

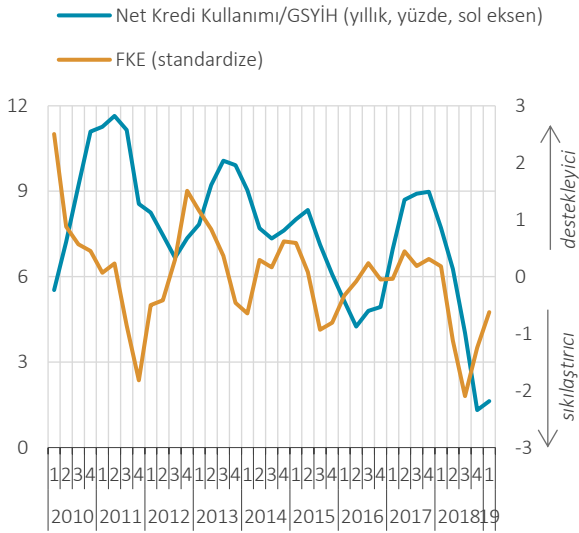
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

2019 yılının ilk çeyreğinde, küresel ölçekte iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama eğilimi, enflasyon gelişmelerinin hedeflerle uyumlu olması ve ekonomi politikalarındaki belirsizliğin yüksek seyretmesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarındaki normalleşme süreçlerinde belirgin bir duraksamaya neden olmuştur. 2018 yılı sonundan itibaren gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme sürecinin daha yavaş süreceğine dair beklentiler küresel risk iştahında kısmî iyileşmeye neden olmuş, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde sınırlı iyileşme gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden olumsuz yönde ayrılmıştır. 2018 yılı sonlarından itibaren, gelişmekte olan ülkelere portföy girişleri ağırlıklı olarak borçlanma senetleri piyasalarında devam ederken, hisse senedi piyasalarında portföy hareketleri dalgalı seyretmiştir.

Yılın ilk çeyreğinde ithal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon göstergelerinde bir miktar iyileşme gözlenmekle birlikte fiyat istikrarına yönelik riskler devam etmiştir. Bu nedenle TCMB sıkı para politikası duruşunu korumuştur. TCMB, finansal piyasalarda gözlenen oynaklıklar karşısında gerekli likidite önlemlerini alarak, piyasaların ve aktarım mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla sahip olduğu araç setini etkin bir şekilde kullanmıştır.

Finansal koşullarda gözlenen görece iyileşmenin ve alınan tedbirlerin etkisiyle kredi hacminde kısmi bir yükseliş gözlenmiştir. 2019 yılı ilk çeyreği sonundan itibaren ticari kredilerin yıllık büyüme hızında artış olurken, tüketici kredilerindeki daralma yavaşlamıştır. Banka Kredileri Eğilim Anketi ticari kredilerdeki artışın hem arz hem de talep kaynaklı; tüketici kredilerindeki gelişmenin ise ihtiyaç kredi standartlarındaki gevşemenin etkisiyle arz kaynaklı olduğuna işaret etmektedir.

Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*

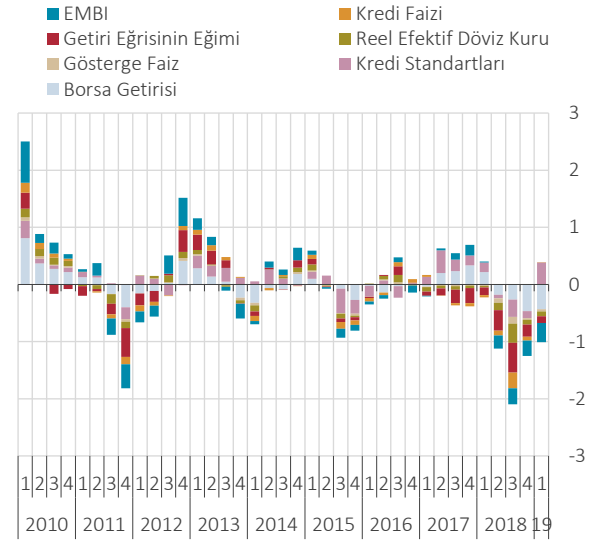


Kaynak: TCMB.

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

Net Kredi Kullanımı kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2019 yılı birinci çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksinde Katkılar



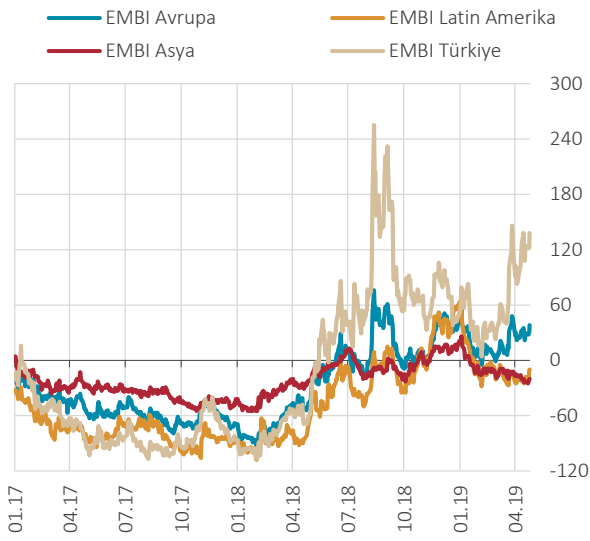
Kaynak: TCMB.

2019 yılının ilk çeyreğinde, Finansal Koşullar Endeksi (FKE), finansal koşullardaki sıkılıkta bir miktar gevşeme olduğunu, ancak finansal koşulların ekonomik aktiviteyi sıkılaştırıcı yönde etki etmeye devam ettiğini ima etmektedir (Grafik 5.1). Bununla birlikte, kredi piyasasına ilişkin bileşenlerden kredi standartlarının endekse pozitif katkı verdiği görülmüştür. Diğer taraftan, son dönemde risk priminde gözlenen artışa paralel olarak, EMBI'nin finansal koşullar üzerinde sıkılaştırıcı yöndeki etkisi önemli ölçüde artmıştır. Ayrıca, borsa getirisinin endekse belirgin düzeyde sıkılaştırıcı yöndeki katkısı bir miktar azalmakla beraber devam etmiştir (Grafik 5.2).

5.1 Finansal Piyasalar ve Para Politikası

2019 yılının ilk çeyreğinde küresel iktisadi görünümdeki yavaşlama eğilimi, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının daha durağan olacağına ilişkin belirsizliklerin azalması küresel risk iştahını olumlu etkilemiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde sınırlı gerilemeler gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise belirsizliklerin ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). 2018 yılı sonlarından itibaren gelişmekte olan ülkelere gözlenen portföy girişleri, mevcut Rapor döneminde de ağırlıklı olarak borçlanma senetleri piyasalarında devam ederken, hisse senedi piyasalarında portföy hareketleri dalgalı seyretmiştir. Türkiye'de ise söz konusu dönemde DİBS piyasalarında portföy çıkışları gözlenirken, hisse senedi piyasalarına ilişkin belirgin bir iyileşme eğilimi gözlenmemiştir (Grafik 5.1.2).

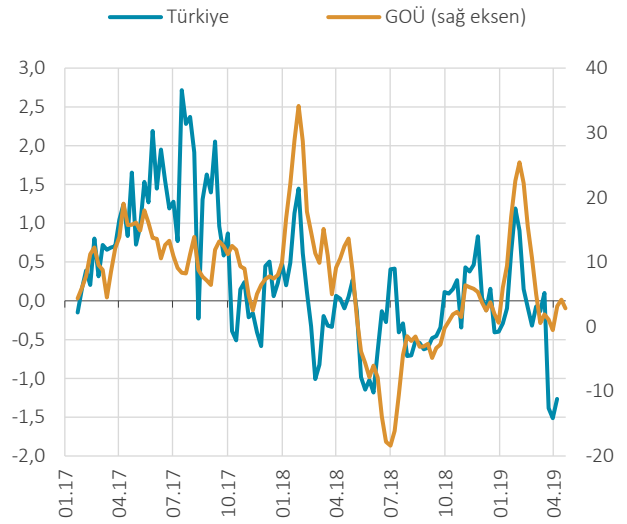
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (2 Ocak 2017 = 0, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

Grafik 5.1.2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Hareketleri* (4 Haftalık Birikimli, Milyar ABD Doları)

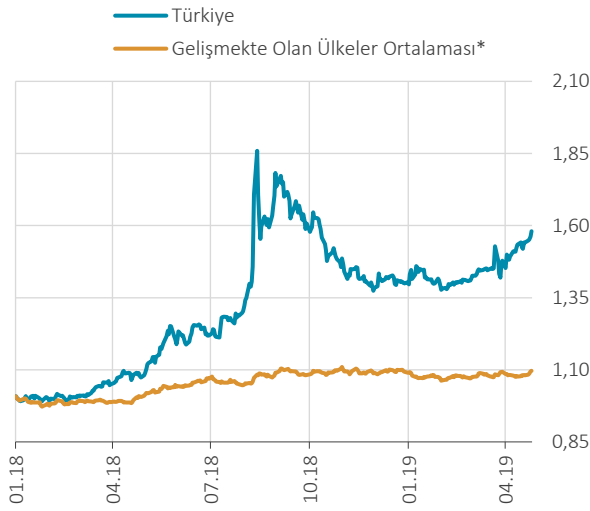


Kaynak: EPFR, TCMB.

* Türkiye verisi hisse senedi ve DİBS piyasasına yönelik portföy akımlarını kapsamaktadır. DİBS verisine repo kalemi dâhildir. GOÜ verisi EPFR veri tabanından alınmıştır ve veri tabanında bulunan tüm fonların gelişmekte olan ülke hisse senedi ve DİBS piyasalarına yaptığı haftalık net yatırımları kapsamaktadır.

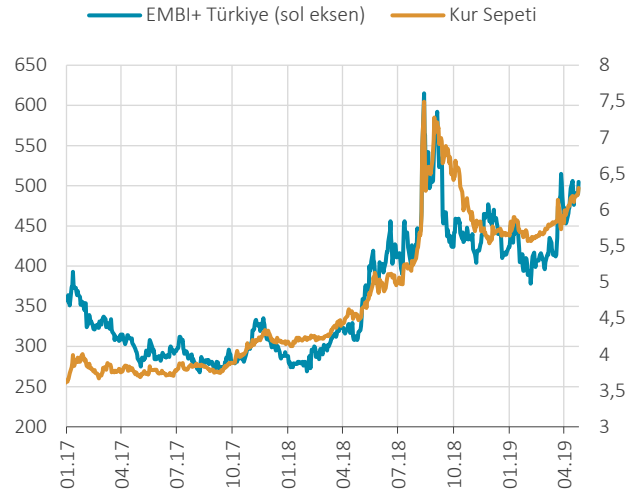
Mevcut Rapor döneminde, küresel oynaklıklarda gözlenen sınırlı gerilemeye karşın ABD dolarındaki güçlenmenin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri bir miktar değer kaybetmiştir. Türk lirası ise jeopolitik risklerin etkisiyle Şubat ayından itibaren diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden ayrılmaya başlamış, Mart ayının son haftasında döviz piyasasındaki yaşanan oynaklıktan sonra da Türk lirasındaki değer kaybı belirginleşmiştir (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4).

Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (01.01.2018=1)



* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, G.Afrika, Hindistan, Endonezya, Filipinler ve Türkiye.

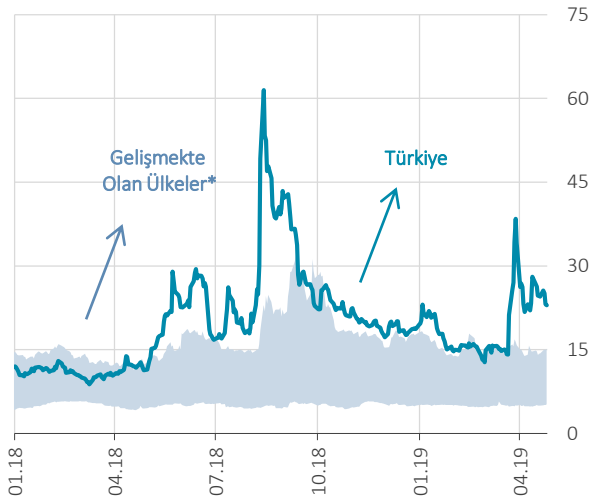
Grafik 5.1.4: Kur Sepeti* ve Türkiye'nin EMBI Endeksi



* Kur sepeti $0.5 \times \text{ABD doları} + 0.5 \times \text{euro karşısında Türk lirasının değerini}$ temsil etmektedir.

Döviz kuru gelişmelerine paralel olarak Türk lirasının ima edilen oynaklığı mevcut Rapor döneminde yükselmiştir (Grafik 5.1.5). Nisan ayında 12 ay vadeli opsiyonların ima ettiği Türk lirası oynaklığının 1 ay vadeli opsiyonların ima ettiği oynaklıkla benzer seviyelere gelmiş olması, Türk lirası oynaklığındaki mevcut düzeyin bir süre daha devam edeceğinin beklendiğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.6).

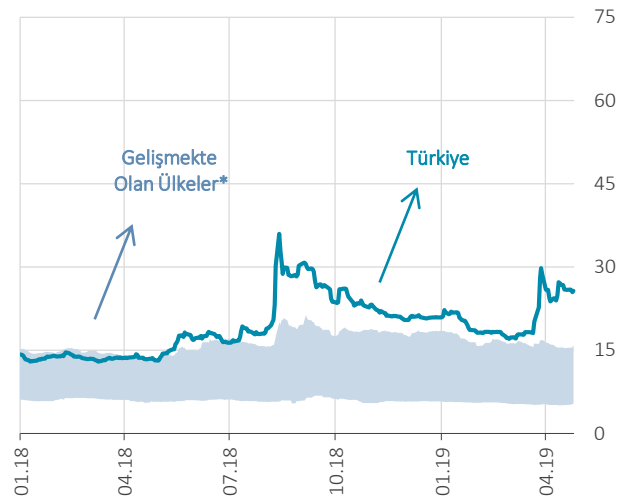
Grafik 5.1.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

Grafik 5.1.6: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli)



Kaynak: Bloomberg.

* Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Şili.

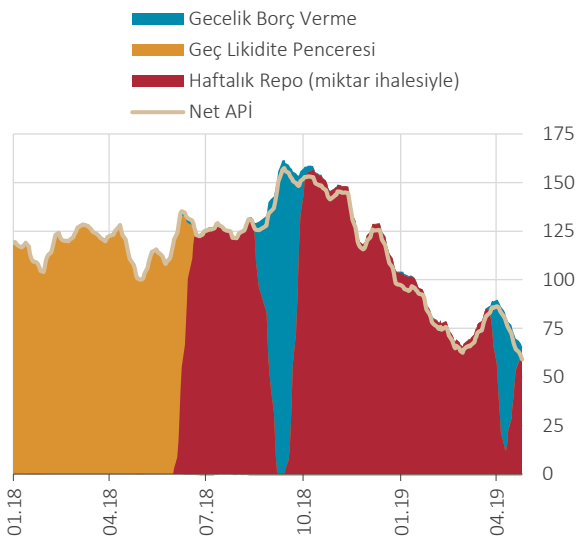
Para Politikası

2019 yılı Ocak ve Mart aylarında enflasyon görünümünde bir miktar iyileşme gözlenmekle birlikte fiyat istikrarına yönelik risklerin devam ettiği dikkate alınarak, 2019 yılı Ocak ve Mart aylarındaki Para Politikası Kurulu toplantılarında sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar verilmiştir. 2019 yılı Nisan ayındaki Para Politikası Kurulu toplantısında ise, iç talep gelişmelerinin enflasyonu düşürücü etkisine

karşın, gıda fiyatları ve ithal girdi maliyetlerindeki artışlar ile enflasyon beklentilerindeki yüksek seyrin fiyat istikrarına yönelik riskler oluşturduğuna vurgu yapılarak sıkı parasal duruş korunmuştur (Tablo 5.1.1).

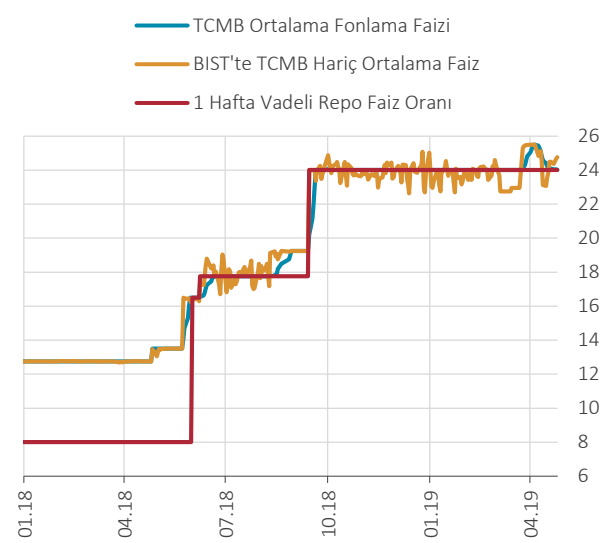
Mevcut Rapor döneminde, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur, ayrıca Türk lirası ve döviz likidite yönetimi araçları devreye sokulmuştur. 14 Eylül 2018-22 Mart 2019 tarihleri arasında TCMB fonlmasının tamamı haftalık repo ihaleleri ile yapılırken, finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak; 25 Mart 2019-8 Nisan 2019 tarihleri arasında haftalık repo ihalelerine ara verilmiş ve fonlama gecelik borç verme oranı olan yüzde 25,5'ten sağlanmıştır. TCMB, 8 Nisan 2019 tarihinden itibaren haftalık repo ihalelerine tekrar başlamıştır (Grafik 5.1.7). Bunun neticesinde, BIST Bankalararası Repo Piyasasında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz 25 Mart 2019-8 Nisan 2019 tarihleri arasında artış kaydetmiş, ancak fonlamanın tekrar haftalık repo ihaleleri ile yapılmaya başlaması ile birlikte tekrar politika faizinin etrafında dalgalanmaya başlamıştır (Grafik 5.1.8).

Grafik 5.1.7: TCMB Açık Piyasa İşlemleri (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.8: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

TCMB, bu politika kararlarına ek olarak finansal piyasalarda gözlenen oynaklıklar ve sağlıksız fiyat oluşumlarına karşı piyasaların ve aktarım mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla politika faizi dışında sahip olduğu araç setini de kullanmıştır (Tablo 5.1.1). Yurt dışı swap piyasasında Mart ayının son haftasında gözlenen Türk lirası likidite sıkışıklığı swap faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Söz konusu likidite sıkışıklığının etkilerini sınırlamak amacıyla döviz karşılığı Türk lirası swap imkânının limitleri artırılmıştır. Bu çerçevede, döviz karşılığı Türk lirası swap piyasasında vadesi gelmemiş toplam swap satış işlem limiti Döviz ve Efektif Piyasaları İşlem Limitlerinin yüzde 10'undan kademeli olarak artırılarak 4 Nisan 2019 itibarıyla yüzde 40'a yükseltilmesi, yurt dışı swap piyasasında gözlenen Türk lirası likidite sıkışıklığının normalleşmesine katkıda bulunmuştur. Ayrıca, 25 Mart 2019 tarihinde ise Türk lirası depoları karşılığı döviz depoları ihalelerine ara verilmiştir.¹

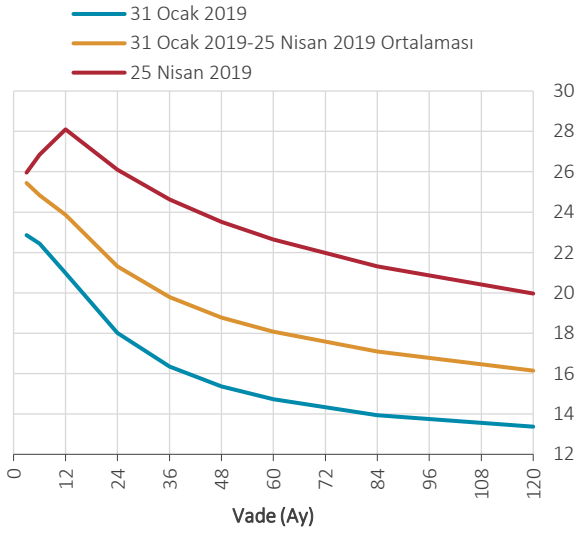
¹ Söz konusu işlemlerin TCMB uluslararası rezervleri üzerindeki etkilerine dair değerlendirmeler Kutu 5.2'de yer almaktadır.

Tablo 5.1.1: 2019 Yılında Alınan Para Politikası Kararları ve Gerekçeleri

Tarih	Politika Kararı	Gerekçeleri
16 Ocak 2019	<ul style="list-style-type: none"> Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur. 	<ul style="list-style-type: none"> İthal girdi maliyetleri ve iç talep gelişmelerine bağlı olarak enflasyon görünümünde bir miktar iyileşme gözlenmesine karşın, fiyat istikrarına yönelik risklere vurgu yapılarak sıkı parasal duruş korunmuştur.
18 Ocak 2019	<ul style="list-style-type: none"> 18 Ocak 2019 tarihinde resmi kuruluşlar mevduatının/katılım fonunun zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerden hariç tutulmasına ve Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ'in Geçici 6'ncı maddesi kapsamındaki yükümlülük kalemlerinde görülen belirgin azalış dikkate alınarak ilgili maddenin yürürlükten kaldırılmasına karar verilmiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> Bankaların likidite koşulları dikkate alınarak, Türk lirası likiditesinde değişikliğe gidilmesi kararlaştırılmıştır.
16 Şubat 2019	<ul style="list-style-type: none"> Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının 1 yıla kadar vadeli mevduat / katılım fonları ile 3 yıla kadar (3 yıl dahil) vadeli diğer yükümlülüklerde 100 baz puan, diğer vade gruplarında 50 baz puan indirilmesine karar verilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıkların yurt içi yerleşiklerden toplanan işlenmiş veya hurda altın kaynaklı standart altın cinsinden tesis edilmesi imkânı üst sınırı yüzde 5'ten yüzde 10'a yükseltilmiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak, Türk lirası likiditesinde değişikliğe gidilmesi kararlaştırılmıştır.
6 Mart 2019	<ul style="list-style-type: none"> Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur. 	<ul style="list-style-type: none"> Bir önceki PPK açıklamalarına ek olarak; dış talebin nispeten gücünü koruduğu, finansal koşullardaki sıkılığın da etkisiyle iktisadi faaliyetin yavaş bir seyir izlediği vurgulanmıştır.
22 Mart 2019	<ul style="list-style-type: none"> 1 hafta vadeli repo ihalelerine bir süreliğine ara verilmiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alınarak, 1 hafta vadeli repo ihalelerine bir süreliğine ara verilmesi kararlaştırılmıştır.
25 Mart 2019	<ul style="list-style-type: none"> Türk lirası depoları karşılığı döviz depoları ihalelerine ara verilmiştir. TCMB döviz karşılığı Türk lirası swap piyasasında vadesi gelmemiş toplam swap satış işlem limitini Döviz ve Efektif Piyasaları İşlem Limitlerinin yüzde 10'undan kademeli olarak arttırarak 4 Nisan 2019 tarihi itibarıyla yüzde 40'a yükseltmiştir. 	<ul style="list-style-type: none"> Finansal piyasalarda gözlenen oynaklıklar ve sağlıksız fiyat oluşumları dikkate alınarak, Türk lirası ve döviz likidite araçlarında değişikliğe gidilmesi kararlaştırılmıştır.
8 Nisan 2019	<ul style="list-style-type: none"> 1 hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlanmıştır. 	<ul style="list-style-type: none"> Finansal piyasa gelişmeleri göz önüne alınarak, 1 hafta vadeli repo ihalelerine tekrar başlanmıştır.
25 Nisan 2019	<ul style="list-style-type: none"> Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 24 düzeyinde sabit tutulmuştur. 	<ul style="list-style-type: none"> Gıda fiyatları ve ithal girdi maliyetlerindeki artışlar ile enflasyon beklentilerindeki yüksek seyrin fiyat istikrarına yönelik riskler oluşturduğuna vurgu yapılarak sıkı parasal duruş korunmuştur.

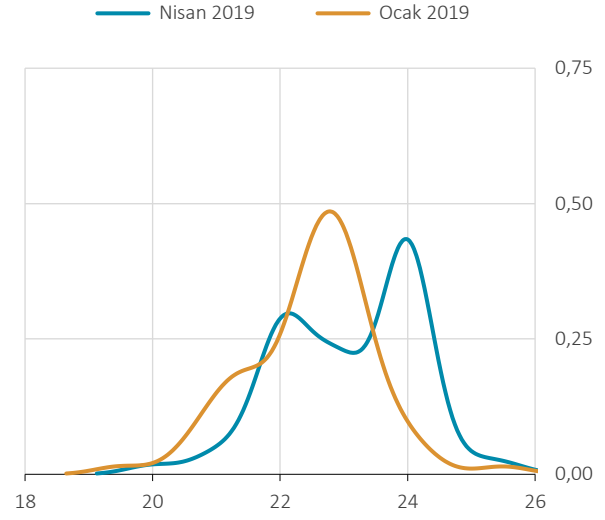
TCMB'nin sıkı para politikasını sürdürdüğü mevcut Rapor döneminde getiri eğrisinin ters eğimini koruduğu², ancak ülke risk primindeki artışın etkisiyle kur takası faizlerinin, tüm vadelerde bir önceki döneme göre yükseldiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.9). Öte yandan, getiri eğrisinin 1 yıla kadar olan vadelerde pozitif eğimli hale gelmesi dikkat çekmektedir. Nisan ayı TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine ilişkin beklentilerin dağılımı da Ocak ayı sonuçlarıyla kıyaslandığında, katılımcıların önümüzdeki üç aylık döneme ilişkin para politikası beklentilerinin sıkılaştığını göstermektedir (Grafik 5.1.10).

Grafik 5.1.9: Son Dönemde Kur Takası Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.10: TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyetine İlişkin Beklentilerin Dağılımı* (2019 Yılı Temmuz Ayına Dair, %)



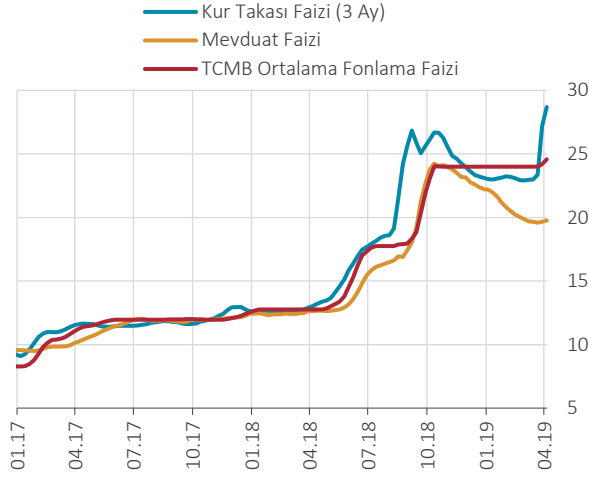
Kaynak: TCMB.

* TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilmiştir.

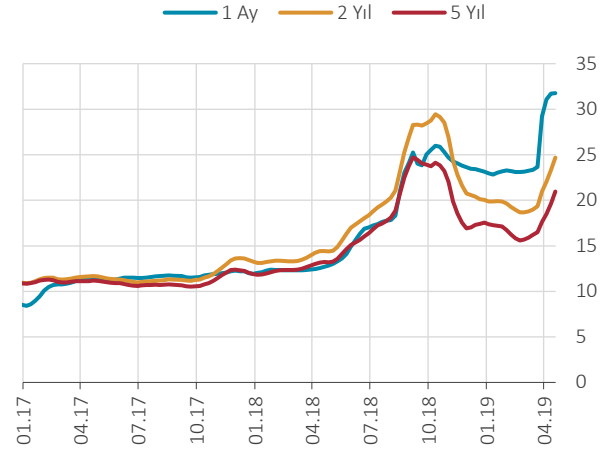
5.2 Kredi Koşulları

2019 yılı ilk çeyreğinde, bankaların fonlama maliyetleri yurt içi ve yurt dışı işlemler bazında belirgin olarak ayrılmıştır (Grafik 5.2.1). Döviz piyasasında Mart ayının son haftasında yaşanan oynaklığa paralel olarak, yurt dışındaki kur takası piyasasında meydana gelen TL likidite sıkışıklığı sonucunda 1 aylık kur takası faiz oranları belirgin ölçüde artış kaydetmiştir (Grafik 5.2.2). Bunun yanı sıra, finansal piyasalarda artan oynaklığa karşı alınan politika önlemleri neticesinde TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi geçici olarak yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, önceki Rapor döneminde gerilemeye başlayan TL mevduat faizleri de Mart ayının sonlarından itibaren yatay seyretmiştir. Benzer bir eğilim yabancı para cinsi mevduat faizlerinde de gözlenmiştir (Grafik 5.2.3).

² Getiri eğrisi eğiminin nasıl yorumlanması gerektiğine ilişkin detaylı bir analiz Kutu 5.1'de sunulmaktadır.

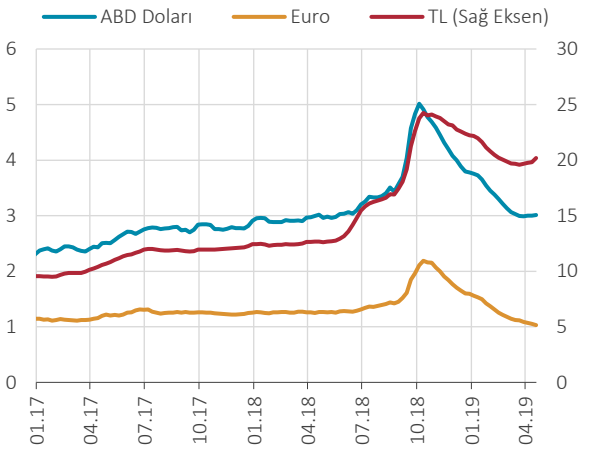
Grafik 5.2.1: Bankaların Fonlama Maliyetlerine İlişkin Göstergeler (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: TCMB, Bloomberg.

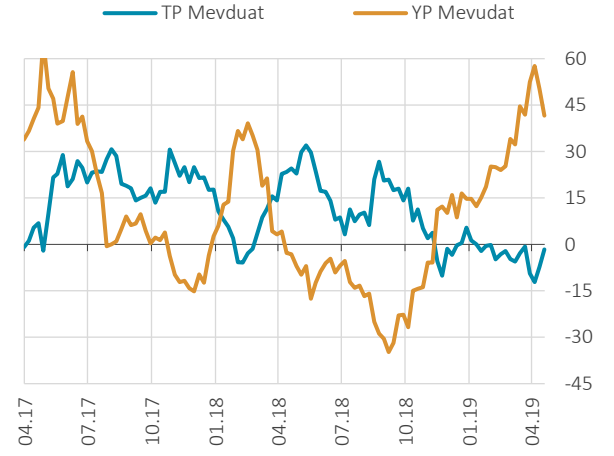
Grafik 5.2.2: TL Kur Takası İşlemleri Faiz Oranları (4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: Bloomberg.

Bankaların en önemli fonlama kaynağı olan mevduatın para birimleri türünden kompozisyonunda 2018 yılının son çeyreğinde döviz tevdiat hesapları lehine başlayan ayrışma 2019 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.2.4). Yabancı para cinsi mevduatın payının yükselmesine karşın kredi büyümesinin Türk lirası kredilerden kaynaklanması ve kur takası işlemleri faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle bankaların fonlama maliyetleri artmıştır. TL kur takası işlemlerinin faiz oranları vadeye göre ayrıştırıldığında belirgin yükselişin kısa vadeli faizlerde yaşandığı görülmektedir (Grafik 5.2.2).

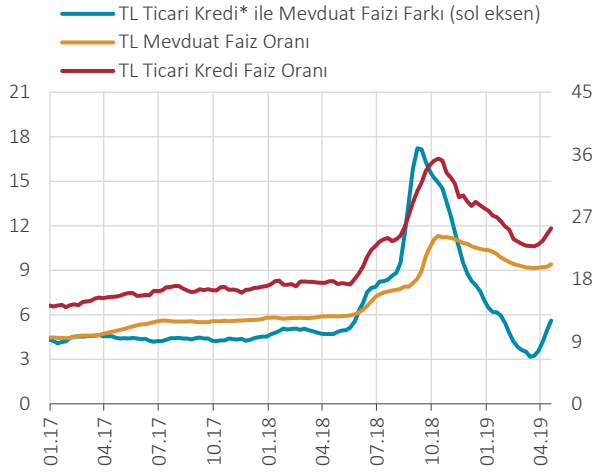
Grafik 5.2.3: Mevduat Faiz Oranları (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.4: TL ve YP Mevduat Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)

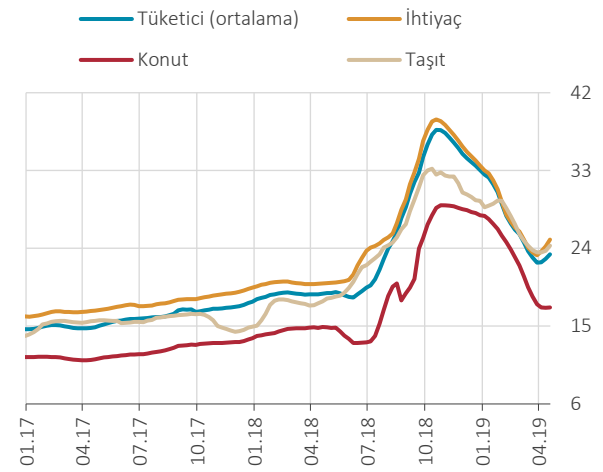
Kaynak: TCMB.

Bu gelişmeler sonucunda bankalar kısa vadeli fonlama maliyetlerindeki artışı, son dönemde kredi hacmi önemli ölçüde yükselen ve görece olarak daha kısa vadeli olan ticari kredilerin faiz oranlarına, ihtiyaç ve konut kredilerine kıyasla daha belirgin şekilde yansıtmıştır. Önceki Rapor döneminde tarihsel ortalamalarının üzerinde yükselen kredi-mevduat faiz farkları 2019 yılı ilk çeyreğinde belirgin şekilde gerilemiştir (Grafik 5.2.5). Alınan tedbirler sonucu gerileyen kredi faiz oranları ile kredi standartlarında ilk çeyrekte gözlenen kısmi gevşeme bu gelişmede etkili olmuştur. Banka Kredileri Eğilim Anketi'nin (BKEA) işaret ettiği üzere, yılın ilk çeyreğinde endüstri ya da firmalara ilişkin görünüm dışındaki tüm faktörler, kredi standartlarını gevşetici yönde etkili olmuştur. Diğer taraftan, BKEA'ya verilen yanıtlara göre, bireysel kredilere uygulanan standartlardaki gevşemenin etkisiyle tüketici kredisi faiz oranlarındaki düşüş oldukça belirgin olmuştur (Grafik 5.2.6).

Grafik 5.2.5: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)

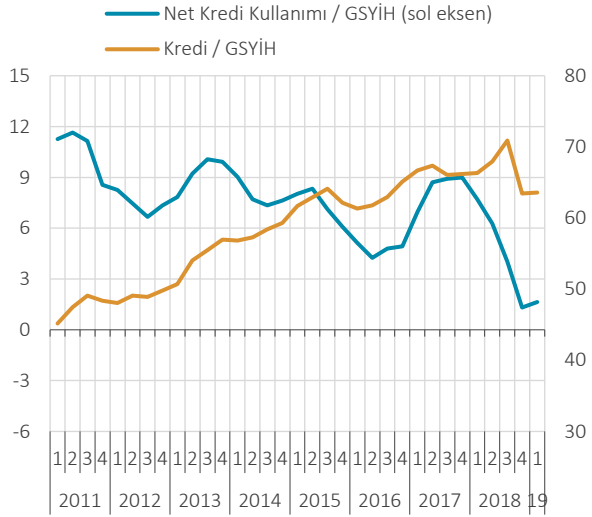
Kaynak: TCMB.

* Kredi Mevduat Hesabı, Kredi Kartı ve Sıfır Faizli Krediler Hariç

Grafik 5.2.6: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama,%)

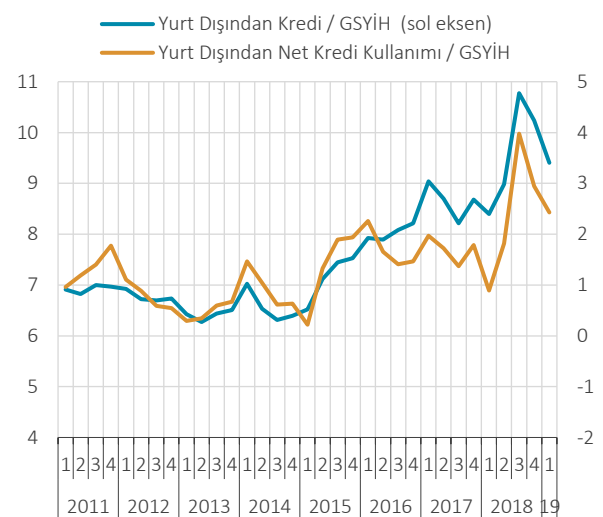
Kaynak: TCMB.

2019 yılı ilk çeyreğinde ticari ve tüketici kredilerinde alınan politika önlemlerinin etkisiyle, önceki Rapor döneminden bu yana kredi büyümesindeki artışın GSYİH'deki artışın gerisinde kalması sonucu kredi/GSYİH oranı düşmeye devam etmiştir. 2019 yılı ilk çeyrek sonuna göre son dönemde kredi hacmi daralmış ve net kredi kullanımı negatif düzeylere gerilemiştir (Grafik 5.2.7). Benzer şekilde, son dönemde firmaların yurt dışından sağladığı kredi stoku ve net kredi kullanımı da azalış kaydetmiştir (Grafik 5.2.8).

Grafik 5.2.7: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)

Kaynak: TCMB.

* 2019 yılı birinci çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

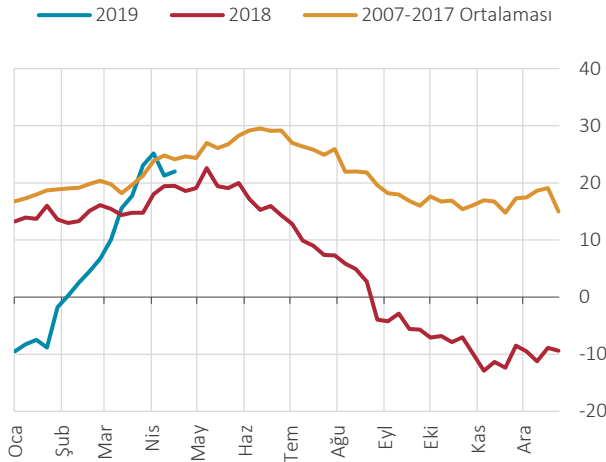
Grafik 5.2.8: Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)

Kaynak: TCMB.

* 2019 yılı birinci çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

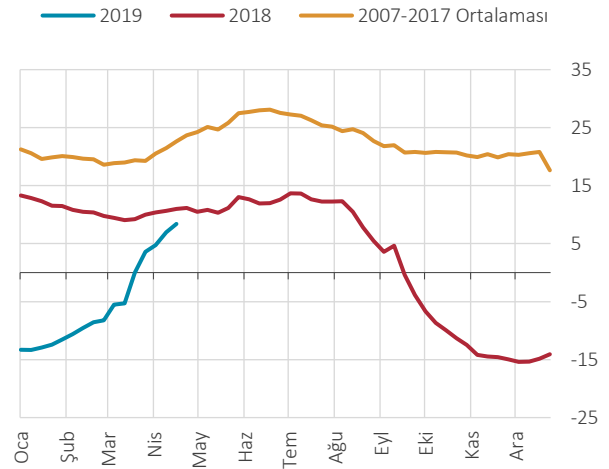
Son dönemde alınan önlemler neticesinde ticari kredi büyümesi tarihsel ortalamalar seviyesine yükselmiştir. Bununla birlikte tüketici kredilerindeki ivmelenme talep yönlü etkilere bağlı olarak daha yavaş ve sınırlı düzeyde gerçekleşmiş, 2019 yılı tüketici kredisi haftalık artış oranları eğilimi, tarihsel ortalamaların ve geçen yılki eğilimin gerisinde kalmaya devam etmiştir. Nitekim, BKEA'ya göre ticari kredilerdeki artışın hem arz hem talep kaynaklı olduğu; bireysel kredilerde görülen ivmelenmenin ise ihtiyaç kredi standartlarındaki gevşemenin etkisiyle daha çok arz kaynaklı olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.9 ve Grafik 5.2.10).

Grafik 5.2.9: Ticari Kredi Büyüme Hızı (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

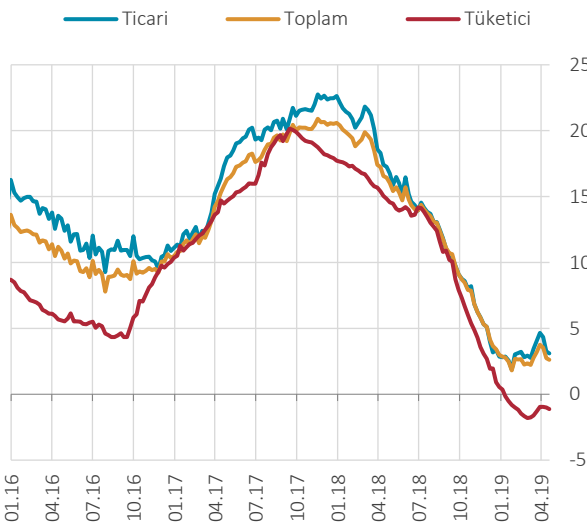
Grafik 5.2.10: Tüketici Kredisinin Büyüme Hızı (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

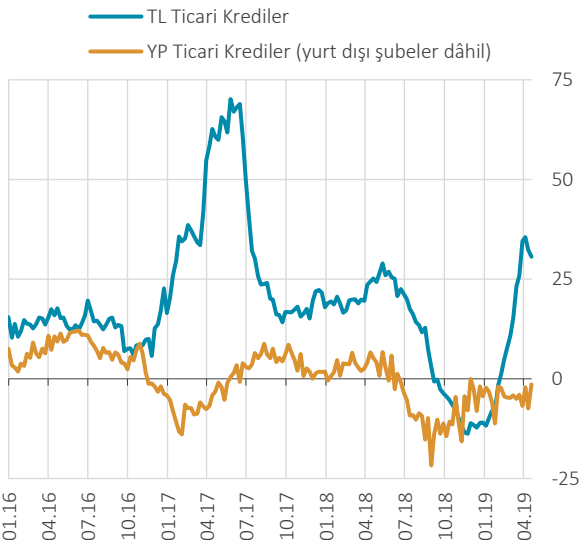
2019 yılı ilk çeyreği sonunda ticari kredi yıllık büyüme hızlarındaki gerileme eğilimi yerini yükselişe bırakmıştır. Bununla birlikte, kredi vadelerinin uzatılmasına izin veren kararın da etkisiyle, tüketici kredilerinin yıllık büyüme oranı da son dönemde yükselmeye başlamıştır (Grafik 5.2.11). 2018 yılı son çeyreğinde gerileyen Türk lirası cinsi ticari kredilerin, Ocak ve Mart aylarında Hazine destekli KGF kefaleti kapsamında kullanılan KOBİ Değer Kredilerinin yarattığı ivmelenme sonucunda oldukça belirgin düzeyde arttığı görülmektedir. Kredi standartlarındaki gevşemenin sınırlı düzeyde görüldüğü yabancı para kredilerdeki gerilemenin önemli ölçüde talep kaynaklı olduğu değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.12).

Grafik 5.2.11: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.12: TL ve YP Ticari Kredilerin Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

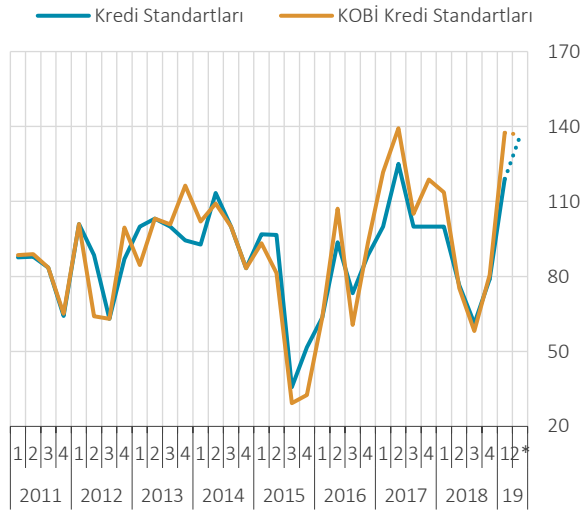
* 2019 yılı birinci çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre 2019 yılı ilk çeyreğinde işletmelere kullanılan kredilerin standartlarını gevşeten bankalar, yılın ikinci çeyreğinde standartlardaki gevşemenin devam edeceğini beklemektedir (Grafik 5.2.13). Yılın ilk çeyreğindeki gevşemenin, KOBİ'lere yönelik alınan önlemlerin etkisiyle, KOBİ standartlarındaki gevşemeden kaynaklandığı görülmekte ve ikinci çeyrekte de KOBİ kredi

standartlarındaki gevşemenin devam edeceği beklenmektedir. İşletmelere kullandırılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara bakıldığında, ortalama krediler ile daha riskli krediler üzerindeki kâr marjlarının gevşetildiği, teminat ve vadelerde ise sıkılaştırmanın devam ettiği gözlenmektedir.

Anket sonuçları, bankaların 2019 yılı ilk çeyreğinde işletme kredisi talebinde artış gözlemlendiğini, ikinci çeyreğe yönelik olarak ise, işletme kredisi talebinin artacağını beklediğine işaret etmektedir (Grafik 5.2.14). Yılın ilk çeyreğinde KOBİ kredi talebinin değişmediği, ancak ikinci çeyrek için KOBİ kredi talebinde artış beklendiği belirtilmiştir. Kredi talebindeki artışı belirgin olarak etkileyen faktörler borcun yeniden yapılandırılması, birleşmeler, satın almalar ve yeniden yapılandırma ile satıcıların peşin alımlarda uyguladığı iskonto ve kolaylıklardır. Sabit yatırımlar ise kredi talebini belirgin olarak azaltmaya devam etmektedir.

Grafik 5.2.13: İşletmelere Verilen Kredi Standartları**

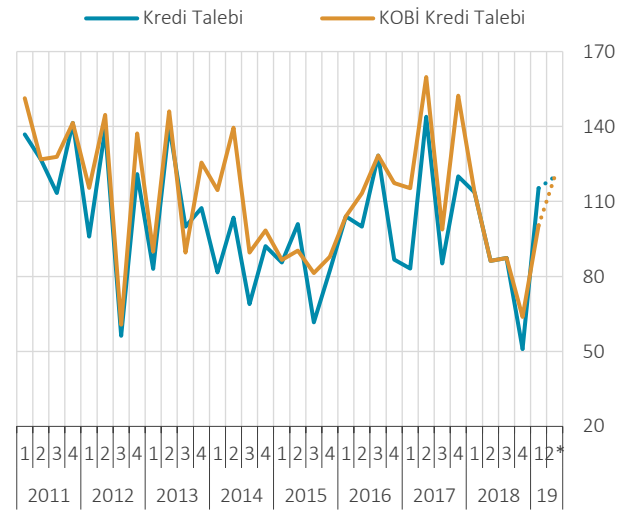


Kaynak: TCMB.

*2019 ikinci çeyrek verisi beklenti değeridir.

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

Grafik 5.2.14: İşletmelere Verilen Kredi Talebi**



Kaynak: TCMB.

*2019 ikinci çeyrek verisi beklenti değeridir.

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

Kutu 5.1

Getiri Eğrisinin Eğimine Karşılaştırmalı Bir Bakış

Getiri eğrisi en basit ifadeyle risk, likidite ve vergilendirme açısından aynı türde olan bir borçlanma senedinin farklı vadelerdeki getirilerini grafik halinde gösteren bir araçtır. Getiri eğrileri çeşitli piyasa fiyatlamalarında gösterge olarak kullanılmasının yanı sıra politika yapıcılar açısından da önemli bilgiler içermektedir. Merkez bankaları getiri eğrilerinin eğimi ve zaman içindeki değişimlerinden, para politikası duruşu ve faiz beklentileri ile enflasyon ve büyüme gibi makro değişkenlerin seyri hakkında önemli ipuçları elde edebilmektedir. Bu kutuda getiri eğrisi kısaca tanıtılıp ne gibi değişkenlerden etkilenebileceği açıklandıktan sonra, getiri eğrisinin konumu ve eğimine ilişkin yorumlamaların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) arasında nasıl farklılaşabildiği üzerinde durulmaktadır.

Getiri Eğrisinin Eğimi ve Ekonomik Çevrim

Getiri eğrisi kısa, orta ve uzun vadelerde faiz oranlarının birbirinden nasıl farklılaştığını göstermektedir. Getiri eğrisinin eğimi ise bu farklılaşmanın yönüne, diğer bir ifadeyle, vade uzadıkça getirilerin arttığına ya da azaldığına ilişkin bilgi değeri taşımaktadır. Kısa ve uzun vadeli faizlerin birbirinden farklılaşmasının temel olarak iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki kısa vadeli faizlere ilişkin beklentiler, ikincisi ise vade primidir.

Beklentilerin getiri eğrisi üzerindeki etkisi farklı vadede yatırım yapma seçeneklerinden kaynaklanmaktadır. Örneğin iki yıllık bir süre boyunca parasını değerlendirmek isteyen bir yatırımcı, iki yıl vadeli bonoya yatırım yapabileceği gibi, bir yıl vadeli bir bonoya yatırım yapıp, bir yıl sonra eline geçen tutarı bir kez daha bir yıllık bonoda değerlendirme yoluna gidebilir. İki yıllık faiz değeri şimdiden bilindiğinden söz konusu yatırım için ne kadar getiri elde edileceği konusunda bir belirsizlik yoktur. Ancak bir yıllık vadelerde yatırım yapılması, ilk yılın sonundaki getiri bilinmesine karşın ikinci yılın başında bir yıllık getiri bilinmediğinden belirsizlik içermektedir. Dolayısıyla yatırımcının bu karardan elde edeceği getiriyi hesaplamak için bir yıllık (yani kısa dönemli) faiz beklentisini kullanması gerekmektedir. Ekonomi teorisinde “beklentiler hipotezi” olarak bilinen kuram bu iki farklı yatırım seçeneğinin getirilerinin eşit olması gerektiğini söyler. Eğer faiz beklentisi çerçevesinde iki yıllık getiri tahmin edilen birer yıllık getirilerin toplamından yüksekse (düşükse) yatırımcılar iki (bir) yıllık varlığı talep ederler ve bu tercih sonucunda iki yatırım seçeneğinin getirileri birbirine yakınsar. Bu hipotez altında uzun vadeli faiz, mevcut kısa vadeli faiz ve kısa vadeli faiz beklentisinden oluşacak, kısa ve uzun vadeli faiz farkı (getiri eğrisinin eğimi) da kısa vadeli faiz beklentilerini yansıtabilir.

Bu noktada enflasyon beklentileri de göz önüne alınmalıdır. Getiri eğrisi nominal getirilerden oluştuğu için faiz beklentileri enflasyon beklentilerini de yansıtmaktadır. Dolayısıyla, farklı vadelerde enflasyon beklentilerinin farklılaşması getiri eğrisinin eğimini de etkileyebilecektir. Özellikle gelişmiş ülkelerde orta ve uzun vadeli enflasyon beklentileri iyi çıpalanmıştır ve enflasyon hedefine yakın seviyelerde seyrederek. Kısa vadede enflasyon beklentisi hedeften sapabilse de genellikle politika tepkisi ile sapma küçük olmaktadır. Bu nedenle enflasyon beklentileri bütün vadelerdeki getirilere benzer yansıtmakta ve getiri eğrisinin eğimini fazla etkilememektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ülkeler için bu durum değişebilmektedir.

Öte yandan, getiri eğrisinin eğimi yalnızca faiz beklentileri ile ilgili olmayabilir. Bunun nedeni yukarıda bahsedilen ikinci unsur olan vade primidir. Vade primi yatırımcıların kısa vade yerine uzun vadeli yatırım yapmaları için talep ettikleri ek bir getirdir. Uzun vadeli yatırımlar vade

süresi içerisinde gelişmelere göre pozisyon alınması daha maliyetli olduğu için, vade priminin teoride pozitif olması beklenmektedir. Yatırım yapılan tahvilin görece talep koşullarına bağlı olarak zaman içinde değişkenlik gösterebilen vade priminin büyüklüğü ise yatırımcıların risk duyarlılığı ve piyasaların gelişmişlik düzeyi gibi etkenlerden etkilenmektedir.

Özetle, getiri eğrisinin eğimi vade primi ve faiz beklentilerinin bir sonucudur. Vade priminin pozitif olduğu durumda kısa vadeli faizlerde bunu telafi edecek ölçüde bir düşüş beklentisi yoksa getiri eğrisi pozitif eğimli olacaktır ve genelde gözlenen durum da budur. Ancak zaman zaman getiri eğrisi daha düz bir duruma gelebilir veya ters eğimli olabilir. Böyle bir durum, kısa vadeli faizlerde pozitif vade primin ötesinde bir düşüş beklentisini yansıtabilir.

Uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faiz oranlarının seyrine dair beklentiler konusunda bilgi içermesi, getiri eğrisinin eğimini merkez bankaları açısından da izlenmesi gereken bir gösterge durumuna getirmektedir. Getiri eğrisinin yatay veya ters (negatif) eğimli olduğu durum, gelecekte kısa vadeli faizlerin düşeceği ve dolayısıyla iktisadi faaliyetin zayıflayabileceği ve enflasyonun düşeceği beklentisini gösteriyor olabilir. Ekonomik döngüleri ve enflasyonu tahmin etmekteki kullanışlılığı nedeniyle, getiri eğrisi aynı zamanda para politikasının sıkılığına dair bir gösterge olarak da görülmektedir. Buna göre, vadeye göre yükselen bir getiri eğrisi para politikası duruşunun nötr veya gevşek olduğuna işaret ederken, yatay ya da ters eğimli bir getiri eğrisi sıkı para politikası duruşu ima etmektedir.

Gelişmiş Ülkeler Açısından

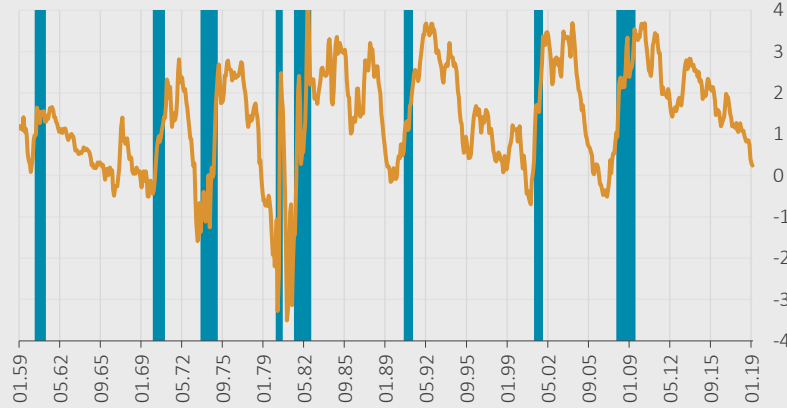
Akademik yazında ters eğimli getiri eğrisini ekonomik durgunluk ile ilişkilendiren bir çok ampirik çalışma mevcuttur (bakınız, Mishkin, 1990; Estrella ve Hardouvelis, 1991). Bu bulgunun altında yatan gerekçe ise getiri eğrisi eğiminin para politikası duruşu ile bağlantılı olmasıdır. Parasal sıkılaştırma ile kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faizlerin üzerine çıkmakta ve yükselen kısa vadeli faizler de ekonomik aktiviteyi daraltıcı yönde etkilemektedir (Bernanke ve Blinder, 1992). Öte yandan, merkez bankasının herhangi bir parasal sıkılaştırma yapmadığı ancak finansal piyasa katılımcılarının bir ekonomik durgunluk öngördüğü durumda, merkez bankasının gelecekte faizleri düşürerek ekonomiyi canlandırmaya çalışacağı beklentisi uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlere kıyasla gerilemesine yol açabilmektedir. ABD ekonomisi için yapılan çalışmalar getiri eğrisi eğimi ile ekonomik aktivite arasındaki ters yönlü ilişkiyi teyit etmektedir. Bu çalışmalarda genellikle 10 yıl ve 3 ay vadeli Hazine kıymetlerinin getiri farkı şeklinde ölçülen eğimin 4 ile 6 çeyrek önceden ekonomideki yavaşlamaya ilişkin sinyaller verdiği ortaya koyulmaktadır. Getiri eğrisi, 1950'den bu yana ABD'de yaşanan her resesyonu (National Bureau of Economic Research, NBER, tanımı) 1967 yılındaki yanlış sinyal hariç başarılı biçimde öngörmüştür (Grafik 1). ABD ekonomisi için ortaya konulan bu ilişkinin diğer bazı gelişmiş ülke ekonomileri için de geçerli olduğu bulunmuştur (Almanya, Kanada ve İngiltere için bakınız, Estrella ve Mishkin, 1997 ve Bernard ve Gerlach, 1998).

Son Dönemde ABD Getiri Eğrisindeki Gelişmeler ve Resesyon Tartışmaları

ABD ekonomisi bir süredir istikrarlı bir biçimde büyüme kaydetmekte ve para politikası normalleşme süreci içinde bulunmaktadır. ABD getiri eğrisinin ters eğimli olmasıyla beraber resesyon tartışmaları da tekrar gündeme gelmiştir (Grafik 2). Ancak, bazı analistler, düşük ve hatta negatif bir vade farkının, tarihsel deneyimlerin aksine bugün için ekonomik daralma ile sonuçlanmayacağını savunmaktadırlar. Bu argümanı destekleyen bir faktör olarak uzun vadeli faizlerdeki gerilemenin kısa vadeli faizlerdeki düşüş beklentisini yansıtmaya ek olarak gerileyen vade primi nedeniyle de olabileceği ileri sürülmektedir (Bauer ve Rudebusch, 2016). Gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleyici para politikası uygulamalarını sürdürdükleri dikkate

alındığında vade priminin mevcut düşük seviyeleri koruyacağı beklenmektedir. Ek olarak, nötr politika faiz oranının düşmüş olabileceği de dikkate alındığında (Williams, 2017), düşük uzun vadeli faizlerin ekonomide durgunluk sinyalinden ziyade faiz oranları için yeni normal seviyelere işaret ettiği görüşü de ifade edilmektedir.

Grafik 1: ABD Getiri Eğrisi Eğimi ve Resesyonlar* (10 Yıl-3 Ay Tahvil Getirileri Farkı Aylık Ortalama, %)

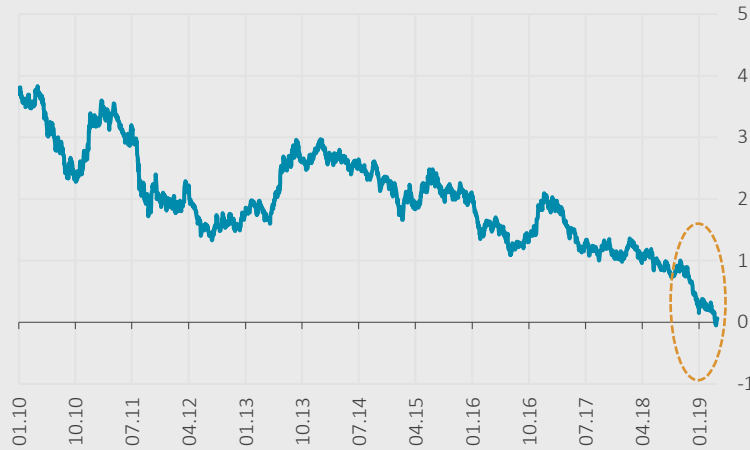


Kaynak: New York Fed.

* Taralı alanlar, NBER tarafından belirlenen resesyon dönemlerini göstermektedir.

Ayrıca özellikle ABD’de kriz sonrası dönemdeki para politikası uygulamaları vade primi üzerinde oldukça etkili olmuştur. Gerek tahvil alım programlarının uzun vadeli faizler üzerindeki etkisi gerekse sözle yönlendirme politikalarının gelecekte atılacak politika adımlarına ilişkin belirsizlikleri azaltması, vade priminin düşmesine neden olmuştur. Vade primin önemli oranda düştüğünü ve hatta bazı dönemlerde negatif olduğunu bulgulayan çalışmalar da bulunmaktadır¹. Bu çerçevede getiri eğrisinin ters eğimi, tamamıyla kısa vadeli faiz beklentilerini değil kısmen de olsa negatif vade primini de yansıtır olabilecektir.

Grafik 2: ABD Getiri Eğrisi Eğimi (10 Yıl-3 Ay Tahvil Getirileri Farkı, %)



Kaynak: FRED.

¹ Adrian ve diğerleri (2013), Hördahl ve Tristani (2014) ve Kim ve Wright (2005) gibi çalışmalara dayandırılan hesaplamalar vade priminde son dönemde negatif seviyelerin gözlemlendiğine işaret etmektedir.

Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından

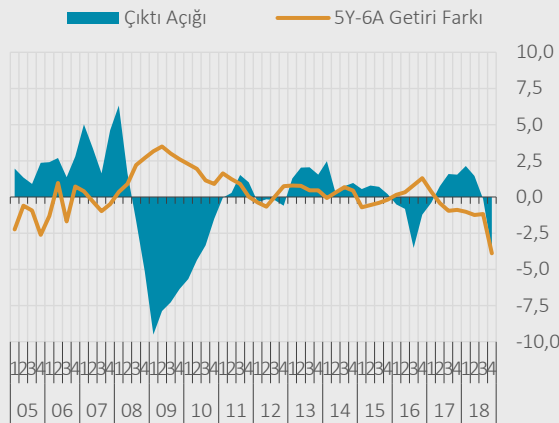
Getiri eğrisi eğimi ile ekonomik aktivite arasında ABD başta olmak üzere diğer bazı gelişmiş ülkeler için ortaya koyulan ilişki GOÜ'ler için net olarak tespit edilememiştir. Bunun olası bir nedeni olarak bazı çalışmalarda gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarının gelişmiş piyasalara kıyasla daha az likiditeye sahip olması ileri sürülmektedir. Getiri eğrisinin ekonomik aktiviteye ilişkin güvenilir sinyaller verebilmesi için ülkede uzun vadeye ulaşan ve yeterince likiditeye sahip olan bir tahvil piyasası olması gerekmektedir. Ek olarak, gelişmekte olan ülkelerde getiri eğrisinin özellikle orta ve uzun ucunun küresel finansal koşullardan etkilendiği de iletilmektedir. Örnek olarak, Chen vd. (2005) gelişmekte olan beş Asya ülkesi için yaptıkları çalışmalarında yurt içi tahvil piyasalarından ziyade ABD tahvil piyasası gelişmelerinin ele aldıkları ülkelerdeki ekonomik büyümeye ilişkin daha sağlıklı sinyaller verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Buna ek olarak, GOÜ'lerde risk primi ve enflasyon gelişmiş ülkelere kıyasla daha oynak olduğu için bu ülkelerdeki sıkı para politikası uygulamaları ekonomik aktiviteyi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Küçük açık ekonomilerde enflasyon üzerinde yurt dışı değişkenler (döviz kuru, ithal fiyatları gibi) de belirleyici olabildiği ve beklentiler tam çıpalanmış olmadığı için kısa dönemli sıkı para politikası duruşu iktisadi faaliyette yavaşlama ima etmeden de döviz kuru ve enflasyon beklentilerini düşürerek ters eğimli getiri eğrisi görülmesine neden olabilmektedir. Parasal duruşun sıkılaştırılması kısa vadeli faizleri yükseltirken, yapılan hamlenin kredibilitesine bağlı olarak, gelecekteki enflasyon beklentilerinin düşmesine ve uzun vadeli faizlerin gerilemesine yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için yapılan ampirik çalışmalar da bu yönde bir ilişkiyi destekler niteliktedir. Moreno (2008) çalışmasında, GOÜ'lerde enflasyon beklentileri ve risk priminin geçmişe kıyasla daha düşük ve istikrarlı olduğu, bunun da uzun vadeli getirilerin düşmesinde rol oynadığı tespiti yapılmaktadır. Barroso ve diğerleri (2014) çalışmasında yapılan analiz ise kısa vadeli faizler ile getiri eğrisi eğimi arasında ters yönlü ilişki olduğunu göstermektedir. Yine her iki çalışmada yurt dışı faizlerin ya da getiri farklarının özellikle yurt içi uzun vadeli faizler üzerinde etkili olduğu bulunmuştur.

Ayrıca, GOÜ'lerde sıkı parasal duruşun etkisiyle kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faiz oranlarının üzerine çıkması, risk priminin de olumlu etkilendiği ölçüde, sermaye girişlerini hızlandırarak ekonomik büyümenin canlanmasına neden olabilmektedir.

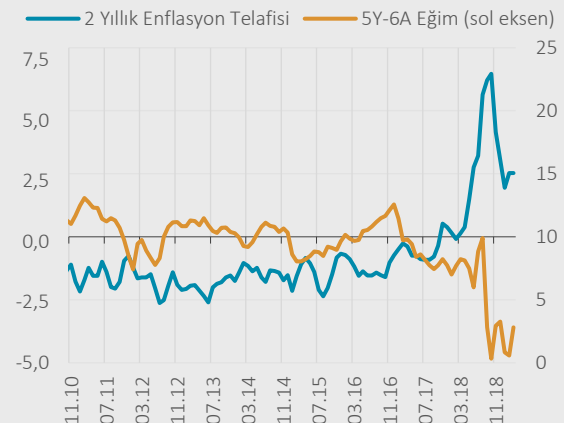
Türkiye için getiri eğrisi eğimi ile iktisadi faaliyet gelişimi incelendiğinde ters eğimli getiri eğrisinin sıklıkla iktisadi faaliyetin canlı olduğu (potansiyelin üzerinde olduğu) dönemlere denk geldiği görülmektedir (Grafik 3). Öte yandan, özellikle Türkiye'de enflasyon beklentilerinin hızla yükseldiği 2018 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinin ardından TCMB'nin aldığı sıkılaştırıcı para politikası önlemlerinin etkisiyle getiri eğrisinin eğimi daha negatif hale gelirken, enflasyon beklentilerinin de hızla gerilediği gözlenmiştir (Grafik 4).

Grafik 3: Türkiye Getiri Eğrisi Eğimi ve Çıktı Açığı
(Çeyreklik Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 4: Türkiye Getiri Eğrisi Eğimi ve Enflasyon Telifisi
(Aylık Ortalama, %)



Kaynak: Bloomberg.

Kaynakça

Adrian, T, R. Crump ve E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, vol 110, no 1, pp 110-38. Barroso, Joao B. and Kohlscheen, Emanuel and Lima, Eduardo J. A., (2014), "What Have Central Banks in EMEs Learned About the International Transmission of Monetary Policy in Recent Years?" BIS Paper No. 78f. Bauer, Michael D. ve Glenn D. Rudebusch (2016), "Why Are Long-Term Interest Rates So Low?" FRBSF Economic Letter 2016-36.

Bernanke, B. ve A. Blinder (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, vol. 82(4).

Bernard, H. and S. Gerlach (1998), "Does the Term Structure Predict Recessions? The International Evidence", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 3(3).

Chen, Ming H; Wang, Kai L. ve Yen, Meng F. (2005), "The Predictive Power of the Term Structures of Interest Rates: Evidences for the Developed and Asian Emerging Markets."

Estrella, Arturo ve Mishkin, Frederic S. (1997), "The Predictive Power of the Term Structure of Interest Rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank." *European Economic Review*, 41(7), Temmuz 1997.

Estrella, Arturo ve Hardouvelis, G. (1991), "The term structure of interest rates and its role in monetary policy for the European Central Bank." *European Economic Review*, vol. 41

Hördahl, P ve O. Tristani (2014): "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, vol 10, no 3.

Kim, D ve J. Wright (2005), "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates", *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System, no 2005-3.

Mishkin, Frederic (1990), "What Does the Term Structure Tell Us about Future Inflation?" *Journal of Monetary Economics*, 25.

Moreno, R. (2008), "Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies." BIS Paper No. 35.

Williams, John C. (2017), "Interest Rates and the 'New Normal.'" FRBSF Economic Letter 29.

Kutu 5.2

TCMB Uluslararası Rezerv Gelişmeleri

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), görev alanına giren konularda veri ve istatistikleri zamanlı, kapsamlı ve uluslararası standartlara uygun şekilde derlemekte ve şeffaf bir şekilde yayımlamaktadır.

Bu çerçevede, TCMB dünyada bilançosunu günlük olarak yayımlayan az sayıda merkez bankasından biridir ve faaliyetleri "Analitik Bilanço" aracılığı ile günlük olarak takip edilebilmektedir. Öte yandan, rezerv verileri bağlamında, kamuoyuna zamanlı bilgi sağlamaya yönelik haftalık yayının yanı sıra, IMF Özel Veri Yayımlama Standartları (SDDS) çerçevesinde üye ülkelerin raporlamakla yükümlü oldukları Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi Tablosu¹ da aylık bazda TCMB genel ağ sayfasında yayımlanmaktadır. Söz konusu tablo detaylı ve diğer ülkelerle karşılaştırılabilir bir temel istatistik olarak ilgili kuruluşlara da raporlanmaktadır. Bu şekilde rezerv gelişmelerine dair veriler piyasalar tarafından yakından takip edilebilmektedir.

Uluslararası Rezervler ve Rezerv Yeterliliği

Yayınlanan tüm bu verilerin açıklanma zamanlamaları ve içeriklerine ilişkin bazı farklılıklar nedeniyle son dönemde brüt ve net rezerv kavramlarının sık sık gündeme geldiği görülmektedir. Uluslararası rezervler, para otoritelerinin kullanımına açık ve kontrol edebildiği altın ve yabancı para karşılığı olan varlıklar şeklinde genel kabul gören bir tanıma sahipken, söz konusu rezervlerden çıkışlara ilişkin farklı yükümlülük kalemlerine veya beklenen döviz çıkışlarına dair standart bir tanımın olmaması sebebiyle "net rezerv" kavramına ilişkin genel kabul görmüş uluslararası bir tanım bulunmamaktadır.

Bu nedenle, uluslararası rezerv varlıkların kısa dönem yükümlülükleri karşılayabilme kapasitesini yansıtan "rezerv yeterliliği" göstergeleri net değil brüt rezervler üzerinden tanımlanmaktadır. Bankaların Merkez Bankası bünyesinde tuttukları yabancı para kaynakları olası yabancı para ödemeleri (dış yükümlülüklerini yerine getirme, mevduat çekilişlerini karşılama vb.) için kullanmaları durumunda bile söz konusu kullanımın dış finansman ihtiyacını da azaltacak olması bakımından bankaların merkez bankasında tuttukları kaynaklar da dahil olmak üzere brüt rezervlerin tamamı rezerv ölçüm göstergelerinde esas alınmaktadır. Geleneksel rezerv göstergelerinin, potansiyel risklerin tek bir yönüne odaklanması ve yapısal olarak farklı özelliklere sahip ülkelerin rezerv düzeylerinin karşılaştırılmasında çoğu zaman yetersiz kalabileceği görüşü ile IMF tarafından, uygulanmakta olan döviz kuru rejimi de dikkate alınarak, ampirik analizler ve senaryo analizleri sonucunda gelişmekte olan ülkeler için döviz yeterliliğini ölçen yeni bir metrik de oluşturulmuştur². Söz konusu yöntem, ülkelerin yapısal özelliklerini de dikkate alan kapsamlı bir bakış açısı getirmektedir. Rezerv ölçümüne ilişkin bir diğer önemli husus da ülkenin bir bütün olarak dış yükümlülükleri karşısında bulundurulmuş rezerv varlıklarının hesaplanmasını değerlendirirken yalnızca resmi rezervlerin değil, bankacılık sistemi ve firmalar kesiminin yabancı para varlıklarının da göz önünde bulundurulması gerektiğidir.

Uluslararası Rezervlerde Değişime Yol Açan Unsurlar

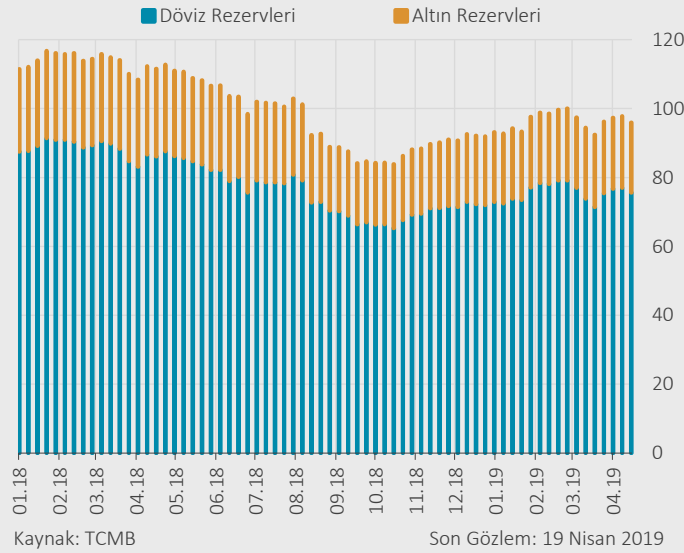
Rezerv yönetim politikası çerçevesinde, TCMB'nin öncelikli amacı uluslararası rezervlerini güçlendirmek ve rezervlerin etkin yönetimini gerçekleştirmektir. Bununla birlikte, iç ve dış

¹ Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) işbirliği ile geliştirilmiştir.

² Detaylı bilgi için; Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals (2015), IMF Policy Papers, Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations (2013), IMF Policy Papers, Assessing Reserve Adequacy (2011), IMF Policy Papers.

ekonomik ve finansal koşullara bağlı olarak şekillenen para ve döviz kuru politika uygulamaları ile konjonktürel gelişmeler sonucunda rezerv verilerinde kısa dönemli dalgalanmalar gözlenebilmektedir (Grafik 1). Bu çerçevede, yabancı para ve TL cinsi zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler yoluyla bankacılık sistemine aktarılan/çekilen döviz likiditesi, bankaların serbest döviz hesaplarındaki değişimler, enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerine yapılan döviz satışları ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı adına gerçekleştirilen dış borç ve diğer cari döviz işlemleri ile yurt içi ve yurt dışında gerçekleştirilen döviz cinsi borçlanmaları ve ihracat reeskont kredi döviz geri ödemeleri döviz rezervlerini etkileyen temel kalemler arasında yer almaktadır. Örneğin, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yapılan indirimlerin etkisiyle TCMB rezervlerinde kademeli bir düşüş eğilimi gözlenmiştir. Öte yandan; ihracat reeskont kredileri TCMB bilançosunda Türk lirası cinsi takip edilmekle beraber kredilerin döviz cinsi geri ödemeleri orta/uzun vadede TCMB rezervlerini düzenli olarak artıran bir politika aracı olarak ön plana çıkmaktadır. 19 Nisan 2019 tarihine kadar kullanılan krediler dikkate alındığında, 2019 yılının geri kalanında ödenecek ihracat reeskont kredilerinin döviz rezervlerini yaklaşık olarak 14,1 milyar ABD doları tutarında artırması beklenmektedir.

Grafik 1: TCMB Uluslararası Rezervleri (Milyar ABD Doları)



TCMB'nin Türk lirası ve döviz likidite yönetimindeki etkinliğin artırılması amacıyla kullandığı destekleyici politika araçları da dolaylı olarak TCMB rezervleri üzerinde etkili olabilmektedir. Bu kapsamda, TL Depo Karşılığı Döviz Depo İhaleleri, teminat döviz depo işlemleri, Döviz Karşılığı TL Swap İşlemleri ve Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi imkânların bankalar tarafından piyasa koşullarına bağlı olarak kendi inisiyatifleri ile kullanılmasından kaynaklanan döviz hareketleri rezervlerde dönemsel dalgalanmalara yol açabilmektedir. Nitekim, son dönemdeki yurt içi ve yurt dışı piyasa gelişmeleriyle birlikte bankalarca daha aktif bir şekilde kullanılmaya başlanan TCMB Döviz Karşılığı TL Swap Piyasası'ndaki işlemler TCMB rezervlerini etkileyen kalemlerin başında gelmektedir.

TCMB tarafından 2018 yılı Kasım ayında başlanan Döviz Karşılığı TL Swap İşlemleri ile yurt içi bankalardan spotta TL satımı/döviz alımı gerçekleştirilmektedir. Söz konusu swap işlemlerinin vadesi geldiğinde, işlem tarihinde anlaşılan (Türk lirası ve ABD doları faizi/getirisi ile netleştirildiği) forward kur tutarı TL olarak bankalar tarafından TCMB'ye ödenmekte olup, TCMB ise işlem tarihinde alınan döviz tutarını bankalara aktarmaktadır. Uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak swap işlemleri muhasebeleştirilmektedir.

Bankacılık sektöründe yapısal olarak hanehalkı ve firmaların yabancı para mevduat tercih etme eğilimi kaynaklı olarak bankaların bilançolarında yabancı para yükümlülüklerin yüksek seyretmesi, buna karşın varlıkların önemli bir kısmını oluşturan kredilerin yoğunluklu olarak Türk lirası cinsinden olması sebebiyle sektörde bilanço içi yabancı para pozisyon açığı gözlenmektedir. Bankalar kur riski yönetimi ve yabancı para net genel pozisyon ile ilgili bankacılık düzenlemesi gereği bilanço içi yabancı para açık pozisyonlarını, vade sonundaki döviz hareketleri bilanço dışında muhasebeleştirilen swap, forward, opsiyon ve diğer türev işlemlerle dengelemektedirler. Bankaların bu kapsamda en yoğun kullandığı türev enstrüman olarak da döviz swap işlemleri ön plana çıkmaktadır. Bankaların genel olarak swap ihtiyacının özellikle yurt içi yerleşiklerin yabancı para mevduatlarını artırdıkları (azalttıkları) dönemlerde arttığı (azaldığı) göz önünde bulundurulduğunda, TCMB tarafından sağlanan swap imkanının döngü karşıtı bir şekilde çalıştığı ifade edilebilir. Bu açıdan TCMB swap imkanı bankaların TL ve döviz likidite yönetimine dair bir esneklik sağlamakta olup bankalar açısından ilave bir imkan oluşturmaktadır. Ayrıca, TCMB Döviz Karşılığı TL Swap İşlemleri'nde uygulanan faiz oranları yurt dışı swap faizleri açısından da referans niteliği taşımaktadır.

Bankalar tarafından söz konusu swap imkanının kullanımında likidite pozisyonları, piyasa faiz gelişmeleri, risk primi ve işlem maliyetleri gibi faktörler etkili olmakta olup söz konusu gelişmeler TCMB rezervlerinde de dalgalanmalara yol açabilmektedir. Nitekim, imkanın uygulanmaya başladığı Kasım ayından itibaren yurt dışı TL swap faizlerinin TCMB politika faizinin altında gerçekleşmesi nedeniyle bankaların söz konusu imkânı kullanma oranı düşük kalmıştır. Ancak 2019 yılı Mart ayının son haftasında TL'deki değer kaybının ardından kısa vadeli yurt dışı swap faiz oranları hızla tarihi yüksek seviyelere ulaşmıştır. Yurt dışında TL likiditesi sıkışıklığının neden olduğu bu durum sonrasında TCMB, bankalara TL ve döviz likidite yönetiminde esneklik sağlamak ve yurt dışı swap faizlerinin normalleşmesine katkı sağlamak adına Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasasında başlangıçta Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitinin yüzde 10'u ile sınırlı olan bankaların işlem limitlerini kademeli olarak yüzde 40'a yükseltmiştir. Ayrıca, TCMB Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhaleleri'ne de 25 Mart 2019 tarihinden itibaren ara vererek bu kanaldan da piyasadaki Türk lirası likiditesini desteklemiştir. Yurt dışı swap faizlerindeki yüksek seyir ve piyasadaki arz-talep dengesizliği, söz konusu imkânın kullanım oranlarının önemli ölçüde artmasına neden olmuştur. TCMB, önümüzdeki dönemde de Döviz Karşılığı TL Swap imkânını sunmaya devam ederek bankaların likidite yönetimine katkı sağlayacaktır.

Sonuç

Rezerv yeterliliği göstergeleri toplam rezerv varlıklar üzerinden tanımlanmaktadır. Bankacılık sektöründe yapısal olarak hanehalkı ve firmaların yabancı para mevduat tercih etme eğilimi de dikkate alındığında, ülkenin bir bütün olarak dış yükümlülükleri karşısında bulundurulmuş rezerv varlıkların yeterliliğini değerlendirirken yalnızca resmi rezervlerin değil, bankacılık sistemi ve şirketler kesiminin yabancı para varlıklarının da göz önünde bulundurulması önem arz etmektedir. Ayrıca, ihracat ve turizm gelirlerindeki olumlu seyir ile beraber cari işlemler hesabındaki dengelenme sürecinin de rezerv yeterlilik göstergelerinde önemli bir iyileşmeye yol açması beklenmektedir. Sonuç olarak, konjonktürel gelişmeler ile para ve döviz kuru politika uygulamalarına bağlı olarak rezerv verilerinde kısa dönemli oynaklık görülse de, uluslararası rezervlerin önümüzdeki dönemde artış eğilimini koruyacağı öngörülmektedir.