

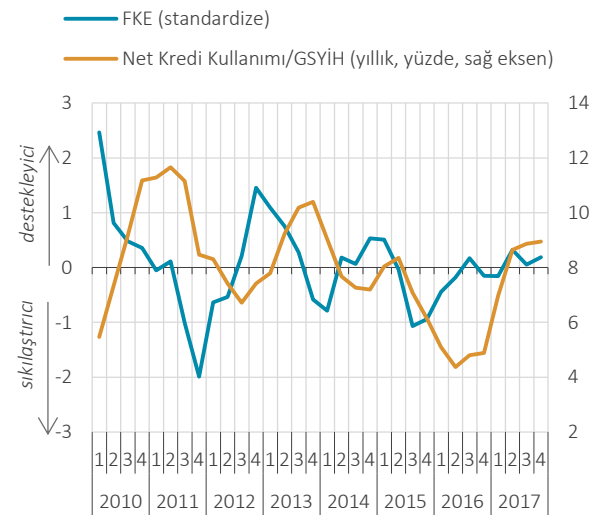
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Fed'in normalleşme sürecindeki kararlılığını vurgulaması dolayısıyla 2017 yılı son çeyreğinin başlarında piyasa oynaklıklarında geçici yükselişler gözlenmiş; ancak küresel enflasyon oranlarının düşük seviyeleri nedeniyle küresel para politikalarının normalleşme süreçlerinin ılımlı seyretmeye devam edeceği beklentisi risk iştahını yüksek seviyede tutmuştur. Söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımları, küresel ve jeopolitik gelişmelerle geçici olarak sekteye uğrasa da, Aralık ayında yeniden ivme kazanmıştır. Türkiye'de ise 2017 yılı son çeyreğinin başlarında gerek küresel risk iştahındaki hareketler, gerekse jeopolitik gelişmelerin etkisiyle kur oynaklığı, risk primleri, borsa getirileri, piyasa faizleri ve portföy akımları diğer gelişmekte olan ülkelere bir miktar olumsuz ayrışırken, Kasım ayı sonlarından itibaren küresel risk iştahı, piyasa oynaklıklarındaki azalma ve TCMB'nin aldığı önlemlerin etkisiyle tüm finansal göstergelerde iyileşme gözlenmiştir.

2017 yılı ortalarından itibaren ticari kredilerde bir miktar ivme kaybı gözlenirse de iktisadi faaliyetteki olumlu görünümün etkisiyle bankaların kredi verme iştahı yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Kredi Eğilim Anketine göre, bankaların 2017 yılı son çeyreğinde ve 2018 yılı ilk çeyreğine ilişkin beklentilerinde işletmelere uyguladıkları kredi standartlarında belirgin bir değişim olmamıştır. Öte yandan, son çeyrekte, TCMB'nin para politikasındaki sıkı duruşunu güçlendirmesinin etkisiyle getiri eğrisinin negatif eğimi belirginleşmiştir.

Tüm bu gelişmelerin toplulaştırılmış bir göstergesi niteliğinde olan Finansal Koşullar Endeksi (FKE), 2017 yılı genelinde, finansal koşulların iktisadi faaliyetteki canlanmayı sınırlı düzeyde de olsa desteklediğine işaret etmektedir (Grafik 5.1). Son çeyrekte, borsa getirisi ve EMBI'nin destekleyici yöndeki katkısının yükselmesi ve kredi standartlarının pozitif katkısının sınırlı düzeyde azalarak da olsa devam etmesi ile endeks, geçtiğimiz Rapor dönemine göre bir miktar artış kaydetmiştir. Getiri eğrisinin eğimi, kredi faizi ve reel efektif döviz kurunun endeks üzerindeki sıkılaştırıcı etkisi ise devam etmiştir (Grafik 5.2).

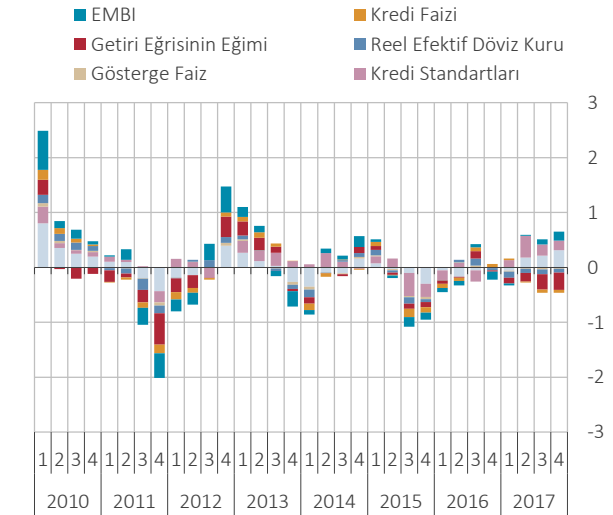
Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*



Kaynak: TCMB.

* FKE'ye ilişkin detaylar için bkz: TCMB Çalışma Tebliği:15/13.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksine Katkılar*



Kaynak: TCMB.

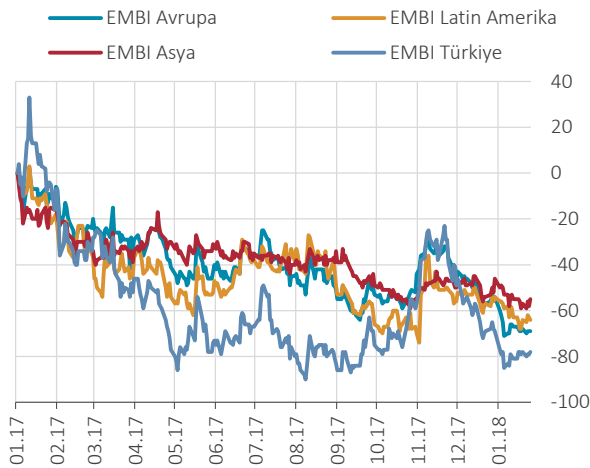
* Getiri eğrisinin eğimi için 10-2 yıl vadeli faiz farkı kullanılmıştır.

5.1 Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Küresel iktisadi faaliyette gözlenen olumlu performans ve gelişmiş ülke para politikalarının normalleşme süreçlerinin ılımlı olacağına dair sinyaller, 2017 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının güçlü ve istikrarlı seyretmesine neden olmuştur. Eylül ayı FOMC toplantısı sonrasında Fed'in normalleşmeye ilişkin kararlı tutumunu devam ettireceğine ilişkin algının güçlenmesiyle gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde geçici artışlar gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise Eylül ayı ortalarından Kasım ayı sonuna kadar olan dönemde jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere göre bir miktar olumsuz yönde ayrılmıştır. Buna karşın, Aralık ayında küresel risk iştahındaki artışın yanı sıra jeopolitik risklerin azalması ve TCMB'nin sıkılaştırıcı adımlarının etkisiyle Türkiye'nin risk primi gerilemiştir (Grafik 5.1.1). Mevcut Rapor döneminde Türkiye'ye portföy akımlarında bir yavaşlama gözlenirse de, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğindeki güçlü girişlerin katkısıyla portföy akımları 2017 yılını birikimli olarak geçmiş yıllar ortalamasının oldukça üzerinde tamamlamıştır (Grafik 5.1.2). Mevcut Rapor dönemindeki portföy girişleri hisse senedi piyasası ağırlıklı olurken, portföy çıkışları ise büyük ölçüde DİBS piyasası kaynaklı olmuştur. 2018 yılı Ocak ayında DİBS piyasasına portföy akımlarının giriş yönünde olduğu görülmektedir.

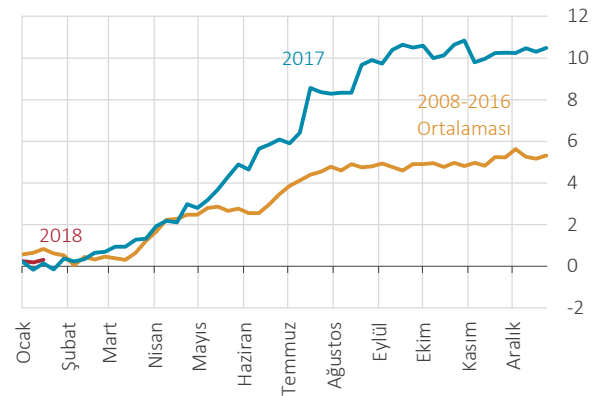
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (baz puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

Grafik 5.1.2: Türkiye'de Portföy Hareketleri*
(Sene Başımdan İtibaren Birikimli, Milyar ABD Doları)



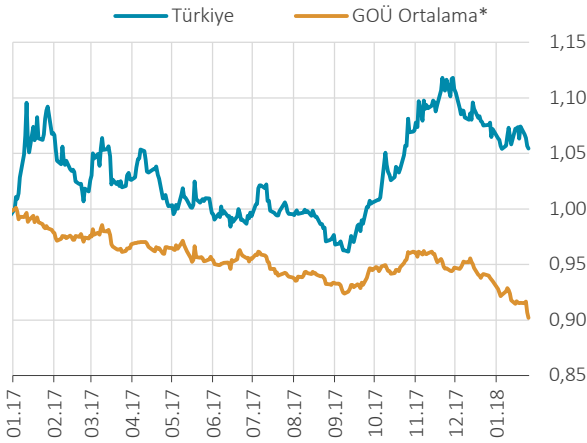
Kaynak: TCMB.

* Hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine Repo kalemi dâhildir.

Döviz Kurları

Küresel risk iştahının güçlü seyrettiği 2017 yılı, gelişmekte olan ülke para birimlerinin ABD dolarına karşı değer kazandığı bir dönem olmuştur. Ancak, yukarıda da bahsedildiği üzere, Eylül ve Aralık ayı FOMC toplantıları arasındaki dönemde Fed'in normalleşme sürecindeki kararlı duruşunu koruyacağı algısıyla gelişmekte olan ülke para birimleri ABD dolarına karşı geçici değer kaybı yaşamıştır (Grafik 5.1.3). Mevcut Rapor döneminde Türk lirasının ima edilen oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine benzer şekilde gerileme kaydetmiştir (Grafik 5.1.4).

Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



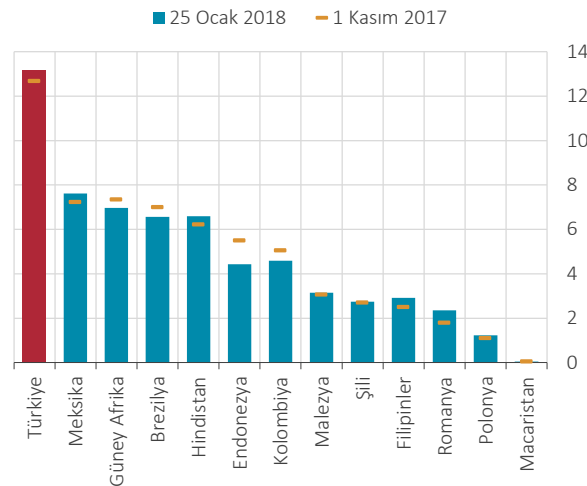
Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili ve Türkiye yer almaktadır.

Piyasa Faizleri

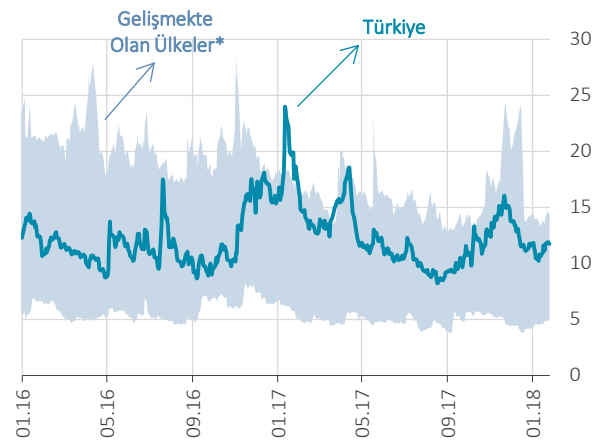
Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelerin kısa ve uzun vadeli faizlerinde belirgin bir eğilim gözlenmemiştir. Türkiye’de ise para politikasındaki sıkılaştırma adımlarının etkisiyle kısa vadeli piyasa faizleri bir miktar artış kaydederken, uzun vadeli piyasa faizleri yatay seyretmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5: Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri (% puan)



Kaynak: Bloomberg.

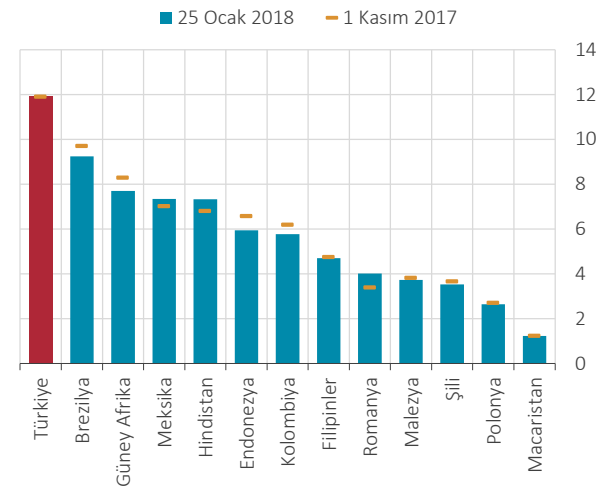
Grafik 5.1.4: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli, %)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya ve Şili yer almaktadır.

Grafik 5.1.6: Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri (% puan)



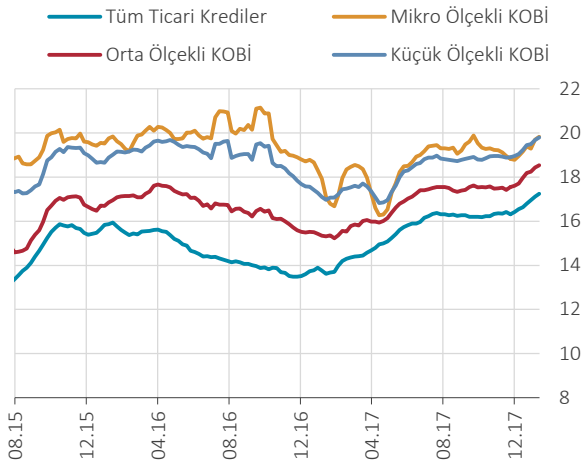
Kaynak: Bloomberg.

5.2 Kredi Koşulları

Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

2017 yılının ilk çeyreğinde destekleyici teşvik ve tedbirlerle ivmelenen ticari krediler yılın son çeyreğinde dengelenme sürecine girmekle birlikte, söz konusu dönemde, iktisadi faaliyete ilişkin olumlu görünüm sayesinde bankaların kredi verme iştahı devam etmiştir. Öte yandan, 2017 yılı üçüncü çeyreğinde yatay seyreden ticari kredi faiz oranları yılın son çeyreğinde finansman ihtiyacı ile bir miktar yükselmiştir (Grafik 5.2.1). Bu dönemde, tüketici kredisi faizlerinde ise konut ve ihtiyaç kredileri faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak yükseliş eğilimi devam etmiştir (Grafik 5.2.2). 12 Ocak 2018 itibarıyla, ortalama ticari ve tüketici kredi faizleri, sırasıyla, yüzde 17,2 ve yüzde 18,3 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 5.2.1: TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



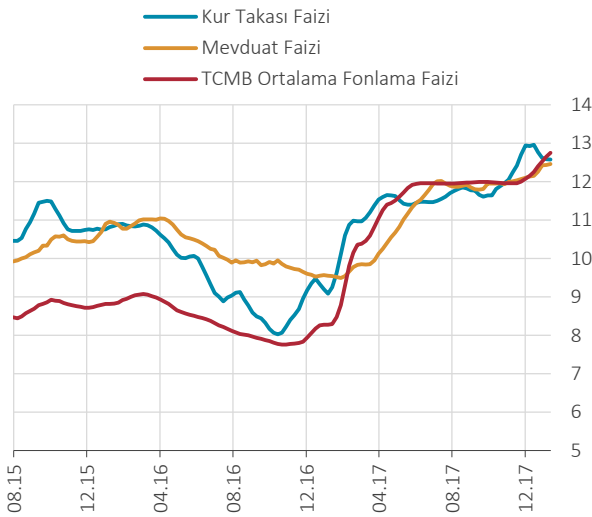
Kaynak: TCMB.

* Tüm ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

2017 yılının dördüncü çeyreğinde bankaların mevduat dışı Türk lirası fonlama maliyetleri sınırlı miktarda yükselmiştir. Bankacılık sektörünün en önemli finansman kaynağı olan ve ağırlıklı olarak üç aydan daha kısa vadeye sahip TL mevduatlara ödenen faiz oranı, geçtiğimiz Rapor döneminden bu yana TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine yakın seviyelerde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, kur takası faiz oranları genellikle diğer fonlama maliyetlerinin üstünde yer almakla birlikte son dönemde TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizine tekrar yakınsamıştır (Grafik 5.2.3).

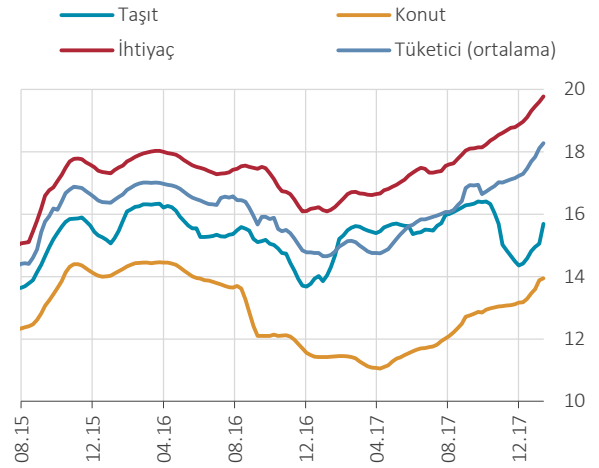
2017 yılının son çeyreğinde, ticari kredi faizindeki görece yükselişe paralel olarak ticari kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark bir miktar artmış; 12 Ocak 2018 itibarıyla 478 baz puan olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.4). Kredi-mevduat faiz farkı geçmiş yıllara göre yüksek seviyelerini korumaktadır.

Grafik 5.2.3: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (%)



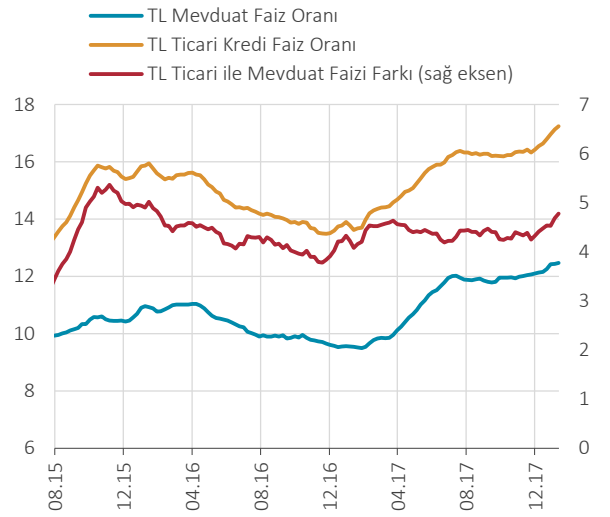
Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 5.2.2: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.4: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi*
(Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



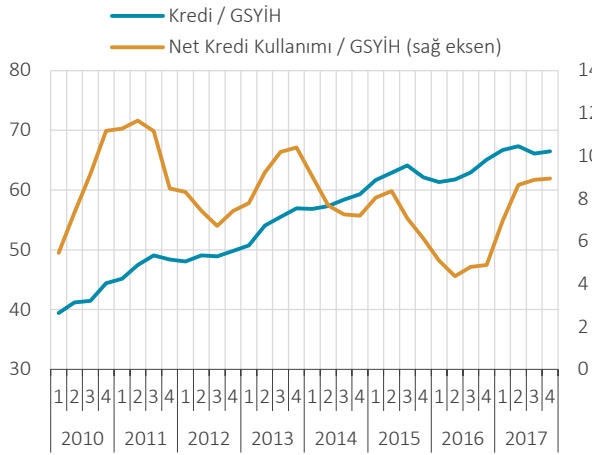
Kaynak: TCMB.

* Ticari kredi faizleri serisine kredili mevduat hesabı, kredi kartı ve sıfır faizli krediler dâhil değildir.

Kredi Hacmi

2017 yılı ilk yarısında destekleyici makroihtiyati politikaların ve KGF desteğinin etkisiyle, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranında güçlü bir ivmelenme gözlenirken, kredilerin GSYİH'ye oranı da artmıştır. Son dönemde kredilere kıyasla daha sınırlı düzeyde artan GSYİH neticesinde net kredi kullanım oranında da bir miktar yükseliş gözlenmiştir (Grafik 5.2.5). Son çeyrekte, beyaz eşya ve mobilya sektöründeki KDV indiriminin sona ermesine ek olarak, 2016 yılı sonunda destekleyici yönde gerçekleşen baz etkisinin ortadan kalkmasıyla tüketici kredileri artış hızı gerilemiştir. Söz konusu dönemde, dengelenme sürecine giren ticari kredi büyümesindeki yavaşlamanın da etkisiyle, toplam kredi büyümesi yataya yakın seyretmiştir (Grafik 5.2.6).

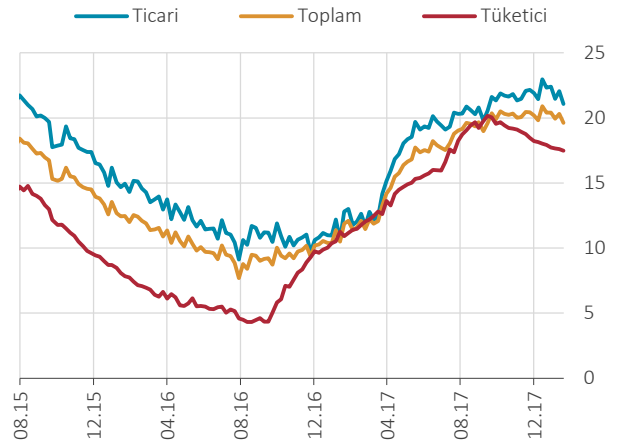
Grafik 5.2.5: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* Yurt içi krediler, katılım bankaları dahil toplam bankacılık sektörü kredileri olup, yurt dışı şubeler ve kredi kartlarını içermektedir. Kur etkisinden arındırılmamıştır. Net Kredi Kullanımı ise nominal kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2017 yılı dördüncü çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

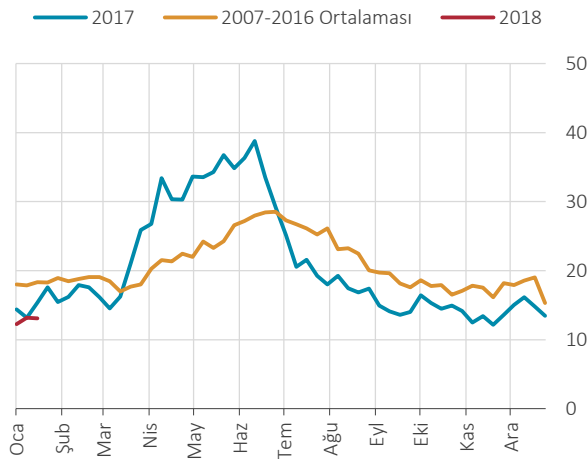
Grafik 5.2.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

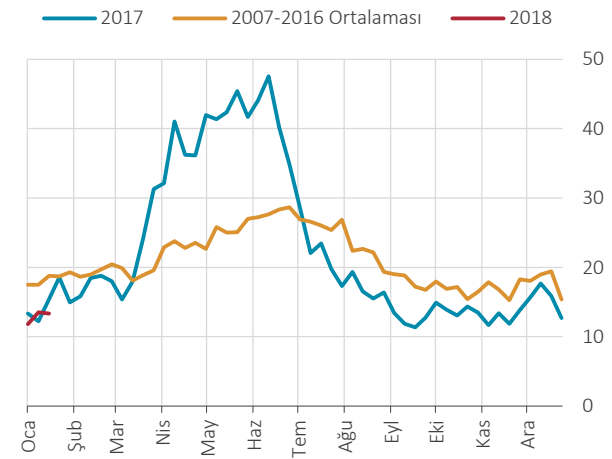
2017 yılının ortalarından itibaren, ticari kredilerdeki dengelenme süreci devam etmiş; toplam kredi büyüme hızı yatay seyretmiştir. Söz konusu dönemde ticari ve toplam kredilerin büyüme hızı tarihsel ortalamalarına benzer hareket sergilemiştir (Grafik 5.2.7 ve 5.2.8).

Grafik 5.2.7: Toplam Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

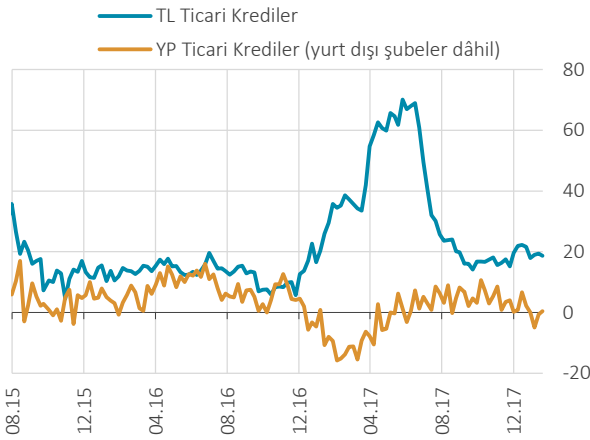
Grafik 5.2.8: Ticari Kredilerin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

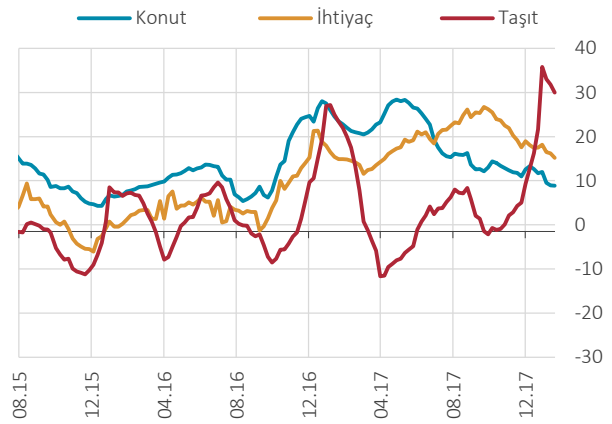
2017 yılının ikinci yarısında pozitif dönen YP ticari kredi büyümesi, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte kur riski yönetimindeki düzenleyici çalışmaların sinyal etkisiyle son dönemde sifıra yakın gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.9). Mobilya, beyaz eşya ve küçük ev aletleri teslimlerine getirilen KDV teşviklerinin 2017 yılı üçüncü çeyreğinde sonlandırılması nedeniyle gerileyen ihtiyaç kredisi büyüme oranının, 19 Ocak 2018 itibarıyla 13 haftalık yıllıklandırılmış hareketli ortalaması yüzde 15,2 olmuştur. 2017 yılı ikinci çeyreği başından itibaren artan konut kredisi faiz oranlarının etkisi ile yavaşlayan konut kredilerinin büyüme oranı ise aynı tarihte yüzde 8,9 seviyesindedir. Yıl sonu kampanyalarının, iç talepteki güçlü seyrin ve döviz kurunda yılın son dönemindeki düşüşün etkisi ile hızla yükselen taşıt kredilerinin büyüme oranı, kampanya etkisinin sona ermesi ile sınırlı da olsa azalarak 19 Ocak 2018 itibarıyla yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.10).

Grafik 5.2.9: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10: Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

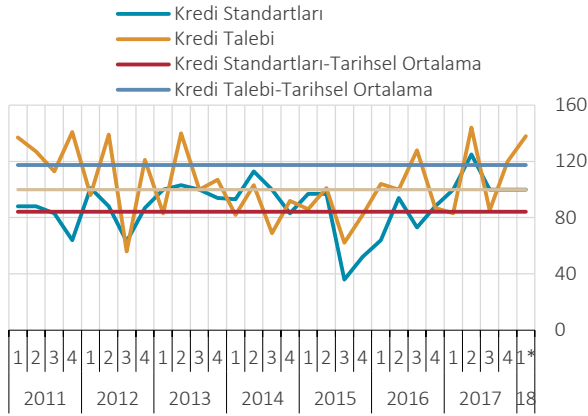
Kredi Standartları

Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2017 yılı dördüncü çeyreğinde bankaların işletmelere verdikleri kredilere ilişkin standartlar değişmemekle birlikte tarihsel ortalamalara göre olumlu seyretmiştir (Grafik 5.2.11). Söz konusu standartlara ölçek ayırımında bakıldığında KOBİ kredi standartlarında gevşeme gözlenmiştir. Vade ayırımında, kısa vadeli kredi standartlarında sınırlı miktarda gevşeme görülmektedir. Para cinsi ayırımında ise TL cinsi kredilere ilişkin standartlar değişmezken yabancı para cinsi kredilere ilişkin standartlarda sıkılaşıma gözlenmektedir. Kredi standartlarını etkileyen faktörler incelendiğinde, sermaye yeterliliği ile ilgili kısıtlar, standartları sınırlı düzeyde sıkılaştırıcı yönde katkı verirken, diğer faktörlerin değiştirici bir etkisi olmamıştır. İşletmelere kullanılan kredilere uygulanan koşul ve kuralların ise (daha riskli krediler üzerindeki kâr marjı, faiz dışında alınan ücret ve komisyonlar, teminat ihtiyacı ve kredi ya da kredi limitinin büyüklüğü) sıkılaştırıldığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, 2017 yılı dördüncü çeyreğinde, KOBİ kredilerinde daha belirgin olmak üzere işletmelerin kredi talebinin yükseldiğini göstermektedir (Grafik 5.2.11). Vade bazında bakıldığında kısa vadeli kredi talebinde, para cinsi bazında bakıldığında ise Türk lirası cinsi kredi talebinde önemli düzeyde artış görülmektedir. Ancak, yabancı para cinsi kredi talebi gerilemeye devam etmiştir. Borcun yeniden yapılandırılması ve stok artırımı ihtiyacı kredi talebi yaratan bir unsur olmaya devam etmekle birlikte sabit yatırımlar kredi talebini azaltıcı yönde etkilemiştir.

2018 yılı ilk çeyreğinde işletmelere verilen kredilerin standartlarının değişmeyeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.11). Bununla birlikte, KOBİ kredi standartlarında gevşeme beklenirken, yabancı para cinsi ticari kredilerde sıkılaşıma olacağı tahmin edilmektedir. İşletmelerin kredi talebinde ise tarihsel ortalamalarının üstünde bir artış öngörülmektedir. Söz konusu artış beklentisi KOBİ kredilerinde, kısa vadeli kredilerde ve Türk lirası cinsi kredilerde daha belirgindir.

Grafik 5.2.11: İşletmelere Verilen Kredi Standartları ve İşletmelerin Kredi Talebi*



Kaynak: TCMB.

*2018 ilk çeyrek verisi beklenti değeridir.

Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarında gevşemeyi; kredi talebinde ise artışı ifade etmektedir.

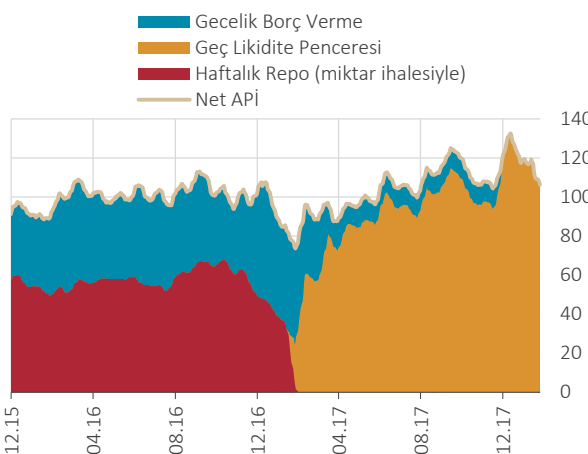
Bireysel kredilere ilişkin anket sonuçlarında, 2017 yılının son çeyreğinde kredi standartlarının değişmediği gözlenmektedir (Grafik 5.2.12). Söz konusu dönemde konut kredisi talebinde düşüş, ihtiyaç kredisi talebinde ise artış görülmektedir. İhtiyaç kredilerinde, dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcama ve bireysel tasarruflar kredi talebini artıran temel faktörler olmuştur. 2018 yılı ilk çeyreğinde bireysel kredilere uygulanan kredi standartlarının değişmeyeceği, bireysel kredi talebinin ise gerileyeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

5.3 Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

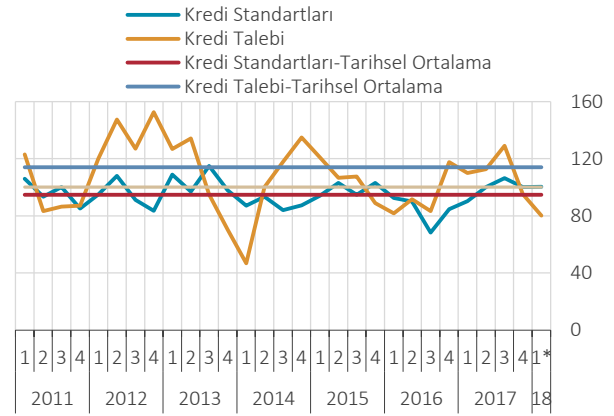
22 Kasım 2017 tarihinden itibaren TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitlerinin gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra düşürülmesiyle birlikte sistemin fonlama ihtiyacının tamamı GLP'den sağlanmaya başlanmıştır (Grafik 5.3.1). BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz 2017 yılı Ocak ayından bu yana TCMB ortalama fonlama faizine yakın seyretmektedir (Grafik 5.3.2). Kısa vadeli piyasa faizlerinin TCMB fonlama faizine yakın seyretmesinin, para politikasının etkinliğine ilişkin olumlu bir gösterge olduğu değerlendirilmektedir (Kutu 5.1). 2017 yılı boyunca para politikasının öngörülebilirliği de önemli ölçüde artmıştır.

Grafik 5.3.1: TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



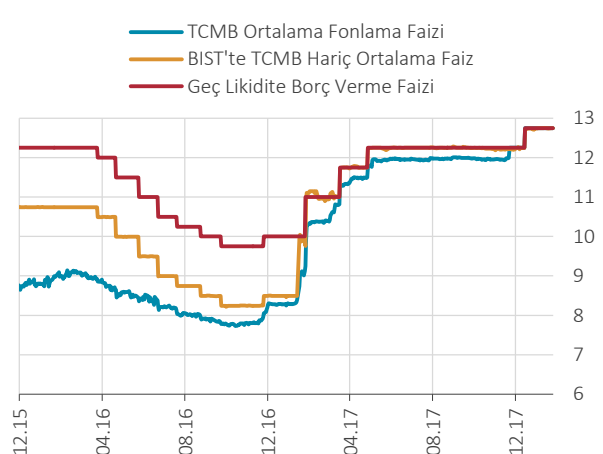
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.12: Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi*



Kaynak: TCMB.

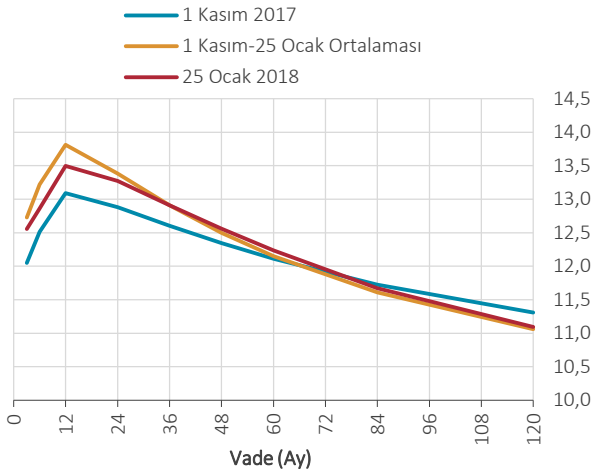
Grafik 5.3.2: Kısa Vadeli Faizler (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: BIST, TCMB.

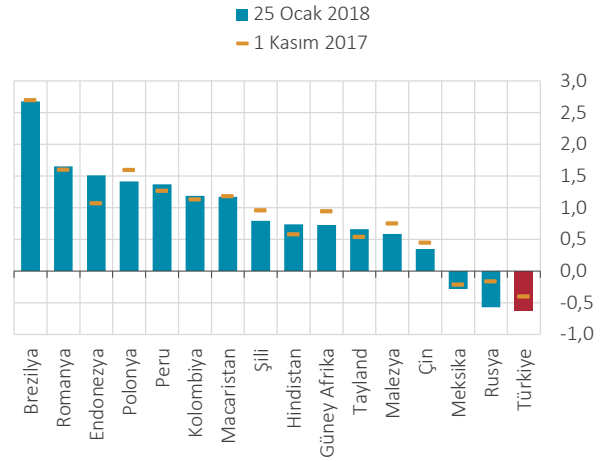
Son dönemde jeopolitik risklerin bir miktar azalması ile uzun vadeli kur takası faizlerinde bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı bir gerileme gözlenirken kısa ve orta vadeli kur takası faizleri para politikasındaki sıkılaşmaya paralel olarak yükselmiştir (Grafik 5.3.3). Böylece, kısa vadeli kur takası getirileri uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmayı sürdürmüştür (Grafik 5.3.4).

Grafik 5.3.3: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri* (% puan)

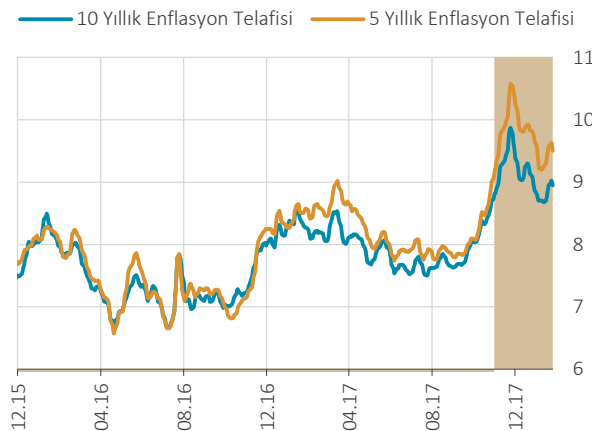


Kaynak: Bloomberg.

* Getiri eğrisi eğimi, ülkelerin 5 yıl vadeli tahvil getirileri ile 6 ay vadeli tahvil getirilerinin farkı şeklinde hesaplanmıştır. Türkiye için DİBS getirileri yerine kur takası faizleri kullanılmıştır.

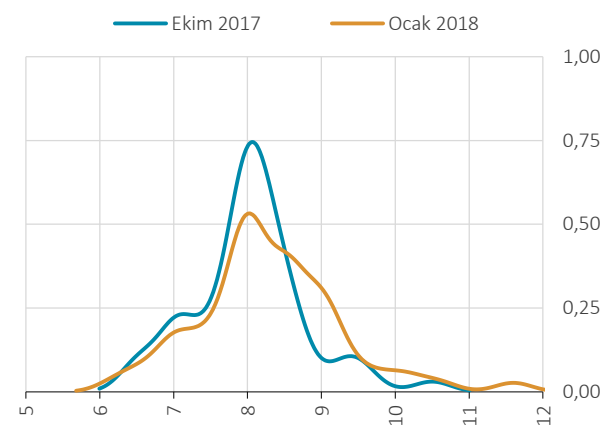
2017 yılının Eylül ayı sonuna dek TCMB'nin sıkı para politikası duruşunun etkisiyle gerilemeye devam eden uzun vadeli enflasyon telafileri, bu tarihten itibaren jeopolitik gelişmeler, döviz kurlarında gözlenen oynaklık ve enflasyondaki yükselişin etkisiyle artış eğilimi sergilemiştir. Bununla birlikte son dönemde enflasyondaki yüksek seyre rağmen parasal sıkılaşmanın artması ve jeopolitik risklerin gevşemeye başlamasıyla uzun vadeli enflasyon telafileri yeniden bir miktar gerilemiştir (Grafik 5.3.5). TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 24 ay sonrası enflasyon oranına ilişkin beklenti dağılımı ise Ocak ayında enflasyon beklentilerinin Ekim ayına kıyasla sınırlı oranda yükseldiğine ve söz konusu beklentilere ilişkin belirsizliğin arttığına işaret etmektedir (Grafik 5.3.6).

Grafik 5.3.5: Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.6: 24 Ay Sonrası Enflasyon Beklentisine İlişkin Olasılık Dağılımı* (%)

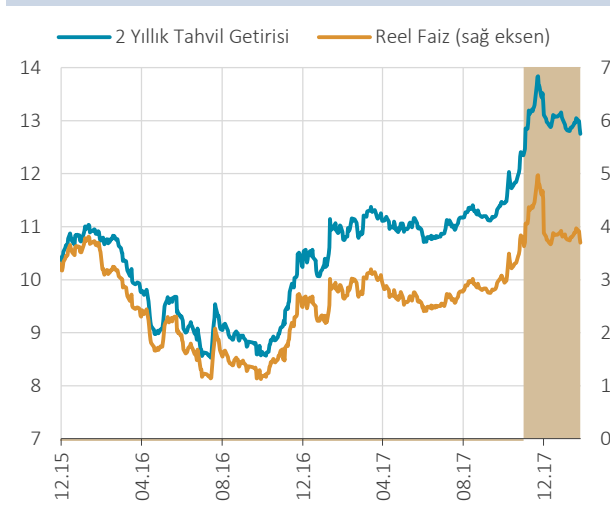


Kaynak: TCMB.

* TCMB Beklenti Anketi'ne verilen cevaplar kullanılarak, Kernel olasılık yoğunluk fonksiyonları hesaplanmıştır.

İki yıl vadeli tahvilin getirisinde, 2017 yılının Eylül ayı sonunda başlayan hızlı artış eğilimi, Kasım ayı sonlarından itibaren tersine dönmüştür (Grafik 5.3.7). Bununla birlikte iki yıllık tahvilin faizi hala geçtiğimiz Rapor dönemindeki seviyelerin üzerindedir. İki yıllık reel faizler enflasyon beklentilerinde gerçekleşen artışın etkisiyle geçtiğimiz Rapor dönemindeki seviyelere gerilemiştir. Türkiye'nin iki yıl vadeli reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında üst sıralarda yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.3.8).

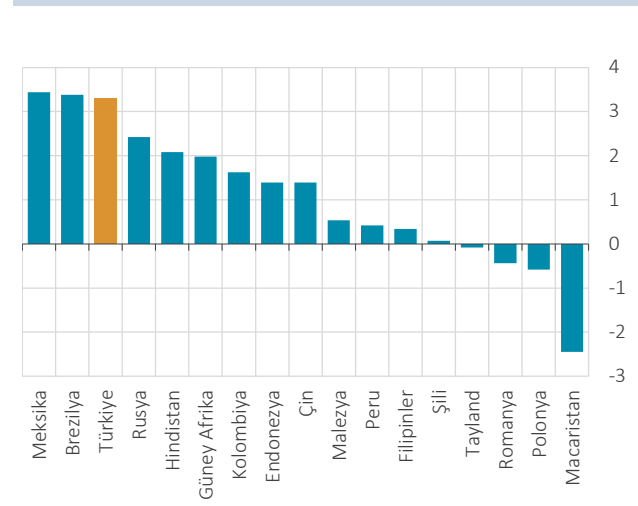
Grafik 5.3.7: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi* (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

*2 yıllık devlet tahvil getirilerinden, TCMB Beklenti Anketi verileri ile hesaplanan önümüzdeki 2 yıla ilişkin toplam TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Grafik 5.3.8: İki Yıllık Reel Faizler* (25 Ocak 2018 itibarıyla, %)



Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

*Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvil getirilerinden, Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen önümüzdeki 2 yıla ilişkin enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Para Politikası Tepkisi

TCMB, enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak amacıyla 2017 yılı boyunca parasal sıkılaşmayı kademeli olarak güçlendirmiştir. Bu kapsamda, 2017 yılı Ocak ayı PPK toplantısında TCMB gecelik borç verme faiz oranı yüzde 8,5'ten yüzde 9,25'e, GLP uygulaması çerçevesindeki borç verme faiz oranı yüzde 10'dan yüzde 11'e yükseltilmiştir. TCMB, ayrıca, sene başında döviz kuru piyasasında gözlenen aşırı oynaklıkların fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla bazı likidite tedbirleri de almıştır. Bu çerçevede, 12 Ocak tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açılmamış; TCMB fonlaması içerisindeki GLP payı kademeli olarak artırılmıştır. Bunlara ek olarak, döviz likiditesi yönetiminde esneklik sağlayacak bazı önlemler alınmıştır. Bu amaçla, yabancı para zorunlu karşılık oranları indirilmiş, Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasası açılmış ve reeskont kredilerin Türk lirası olarak geri ödenmesine olanak tanınmıştır. TCMB, döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli yansımalarına dikkat çekerek GLP borç verme faiz oranını Mart ayında yüzde 11,75'e, Nisan ayında ise enflasyon görünümünün fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğu değerlendirildiği ile yüzde 12,25'e yükseltmiştir.

2017 yılının ilk yarısında alınan eşgüdümlü politika kararları, finansal koşullar üzerinde ek bir sıkılık oluşturmadan döviz kurundan kaynaklanan maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi hedeflemiştir. Destekleyici teşvik ve tedbirlerin katkısıyla, iktisadi faaliyet güç kazanmıştır. Bununla birlikte, toplam talep ve kredi koşulları enflasyondaki iyileşmeyi geciktirmiştir. 2017 yılının ikinci yarısında, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin ulaştığı yüksek seviyelerin yanı sıra çekirdek enflasyon görünümünün de etkisiyle fiyatlama davranışlarına dair risklerin devamına dikkat çeken TCMB, yaptığı iletişimle para politikasının temkin düzeyini kademeli olarak güçlendirmiştir.

Kasım ayında, 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, 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren TCMB fonlamasının tamamı

GLP kanalıyla yapılmaya başlanmış ve böylece TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizi GLP borç verme faizi olan yüzde 12,25 seviyesinde oluşmuştur. Bunların dışında, 6 Kasım 2017'de ROM kapsamında döviz imkân oranı üst sınırı yüzde 60'tan yüzde 55'e düşürülmüş; tüm dilim aralıkları da 5'er puan aşağı çekilerek bankacılık sistemine döviz likiditesi sağlanmıştır. Ek olarak, ihracat reeskont kredileri kapsamında belirli kredi geri ödemelerin sabitlenen döviz kuru üzerinden Türk lirası cinsinden yapılabilmesine olanak tanınması da piyasadaki döviz likiditesini desteklemiştir. TCMB, 20 Kasım 2017 tarihinde reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesi amacıyla TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır (Kutu 5.2). TCMB, 2017 yılı Aralık ayı PPK toplantısında enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ile yaşanan maliyet gelişmelerinin beklentiler ve fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırdığını vurgulayarak parasal duruşun bir miktar daha sıkılaştırılmasına karar vermiş; GLP borç verme faiz oranını yüzde 12,75'e yükseltmiştir.

2017 yılı boyunca para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artmıştır. TCMB, önümüzdeki dönemde de, fiyat istikrarına ulaşma amacı doğrultusunda likidite araçlarını uygun bir bileşimle ve öngörülebilirliği destekleyecek şekilde kullanmaya devam edecektir. 2018 yılı Ocak ayı PPK kararında da belirtildiği üzere, enflasyon görünümünde baz etkisi ve geçici faktörlerden bağımsız, belirgin bir iyileşme ve hedeflerle uyum sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir.

Kutu 5.1

Para Piyasası Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği

Para piyasalarının mükemmel işlediği, piyasalara erişim ve maliyet koşulları gibi unsurların tüm piyasa oyuncularını için aynı olduğu tam rekabetçi ideal bir yapıda merkez bankalarının aldıkları faiz kararlarının vade ve kredi riski ile düzeltilmiş tüm piyasa faizlerine bire bir yansımaları beklenmektedir.¹ Ancak pratikte tam rekabetçi koşulların oluşmaması, çeşitli düzenlemeler ve piyasa oyuncularının (borç veren/borç alan) davranış farklılıkları, para politikası kararlarının piyasa faiz oranlarına aktarımında sapmalar gözlenmesine yol açmaktadır. İdeal bir yapıda sıfır olması beklenen bu sapmalar tamamen etkin işleyen bir parasal aktarım olduğuna işaret ederken, sapma değerlerinin artması, aktarımın etkinliğinin azaldığı şeklinde yorumlanmaktadır.

Bu Kutu, son dönem gelişmeleri ışığında, TCMB'nin para piyasası faizleri üzerindeki etkinliğini tartışmayı amaçlamaktadır. Bu kapsamda, Talaslı ve Ünalmiş (2018) tarafından türetilen bir sapma endeksi (Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi) kullanılmaktadır. Söz konusu endeks, bankaların kısa vadeli fonlamalarında önemli yere sahip olan para piyasası faizlerinin TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizinden mutlak değer sapmalarının hacim ile ağırlıklı bir toplamı şeklinde hesaplanmaktadır.²

Türkiye için Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi hesaplamasında bankaların kısa vadeli fonlamalarındaki göreceli önemleri dikkate alınarak Borsa İstanbul Repo/Ters Repo Pazarı gecelik repo faiz oranlarına ek olarak bir hafta vadeli kur takası faiz oranları da kullanılmıştır.³ Bir hafta vadeli kur takası faiz oranları ABD doları/Türk lirası vadeli döviz işlemlerinde ima edilen faiz oranları kullanılarak vade priminden arındırılmış ve bu yolla tüm faiz oranları gecelik faiz oranı şeklinde ifade edilmiştir.⁴ Endeks hesaplamasında Borsa İstanbul (BIST) Repo-Ters Repo Pazarı ve Bankalar arası Repo/Ters Repo Pazarlarında gecelik vadede oluşan ağırlıklı faiz oranları ile bir hafta vadeli kur takası faiz oranı kullanılmıştır. BIST Bankalar arası Repo/Ters Repo Pazarı için söz konusu pazardaki TCMB fonlama tutarları düşülerek sadece bankaların birbiriyle olan işlemleri dikkate alınmış ve TCMB-dışı repo işlemleri ağırlıklı faiz oranı endeks hesaplamasına dâhil edilmiştir.

Türkiye için hesaplanan endeksin 2010 yılından itibaren gelişimi incelendiğinde, TCMB para politikası uygulamalarının piyasa faiz oranlarının fonlama faizinden sapmalarını önemli ölçüde etkilediği gözlenmektedir (Grafik 1). 2010 yılı sonrasında, dönem dönem aktif şekilde kullanılan faiz koridoru ve likidite yönetimi (fonlama kompozisyonunun günlük olarak belirlenmesi) kısa vadeli faiz oranlarında yüksek sapmalar gözlenmesine yol açmıştır. Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi, 2014 yılı başlarından itibaren fonlama kompozisyonundaki gelişmeler ve ek parasal sıkılaştırma (EPS) uygulamasına son verilmesi ardından düşüş eğilime girmiş; 2016 yılı ikinci yarısından itibaren ise tarihsel ortalamasının altına gerilemiştir.

¹ Duffie ve Krishnamurthy (2016).

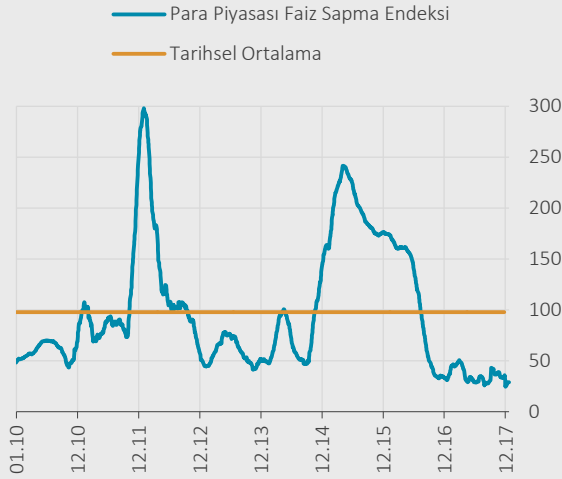
² Talaslı ve Ünalmiş (2018, devam eden çalışma), diğer piyasalardaki faiz oranlarını dikkate alarak farklı kapsamlarda da endeksler türetmektedir.

³ Kara (2015) ve Küçük ve diğerleri (2016), Türkiye'de para politikası aktarım mekanizmasında BIST repo faizlerinin kritik önem taşıdığını vurgulamakta, Ünalmiş (2015) ise bankaların para piyasalarında TCMB dışı kaynaklardan da borçlanabilmelerini göz önünde bulundurarak efektif fonlama faizi hesaplamasına TCMB dışı BIST ve kur takası piyasası hacimleri ile faizlerini dâhil etmektedir.

⁴ Duffie ve Krishnamurthy (2016) yayılım endeksi hesaplamasında kullandıkları faiz oranlarından bazılarını vade primine ek olarak kredi riskinden de arındırmaktadırlar. Türkiye için kısa vadeli güvenilir bir kredi riski göstergesi bulunmadığı için çalışmada kullanılan faiz oranlarında söz konusu arındırma yapılamamıştır.

2017 yılında, TCMB'nin parasal duruşta ve likidite adımlarında öngörülebilirliğin artırılması çabalarının da bir sonucu olarak Para Piyasası Faiz Sapma Endeksi, tarihsel ortalamasının oldukça altında dalgalanmayı sürdürmüştür. TCMB'nin Geç Likidite Penceresi (GLP) fonlamasını artan ağırlıkta kullanarak 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren tüm fonlamasını bu kanaldan gerçekleştirmesi, likidite yönetimine ilişkin belirsizliklerin daha da azalmasına yol açmıştır.

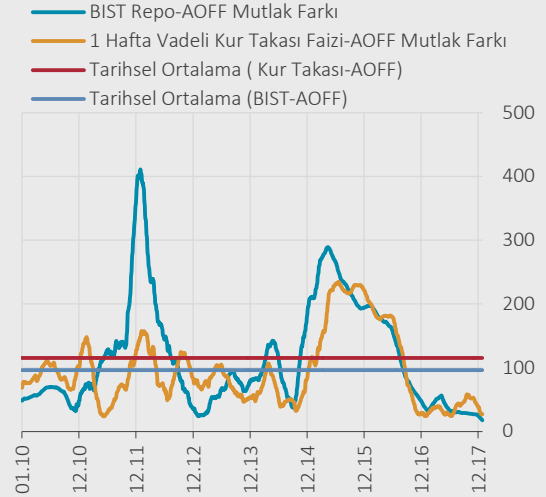
Grafik 1: Para Piyasası Faiz Sapma Endeksinin Tarihsel Gelişimi* (Üç Aylık Hareketli Ortalama, baz puan)



Kaynak: BIST, TCMB.

*Düz çizgi 2010-2017 dönemindeki ortalamayı göstermektedir.

Grafik 2: Para Piyasası Faiz Sapma Endeksinin Alt Bileşenleri* (Üç Aylık Hareketli Ortalama, baz puan)



Kaynak: BIST, TCMB.

*Alt bileşenler, BIST repo ve 1 hafta vadeli kur takası faiz oranlarının TCMB AOFF'den mutlak farkıdır. Noktalı çizgileri 2010-2017 dönemindeki ortalamaları göstermektedir.

Endeksi oluşturan temel bileşenlere bakıldığında (Grafik 2), aktif koridor uygulaması nedeniyle dönem dönem BIST repo oranının TCMB AOFF'den belirgin şekilde saptığı gözlenmektedir. TCMB'nin 18 Ocak 2017 tarihinden itibaren TL Depoları karşılığı Döviz Depoları Piyasası işlemleri gerçekleştirmesinin de son dönemde kur takası piyasa faizlerinin diğer para piyasası faizleri ile daha uyumlu hareket etmesini sağlayarak sapma endeksindeki azalış eğilimine olumlu katkı yaptığı değerlendirilmektedir.

Para politikası faiz kanalının etkin olarak çalışabilmesi için politika faizinin kısa vadeli para piyasası faizlerine geçişkenliğinin güçlü olması gerekmektedir. Zira kısa vadeli para piyasası faizlerine geçişkenlik, diğer piyasa faizlerine (DİBS, kredi, mevduat vb.) aktarımda ilk adımı oluşturmaktadır. Son yıllarda maliyet ve talep yönlü güçlü enflasyonist baskılarla mücadelesini devam ettiren TCMB, fiyat istikrarına ulaşma amacı doğrultusunda para politikasını kademeli olarak sıkılaştırmanın yanısıra likidite politikasında öngörülebilirliği desteklemek için de çabalarını sürdürmektedir. Bu kapsamda, Para Piyasası Faiz Sapma Endeksinin bir süredir tarihsel olarak düşük seviyelerde seyretmesinin, para politikasının etkinliğine ve öngörülebilirliğine ilişkin olumlu bir gösterge olduğu değerlendirilmektedir.

Kaynakça

Duffie, D. ve Krishnamurthy A. (2016) “Pass-through Efficiency in the Fed’s New Monetary Policy Setting”, Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City 2016.

Kara, H. (2015) “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-13.

Küçük, H., P. Özlü, A. Talaslı, D. Ünalmiş ve C. Yüksel (2016) “Interest Rate Corridor, Liquidity Management, And The Interest Rate Corridor”, Contemporary Economic Policy, 34(4): 746-761.

Talaslı A. ve D. Ünalmiş (2018) “Faiz Oranları Üzerinde TCMB Etkinliği: Sapma Endeksi Temelli Bir Analiz”, TCMB, Devam Eden Çalışma.

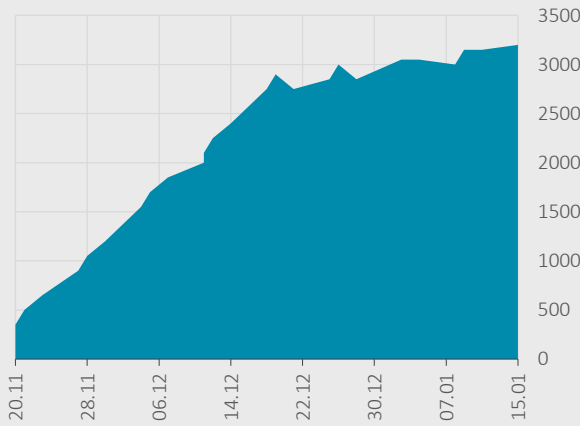
Ünalmiş, D. (2015) “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasasında Efektif Fonlama Faizi”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-20.

Kutu 5.2

Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhalelerine (TUVDİ) İlişkin Güncel Gelişmeler

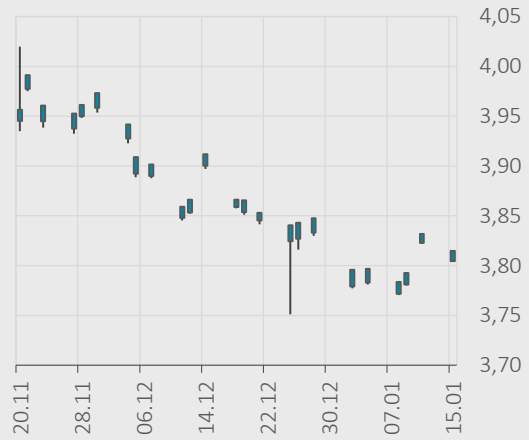
TCMB, 20 Kasım 2017 tarihinde döviz piyasalarında derinliği sağlamak ve reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesine katkıda bulunmak amacıyla TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri (TUVDİ) düzenlemeye başlamıştır. Duyurulan ihale takvimine göre 2017 yıl sonuna kadar vadeli döviz satım pozisyon stoku planlandığı gibi 3 milyar ABD dolarını aşmamış; 28 Aralık 2017 tarihinde 2,85 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1).

Grafik 1: TUVDİ Satım Pozisyon Stoku
(Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Grafik 2: 1 Ay Vadeli İhalelerin Teklif Dağılımı*



Kaynak: TCMB.

(*) Grafikler ihalelerin en düşük, ağırlıklı ortalama, en yüksek fiyatları ile ihale günü saat 16:00'daki bir ay vadeli USD/TRY forward kur kullanılarak oluşturulmuştur. Grafikte yer alan kutuların dikey genişliği ise ihalede oluşan ortalama fiyat ile forward kurun farkını göstermektedir.

Söz konusu ihalelerin vade tarihinde anaparalar el değiştirmemekte, vade tarihindeki spot kurun ihalede oluşan kur seviyesinin altında veya üzerinde gerçekleşmesi durumunda bankalar/TCMB spot kur ile vadeli kur fiyatı arasındaki farkı TL cinsi olarak karşı tarafa olarak ödemektedir. TCMB bu işlemlerde döviz satım pozisyonunda olurken, ihaleyi kazanan bankalar ise döviz alım pozisyonu taşımaktadır. Bu ihaleler herhangi bir döviz hareketi içermediği için TCMB'nin brüt ve net döviz rezervlerinde bir değişikliğe yol açmamaktadır.¹ Ayrıca, vadeli döviz satım pozisyonu nedeniyle oluşabilecek net ödemelerin hacmi itibarıyla TCMB'nin kar/zarar dengesinde belirgin hareket yaratması beklenmemektedir. İşlemlerin vade gününde USD/TRY kurunun ihalede oluşan kur seviyesinden daha düşük kalması halinde TCMB kâr elde edecek; yüksek kalması halinde ise TCMB'nin sahip olduğu net rezervler dolayısıyla dövizde taşıdığı uzun pozisyon nedeniyle karlılığı dengelenecektir.

İşlemler döviz anapara değişimi içermediği için spot döviz piyasasında oluşabilecek bir döviz talebini karşılamaktan ziyade öne çekilen döviz talebini sınırlamada etkili olabilecektir. Vadeli döviz ödemesi olan kurumsal şirketlerin Türk lirasında değer kaybı yaşanan dönemlerde söz konusu taleplerini öne almaları, spot döviz piyasasında kurlar üzerinde hem seviye hem de

¹ Ayrıntılı bir tartışma için bakınız, Küçük ve diğ. (2017).

oynaklığın yükselmesine yol açabilmektedir. Bu ihaleler yoluyla reel sektörün kur riskini yönetme kapasitesinin artırılması yanında özellikle döviz piyasalarında stres dönemlerinde öne alınan kurumsal döviz talebinin sınırlandırılarak döviz kurlarındaki kısa vadeli oynaklığın azaltılması amaçlanmaktadır.

Bir ay vadeli ihale tekliflerinin dağılımına bakıldığında, ilk düzenlenen ihale ile uluslararası piyasaların tatil olduğu 25 Aralık 2017 tarihinde düzenlenen ihalelerde tekliflerin birbirinden uzak dağıldığı, diğer günlerde ise ihale tekliflerinin birbirine yakın olduğu gözlenmektedir (Grafik 2).

Sonuç olarak, TCMB'nin sunduğu TUVDİ'nin gerek ihalelere gelen teklif miktarları gerekse ihalelerde oluşan fiyatların rekabetçi biçimde oluşması dikkate alındığında piyasa açısından etkili bir araç olma potansiyeli taşıdığı değerlendirilmektedir. Döviz piyasalarında derinliğin artmasına katkı sağlayacak olan söz konusu ihalelerin önümüzdeki dönemde piyasalarda dengeleyici bir rol oynaması beklenmektedir.

Kaynakça

Küçük U.N., Güney İ.E. ve Küçüksaraç D., "Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz. Alım-Satım İhalelerine Genel Bakış", TCMB Güncesi, 19 Kasım 2017.

