

5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

2019 yılının üçüncü çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama eğilimi devam ederken, jeopolitik risklerin ve uluslararası ticarete ilişkin endişelerin arttığı mevcut Rapor döneminde küresel risk iştahı zayıflamıştır. Bu gelişmenin etkisiyle Ağustos ayında artış kaydeden ülke risk primi, Eylül ayında bir miktar gerilemiş, Ekim ayında ise jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemiştir. Buna karşın, başta enflasyon görünümü ve cari işlemler dengesi olmak üzere makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmelerin de etkisiyle piyasa faizleri tüm vadelerde gerilemiştir.

Mevcut Rapor döneminde, Ağustos ayında belirgin olmak üzere gelişmekte olan ülkelerden portföy çıkışları gözlenmiştir. Türkiye’de ise Ağustos ayında hisse senedi piyasaları kaynaklı olarak portföy çıkışları izlenirken, Eylül ayında portföy akımlarında bir miktar toparlanma görülmüş, Ekim ayında ise bu durum tersine dönmüştür. Geçtiğimiz üç aylık dönemde Türk lirası ülke risk primindeki seyre paralel olarak benzer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumsuz yönde ayrışsa da, değer kaybı sınırlı kalmıştır.

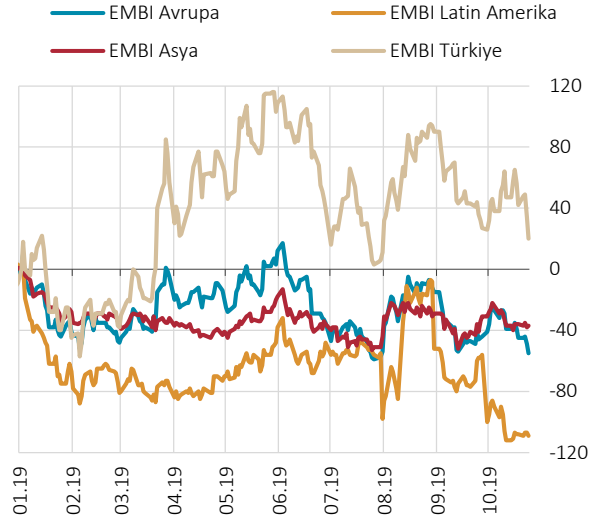
Politika faizindeki indirimlerin bankaların fonlama maliyetlerine yansımaları ve enflasyon beklentilerindeki düşüşle birlikte kredi faiz oranları gerilemiştir. Kredi faizlerindeki düşüş ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak tüketici kredilerinin büyüme hızı Ağustos ayından itibaren ivme kazanırken, ticari kredilerde daha ılımlı bir artış gözlenmiştir.

5.1 Finansal Piyasalar ve Para Politikası

Küresel iktisadi faaliyet görünümündeki zayıflamayla birlikte gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında gevşeme eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde somutlaşmıştır. Buna karşın süregelen jeopolitik sorunlar ve uluslararası ticarete ilişkin belirsizlikler, küresel risk iştahının mevcut Rapor döneminde gerilemesine yol açmıştır. Söz konusu gerileme, Ağustos ayında uluslararası ticarete ilişkin kaygıların yükselmesiyle birlikte kayda değer bir düzeye ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin risk primleri de küresel risk iştahındaki gelişmelere paralel olarak Ağustos ayında hızla yükselmiş, Eylül ayından itibaren ise yeniden düşüş eğilimine girmiştir. Türkiye’nin ülke risk primi ise Ağustos ayında küresel risk iştahının gerilemesiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden olumsuz yönde ayrışsa da, Eylül ayında hızla gerilemiştir. Ancak Ekim ayındaki jeopolitik gelişmelerin etkisiyle ülke risk primi dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.1).¹ Ağustos ayında belirgin olmak üzere mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışları gözlenmiştir. Söz konusu ayda Türkiye’de de portföy çıkışları olurken; Eylül ayında hisse senedi piyasasına daha ağırlıklı olmak üzere portföy girişleri gerçekleşmiştir. Ekim ayında ise jeopolitik risklere ilişkin haber akışı portföy akımları üzerinde belirleyici olmuştur (Grafik 5.1.2).

¹ Risk primi Kutu 5.1’de tartışıldığı üzere, Türkiye’de dış borçlanma faiz oranının temel belirleyicileri arasında yer almaktadır.

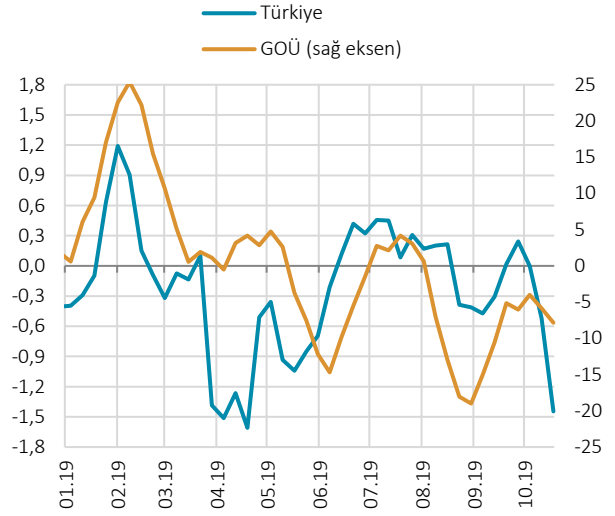
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (2 Ocak 2019 = 0, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2019'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

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

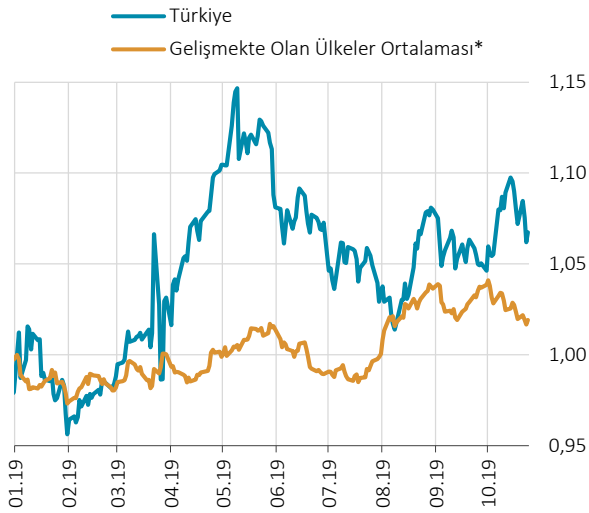


Kaynak: EPFR, TCMB.

* 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 risk iştahındaki gelişmelerin etkisiyle gelişmekte olan ülke para birimleri ABD dolarına karşı bir miktar değer kaybetmiştir. Türk lirası ise yurt içi belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden olumsuz yönde ayrılmış ancak Ekim ayı sonlarına doğru tekrar söz konusu ülkelere benzer yönde hareket etmeye başlamıştır (Grafik 5.1.3 ve Grafik 5.1.4).

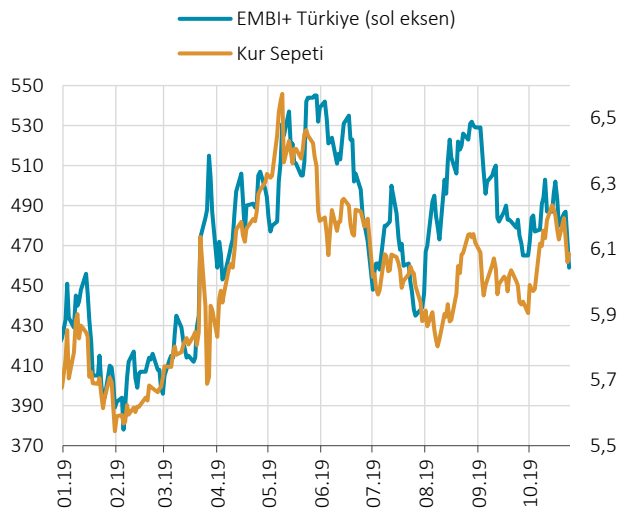
Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2019=1)



Kaynak: Bloomberg.

* 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

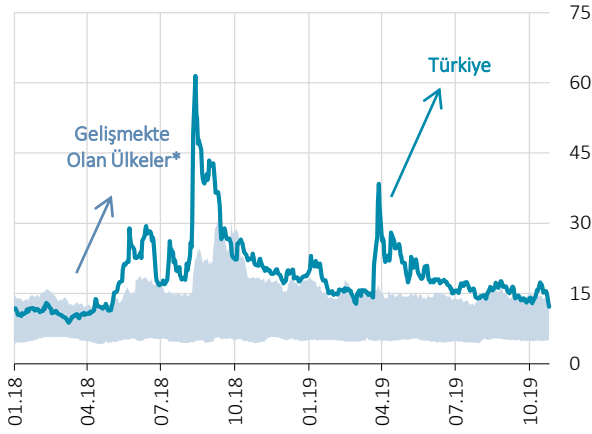


Kaynak: Bloomberg.

* Kur sepeti 0.5*ABD doları + 0.5*euro karşısında Türk lirasının değerini temsil etmektedir.

Türk lirasının ima edilen oynaklığı, mevcut Rapor dönemi genelinde yatay seyretmiştir (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6). Söz konusu dönemde opsiyonların ima ettiği 12 ay vadeli Türk lirası oynaklığının yüksek seviyesini koruması, piyasaların Türk lirasındaki oynaklığın önümüzdeki bir yıllık dönemde sürmesini beklediğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.6).

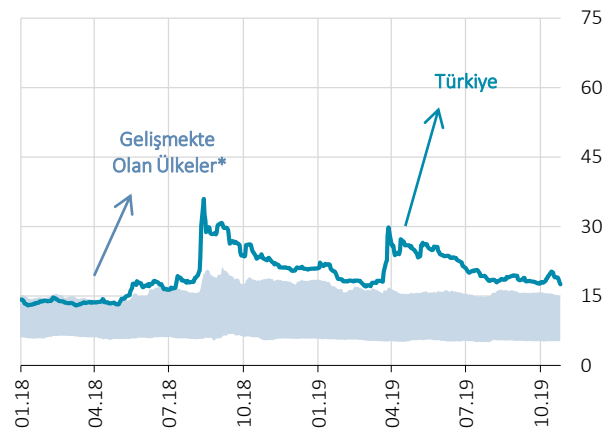
Grafik 5.1.5: Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli)



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)



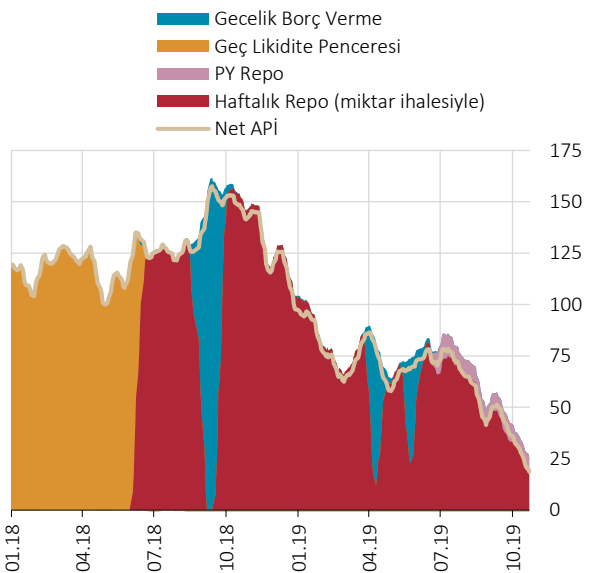
Kaynak: Bloomberg.

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

Para Politikası

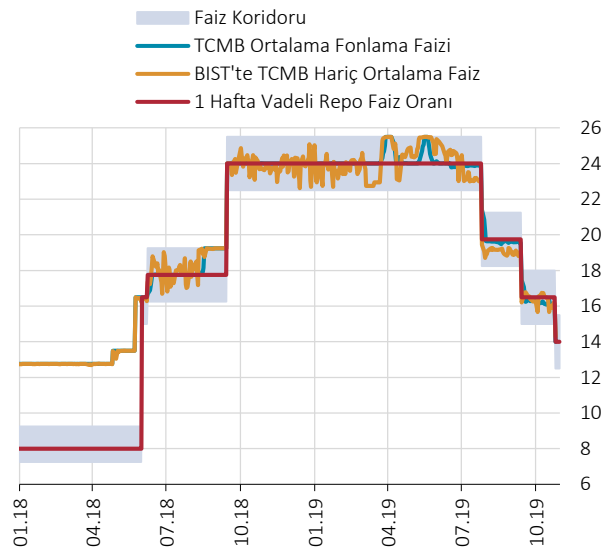
TCMB, Temmuz, Eylül ve Ekim aylarındaki PPK toplantılarında enflasyon görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak, politika faizini toplamda 10 puan indirmiştir (Grafik 5.1.8). Önceki Rapor dönemine göre sistemin fonlama ihtiyacı, reeskont kredileri, TCMB'nin döviz karşılığı TL swap işlemleri ve Hazine'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler sonucu belirgin ölçüde gerilemiştir. Açık piyasa işlemleri (APİ) fonlaması, büyük ölçüde bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılanmış ve sınırlı düzeyde Piyasa Yapıcı (PY) repo kullanımı gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.7). 17 Haziran 2019 tarihinde, PY bankalara politika faiz oranının 100 baz puan altında gecelik vadeli likidite imkânı kullanılmasına karar verilmesini takiben BIST gecelik repo faizleri politika faizinin bir miktar altında oluşmaya başlamıştır.

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



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.8: Kısa Vadeli Faizler (%)

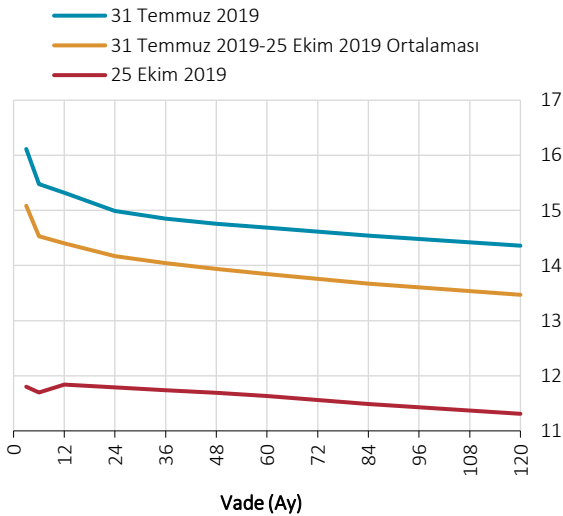


Kaynak: BIST, TCMB.

Politika faizine yönelik kararlara ek olarak finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla zorunlu karşılıklara ilişkin bazı değişiklikler yapılmıştır. 5 Ağustos 2019 tarihinde yabancı para mevduat ile katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde yükseltilerek piyasadan döviz likiditesi çekilmiştir. Ayrıca TCMB nezdinde ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranının 100 baz puan indirilerek yüzde 1 olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Aynı tarihli bir başka duyuru ile 31 Ağustos 2018 tarihinde açılan Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası işlemlerinde vade ve yönleme ilişkin bazı düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu düzenleme ile kotasyon yöntemiyle 1 hafta vadeli olarak gerçekleştirilmekte olan döviz karşılığı Türk lirası swap işlemlerinin, geleneksel ihale yöntemiyle 1, 3 ve 6 ay vadeli olarak da gerçekleştirilmesine karar verilmiştir. TCMB, zorunlu karşılıkların finansal istikrarı destekleyecek şekilde makro ihtiyati bir araç olarak daha esnek ve etkin kullanılmasına yönelik bazı değişiklikler yapmıştır. Bu çerçevede 19 Ağustos 2019 tarihinde Türk lirası zorunlu karşılık oranı ile zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarında değişikliğe gidilerek bu değişkenler bankaların yıllık kredi büyüme oranları ile ilişkilendirilmiştir. 20 Eylül 2019 tarihinde yabancı para mevduat ile katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde yükseltilerek piyasadan döviz likiditesi çekilmiştir. Son olarak, 1 Ekim 2019 tarihinde bankaların likidite yönetimindeki etkinliğin artırılması amacıyla TCMB bünyesinde Döviz Karşılığı Altın Swap Piyasasının açılmasına karar verilmiştir.

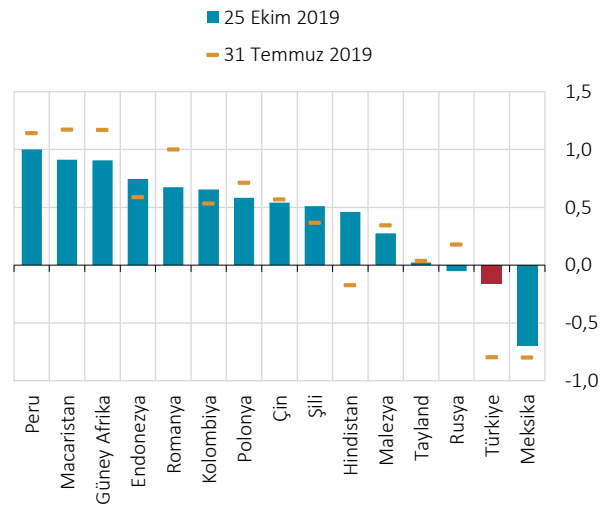
Mevcut Rapor döneminde politika faizindeki indirimlere ek olarak gerileyen enflasyon beklentileri ve ülke risk priminin de katkısıyla kur takası getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine göre aşağı kaydı görülmektedir (Grafik 5.1.9). Mevcut parasal sıkılık düzeyinin bir yansıması olarak, Türkiye getiri eğrisi eğimi negatif seviyede olan gelişmekte olan ülkeler arasındadır (Grafik 5.1.10).

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



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.10: Gelişmekte Olan Ülkelerde Getiri Eğrisi Eğimleri* (% Puan)



Kaynak: Bloomberg.

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

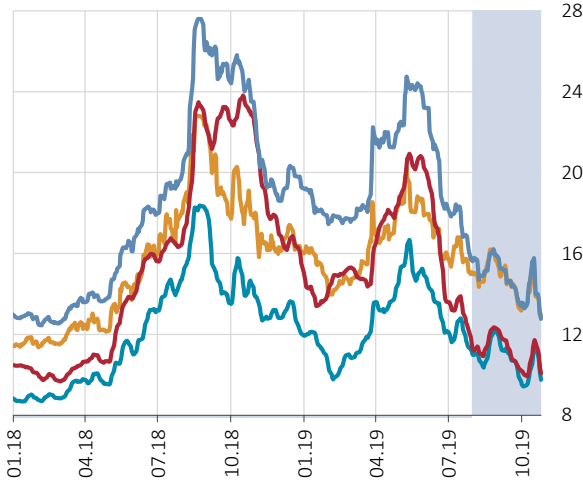
Tüketici enflasyonu 2019 yılında önemli ölçüde gerilemiştir. İthalat fiyatlarının ABD doları bazında gerilemesi ve sıkı para politikası ile koordineli politika çabaları neticesinde azalan birikimli döviz kuru etkileri enflasyondaki düşüşü destekleyen ana unsur olmuştur. Türk lirasındaki istikrarın yanı sıra enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve iç talep koşullarının seyri enflasyondaki düşüşü desteklemiştir. Temmuz ayı PPK toplantısında enflasyonun ana eğilimine dair göstergelerin, arz yönlü faktörlerin ve ithalat fiyatlarının enflasyon görünümünü olumlu etkilediği değerlendirilerek politika faizi 425 baz puan indirilmiştir. Eylül ayı PPK toplantısında mevcut para politikası duruşunun hedeflenen dezenflasyon patikasıyla büyük ölçüde uyumlu olduğu değerlendirilerek enflasyon dinamiklerindeki olumlu görünümün

sürdüğü ve para politikası duruşunun hedeflenen dezenflasyon patikasıyla büyük ölçüde uyumlu olduğu değerlendirilmesiyle politika faizi 325 baz puan indirilmiştir. Ekim ayı PPK toplantısında ise enflasyon görünümündeki iyileşmenin devam ettiği ve yıl sonu itibarıyla enflasyonun Temmuz Enflasyon Raporu'nda verilen öngörülerin belirgin olarak altında kalabileceği ifade edilerek politika faizi 250 baz puan indirilmiştir. PPK karar metninde enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesi için para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi gerektiği vurgulanarak, parasal sıkılık düzeyinin ana eğilime dair göstergeler dikkate alınarak enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirleneceğinin altı çizilmiştir.

Mevcut Rapor döneminde uzun vadeli tahvil faizlerindeki gerileme eğilimi devam etmiş ve tahvil getirileri belirgin şekilde düşmüştür (Grafik 5.1.11). Uzun vadeli faizlerin bileşenleri arasında başlıca etki enflasyon beklentileri ve enflasyon priminin ortak bir göstergesi olan enflasyon telafisindeki belirgin gerilemeden kaynaklanmıştır. Tahvil fiyatlarından hesaplanan enflasyon telafisindeki düşüş anketlerden elde edilen enflasyon beklentilerindeki gerilemeyle büyük ölçüde uyumlu bir görünüm sergilemiştir. Para politikasındaki temkinli duruş, döviz kurunun istikrarlı seyretmesi ve enflasyondaki düşüşün tahminlerden de olumlu şekilde devam etmesi, enflasyon beklentilerinin ve dolayısıyla enflasyon telafisindeki gerilemenin arkasındaki başlıca unsurdur. Diğer taraftan, uzun vadeli tahvil faizlerinin diğer belirleyicileri arasında yer alan ülke risk primi ve vade primindeki gelişmelerin de tahvil getirilerindeki düşüşte bir miktar etkili olduğu değerlendirilmektedir. Ekim ayı başına kadar enflasyon beklentilerine kıyasla daha fazla gerileyen nominal faizler nedeniyle iki yıllık beklenen (ex ante) reel faiz belirgin ölçüde gerilemiş, sonraki süreçte jeopolitik riskler nedeniyle faizlerde dalgalı ve yatay bir seyir gözlenmiştir (Grafik 5.1.12).

Grafik 5.1.11: Tahvil Getirileri (%) ve Enflasyon Telafisi (5 Günlük Hareketli Ortalama, %)

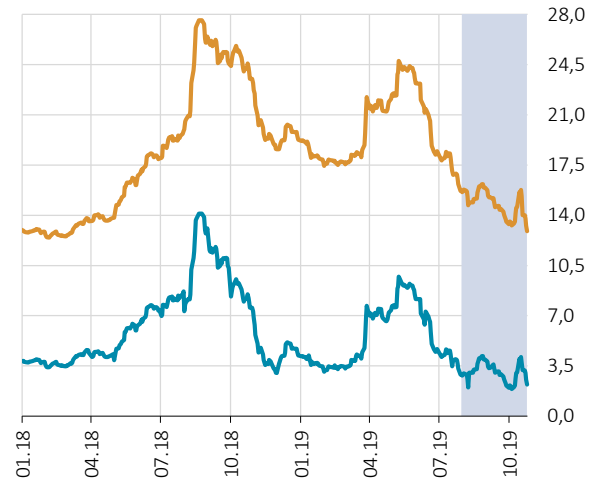
— 10 Yıllık Enflasyon Telafisi — 10 Yıllık Tahvil Getirisi
— 2 Yıllık Enflasyon Telafisi — 2 Yıllık Tahvil Getirisi



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.12: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Beklenen Reel Faizi* (%)

— Reel Faiz — 2 Yıllık Tahvil Getirisi



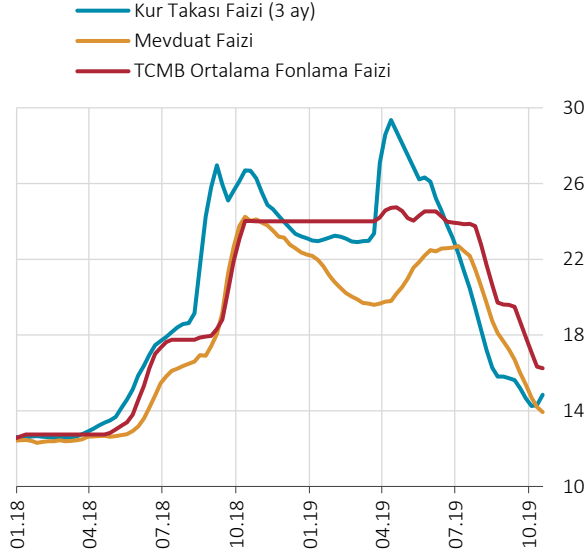
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

5.2 Kredi Koşulları

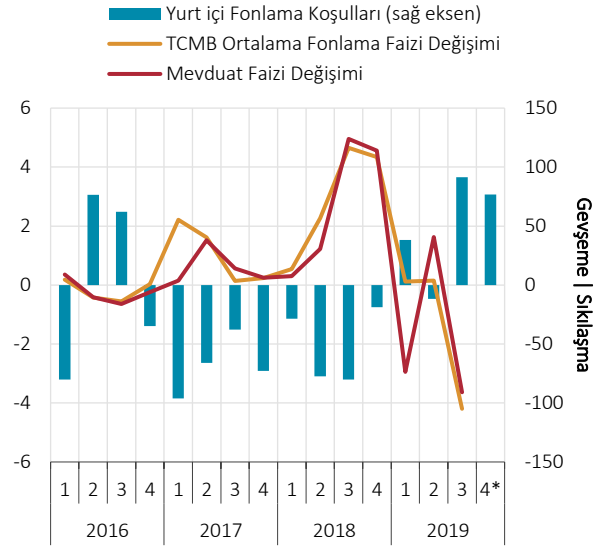
TCMB'nin faiz indirimleri sonucunda düşen TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi, mevduat ve kur takası faizlerinde de düşüşe yol açmıştır (Grafik 5.2.1). Bankaların fonlama maliyetlerinde gözlenen düşüş eğilimi, Banka Kredi Eğilim Anketi'nde (BKEA) belirtilen yurt içi fonlama koşullarının üçüncü çeyrekte gevşemesi ile tutarlı görünmektedir (Grafik 5.2.2). Bankalar, enflasyondaki olumlu seyir ve beraberinde gelen enflasyon beklentilerindeki düşüş eğilimi nedeniyle, fonlama koşullarındaki gevşemenin önümüzdeki dönemde de devam etmesini beklemektedir.

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.2.2: Bankaların Yurt İçi Fonlama Koşulları



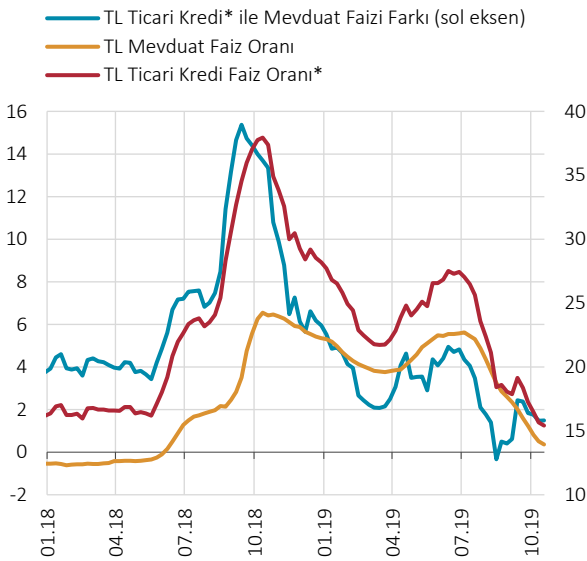
Kaynak: TCMB.

* 2019 dördüncü çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin dördüncü çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

Not: TCMB ortalama fonlama faizi ve mevduat faizi değişimleri bir önceki çeyreğe göre farkı göstermektedir. Banka Kredileri Eğilim Anketinden elde edilen yurt içi fonlama koşulları serisi, yurt içi fonlama koşullarının kredi standartlarına hangi yönde katkı verdiğini göstermektedir.

Politika faizindeki indirimler sonrasında hem TL ticari kredi hem de tüketici kredisi faizlerinin önemli derecede düştüğü gözlenmektedir (Grafik 5.2.3 ve Grafik 5.2.4). Bununla birlikte, TL ticari kredi ve mevduat faizi farkı TCMB'nin faiz indirimlerinin ardından, kredi standartlarındaki gevşemenin de yansıması olarak belirgin şekilde gerilemiştir (Grafik 5.2.3).

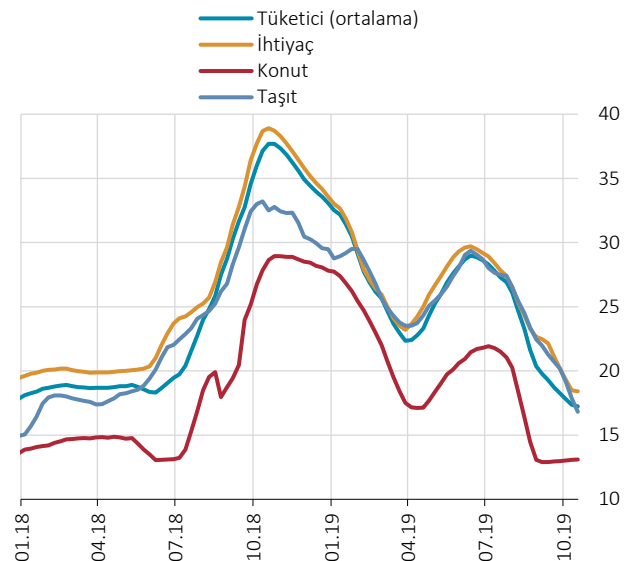
Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

* Kredili mevduat hesapları ve kredi kartları hariç.

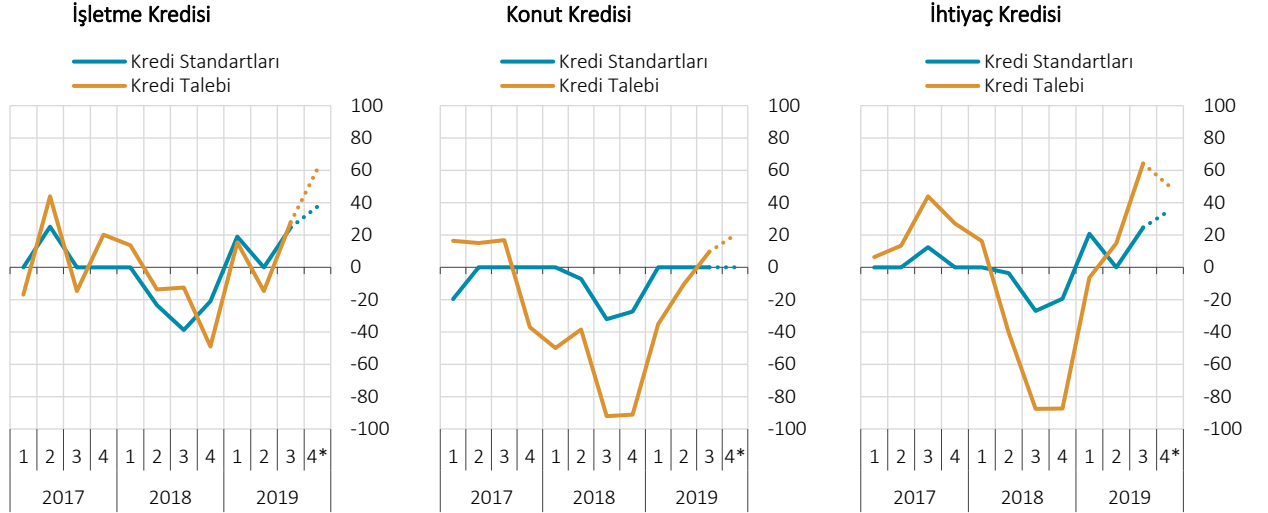
Grafik 5.2.4: Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

Banka Kredileri Eğilim Anketine göre 2019 yılının üçüncü çeyreğinde işletme kredisi ve ihtiyaç kredisine yönelik standartlar bir önceki çeyreğe göre gevşerken, konut kredisi standartları yatay seyretmiştir. Bankalar bu durumun dördüncü çeyrekte de devam edeceğini beklemektedir. Öte yandan üçüncü çeyrekte düşen kredi faizlerinin hem ticari kredilerde hem de tüketici kredilerinde talebi yukarı çektiği görülmektedir. Bankalar, talepteki artış eğiliminin dördüncü çeyrekte de güçlenerek (ihtiyaç kredileri hariç) devam etmesini beklemektedir (Grafik 5.2.5).

Grafik 5.2.5: Kredi Standartları ve Talebi



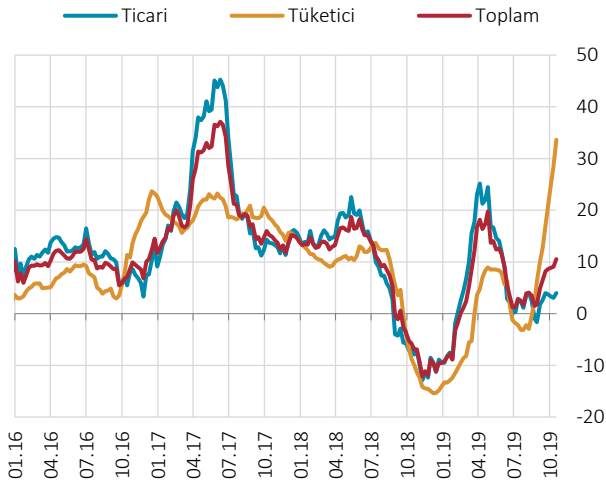
Kaynak: TCMB.

* 2019 dördüncü çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin dördüncü çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

Not: Kredi Standartları (Talebi) Endeksinin hesaplama yöntemi şu şekildedir: Bankalara kredi standartlarının (kredi talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki (talebindeki) değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Gevşetme+Çok Gevşetme)-(Biraz Sıkılaştırma+Çok Sıkılaştırma) şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 0'in üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi (kredi talebindeki artışı) ifade etmektedir.

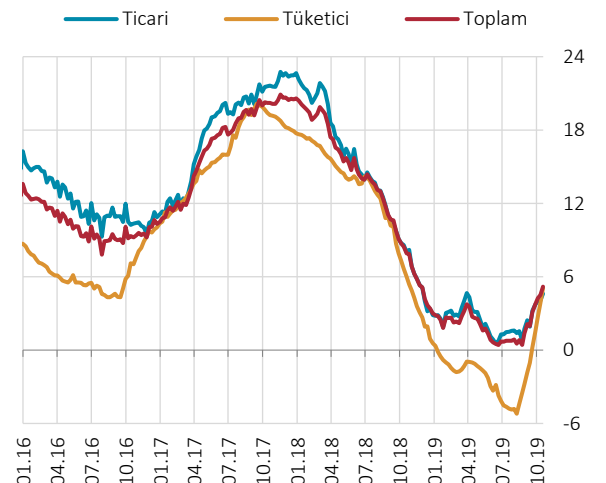
Kredi standartlarında gözlenen gevşeme, faizlerdeki düşüş ve iç talepteki toparlanmaya bağlı olarak kredi talebinin artması tüketici kredilerinin Ağustos ayı başından itibaren önemli bir ivme kazanmasına yol açmıştır (Grafik 5.2.6 ve Grafik 5.2.7). Söz konusu dönemde, ticari kredilerdeki toparlanma daha ılımlı olmuş ve büyüme oranları tarihsel ortalamaların altında kalmaya devam etmiştir.

Grafik 5.2.6: Kredilerin Büyüme Hızları (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, %)



Kaynak: TCMB.

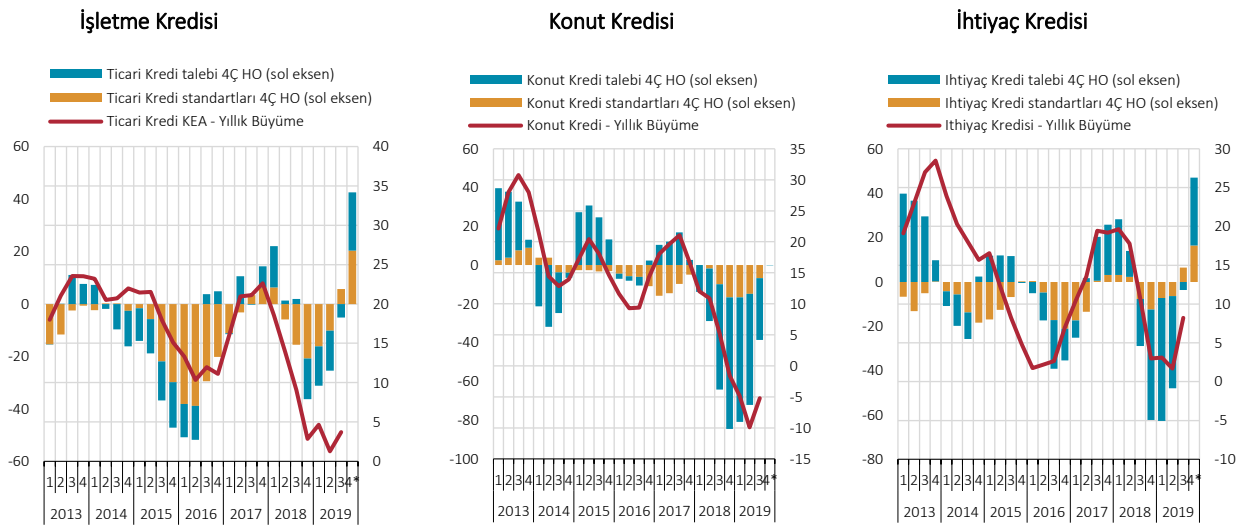
Grafik 5.2.7 Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

TCMB'nin Temmuz ayındaki faiz indiriminin ardından, 19 Ağustos 2019 tarihinde TL cinsi kredi büyüme oranı yüzde 10-20 aralığında bulunan bankalar için TL zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ve TL zorunlu karşılık faiz oranının yükseltilmesi kredilerdeki canlanmaya katkıda bulunmuştur. Ayrıca, Ağustos ayında kamu bankaları öncülüğünde düşük faizli konut ve ihtiyaç kredisi kampanyaları da tüketici kredilerini desteklemiştir. Eylül ayındaki faiz indirimiyle birlikte kredi faiz oranlarındaki gerileme belirginleşmiş, kredi büyümesi –özellikle konut ve bireysel ihtiyaç kredilerinde– daha da ivme kazanmıştır. Bu gelişimde faizlerin daha fazla düşeceği beklentisi ile ertelenmiş kredi talebinin gerçekleşmesi de etkili olmuştur. BKEA'da öngörüldüğü üzere dördüncü çeyrekte kredi standartları gevşerken kredi talebinin de canlanmaya devam etmesi, önümüzdeki dönemde kredi büyümesinin ivme kazanabileceğini göstermektedir (Grafik 5.2.8).

Grafik 5.2.8: Kredi Standartları, Kredi Talebi ve Yıllık Kredi Büyümesi



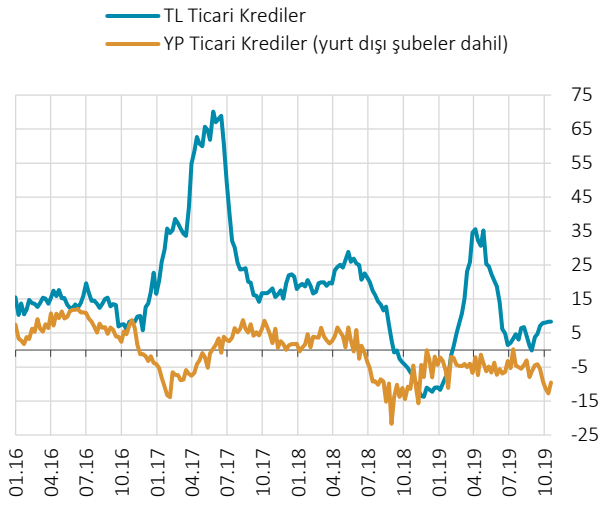
Kaynak: TCMB.

* 2019 dördüncü çeyrek verileri bankaların söz konusu değişkenlerin dördüncü çeyrekte alacağı değere dair beklentilerini göstermektedir.

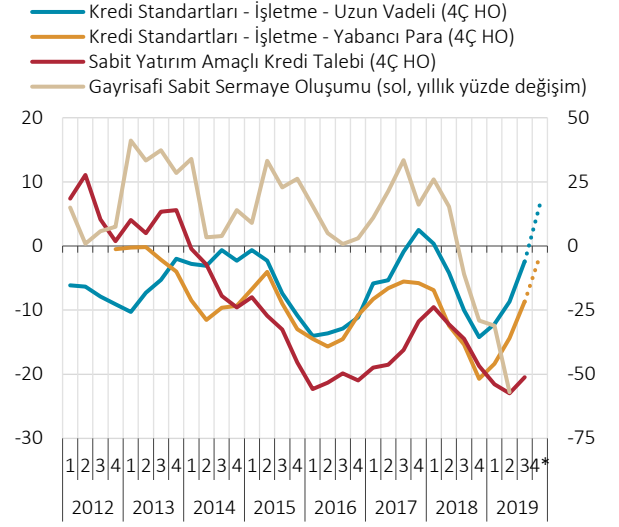
Not: Kredi standartları (talebi) hesaplanırken bankalara kredi standartlarının (talebinin) geçen üç ayda ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Hesaplama yöntemi için Grafik 5.2.5'teki nota bakınız.

Ticari kredilere para birimi ayırımında bakıldığında, TL ticari krediler ılımlı bir şekilde büyürken, yabancı para kredilerin daralmaya devam ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.9). Yılın üçüncü çeyreğinde, genellikle yatırım amaçlı kullanılan yabancı para cinsi ve uzun vadeli işletme kredilerinde kredi standartlarındaki sıkılık büyük ölçüde korunmuştur. Bu duruma ek olarak sabit yatırım amaçlı kredi talebinde düşüşün devam etmesi, söz konusu kredilerde daralmanın sürmesine yol açmıştır (Grafik 5.2.10). Yatırım harcamalarındaki zayıf seyrin kredi talebine yansımaları, ticari kredilerin büyümesini sınırlandıran önemli bir etken olarak değerlendirilmektedir (Grafik 5.2.10).

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



Grafik 5.2.10: Sabit Yatırımın Kredi Talebine Etkisi ve Sabit Sermaye Oluşumu*



Kaynak: TCMB.

* Sabit Yatırım Amaçlı Kredi Talebi kredi talebini etkileyen faktörler arasındadır. Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu GSYİH içindeki zincirlenmiş endeks değerlerinden hesaplanmıştır.

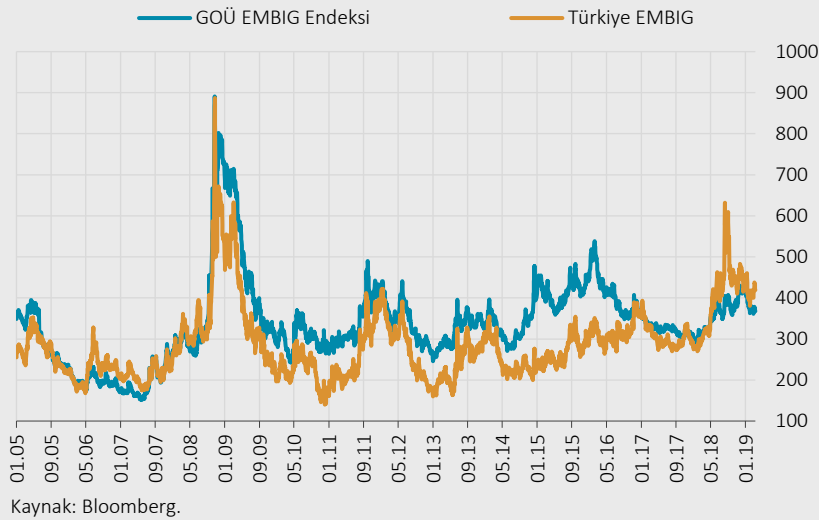
Not: Faktörlere ilişkin net yüzde değişimin hesaplanması için Grafik 5.2.5'teki nota bakınız.

Kutu 5.1

Türkiye’de Dış Borçlanma Faiz Oranının Belirleyicileri

Ülkelerin kamu dış borçlanma maliyetleri karşılaştırılırken yurt dışında ihraç edilen tahvil getirileri ile aynı para birimindeki benzer borçlanma aracı getirileri arasındaki fark (spread) önemli olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmalarına para birimi cinsinden bakıldığında bu borçlanmaların ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, ABD doları cinsi borçlanmalarda söz konusu faiz farkı, ilgili ülkenin dış borç faiz oranından aynı vadeli ABD tahvil faiz oranının çıkarılmasıyla elde edilmektedir (Hilscher ve Nosbusch, 2010). Gelişmekte olan ülkelerin ve Türkiye’nin kamu dış borçlanma faiz oranı incelendiğinde, bu değişkenlerin zaman zaman beraber hareket ettiği, zaman zaman ise birbirlerinden belirgin farklılıklar gösterdiği gözlenmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanma faiz oranlarının hareketinde küresel ortak faktör (ABD kamu tahvil faiz oranı, küresel risk iştahı vs.) ile ülkeye özgü (makroekonomik değişkenler, ülke risk primi, vs.) koşulların rol oynadığını ima etmektedir (Grafik 1).

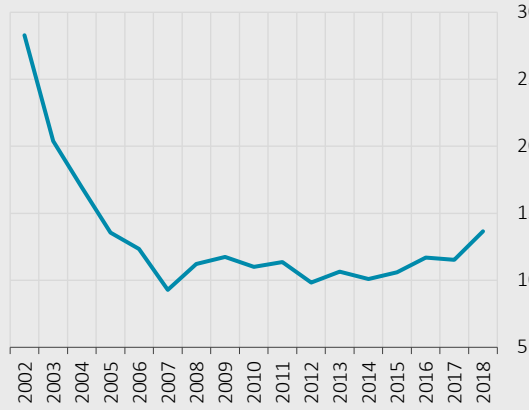
Grafik 1: JP Morgan Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) Tahvil Endeksi (Baz Puan)



Kamu dış borçlanma faiz oranı belirleyicilerinin saptanması, dış borç faiz yükü aracılığıyla hem bütçe hem de ödemeler dengesini etkilemesi açısından da önemli bir araştırma konusu olmaktadır. Dış borçlanma faiz yükünün hesaplanmasında faiz oranının yanı sıra dış borç stokunun seviyesi de rol oynamaktadır. Türkiye özelinde, 2002’de görece yüksek seyreden kamu dış borç stoku, 2007 yılında düşük seviyelere gerilemiş ve bu eğilimini 2017 yılına kadar sürdürmüştür. 2018 yılında kamu dış borç stokunun milli gelire oranı sınırlı bir artış göstermiştir (Grafik 2). Mevcut durumda bu oran benzer ülkelerin ortalamasının sınırlı miktarda üzerindedir. Yeni dış borçlanmalardaki faiz oranlarında belirgin artış olsa bile, stok içerisinde daha önceden düşük faiz ile yapılmış uzun vadeli tahvillerin ağırlıkta olması nedeniyle ABD doları bazında cari işlemler dengesinde yer alan faiz ödemeleri düşük seyretilmektedir. Diğer taraftan, Türk lirasındaki değer kaybı eğilimi ise merkezi yönetim bütçesinde yer alan faiz ödemelerinde ciddi artışa yol açmıştır (Grafik 3).

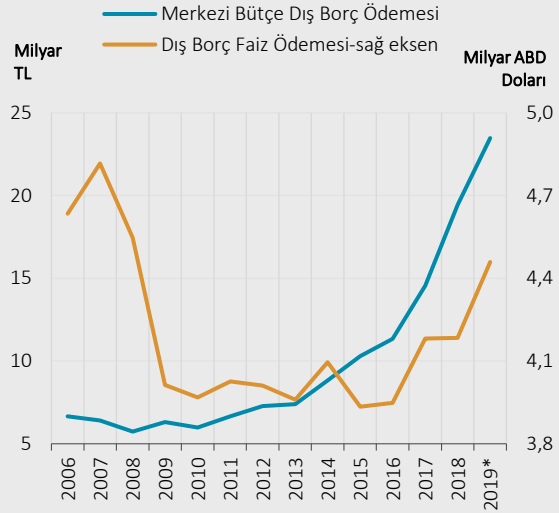
Buna ilave olarak, dış borçlanma faiz oranı üzerinde belirleyici olan faktörlerin etkisinin saptanması, politika yapıcılara, hangi koşullarda dış borçlanmaya gidilmesinin daha uygun olacağına dair yol göstermesi açısından önemli olmaktadır.

Grafik 2: Kamu Kesimi Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH (%)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Grafik 3: Bütçe Dış Borç Ödemeleri ve Dış Borçlanma Faiz Ödemesi (Milyar Türk Lirası, Milyar ABD Doları)



Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı.
(*) 2019 yılı için tahmin değeridir.

Bu çerçevede, bu kutuda, dış borç faiz oranının (dış borçlanma maliyeti) hem bütçe hem de ödemeler dengesini faiz yükü kanalıyla etkilemesi nedeni ile “dış borçlanma ihalesinde gerçekleşen faiz oranı” açıklanmaya çalışılmaktadır. Ekonomi yazınında dış borçlanma faiz oranının belirleyicileri olarak, genellikle ülkeye özgü faktörler ile ABD faiz oranları ve risk primi göstergeleri gibi değişkenler kullanılmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde küresel faktörlerin önemine vurgu yapan birçok akademik çalışma bulunmaktadır.¹ Bu çalışmalarda, genel olarak, 10 yıllık ABD tahvil faiz oranı, S&P 500 endeksinin ima ettiği oynaklık olan VIX endeksi, 3 aylık Libor faiz oranı ile 3 aylık ABD bono faiz oranı arasındaki fark kullanılmaktadır (Hilscher ve Nosbusch, 2010). Ayrıca, Bellas vd. (2010) çalışmasının bulgularına göre, kısa dönemde gelişmekte olan ülkelerin dış borç faiz oranı belirleyicileri olarak küresel risk iştahı (VIX) ile ABD tahvil faiz oranı ön plana çıkmaktadır. Uzun dönemde ise borç ödeme kapasitesi ile politik risklerin yanı sıra makroekonomik faktörlerin belirleyici olduğu ortaya konulmaktadır.

Ülkeye özgü risk ölçütü olarak ise genelde CDS primleri kullanılmaktadır (Akçelik ve Fendoğlu, 2019). Akçelik ve Fendoğlu (2019) çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerin CDS priminin belirleyicileri olarak rezerv yeterliliği, cari işlemler açığı, yabancı para borçluluk seviyesi ve kamu bütçe dengesini ön plana çıkarmaktadır.

Diğer taraftan, dış borçlanma maliyetinin göstergesi olarak genelde JP Morgan EMBI endeksleri kullanılmaktadır (Hilscher ve Nosbusch, 2010). EMBI endeksleri o anki faiz oranı hakkında bilgi sunmakta ve her gün borçlanmaya gidilmediği için dış borç yükü hakkında yeterli bilgi sunamamaktadır. Bu nedenle, yurt dışı borçlanma ihalesinde gerçekleşen dış borçlanma faiz oranının araştırılması, borçlanmanın vadesine göre, gelecek dönemlerde yapılacak olan faiz ödemesini belirlediği için anlamlı olmaktadır.

¹ Bakınız, Calvo v.d. (1993), Calvo (2002), Herrera ve Perry (2002), Diaz Weigel ve Gemmill (2006), García-Herrero ve Ortiz (2006), Longstaff v.d. (2007), González-Rozada ve Levy Yeyati (2008).

Yazınla uyumlu olarak, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleştirdiği tahvil ihraçlarının ihraç faiz oranını açıklayabilecek olası değişkenler olarak, dış borçlanma vadesi, ABD doları Libor faiz oranı, Türkiye'nin CDS primi, 10 yıl vadeli ABD devlet tahvili faiz oranı ve VIX endeksi belirlenmiştir. CDS primi daha önce de açıklandığı gibi ülkeye özgü makro değişkenler ile yakından ilişkilidir. Bu değişkenlerin başında rezerv yeterliliği, dış borç seviyesi ve cari işlemler açığı gelmektedir. Bu çerçevede, bu çalışmada CDS primi hem ülkeye özgü risk primini doğrudan kontrol etmek için hem de diğer makro değişkenlerin bir yansıması olduğu için tercih edilmiştir. ABD tahvil faiz oranı ve VIX ise küresel faktörleri temsil etmektedir.

Türkiye'de Dış Borçlanma Faiz Oranının Belirleyicileri

Tahmin edilecek regresyon denklemlerinin en geniş hali aşağıda yer almaktadır:

$$\Delta dbf_t = \alpha_1 + \alpha_2 * \Delta ABDTF_t + \alpha_3 * \Delta CDS_t + \alpha_4 * \Delta libor_t + \alpha_5 * \Delta VIX_t + \alpha_6 * \Delta vade_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada, dbf_t t zamanındaki T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı dış borçlanma faiz oranını; $ABDTF_t$ ABD tahvil faiz oranını; $libor_t$ ABD doları Libor faiz oranını; CDS_t Türkiye'nin CDS primini; VIX_t S&P 500 endeksinin ima ettiği oynaklık olan VIX endeksinin ve son olarak $vade_t$ T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı dış borçlanma kıymetlerinin vadesini temsil etmektedir. Δ sembolü ise ilgili değişkenin t zamanındaki değerinin bir önceki ihalenin olduğu günde gerçekleşen değeriyle arasındaki logaritmik farkı göstermektedir.

Denklemler 17.09.2003-09.01.2019 tarihleri arasında ihalenin olduğu günler için en küçük kareler (EKK) yöntemiyle, ABD tahvil faizi ve CDS değişkenlerine diğer değişkenler sırayla eklenerek dört ayrı değişken setiyle tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları Tablo 1'de verilmektedir.

Tablo 1: EKK Tahmin Sonuçları

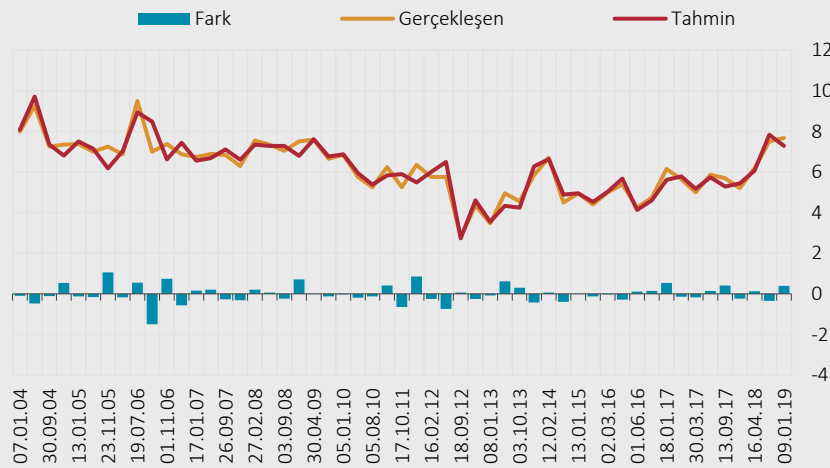
Bağımlı Değişken: Δdbf	Katsayılar			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sabit terim</i>	0,0029 (0,0066)	0,0025 (0,0067)	0,0020 (0,0068)	0,0016 (0,0068)
$\Delta ABDTF$	0,3976** (0,0203)	0,3984** (0,0214)	0,4030** (0,0247)	0,3615** (0,0463)
ΔCDS	0,3496** (0,0305)	0,3460** (0,0346)	0,3197** (0,0427)	0,3468** (0,0568)
$\Delta libor$		0,0239 (0,0577)	0,0316 (0,0511)	0,0515 (0,0454)
ΔVIX			0,0638 (0,0788)	0,0484 (0,0818)
$\Delta vade$				0,0254 (0,0203)
<i>Adj. R²</i>	0,8648	0,8626	0,8650	0,8678

Gözlem Sayısı: 52

* ve ** sırasıyla 0,1, 0,05 önemlilik seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı.
Parantez içerisinde standart hatalar yer almaktadır.

Denklemin sonucuna göre, ABD tahvil faiz oranı ve CDS priminin istatistiksel olarak anlamlı ve işaretlerinin beklenen yönde olduğu görülmektedir. Dördüncü sütundaki denkleme göre ABD 10 yıllık devlet tahvili faiz oranındaki ve CDS primindeki yüzde 1'er puanlık artışlar dış borçlanma faiz oranını sırasıyla 0,36 ve 0,35 yüzde puan arttırmaktadır. Grafik 4'te ise Tablo 1'deki dördüncü sütunda yer alan denklemin tahmini ve gerçekleşen faiz oranları sunulmuştur. Denklemin ihale faizlerini, çoğu dönemde iyi tahmin ettiği görülmektedir. Bu sonuçlara göre, 2018 yılının başından sonlarına kadar geçen sürede dış borçlanma faizindeki 2-2,5 puanlık artışta CDS priminin tarihsel ortalaması olan 220 baz puan seviyelerinden 370 baz puana yükselmesi belirleyici olmuştur.

Grafik 4: Regresyondan Elde Edilen Dış Borçlanma Faiz Oranı



Kaynak: Yazarların hesaplamaları.

Sonuç olarak, ABD tahvil faiz oranı ve CDS priminin Türkiye'de dış borçlanma faiz oranının temel belirleyicileri olduğu bulunmuştur. Bu çerçevede, son dönemlerde ABD tahvil faiz oranlarının düşük seviyelere gerilemiş olması göz önüne alındığında, finansal oynaklıkların azalması ve makroekonomik görünümün olumluya dönmesine bağlı olarak CDS priminin önümüzdeki dönemde kademeli şekilde gerilemeye devam etmesi dış borçlanma maliyetlerini azaltacak ve böylelikle bütçe dengesi ile ödemeler dengesine olumlu katkı sağlayabilecektir.

Kaynakça

Akçelik, F., & Fendoğlu, S. (2019). *Country Risk Premium and Domestic Macroeconomic Fundamentals When Global Risk Appetite Slides* (No. 1904). Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey

Bellas, D., Papaioannou, M. G., & Petrova, I. (2010). Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress: IMF Working Paper. No 10/281. *International Monetary Fund*.

Calvo, G.A., Leiderman, L., Reinhart, C.M., (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers* 40 (1), 108–151.

Calvo, G.A.,(2002). Globalization hazard and delayed reform in emerging markets. *Economia* 2 (2), 1–29.

Diaz Weigel, Diana ve Gordon Gemmill, (2006), "What Drives Credit Risk in Emerging Markets? The Roles of Country Fundamentals and Market Co-Movements," *Journal of International Money and Finance* 25, 476-502.

Herrera S., Perry G. (2002). Determinants of Latin Spreads in the New Economy Era: The Role of U.S. Interest Rates and Other External Variables, 2002 unpublished working paper, World Bank

Hilscher, J., & Nosbusch, Y. (2010). Determinants of sovereign risk: Macroeconomic fundamentals and the pricing of sovereign debt. *Review of Finance*, 14(2), 235-262.

A Garcia-Herrero, A Ortíz, K Cowan (2006). The role of global risk aversion in explaining sovereign spreads, *Economia* 7 (1), 125-155.

González-Rozada ve Levy Yeyati (2008). Global Factors and Emerging Market Spreads. *Economic Journal*, vol. 118, Issue 533, 1917-1936.

Longstaff, Francis A., Jun Pan, Lasse H. Pedersen, ve Kenneth J. Singleton, (2007), "How Sovereign is Sovereign Credit Risk?" unpublished paper, UCLA Anderson School, MIT Sloan School, NYU Stern School, and Stanford Graduate School of Business.