kira sertifikaları ilan edilmektedir. Bu çerçevede, geçmiş dönemde çarşamba veya cuma günlerinde bir sonraki iş günü valörüyle geleneksel yöntemle doğrudan alım ihaleleri gerçekleştirilmiştir. Alım programının gerektirmesi durumunda pazartesi günü de ihale yapılabilmesi 2017 yılı Para ve Kur Politikası metni çerçevesinde mümkündür. Alıma konu kıymetler TL cinsi, iskontolu, sabit ve değişken faizli kuponlu DİBS'ler veya kira sertifikaları olabilmektedir. Her bir ihale için alım tutarı nominal en fazla 150 milyon TL olarak belirlenmiş olup son dönemde her bir ihalede 75 milyon TL'lik kesin alım yapılmaktadır.

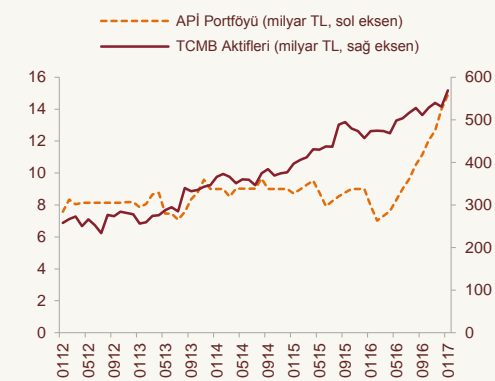
TCMB APİ portföyünün 2012 sonrasındaki gelişimi incelendiğinde, Merkez Bankasının toplam aktif büyüklüğünün 2012 yılından itibaren ekonomik ve finansal gelişmeler paralelinde artış kaydettiği, APİ portföy büyüklüğünün sabit kaldığı görülmektedir (Grafik 1). Bu nedenle, yıllar boyunca APİ portföy büyüklüğünün toplam bilançodaki oranı azalmıştır (Grafik 2).

Grafik 1. APİ Portföyünün ve TCMB Toplam Aktiflerinin Gelişimi



Kaynak: TCMB.

Grafik 2. APİ Portföyünün ve TCMB Varlıklar İçindeki Payının Gelişimi



Kaynak: TCMB.

TCMB'nin Ocak ayı sonu itibarıyla toplam portföy büyüklüğü 15,2 milyar TL olup söz konusu portföyün 15 milyar TL'si kuponlu kıymetlerden 0,2 milyar TL'si ise kira sertifikalarından oluşmaktadır. Ocak ayı sonu itibarıyla APİ portföy büyüklüğünün Merkez Bankası varlıklarına oranı yüzde 2,7 düzeyindedir.

Kesin alım işlemlerinin en önemli kullanım amaçlarından biri de bu işlemlerle piyasaya kalıcı likiditenin sağlanabilmesidir. Bu nedenle, toplam APİ portföy büyüklüğünün artırılmasının sistemin fonlama ihtiyacının azaltılması üzerinde öngörülebilir ve kesin bir etkisi bulunmaktadır. Bu anlamda, kesin alım işlemleri sistemin fonlama ihtiyacının yönetilmesinde etkili bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Alım işlemleri, piyasa likiditesini artırıcı yönde etkilerken, Merkez Bankası portföyünde itfa olan kıymetlerin alım işlemleri ile yenilenmesi Merkez Bankasına yapılacak itfaların bankacılık sistemi bilançosu üzerinde yarattığı baskıyı telafi etmektedir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası, operasyonel esnekliğin korunması ve sistemin fonlama ihtiyacındaki artışların sınırlandırılabilmesi için, 2017 yılı Para ve Kur Politikası metninde belirtildiği gibi ilave alım seçeneği saklı kalmak üzere, 2017 yılı için APİ portföy büyüklüğünü 15 milyar TL olarak belirlemiştir. Likidite koşulları ve operasyonel gereklilikler doğrultusunda hedefte yapılabilecek değişiklikler basın duyuruları ile kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

