

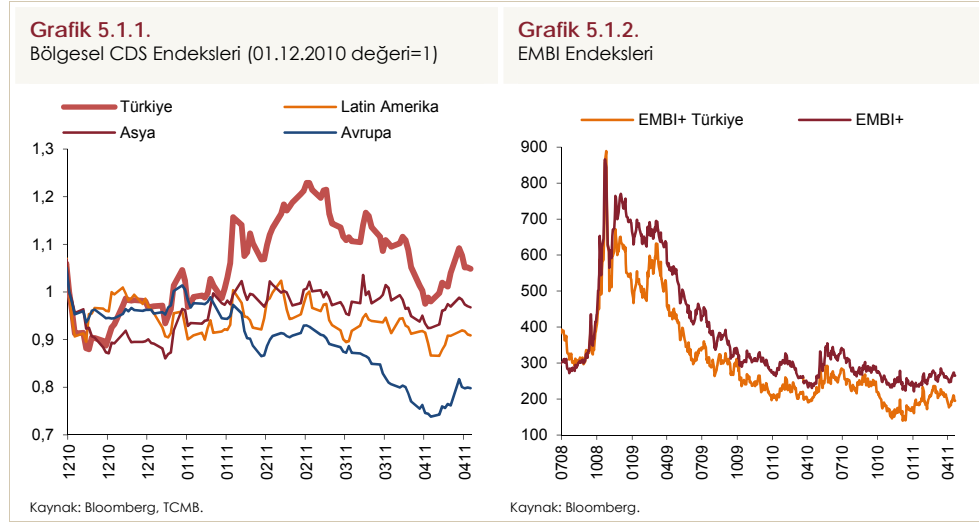
## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

### 5.1. Finansal Piyasalar

Yılın ilk çeyreğinde açıklanan veriler, küresel ekonomideki toparlanmanın sürdürüğüne işaret etmektedir. Bu durum, emtia fiyatlarındaki yükselişle beraber birçok ekonomide enflasyona dair yukarı yönlü risklerin belirginleşmesine ve gelişmiş ekonomilerde para politikalarında normalleşme sürecinin daha erken başlayabileceğine dair beklentilerin güçlenmesine yol açmıştır. Ne var ki, küresel iktisadi faaliyete dair aşağı yönlü riskler zayıflamakla birlikte, henüz tam olarak ortadan kalkmış değildir. Nitekim, gelişmiş ekonomilerde özel tüketim ve yatırım harcamalarının toparlanmaya katkısı henüz istenilen seviyelere ulaşmamıştır. Öte yandan, kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair belirsizliklerin ilk çeyrekte de devamı ve artan emtia fiyatları bu dönemde küresel toparlanma üzerinde risk oluşturan unsurlar olarak ön plana çıkmıştır.

Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya dair belirsizliklere karşın, ilk çeyrekte, gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi faaliyet güçlü seyrini sürdürmüş, enflasyonda yukarı yönlü riskler belirginleşmiştir. Bunun bir sonucu olarak, gelişmekte olan ekonomilerde para politikalarında sıkılaştırma süreci yılın ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu doğrultuda, birçok gelişmekte olan ülke merkez bankası, bir taraftan faiz artırımlarına devam ederken, diğer taraftan artan sermaye akımlarından kaynaklanabilecek finansal istikrara ilişkin riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla zorunlu karşılık oranları gibi faiz dışı para politikası araçlarını etkin bir biçimde kullanmışlardır.

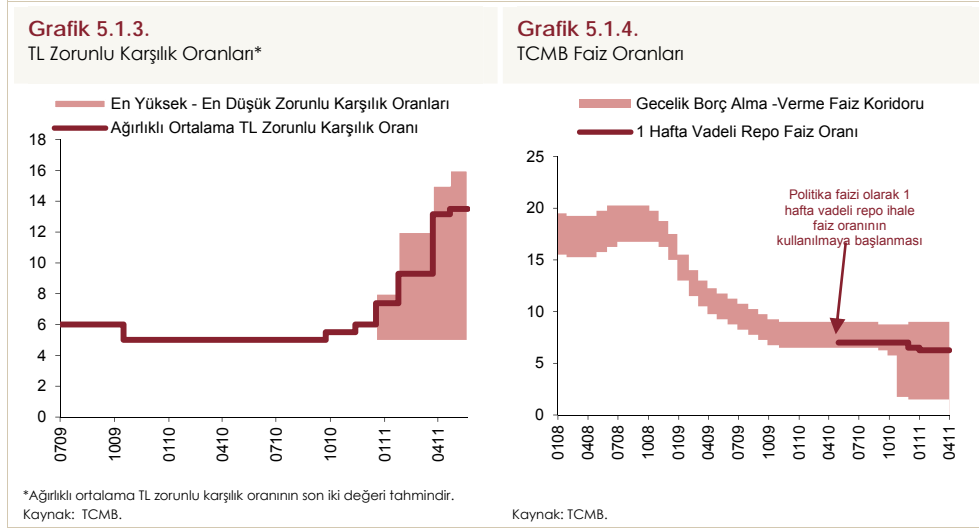
İlk çeyrekte, Avrupa'daki ülke borçluluklarına ilişkin endişelerin devam etmesi ve Ortadoğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesindeki siyasi gelişmeler küresel risk algılamalarının dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur (Grafik 5.1.2). Bu durum, gelişmekte olan ülke risk primlerine de yansımıştır. Bu dönemde Türkiye'nin risk priminin görece olarak olumsuz bir seyir izlediği, risk primindeki bozulmanın MENA bölgesindeki sorunların ortaya çıkmasıyla belirginleştiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.1). Türkiye'nin risk priminin sınırlı da olsa yükselmesinin başlıca sebebi petrol fiyatlarındaki artışların Türkiye'de cari açığın yükseldiği bir döneme denk gelmesidir. Bunun yanı sıra, bölgesel yakınlığın ve Türkiye'nin bu bölgeye ihracatının toplam ihracat içindeki payının diğer akrant ülkelere kıyasla yüksek olmasının da Türkiye'nin bölgedeki gelişmelerden daha fazla etkilenmesine katkıda bulunmuş olabileceği düşünülmektedir.



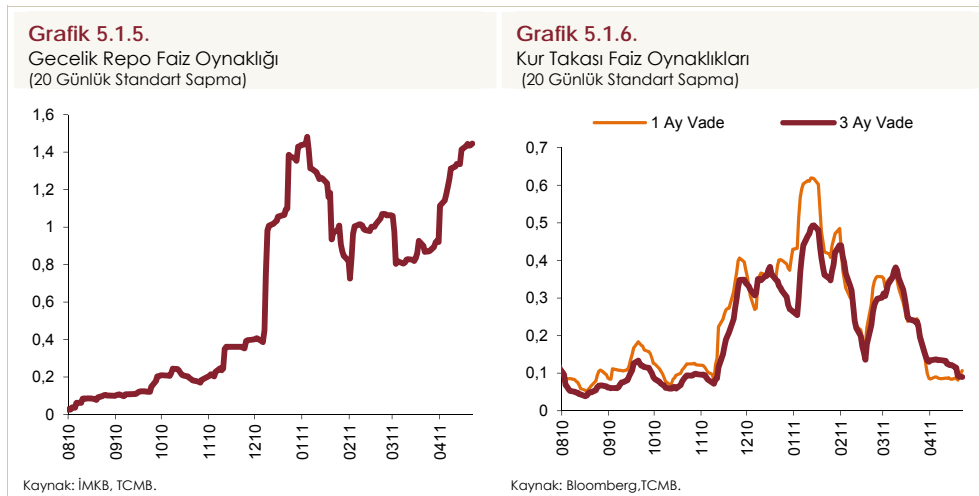
Küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, ilk çeyrekte Türkiye'de finansal piyasalardaki gelişmelerin temel belirleyicisi, TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinde uygulamaya koyduğu yeni politika bileşimi olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma eğilimini güçlendirmesi, cari işlemler açığının hızla artmasına neden olmuş ve makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem alınmasını gerekli kılmıştır. Bu dönemde enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi, para politikasının makro finansal istikrara odaklanmasına olanak tanımıştır. Düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni politika bileşimi kapsamında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak aylarında alınan kararlarla yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür (Grafik 5.1.4). Politika faizindeki indirimlere ek olarak, TCMB gecelik borçlanma faizi de aynı dönemde 450 baz puan indirilerek yüzde 1,5 seviyesine çekilmiştir. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridorun genişletilmesiyle kısa vadeli faizlerin konjonktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak verilmiştir. Bütün bu kararlarla bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerinin daha uzun vadelere yönlendirilmesi, diğer taraftan TL'nin değerinin iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesinin önlenmesi amaçlanmıştır.

Yeni politika bileşiminin odaklandığı ara hedeflerden biri de makro finansal dengesizliklerin birikmesini önlemek amacıyla kredi büyümesinin yavaşlatılması olmuştur. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına karar verilmiş; 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak, Mart ve Nisan aylarında zorunlu karşılık oranları, ağırlıklı ortalaması belirgin olarak

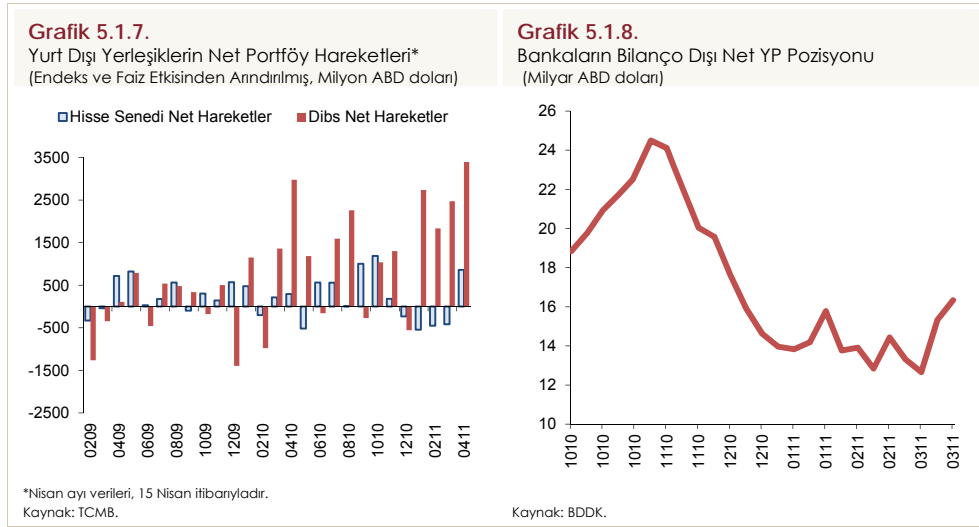
yükselecek ve zorunlu karşılığa tabi mevduatın vadesi uzadıkça azalacak şekilde farklılaştırılmıştır (Grafik 5.1.3). Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesinin likidite ve maliyet kanallarından yavaşlatılması, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir (Kutu 5.1).



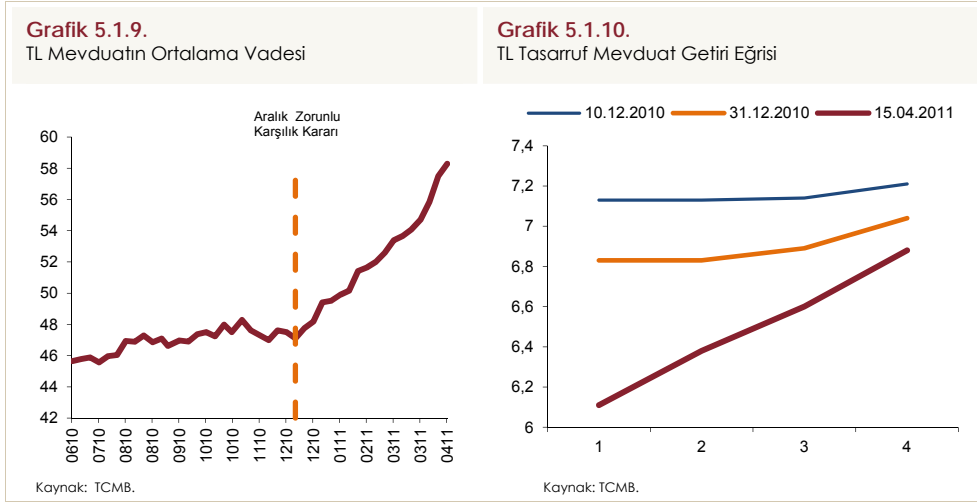
TCMB'nin yeni politika bileşimini uygulamaya koymasıyla, kısa vadeli para piyasası faizlerinde oynaklığın belirgin biçimde arttığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Bu dönemde, TCMB, gerek zorunlu karşılık uygulamalarının etkinliğinin artırılmasında gerekse yabancı sermayenin vadesinin uzamasında kısa vadeli para piyasalarında oynaklık artışının gerekli olabileceği değerlendirmesinde bulunmuş, likidite operasyonlarında bu hususu dikkate almıştır. Öte yandan, artan oynaklıkta, finansal piyasaların yeni politika bileşimine uyum sürecinde artan belirsizlik algılamalarının da etkili olduğu düşünülmektedir.



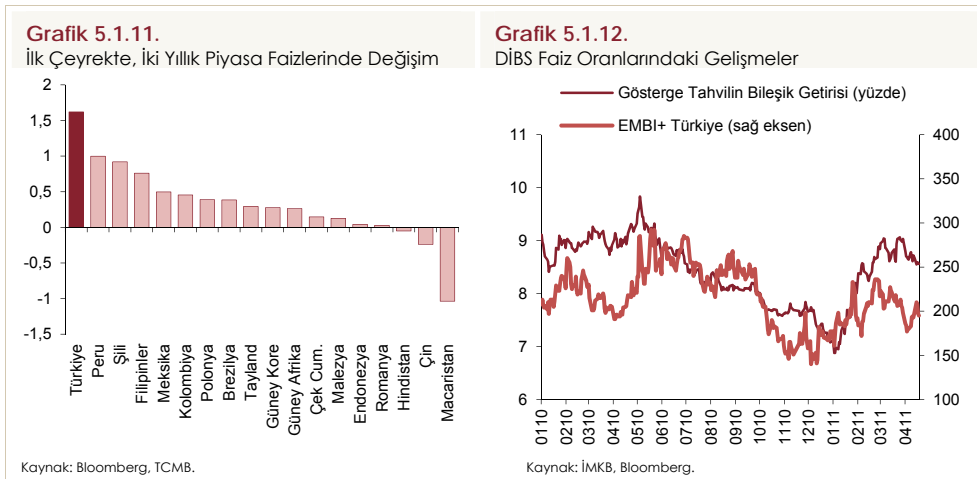
TCMB'nin yeni politika bileşiminin kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkileri yılın ilk çeyreğinde de gözlenmeye devam etmiştir. Nitekim, önemli bir bölümü kısa vadeli para takası işlemlerinden oluşan kısa vadeli yabancı sermaye miktarı, önlemlerin uygulamaya koyulmaya başladığı dönemden itibaren belirgin bir biçimde azalma gözlenmiştir. Bu durum, yurt dışı yerleşiklerin yapmış oldukları para takası hacmine dair önemli bir gösterge olan yurt içi bankaların bilanço dışı yabancı para cinsi net pozisyonlarında da görülebilmektedir (Grafik 5.1.8). Öte yandan, risk algılamalarındaki bozulmanın sonucunda yılın ilk çeyreğinde hisse senedi piyasasından sınırlı miktarda yabancı sermaye çıkışı gerçekleşirken, DİBS piyasasına yabancı sermaye girişinin güçlenerek devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.7). DİBS piyasasına artan yabancı sermaye girişinin, yabancı yatırımcıların, alınan önlemlerin ardından yatırımlarını kısa vadeli para takası işlemlerinden daha uzun vadeli olan DİBS piyasasına kaydırma eğilimlerinden ve piyasa faizlerindeki yükselişten kaynaklandığı düşünülmektedir.



Yeni politika bileşimi kapsamında zorunlu karşılık oranlarının, karşılığa tabi mevduatın vadesi uzadıkça azalacak biçimde farklılaştırılması, bankalardaki Türk lirası cinsi mevduatın ortalama vadesinin yükselmesine yol açmıştır (Grafik 5.1.9). Öte yandan, mevduatın maliyetinin vade kıaldıkça artar hale gelmesiyle TL tasarruf mevduatı getiri eğrisi dikleşme eğilimine girmiştir (Grafik 5.1.10). Türkiye'de bankacılık sektörünün en büyük finansman kaynağını teşkil eden mevduatlarda vadeye göre getiri farklılaşmasının ve ortalama vadenin artışının, TCMB'nin hedeflediği doğrultuda, önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir.

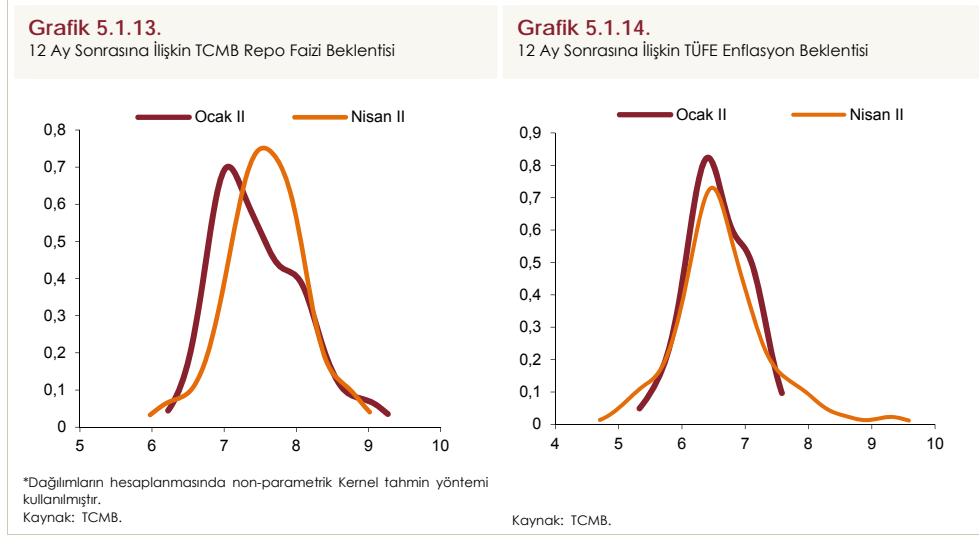


TCMB'nin para politikası uygulamaları piyasa faizleri üzerinde de yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Faizlerin küresel olarak artma eğiliminde olduğu yılın ilk çeyreğinde, Türkiye'de piyasa faizleri gelişmekte olan ülkeler genel eğiliminin çok üzerinde artış göstermiştir (Grafik 5.1.11). Piyasa faizlerindeki artış, TCMB'nin uygulamakta olduğu yeni politika bileşiminin sıkılaştırıcı niteliğinin ve son dönemde benimsenen temkinli para politikası söyleminin bir yansımasıdır. Buna ek olarak, çeyreğin ilk dönemlerinde, TCMB'nin politika bileşiminin izleyeceği patikaya dair piyasada oluşan belirsizlik algılamalarının da piyasa faizlerindeki yükselişte rol oynadığı düşünülmektedir.

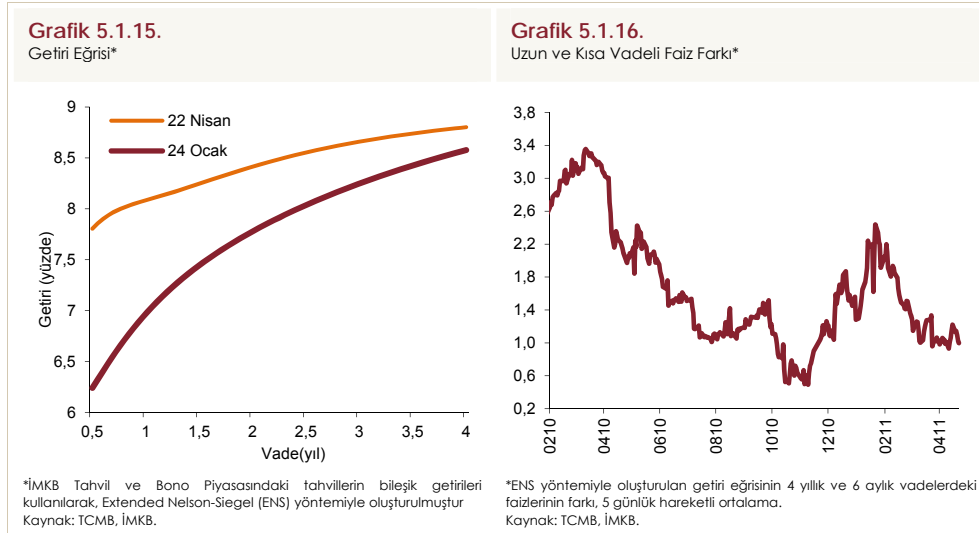


Piyasa faizlerindeki yükselişte, para politikası uygulamalarının yanı sıra, enflasyon beklentilerinin sınırlı miktarda artmış olmasının da etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, ilk çeyrekte, petrol, gıda ve diğer ithal ürün fiyatlarındaki artışlar ve Türk lirasında gözlenen değer kaybıyla birlikte gelecek 12

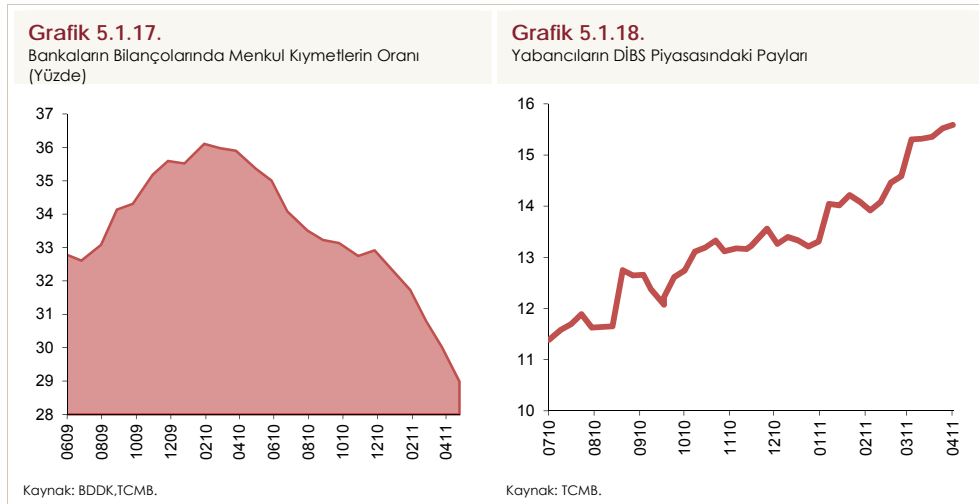
aya ilişkin enflasyon beklentilerinin sınırlı da olsa yükseldiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.14). Diğer taraftan, TCMB'nin daha temkinli bir para politikası duruşunu benimsemesi ve politika bileşimini sıkılaştırıcı yönde değiştirmesi, geleceğe yönelik politika faizi beklentilerinde de artışa yol açmıştır (Grafik 5.1.13). Beklentilerdeki bu artışın sınırlı oranda piyasa faizlerine de yansıtıldığı düşünülmektedir.



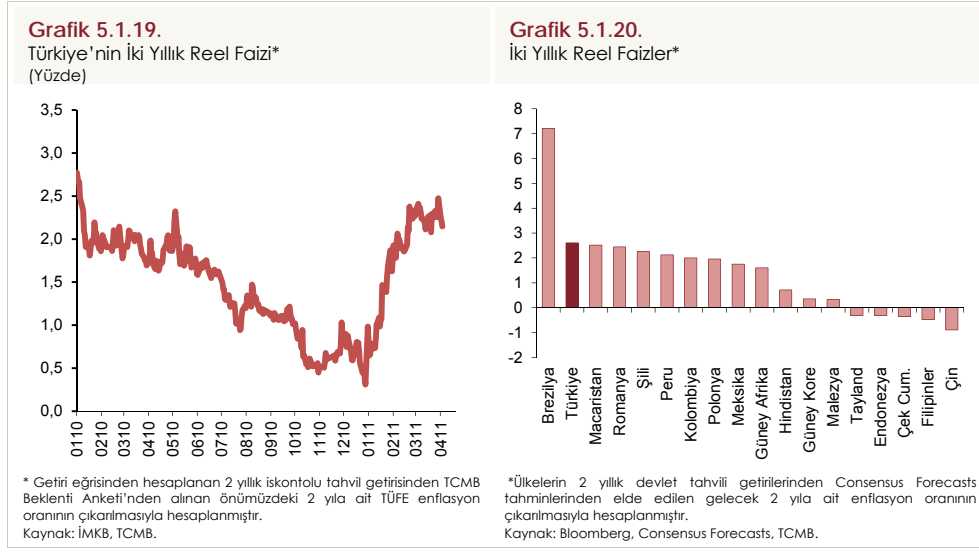
Piyasa faizlerindeki artış kısa vadelerde daha belirgin iken uzun vadelerdeki artışın sınırlı olduğu gözlenmektedir. Bunun sonucunda, getiri eğrisi önceki çeyreğe göre yataylaşmıştır (Grafik 5.1.15 ve Grafik 5.1.16).



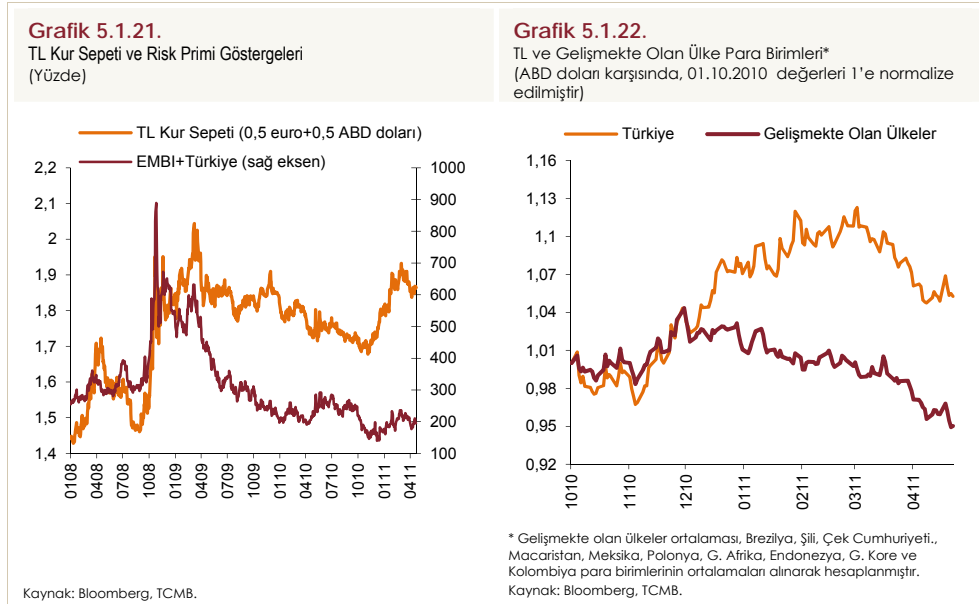
Piyasa faizlerindeki artışın kısa vadelerde daha belirgin olması, TCMB'nin politika bileşimini net sıkılaştırıcı yönde değiştirmesinin kısa ve orta vadeli faizler üzerinde daha etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim, zorunlu karşılık düzenlemelerinin ardından bankaların, artan likidite ihtiyaçlarını kısa vadeli DİBS'leri portföylerinden çıkararak karşılama eğiliminde oldukları gözlenmiştir (Grafik 5.1.17). Bunun sonucunda yurt içi yerleşik bankaların bilançolarındaki DİBS'lerin payı düşerken, yabancıların bu piyasadaki sahiplik oranı artmaya devam etmiştir (Grafik 5.1.18). Öte yandan, uzun vadeli piyasa faizlerinin temel belirleyicileri uzun dönem ülke riskliliği gibi ekonominin uzun dönem yapısal dinamikleridir. Bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesi, Türkiye'de faizlerdeki düşüşün kalıcı olacağı beklentisinin bir göstergesidir.



Piyasa faizlerindeki artış reel faizlere de yansımış, Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek seviyelere çıkmıştır (Grafik 5.1.20). Reel faizlerdeki artış da, TCMB'nin son dönemde politika bileşimine dair aldığı kararların net etkisinin belirgin bir biçimde sıkılaştırıcı yönde olduğuna işaret etmektedir.



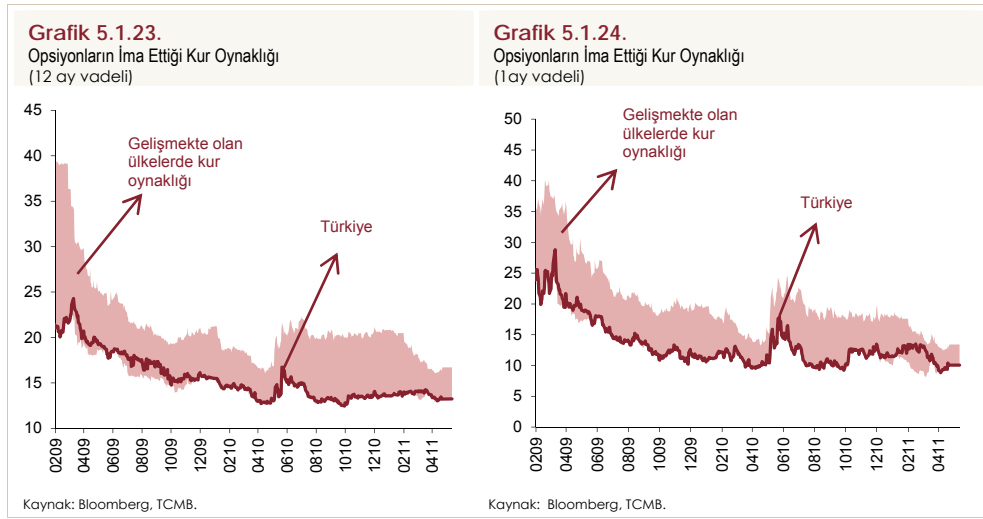
TCMB'nin aldığı politika kararları döviz kurları üzerinde de etkili olmuştur. Nitekim, 2010 yılının Kasım ayında Finansal İstikrar Raporu'nun yayımlanmasıyla başlayan süreçte Türk lirasının gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğiliminden değer kaybı yönünde ayrıştığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.22). Yakın dönemde ise bölgesel risk algılamalarının azalması ve piyasa faizlerindeki artışın etkisiyle Türk lirasının görece değer kayıplarının bir bölümü geri alınmıştır.



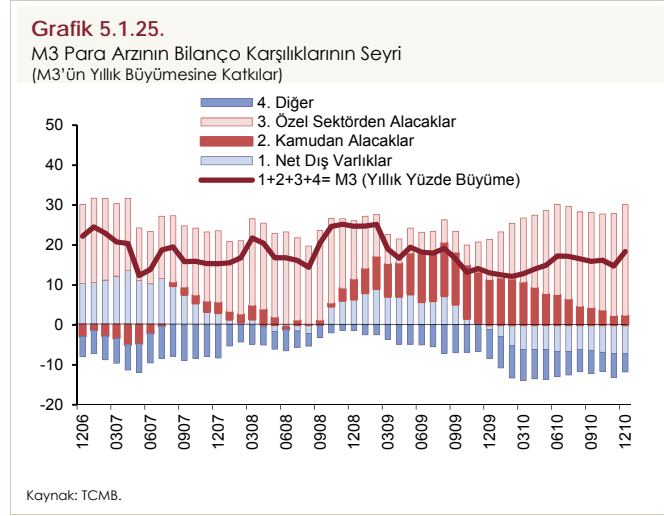
Son dönemde TL'nin değerinde gözlenen oynak seyre karşın, Türk lirasının uzun vadeli ima edilen kur oynaklığı diğer gelişmekte olan ülkeler arasında düşük seviyelerdeki yerini korumaktadır (Grafik 5.1.23). Bu durumun kriz sonrası süreçte



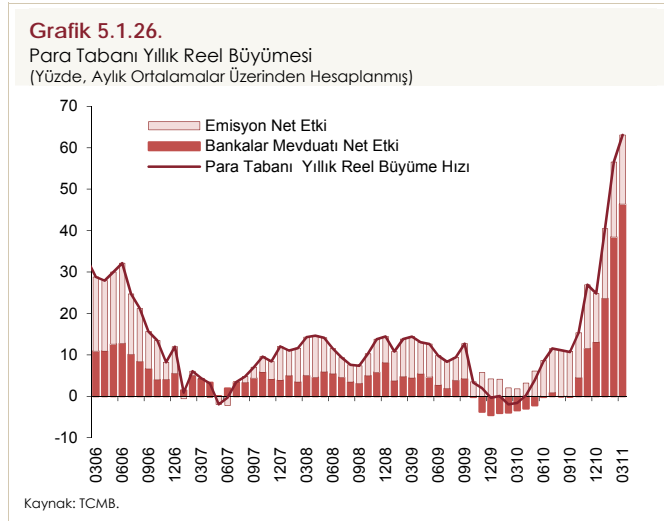
Türkiye'ye dair risk algılamalarındaki olumlu dönüşümün bir yansıması olduğu düşünülmektedir. Öte yandan, kısa vadelerde TL'nin ima edilen oynaklığında, TCMB'nin para politikası bileşimine dair aldığı kararların etkisiyle artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.24). Bu durumun, kısa vadeli sermaye hareketlerini caydırıcı etkide bulunması beklenmektedir. Oynaklıklardaki artışın yalnızca kısa vadelerde gözleniyor olması, kura dair belirsizliğin geçici olduğu yönündeki algılamaların bir sonucudur.



Finansal piyasalarda son dönemde gözlenen olumlu seyirle birlikte iktisadi faaliyetin güçlü seyri, parasal göstergelere de yansımaktadır. Nitekim, Merkez Bankası ve bankacılık sektörünün dahil olduğu parasal sektörün toplam konsolide yükümlülüklerini gösteren M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin, tüketici ve yatırımcı güveninin artmasına bağlı olarak sürdüğü gözlenmektedir. Buna karşılık, 2009 yılı sonundan itibaren Kamudan Alacaklar kaleminin M3 büyümesine verdiği katkıda gözlenen azalma eğiliminin yılın son çeyreğinde duraksadığı dikkat çekmektedir. Net Dış Varlıklar kalemi ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerdeki artışa paralel olarak azalışını sürdürmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, banka kârlılıklarındaki düşüşün de etkisiyle önceki dönemlere kıyasla bir miktar gerileme göstermiştir (Grafik 5.1.25).



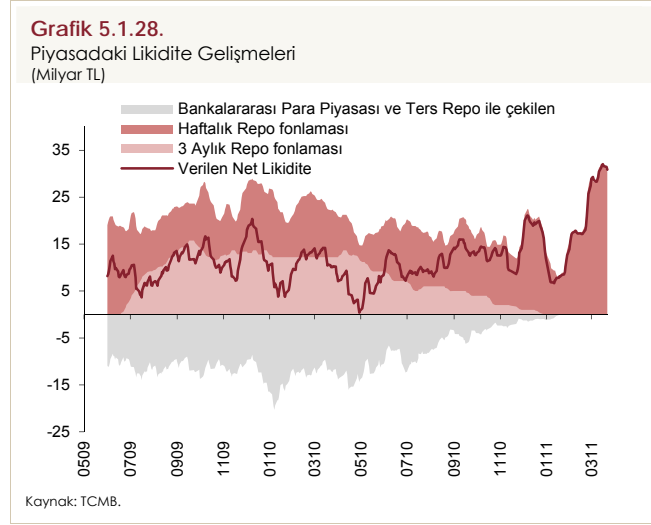
İktisadi faaliyetteki istikrarlı büyüme, birinci çeyrekte para tabanı gelişmelerine de yansımış, bunun sonucunda para tabanında yıllık bazda reel artış gözlenmiştir. Bu dönemde, emisyonadaki istikrarlı artış eğilimi devam ederken, para tabanındaki genişleme büyük oranda, bankaların TCMB nezdinde zorunlu karşılık olarak tutmakla yükümlü oldukları mevduattaki artıştan kaynaklanmıştır (Grafik 5.1.26). Nitekim, TL zorunlu karşılık oranlarının bu dönemde yükseltilmesiyle, bankalar mevduatı yüksek miktarda artış göstermiştir.



Para tabanının bir diğer bileşeni olan emisyondaki artış eğiliminin ise iktisadi faaliyetteki toparlanmayla birlikte tüketim harcamalarında gözlenen artıştan kaynaklandığı düşünülmektedir. Bununla beraber, mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmindeki güçlü artış eğiliminin yılın ilk çeyreğinde sürmesi, tüketim harcamalarının iktisadi faaliyetteki canlanmaya verdiği katkının devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.27). Öte yandan, kriz sonrası süreçte emisyonda gözlenen istikrarlı artış eğiliminde, nakit tutmanın fırsat maliyetinin bir göstergesi olan nominal faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelere inmesinin de etkili olduğu düşünülmektedir.

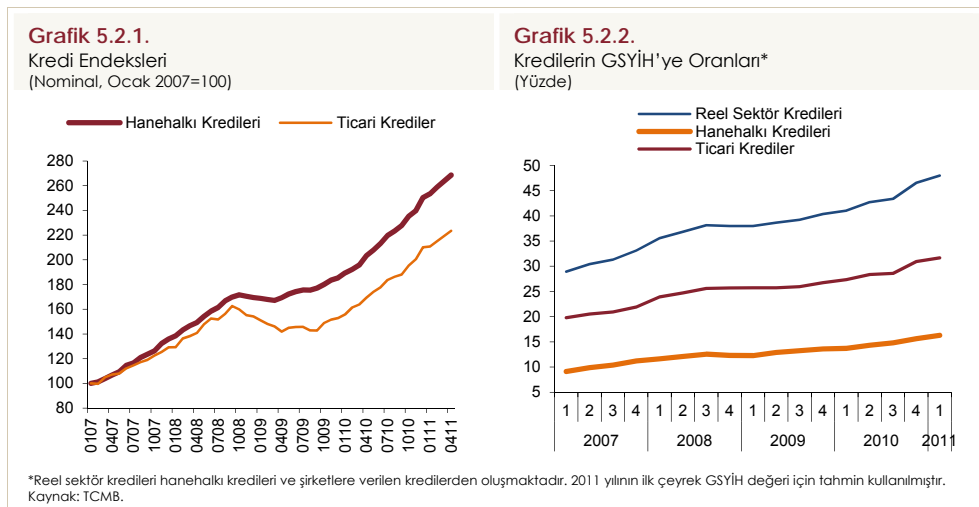


TCMB tarafından alınan önlemlerin etkisiyle ve küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyir sonucunda yabancı sermaye girişlerinin yılın ilk çeyreğinde hız kestiği gözlenmiştir. Bunun sonucunda, döviz alım ihaleleri vasıtasıyla piyasadan çekilen döviz miktarı önceki çeyreğe kıyasla önemli oranda azalarak 2,7 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Döviz alım ihaleleri bankalararası piyasadaki TL likiditesi açığını daraltıcı etkide bulunmuştur. Öte yandan, bu dönemde, Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de geçtiğimiz çeyreğe kıyasla azalarak likidite açığını daraltıcı etki yapmıştır. Ne var ki, emisyonda gözlenen ılımlı artış ve asıl olarak bankaların zorunlu karşılıklara ayırdıkları tutarın önemli ölçüde artması yılın ilk çeyreğinde bankacılık sisteminin net likidite açığının önceki çeyreğe kıyasla yükselmesine yol açmıştır (Grafik 5.1.28).

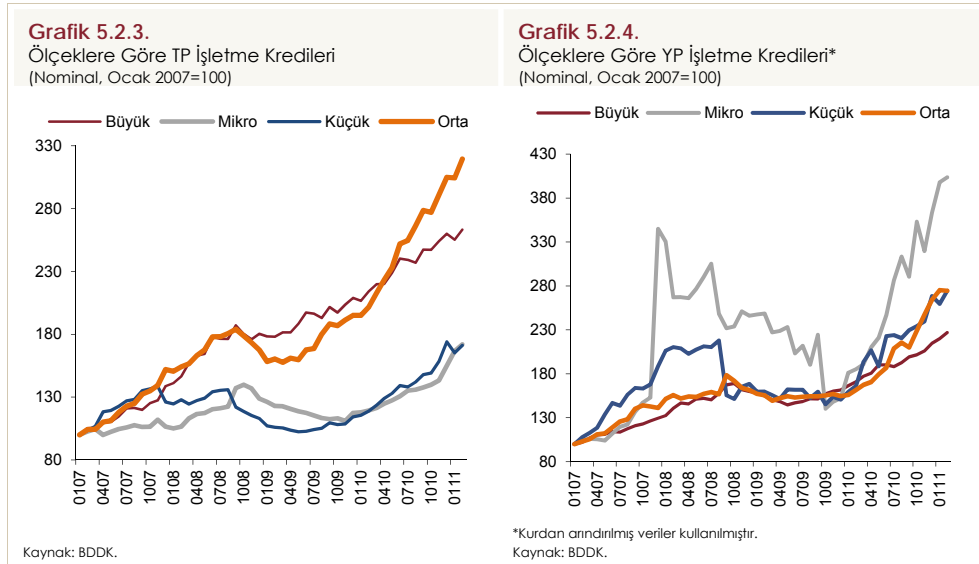


## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

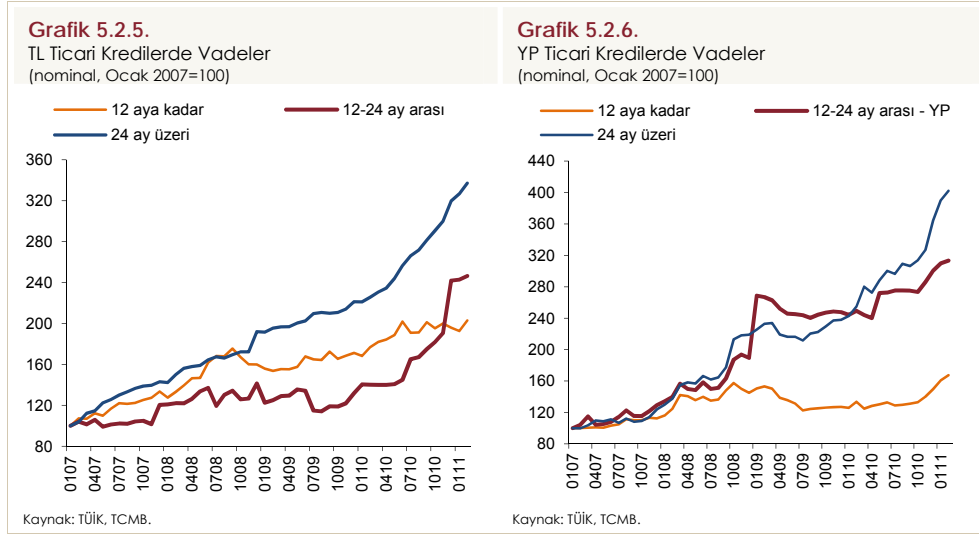
Yurt içi yerleşik bankaların reel kesime açtıkları krediler, sınırlı bir yavaşlama göstermekle birlikte, 2011 yılının ilk çeyreğinde de yüksek oranda artmaya devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Bu dönemde, ticari krediler ve tüketici kredilerindeki artış oranları yıllıklandırılmış bazda sırasıyla yüzde 29 ve 41, bankacılık sektörünün reel kesime açtıkları toplam kredilerdeki artış oranı ise yüzde 33 olarak gerçekleşmiştir. Ticari kredilerin daha yavaş büyümesinde yılsonu bilanço düzeltmelerinin ticari krediler için daha belirgin olması etkili olmuştur. Nitekim, tüketici kredileri ve ticari kredilerin büyüme hızları arasındaki farkın Mart ayında önemli ölçüde kapandığı gözlenmektedir. Bu gelişmeler sonucunda, yılın ilk çeyreğinde kredilerin GSYİH'ye oranının yukarı yönlü eğilimini koruduğu tahmin edilmektedir (Grafik 5.2.2).



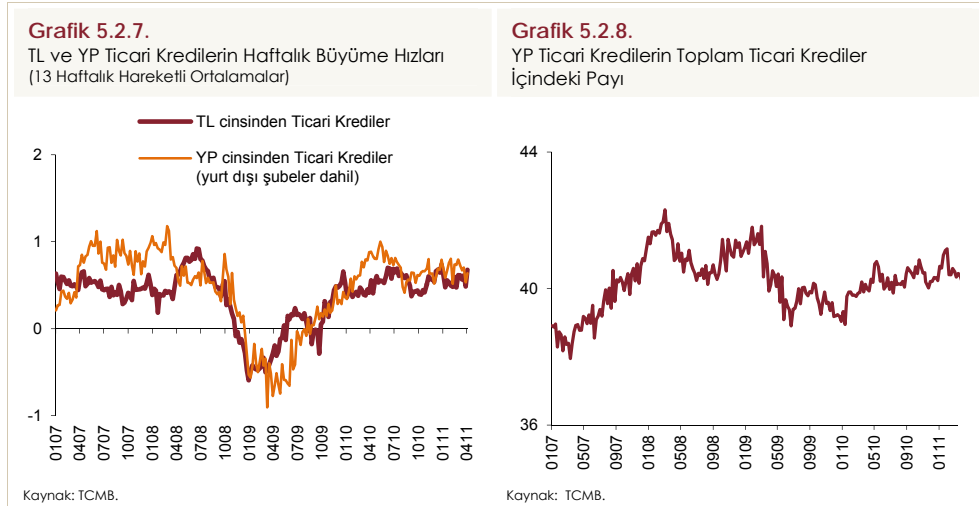
Kriz sonrası süreçte, kredilerde gözlenen yüksek oranlı artış eğiliminin önemli bir belirleyicisi, finansal kuruluşların risk algılamalarındaki iyileşme ve bunun sonucunda kredi riskinden kaçınma eğilimlerindeki azalış olmuştur. Bu durum, artan kredi talebiyle birlikte ticari kredilerde yüksek oranlı artışlara yol açmıştır. Gerek kredi verilen şirket ölçeği gerekse vade bazında incelendiğinde, risk algılamalarındaki iyileşmenin ticari krediler üzerindeki yansımaları belirgin biçimde görülebilmektedir. Nitekim, kredi riski daha yüksek olarak değerlendirilen küçük ölçekli işletmelere verilen kredilerde, büyük ölçekli işletmelere verilen kredilere kıyasla daha yüksek oranlarda artışlar kaydedilmiştir. Bunun sonucunda, küçük ölçekli işletmelere verilen kredilerin toplam krediler içindeki payının kriz öncesi düzeylerinin de üzerine çıktığı gözlenmektedir (Grafik 5.2.3 ve Grafik 5.2.4).



Finansal kuruluşların risk algılamalarındaki iyileşme ticari kredilerin vade dağılımları üzerinde de etkisini göstermektedir. Nitekim, faiz riski düşük addedilen kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı yılın ilk bölümünde de azalmayı sürdürmüştür. Bunun sonucunda ticari kredilerin ortalama vadesi kriz öncesi seviyelerin üzerine çıkmıştır (Grafik 5.2.5 ve Grafik 5.2.6).

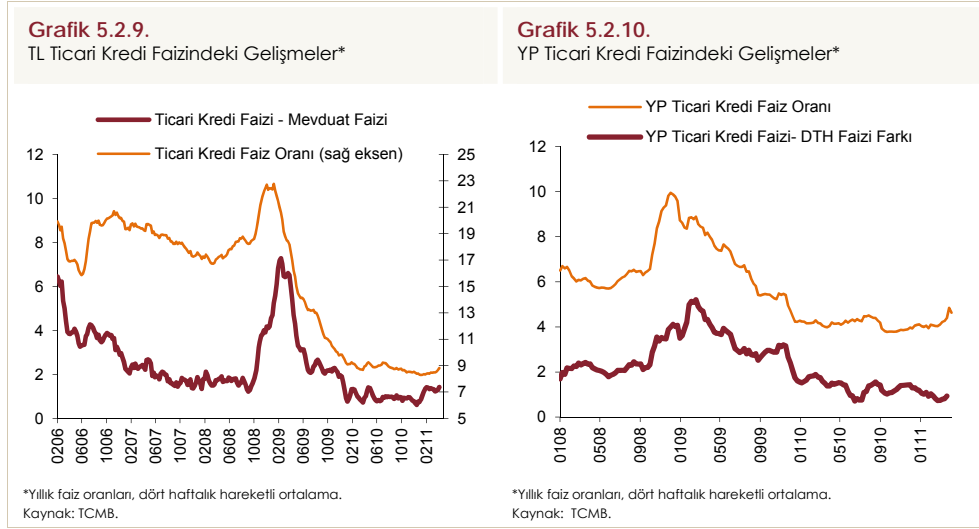


Kredi gelişmeleri para birimi bazında incelendiğinde, YP cinsi ticari kredilerin toplam ticari krediler içindeki payında 2010 yılı boyunca korunan artış eğiliminin 2011 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Bu kapsamda, mikro ölçekli işletmeler başta olmak üzere KOBİ'lere verilen YP cinsi kredilerdeki büyüme dikkat çekici düzeylere ulaşmıştır (Grafik 5.2.4). Firmaların kur, bankaların ise kredi risklerinin artması anlamına gelebilecek bu eğilimin yakından izlenmesi gerektiği düşünülmektedir.



Kredi piyasasına dair göstergeler, kredi genişlemesinde gerek arz gerekse talep koşullarının etkili olduğunu göstermektedir. Kredi hacmindeki güçlü artış eğilimine ve zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların getirdiği ek maliyetlere karşın, kredi faizlerinde belirgin bir artışın gözlenemiyor oluşu kredi piyasasının arz tarafında yoğun bir rekabetin varlığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.9). Kriz

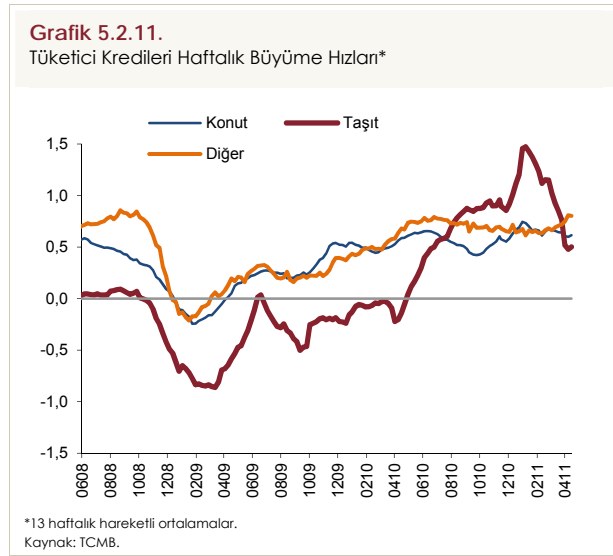
sonrası süreçte YP kredi hacmindeki büyümeye karşın, YP cinsi ticari kredi faizleri ile DTH faizleri arasındaki farkın henüz belirgin biçimde artmamış olması da arz koşullarının kredi genişlemesini desteklediğine işaret etmektedir. Nitekim, kredi eğilim anketi 2010 yılı son çeyreğine ilişkin sonuçlar, bu durumu teyid eder niteliktedir. Anket sonuçlarına göre, bankalar, KOBİ kredilerinde standartların ilk çeyrekte bir miktar daha gevşemesini beklemektedirler.



Ticari kredilerde, özellikle de YP cinsi ticari kredilerde gözlenen artış eğiliminde arz kaynaklı unsurların yanı sıra, talep kaynaklı etkenlerin de önemli rol oynadığına işaret eden göstergeler bulunmaktadır. Ocak Enflasyon Raporu'nda değinilen yatırım anketinin 2010 yılı güz dönemi sonuçları, işletmelerin yatırım taleplerinin belirgin olarak arttığını göstermekteydi. Nitekim anketle tutarlı biçimde 2010 yılının son çeyreğinde özel sektörün yatırım harcamalarında rekor düzeyde artış kaydedilmiştir. Diğer taraftan, bankacılık kesimi ile yapılan kredi eğilim anketi de son çeyrekte ticari kredi talebinin yüksek olduğuna ve bu durumun yılın ilk çeyreğinde de sürmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Yatırım kredilerinin çoğunlukla yabancı para cinsinden oluşu ve son dönemde ticari kredi talebinin büyük oranda artan yatırım harcamalarının finansmanı amaçlı olduğu varsayımı birlikte değerlendirildiğinde, YP cinsi kredilerin yüksek oranlı artışında talep yönlü etkenlerin önemli rol oynadığını söylemek mümkündür.

2010 yılının son bölümünde, yıl sonu bilanço ayarlamalarının ve BDDK'nın kredi/değer oranına ilişkin düzenlemelerinin yılbaşında yürürlüğe girecek olmasının etkisiyle, tüketici kredilerinde belirgin bir ivmelenme gözlenmiştir. Bunu takip eden süreçte, Ocak ayındaki geçici yavaşlamanın ardından, tüketici

kredilerindeki yüksek oranlı artış eğilimi Şubat ve Mart aylarında da devam etmiştir. Bu dönemde, tüketici kredilerinin yüzde 10'undan daha küçük bir bölümünü oluşturan taşıt kredilerinin ise, tüketici kredilerinin genel eğiliminden ayrıştığı görülmektedir. Nitekim, geçen yılın son çeyreğinde kaydedilen rekor seviyedeki artışın ardından, taşıt kredilerindeki artış eğiliminin çeyreğin ilk iki ayı boyunca önemli ölçüde yavaşlamıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda ilk çeyrekte tüketici kredilerinin artış hızı yıllıklandırılmış bazda 41'i aşarken; konut, diğer ve taşıt alt kalemlerindeki artış oranları sırasıyla yüzde 37, 47 ve 31 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.11).

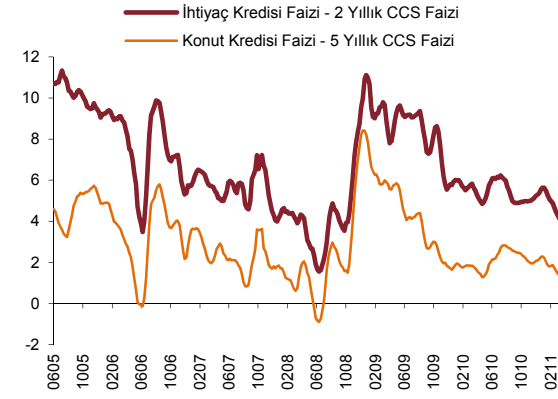


İlk çeyrekte, tüketici kredilerindeki yüksek oranlı artışa karşın, kredi faizlerinde belirgin bir eğilim gözlenmemiştir. Uzun vadeli piyasa faizleri artarken tüketici kredisi faizlerinin durağan bir seyir izlemesinin, bu piyasadaki yoğun rekabetin bir sonucu olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.2.12). Öte yandan, iktisadi faaliyetteki canlanma ve artan tüketici güveni, tüketici kredisi talebini artırmakta, kredilerdeki büyüme eğilimini desteklemektedir. Tüketici güven endeksindeki yukarı yönlü eğilimin ve istihdam koşullarındaki iyileşmenin devamı, tüketici kredisi talebinin önümüzdeki dönemde de canlı kalabileceğine işaret etmektedir.



**Grafik 5.2.12.**

Tüketici Kredisi Faizleri ile Para Takası Faizleri Farkı\*



\*CCS, çapraz para takasında gerçekleşen TL faiz oranını temsil etmektedir.  
Kaynak: TCMB.

Yılbaşından itibaren geçen sürede kredi büyümesinin finansmanı incelendiğinde, yurtdışı bankalardan borçlanmanın bankaların en önemli finansman kaynağı olmaya devam ettiği görülmektedir. Diğer taraftan, bankaların temel finansman kaynağı olan mevduatlarda yılın ilk iki ayında gerçekleşen artış sınırlı olup, kredi genişlemesinin ancak yüzde 32'lik kısmına karşılık gelmektedir. Bu dönemde yeni ihraç edilen menkul kıymet miktarı ise kredilerdeki artışın yüzde 8'ine yakın seviyelerde gerçekleşmiştir.

**Tablo 5.2.1.**Temel Bilanço Kalemlerindeki Değişimler  
(Değişim Tutarı, Milyon TL)

		2010 Son Çeyrek		2011 İlk iki ay	
		TP	YP	TP	YP
Aktif	Krediler	30866	19581	13051	13362
	Menkul Değerler	10344	2806	-2548	334
	Nakit Değerler+ZK+Merkez Bankasından Alacaklar	7260	5755	21348	386
	Bankalardan Alacaklar	3545	-6750	-359	-8
Pasif	Mevduat (Katılım Fonu)	40480	3538	7313	1154
	Bankalara Borçlar	5468	15451	-796	7292
	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	3725	1982	12748	3931
	İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	1095	94	2269	771
	Toplam Özkaynaklar	7833	-160	768	-561

Kaynak:BDDK.

İlk çeyrekte bankacılık sektöründe dikkat çekici bir diğer gelişme, bankaların menkul değerler cüzdanlarında gözlenen ve kredi artışının yüzde 8'ine tekabül eden miktarda daralma olmuştur. Bu dönemde bankalar, zorunlu karşılık düzenlemelerinin yarattığı ek likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla sahip oldukları DİBS'lerin bir bölümünü portföylerinden çıkarmışlardır. Bu durum, bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılamada Merkez Bankası kaynaklarına başvurmak yerine varlık kompozisyonlarında değişikliğe gitme eğilimlerinin arttığına işaret etmektedir. Bankalar nezdinde, Merkez Bankası fonlaması ve

diğer fon kaynakları arasındaki ikame ilişkisinin zayıflaması zorunlu karşılık düzenlemelerinin kredi piyasası üzerindeki etkinliği bakımından önemli bir gelişme olup, bu durumun önümüzdeki dönemde bankaların kredi arzında daha ihtiyatlı davranmalarını sağlayabileceği düşünülmektedir.

Özetle, yılın ilk çeyreğinde gerek ticari kredilerde gerekse tüketici kredilerinde yüksek oranlı artış eğiliminin korunduğu gözlenmiştir. Kredilerdeki artış eğiliminde arz ve talep yönlü etkenler rol oynamaktadır. Arz tarafında, kredi piyasasındaki yoğun rekabet, kredi arzı koşullarının gevşek kalmaya devam etmesine yol açmaktadır. Diğer taraftan, iktisadi faaliyetin olumlu seyri, istihdam koşullarındaki iyileşme ve bunlarla bağlantılı olarak iktisadi görünüme dair güven artışı kredi talebinin de canlı kalmasını sağlamaktadır. Kredilerdeki yüksek oranlı artış eğilimini kısıtlamaya yönelik olarak alınan zorunlu karşılıklara dair kararların kredi piyasaları üzerindeki ilk etkileri görülmeye başlanmıştır. Bu etkinin önümüzdeki dönemde giderek belirginleşeceği düşünülmektedir. Nitekim, alınan son kararın ardından bankaların ek likidite ihtiyaçlarının önemli bölümünü varlık kompozisyonlarında değişikliğe giderek karşılamaları, zorunlu karşılıkların artırılması kararının sıkılaştırıcı yöndeki etkilerinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceğine dair önemli bir göstergedir (Kutu 5.2).

Kutu  
5.1

## Kredi Genişlemesi ve Cari Açık

Küresel kriz sonrası gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan olağanüstü genişletici para politikaları neticesinde artan küresel likidite, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının güçlü seyretmesine neden olmaktadır. Finansal derinleşme sürecinin erken safhasında olan gelişmekte olan ülkelerde, kredi büyüme hızının gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olması normal karşılanırsa da, aşırı hızlı kredi genişlemesinin belirli bir noktadan sonra finansal istikrarı tehdit edebileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Zira ülke tecrübeleri, önemli bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin hızlı kredi büyüme süreçleri tarafından öncülendiğini göstermektedir. Dolayısıyla, kredi büyüme sürecinin yakından takip edilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda, bu kutuda kredi genişlemesi ve finansal krizler arasındaki ilişki incelenmekte ve ekonomi yazınında yer alan ilgili bulgular özetlenmektedir. Son olarak, Türkiye ekonomisinde yakın dönemde gözlenen hızlı kredi genişlemesi ve artan cari açık sorununa değinilmekte ve bu çerçevede Merkez Bankası'nın aldığı önlemlere yer verilmektedir.

Ekonomi yazınında birçok çalışma, hızlı kredi büyümesinin ödemeler dengesi ve bankacılık krizleri için öncü bir göstergesi teşkil ettiği sonucuna ulaşmıştır.<sup>1</sup> Hızlı kredi büyümesi, dış denge ve döviz piyasalarındaki istikrarı bozmak suretiyle makroekonomik istikrarı tehdit edebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, yurt dışı kredi imkânlarının bir anda daralması, bankacılık sistemi döviz likiditesinin negatif bir şoka maruz kalmasına ve akabinde finansal ve ekonomik bir krize neden olabilmektedir. Geçmişte bu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere tecrübe edilmiştir.<sup>2</sup> Bunun yanı sıra, hızlı kredi büyümesi finansal istikrarı doğrudan da etkileme potansiyeline sahiptir. Etkileri halen süren son küresel kriz bu husustaki en yakın tecrübeyi teşkil etmektedir. Kredi için gerekli fonlara ulaşımın kolaylaştığı ve fon maliyetinin düştüğü dönemlerde oluşan aşırı rekabet ortamı, bankaların riske yönelik duyarlılıklarını azaltmaktadır. Ayrıca hacim ve sayı olarak kredilerin hızla genişlediği bir dönemde, taşıdıkları risklere ilişkin sağlıklı değerlendirme yapmak da oldukça güçtür. Kredi büyümesinin finansal istikrarı tehdit edebilecek bir gelişim izlemesine neden olabilecek bir diğer mekanizma da iktisat yazınında "finansal hızlandırıcı" olarak adlandırılmaktadır. Ekonominin hızlı büyüdüğü dönemlerde geleceğe yönelik aşırı iyimserlik ve varlık fiyatlarındaki artış kredi talebini olumlu etkilerken, bankaların kredi verme istekliliğini de güçlendirmektedir. Negatif bir şokla ekonominin beklentilerin altında bir performans göstermeye başlaması durumunda ise bu süreç tersine dönmekte ve finansal sistemi krizle karşı karşıya bırakabilmektedir.

<sup>1</sup> Bakınız Borio ve Lowe (2002), Jorda ve diğerleri (2010).

<sup>2</sup> Bakınız Hilbers ve diğerleri (2005).

Krizle sonuçlanan kredi büyümesi süreçlerinin bir takım ortak özellikler gösterdiği de tespit edilmiştir. Hızlı kredi genişlemelerinin benzer ülkelerle yakın zamanlı ortaya çıktıkları, başka bir deyişle, senkronize oldukları görülmektedir. Söz konusu tespit sermaye akımları gibi ortak dışsal bir faktörün varlığına işaret etmektedir. Ayrıca kredilerdeki hızlı büyüme süreçlerinin yüzde 50'sinden fazlasının güçlü sermaye akımları tarafından öncülendiği belirtilmektedir. Hızlı kredi büyümelerinin yüzde 75'i bankacılık krizi ile ilişkilendirilirken, yüzde 85'i cari açıkla ilişkilendirilmiştir. Diğer taraftan, bankaların söz konusu süreçte bilançolarının kompozisyonunu değiştirerek yurt dışı borçlanmalarını artırdıkları gözlenmiştir.<sup>3</sup>

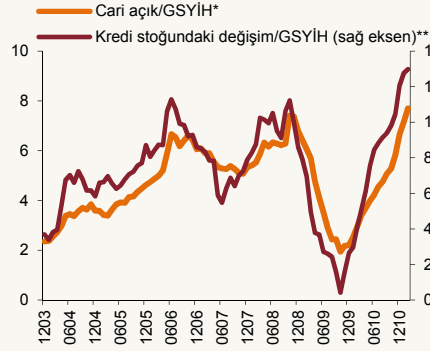
Son dönemde yayınlanan Jorda ve diğerleri (2010) çalışmasında cari işlemler dengesinin, diğer ekonomik temellerin yanında, muhtemel bir finansal krize dönük ek bir bilgi içerip içermediği araştırılmıştır. Bu amaçla, 1870–2008 yılları arasında, 14 gelişmiş ülkeye ait veriler kullanılarak logit modeliyle finansal krizlerin oluşma ihtimalini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmıştır.<sup>4</sup> Son beş yıllık dönemde gerçekleşen hızlı kredi genişlemesinin, finansal bir krizin yaşanma riskine dönük önemli bir göstere olduğu tespit edilmiştir. Cari işlemler açığının da finansal krizleri öncülediği görülsede, kredi genişlemesine göre istatistiki anlamlılığı daha düşük bulunmuştur. Küresel sermaye hareketlerinde son 35 yılda yaşanan değişimlerin uzun dönemli çalışmada sorun oluşturabileceği gerçeğinden yola çıkılarak analizler 1945 ve 1975 sonrası dönemler için ayrıca ele alınmıştır. Ulaşılan sonuçlar, kredi büyümesi ile cari işlemler dengesi arasındaki etkileşimi gösteren değişkenin istatistiki anlamlılığının 1975 sonrası dönem için daha güçlü olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda, 1975 sonrası dönem için kredi artışı ile cari işlemler açığı arasındaki korelasyon da yükselmekte ve istatistiki olarak anlamlı olmaktadır. Bu sonuç, 1975 sonrasında yüksek kredi artışlarının cari işlemlerde oluşan dengesizliklerle beraber gerçekleştiğini ima etmektedir. Söz konusu bulgular, kredi genişlemesinin finansal krizleri önlemeye yönelik takip edilmesi gereken önemli bir değişken olduğuna işaret etmektedir.

Türkiye örneğine bakıldığında da kredi büyümesi ile cari işlemler açığı arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir (Grafik 1-a). Cari dengedeki bozulma ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmektedir (Grafik 1-b).

<sup>3</sup> Bakınız IMF (2004).

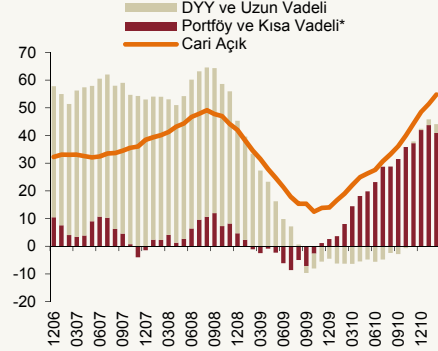
<sup>4</sup> Analizlerde yer alan ülkeler; ABD, Kanada, Avustralya, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, Danimarka, Norveç, İspanya, İsveç, İsviçre ve Birleşik Krallık.

Grafik 1.a.  
Kredi Büyümesi ve Cari İşlemler Açığı



\*12-aylık birikimli cari açığın GSYİH'ye oranı.  
\*\*Kredi stoğundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı.  
Kaynak: TCMB, BDDK.

Grafik 1.b.  
Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları  
(12-aylık birikimli, milyar ABD doları)



\*Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.  
Kaynak: TCMB.

Bozulan cari denge ve hızlı seyreden kredi genişlemesinin yol açtığı riskler alternatif politika arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu çerçevede, finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak amacıyla kredilerin artış hızının sınırlandırılması bir ara hedef olarak benimsenmiştir. TCMB, fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden makro finansal riskleri sınırlayabilmek amacıyla, birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu doğrultuda, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verilmiştir.

#### KAYNAKÇA

- Borio, C. ve P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS Working Paper, No:114.
- Hilbers, P., Otter, I., Pazarbaşıoğlu, C., ve G. Johnsen (2005), "Assessing and managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies", IMF Working Paper, No:151.
- International Monetary Fund, 2004, "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?" World Economic Outlook, April 2004, Chapter IV.
- Jorda, O., Taylor, M. ve M. Schularick (2010), "Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons", NBER Working Paper, No:16567.

Kutu  
5.2

## Zorunlu Karşılıklara İlişkin Kararların Etkileri

TCMB, 2010 yılının ortalarından itibaren iç ve dış talepteki hızlı ayrışmanın kısa vadeli sermaye girişleri ile birlikte finansal istikrara dair riskleri artırdığına dikkat çekerek yeni konjonktürün yol açtığı riskleri azaltmak için alternatif politika araçlarının bir arada kullanıldığı bir para politikası stratejisi benimsemiştir. Bu doğrultuda, makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla kısa vadeli sermaye girişlerinin ve yurt içindeki kredi genişlemesinin yavaşlatılması bir ara hedef olarak belirlenmiştir. TCMB, yeni para politikası stratejisi kapsamında, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı gözetebilmek amacıyla araç çeşitliliğine gitmiştir. Bu kapsamda bir hafta vadeli repo ihale oranı olan politika faizi, gecelik para piyasasındaki faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranları politika araçları olarak bir arada kullanılmaya başlanmıştır. Bu kutu, zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların etkilerine odaklanmaktadır.

Yeni politika stratejisine geçişin hazırlıkları 2010 yılının Nisan ayında açıklanan çıkış stratejisiyle başlamıştır. Bu kapsamda kriz döneminde alınan likidite tedbirleri aşamalı olarak geri çekilmiş, zorunlu karşılık oranları da kademeli olarak 2010 yılı sonuna kadar kriz öncesi seviyelerine getirilmiştir. 2010 yılının Kasım ayından itibaren ise makro-fansal risklerin azaltılmasına yönelik olarak zorunlu karşılık oranlarının kademeli şekilde yükseltilerek piyasadaki Türk lirası likiditenin ve kredi arzının kontrol altına alınması amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre ayrıştırılarak bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin ortalama vadesinin uzatılması ve finansal istikrarın güçlendirilmesi amaçlanmıştır.<sup>5</sup> Bu kapsamda alınan kararlarla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması Nisan 2011 itibarıyla yüzde 13,5 seviyesine yükseltilmiştir (Tablo 7.1.1). Bu çerçevede, 13 Mayıs 2011 tarihinde yürürlüğe girecek olan son kararlar birlikte, Ekim 2010 tarihinden itibaren yapılan zorunlu karşılık düzenlemeleriyle piyasadan yaklaşık 40 milyar Türk lirası likidite çekilmiş olacaktır.

<sup>5</sup> Başçı ve Kara (İktisat İşletme ve Finans, Mayıs 2011, basım aşamasında) yeni politika bileşiminin amaçları ve uygulaması konusunda kapsamlı bilgi sunmaktadır.

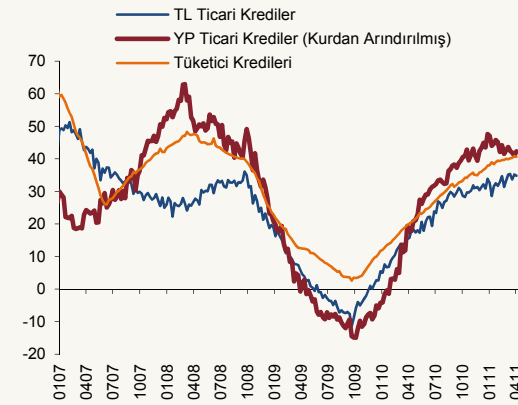
Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkisi maliyet ve likidite kanalları üzerinden çalışmaktadır. Temel olarak, maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkilemek suretiyle bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı zorunlu karşılıklardaki değişimin bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır.<sup>6</sup>

Para politikasındaki yeni yaklaşımın finansal istikrarı tehdit edebilecek risklerin başında gelen hızlı kredi genişlemesi üzerindeki etkisi gecikmeli olarak görülmektedir. Kasım 2010-Ocak 2011 döneminde alınan zorunlu karşılıklara ilişkin kararları takiben 2011 yılının ilk çeyreğinde tüketici kredilerinde 2010 yılının son çeyreğinde başlayan ivmelenme durmuş, ancak kredilerin yıllık artış hızı yüksek seviyelerini korumaya devam

etmiştir (Grafik 1). Bu dönemde, bankaların zorunlu karşılık oranlarındaki artışın yüklediği ek maliyeti ağırlıklı olarak mevduat faizlerine yansıttıkları, kâr marjlarını bir miktar düşürdükleri, kredi faizlerini ise yükseltmedikleri gözlenmiştir. Öte yandan bankalar, artan zorunlu karşılıklar nedeniyle ortaya çıkan likidite açığını ağırlıklı

olarak TCMB fonlamasıyla karşılamıştır. Dolayısıyla, başlangıç aşamasında zorunlu karşılık kararlarının krediler üzerindeki etkisi görece olarak sınırlı kalmıştır. Bu durumun, bankacılık sektöründe rekabetin yüksek olması ve makroekonomik görünüme bağlı olarak risk algılamalarının iyileşmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Ayrıca, bankaların portföy yapılarında değişikliğe gitme kararlarının zaman alması da zorunlu karşılık düzenlemelerinin kısa vadedeki etkisini sınırlayan bir gelişme olmuştur.

Grafik 1.  
Kredilerin Yıllık Artış Hızı  
(Yüzde Değişim)

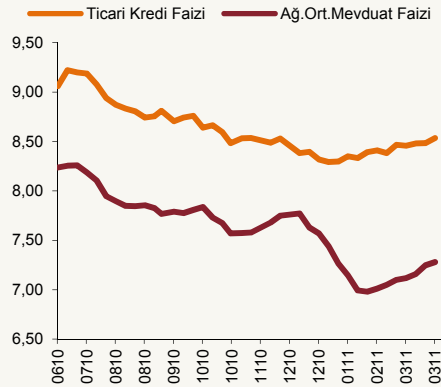


Kaynak: TCMB.

<sup>6</sup> Bakınız: Alper, K. ve S. T. Tiryaki (2010), "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", TCMB Ekonomi Notları, No: 11/08.

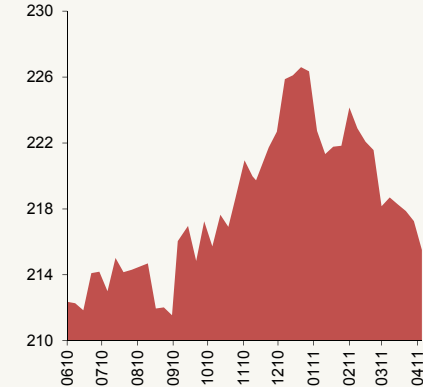
Ocak 2011 ve sonrasında alınan zorunlu karşılık oranlarını artırma yönündeki kararlara ise bankaların daha farklı cevap verdikleri gözlenmiş ve likidite kanalının etkileri daha belirgin bir şekilde gözlenmeye başlamıştır. 24 Ocak 2011 tarihinde zorunlu karşılık oranlarının mevduatın büyük ölçüde yoğunlaştığı vadelerde 200 baz puan artırılmasının ardından, mevduat faizlerinin, önceki kararlarda gözlenen hareketin aksine, yukarı yönlü bir eğilim sergilemeye başladığı görülmektedir (Grafik 2). Ayrıca, bu karardan sonra bankalar menkul kıymetler portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerini satmaya başlamış ve kredi genişlemesinin azımsanmayacak bir kısmını bu satışlarla karşılamıştır (Grafik 3). Bu gelişmeler, bankaların bilançolarındaki likidite oranlarını koruma gayretine girdiklerini ve bilanço yapılarını varlıklar ve yükümlülükler tarafında değiştirmeye başladıklarını göstermektedir. Ancak, gerek toplam mevduat stokunun kısa vadede hızlı değişimler göstermemesi, gerekse menkul kıymetler cüzdanından sağlanabilecek fonların sınırlı olmasından ötürü, bu kaynakların kredilerdeki yüksek artış hızının sürdürülebilmesi için bankalara yeterli alanı yaratmayacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda alınan kararların kredi büyümesi üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmesi beklenmektedir.

Grafik 2.  
Kredi ve Mevduat Faiz Oranları  
(Yüzde, 4 Haftalık Hareketli Ortalamalar)



Kaynak: TCMB.

Grafik 3.  
Bankaların Türk Lirası Cinsinden Menkul  
Kıymetler Portföyü  
(Milyar Türk Lirası)



Kaynak: TCMB, BDDK.



T.CMB'nin finansal istikrarı kuvvetlendirmeye yönelik diğer bir amacı da bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasıdır. Bu kapsamda zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre ayrıştırılarak bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin ortalama vadesinin uzaması ve finansal istikrarın güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu yöndeki kararları takiben mevduat faizlerinde artan eğimli bir getiri eğrisi oluşmuş ve mevduatın ortalama vadesi de kademeli olarak uzamaya başlamıştır (Grafik 5.1.9).

Sonuç olarak son dönemde zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların banka davranışını değiştirmeye başladığı ve bu değişimin banka bilançolarına yansıdığı gözlenmektedir. Banka bilançolarının yapısında meydana gelen değişimler temel olarak bankaların kısa vadeli finansmana olan bağımlılıklarını azaltma eğiliminde olduklarına işaret etmektedir. Nitekim, mevduat ve kredi faizlerindeki artışlar bu görünümü destekler niteliktedir.

