

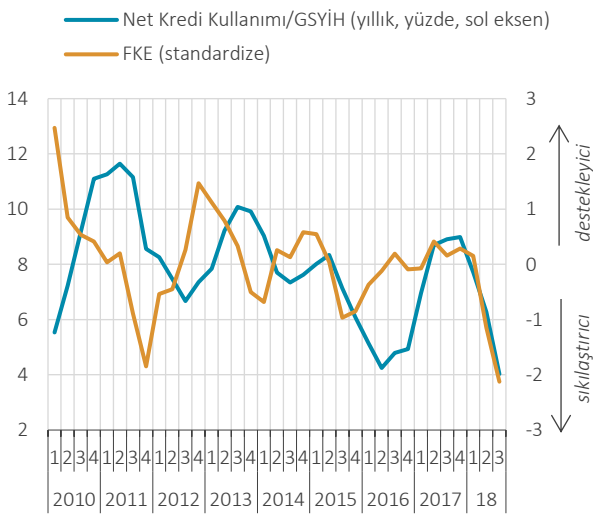
5. Finansal Koşullar ve Para Politikası

Gelişmiş ülke para politikalarındaki normalleşme ve uluslararası ticarete ilişkin korumacılık eğilimlerinin güçlenmesinin etkisiyle, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde küresel finansal piyasaların oynaklıklarındaki artış sürmüştür; gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yükselirken para birimleri de değer kaybetmiştir. Bu nedenlerle, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışları hızlanmıştır. Mevcut Rapor döneminde, Türkiye'nin finansal göstergeleri, jeopolitik gelişmeler, enflasyon görünümünün bozulması ve belirsizliklerin etkisiyle diğer gelişmekte olan ülkelere olumsuz ayrılmıştır. Buna karşılık alınan tedbirler ve uygulanacak ekonomi politikalarına dair açıklamaların da etkisiyle Eylül ve Ekim aylarında finansal göstergelerde bir miktar iyileşme gözlenmiştir.

Kredilerin büyüme oranlarındaki gerileme 2018 yılının üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Kredi Eğilim Anketi'ne göre bankaların 2018 yılının üçüncü çeyreğinde işletme kredilerine uyguladıkları standartlarını sıkılaştırdıkları; standartlardaki bu sıkılaştırmanın yılın son çeyreğinde de sürmesini bekledikleri görülmektedir. Öte yandan, yılın üçüncü çeyreğinde, işletmelerin kredi talebindeki azalış devam etmekle birlikte, dördüncü çeyrekte söz konusu kredi talebinde sınırlı bir artış olacağı öngörülmektedir.

Finansal koşullar endeksi, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde sıkılaştırmanın derinleştiğine işaret etmektedir. Ayrıca, kredi arzındaki daralma ve baz etkisi ile, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı düşmeye devam etmiştir (Grafik 5.1). Söz konusu çeyrekte, endeksi oluşturan tüm finansal bileşenler, endekse sıkılaştırıcı yönde katkı vermeye devam etmiş, ancak önceki Rapor dönemine göre, kredi standartlarındaki sıkılaştırma, Türk lirasındaki reel değer kaybı, kredi faiz oranlarındaki yükseliş ile getiri eğrisinin eğimindeki negatif yönlü artışın endekste sıkılaştırmaya katkısı daha güçlü olmuştur (Grafik 5.2).

Grafik 5.1: Finansal Koşullar ve Kredi Büyümesi*

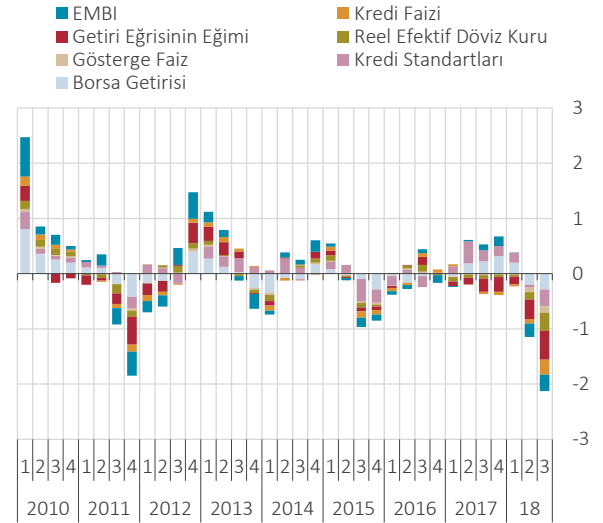


Kaynak: TCMB.

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

Net Kredi Kullanımı kredi stokunun yıllık değişimi olarak hesaplanmaktadır ve kur etkisinden arındırılmıştır. 2018 yılı üçüncü çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

Grafik 5.2: Finansal Koşullar Endeksine Katkıları



Kaynak: TCMB.

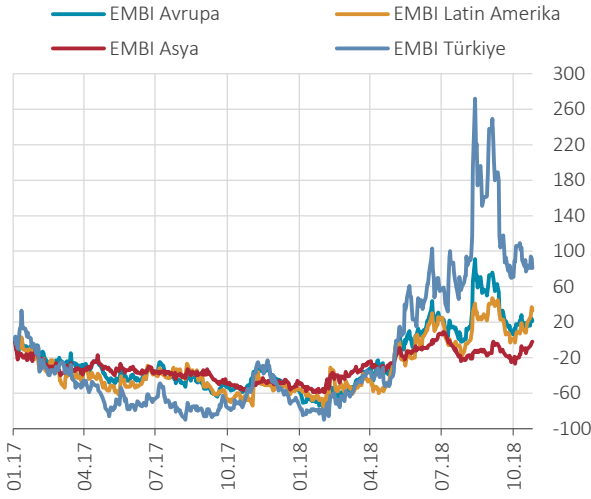
5.1 Finansal Piyasalarda Görelî Performans

Risk Algılamaları ve Portföy Hareketleri

Mevcut Rapor döneminde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında normalleşme devam etmiş; para politikalarındaki normalleşmenin etkileri uzun vadeli faizlerde net olarak gözlenmeye başlanmıştır; ABD tahvil faizlerinde geçtiğimiz Rapor dönemine göre artış olmuştur. Gelişmiş ülkelere artan getirilerin yanı sıra dış ticarete ilişkin korumacılık söylemleri de küresel risk iştahının zayıflamasına yol

açmış; gelişmekte olan ülkelerin bölgesel risk primlerinde yükselişler gözlenmiştir. Türkiye'nin ülke risk primi ise jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle diğer gelişmekte olan ülke risk primlerinden belirgin ölçüde olumsuz yönde ayrılmıştır (Grafik 5.1.1). 2018 yılının Şubat ayında küresel piyasalardaki oynaklık artışları, gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına neden olmuş; bu eğilim bir miktar yavaşlamakla birlikte üçüncü. çeyrekte de sürmüştür. Söz konusu dönemde, Türkiye'deki portföy hareketlerinde de benzer bir eğilim gözlenmiştir (Grafik 5.1.2). Portföy hareketleri piyasalar bazında incelendiğinde çıkışların büyük ölçüde DİBS piyasasında gerçekleştiği görülmektedir.

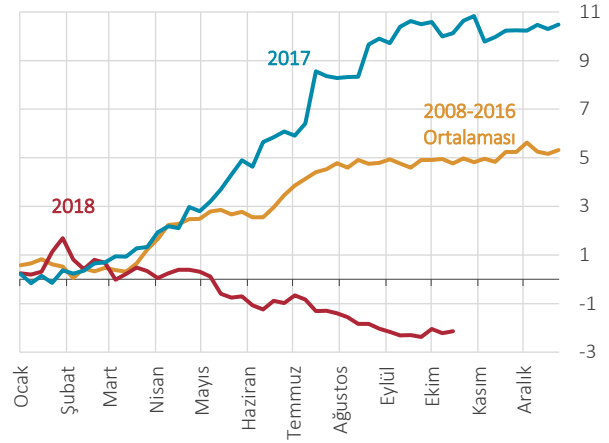
Grafik 5.1.1: Bölgesel Risk Primleri* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

* 2 Ocak 2017'den itibaren birikimli değişimi göstermektedir.

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



Kaynak: TCMB.

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

Döviz Kurları ve Piyasa Faizleri

Mevcut Rapor döneminde, ABD dolarındaki değerlenme eğiliminin sürmesi ve küresel finansal koşullarda gözlenen sıkılaşma etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısının bozulması, bu ülkelere portföy çıkışlarına neden olarak yerel para birimlerinde değer kaybına yol açmıştır. Jeopolitik gelişmeler, enflasyon görünümünün bozulması ve belirsizlikler, Türk lirasındaki değer kaybının daha yüksek olmasına ve Türkiye'nin diğer gelişmekte olan ülkelere negatif ayrışmasına yol açmıştır. Risk primindeki yükseliş ve portföy akımlarındaki azalışa bağlı olarak Türk lirası bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine kıyasla belirgin ölçüde değer kaybetmiş ve daha oynak bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.3). Alınan tedbirler ve Eylül ayı PPK toplantısında yapılan güçlü parasal sıkılaştırma sonrasında risk primi ve enflasyon telafisindeki gerilemenin etkisiyle uzun vadeli TL ve YP faizler ile Ağustos ayında oldukça yükselmiş olan Türk lirasının ima edilen oynaklığı Eylül ve Ekim aylarında gerilemiştir (Grafik 5.1.4).

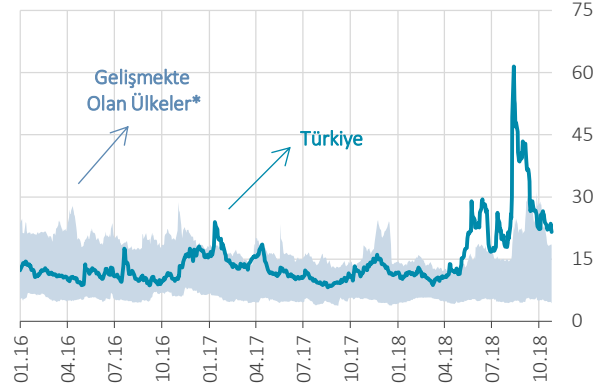
Grafik 5.1.3: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri (02.01.2017=1)



Kaynak: Bloomberg.

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

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

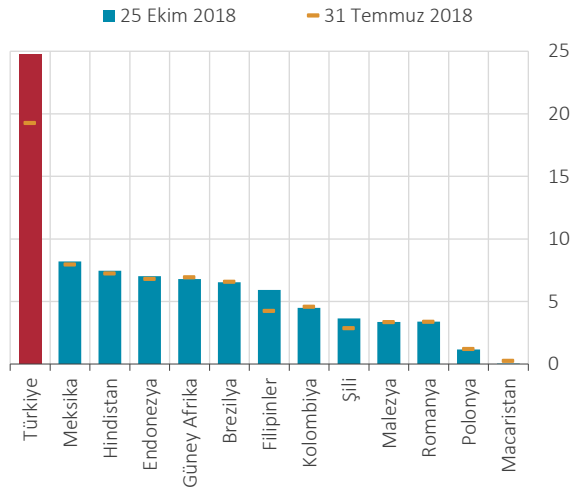


Kaynak: Bloomberg.

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

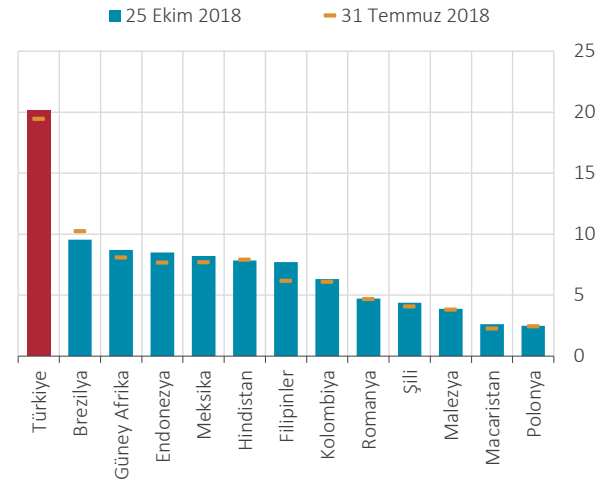
Mevcut Rapor döneminde, gelişmekte olan ülkelerin kısa ve uzun vadeli faizleri büyük ölçüde yatay seyretmiştir. Buna karşın, Türkiye’de kısa ve orta vadeli piyasa faizleri enflasyon beklentileri ve risk primindeki artış nedeniyle Ağustos ayında belirgin miktarda yükselmiş; Eylül ve Ekim aylarında ise yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 5.1.5 ve Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5: Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6: Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg.

5.2 Kredi Koşulları

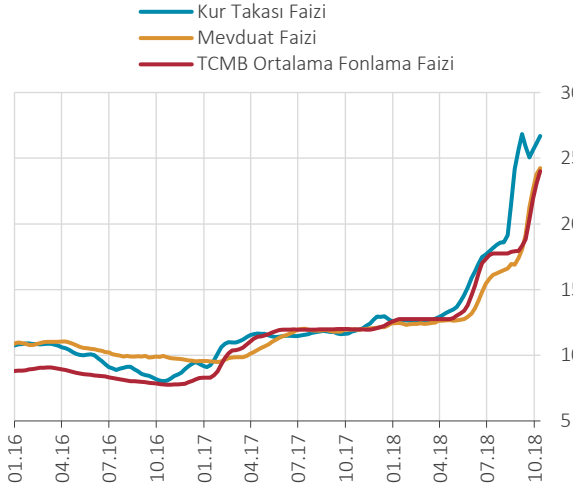
Kredi Faizleri, Fonlama Maliyetleri ve Faiz Farkları

2018 yılı üçüncü çeyreğinde, bankaların fonlama maliyetlerindeki artış devam etmiştir. Söz konusu harekette, risk primi ve döviz kuru gelişmeleri sonucu yükselmeye devam eden kur takası faiz oranları ve kredi faiz oranlarındaki yukarı yönlü gelişmelerin yansımaya başlaması ile artan mevduat faiz oranları etkili olmuştur (Grafik 5.2.1).

Banka Kredileri Eğilim Anketi, mevcut Rapor döneminde, endüstri ve firma riskliliğindeki artış ve genel ekonomik görünüme ilişkin bozulmalar ile bankaların para piyasasına erişim olanağı ve likidite kısıtlarının kredi standartlarını en çok etkileyen faktörler olduğunu ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, reel sektör

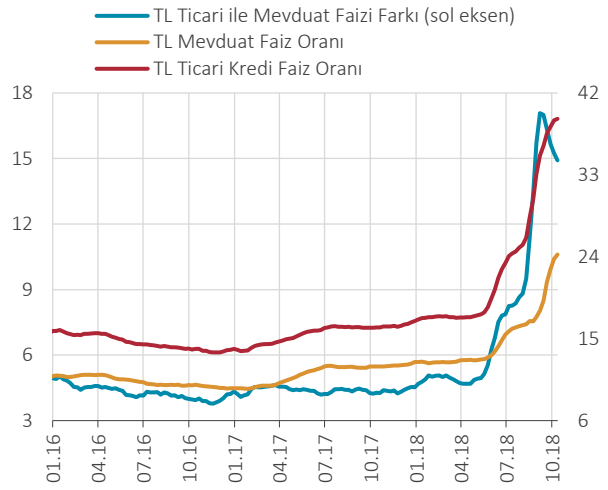
kredi risk algısındaki artış ve genel ekonomik görünümüne ilişkin bozulma ile fonlama koşullarındaki sıkılaşıma neticesinde kredi faiz oranlarındaki yükseliş devam etmiştir. Bu gelişmeler sonucu kredi hacmi azalmış; bu durum mevduat faiz oranlarında nispeten sınırlı bir artışı beraberinde getirmiştir. Sonuç olarak, kredi-mevduat faiz farkındaki artış tarihsel ortalamalarının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.2.2).

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



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.2.2: TL Ticari Kredi ve TL Mevduat Faizi* (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)

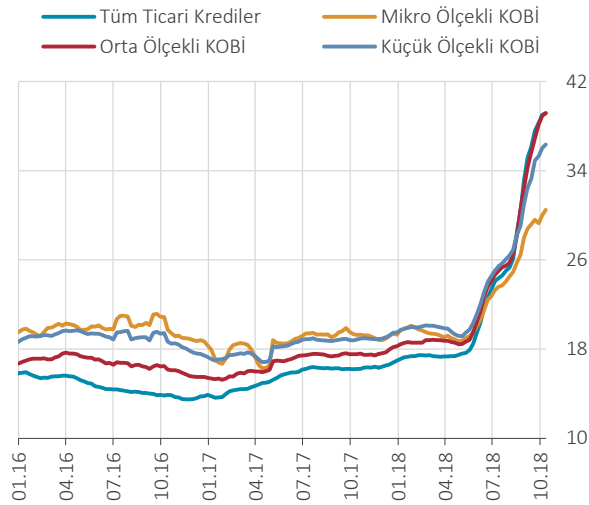


Kaynak: TCMB.

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

Ticari kredi faiz oranları firma ölçeği ayırımında incelendiğinde, mevcut Rapor döneminde mikro ölçekli KOBİ kredilerinde daha ılımlı olmak üzere, tüm alt kırılımlarda güçlü bir artış gözlenmektedir (Grafik 5.2.3). Mikro ölçekli KOBİ kredi faizlerinde gözlemlenen artışın daha ılımlı olmasında verilen teşviklerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bunun yanında, tüketici kredi faiz oranları, Banka Kredileri Eğilim Anketi'nin de işaret ettiği üzere temel olarak genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentilere bağlı olarak güçlü bir şekilde yükselmiştir (Grafik 5.2.4).

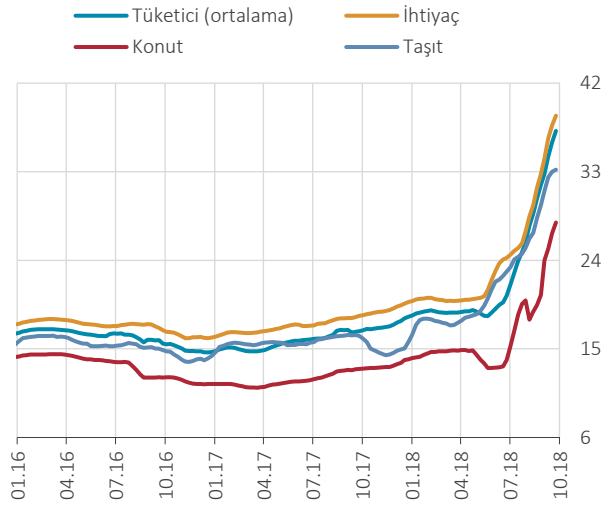
Grafik 5.2.3: TL Ticari Kredi Faizlerindeki Gelişmeler* (Akım Veri, Yıllık Faiz, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, %)



Kaynak: TCMB.

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

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

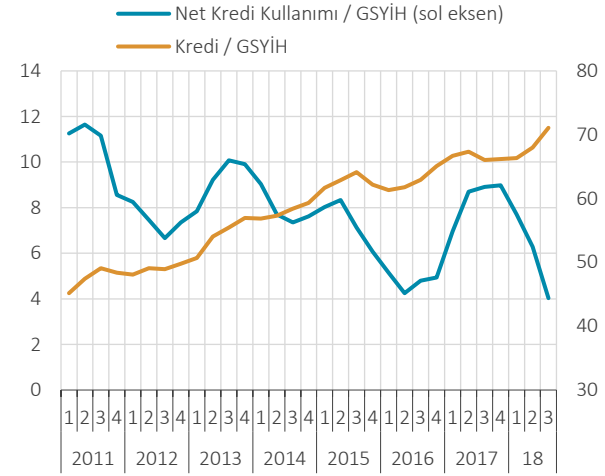


Kaynak: TCMB.

Kredi Hacmi

2018 yılının üçüncü çeyreğinde, ticari kredi arzındaki sıkılaşmaya ve yılın ilk çeyreğinden bu yana gözlenen baz etkisine bağlı olarak, kur etkisinden arındırılmış net kredi kullanımının GSYİH'ye oranı düşmeye devam etmiştir. Ancak döviz kurundaki yükselme nedeni ile toplam kredilerin GSYİH'ye oranı artmıştır (Grafik 5.2.5). Söz konusu çeyrekte toplam kredi büyüme oranı, ticari ve tüketici kredilerdeki büyüme oranlarındaki gerilemenin etkisi ile düşmeye devam etmektedir (Grafik 5.2.6). Bunun yanı sıra, Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde belirtildiği üzere, hem arz yönlü sıkılaşmanın hem de kredi talebindeki düşüşün kredi büyümesindeki gerilemede etkili olduğu değerlendirilmektedir.

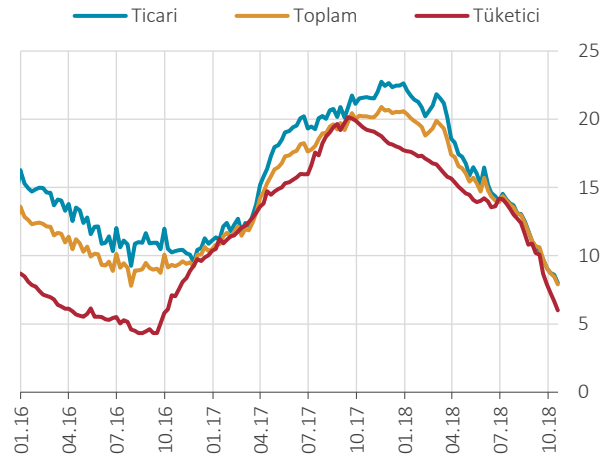
Grafik 5.2.5: Yurt İçi Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı* (%)



Kaynak: TCMB.

* 2018 yılı üçüncü çeyrek GSYİH verisi tahmindir.

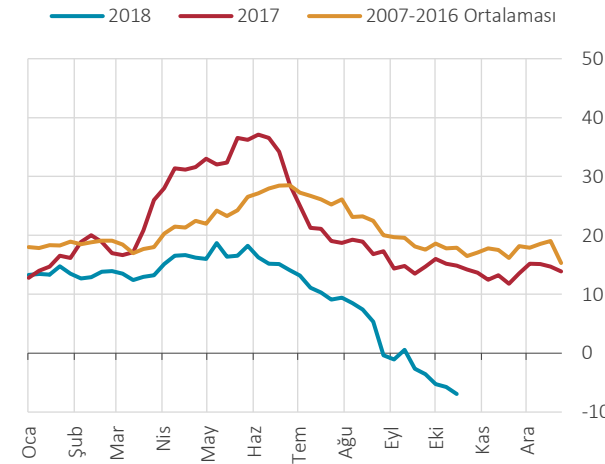
Grafik 5.2.6: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Kur Etkisinden Arındırılmış, % Değişim, Yıllık)



Kaynak: TCMB.

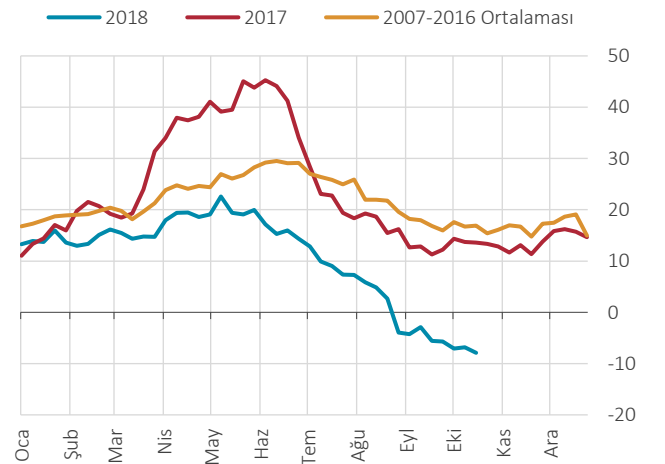
2018 yılı başından itibaren, tarihsel ortalamaların altında seyreden ticari ve toplam kredilerin büyüme oranının üçüncü çeyrekte negatif seviyelere gerilediği görülmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8).

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



Kaynak: TCMB.

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

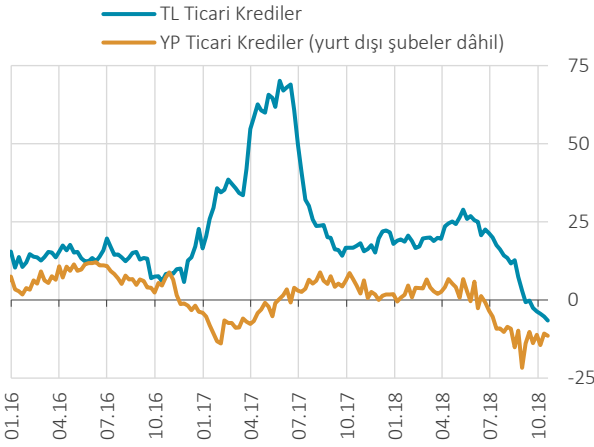


Kaynak: TCMB.

Türk lirasındaki değer kaybı ve firma döviz borçlarına ilişkin endişelerin de etkisiyle bankaların yabancı para borçlanma maliyetinde artış gözlenmiştir. Buna ek olarak, kur riski yönetimindeki düzenlemelerin etkisi ile YP kredi talebi azalmıştır. Bu gelişmeler neticesinde yabancı para kredilerdeki azalma üçüncü çeyrekte de devam etmektedir (Grafik 5.2.9). Banka Kredileri Eğilim Anketi, yabancı para kredi talebindeki gerileme ile birlikte, söz konusu kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın sürdüğünü göstermektedir.

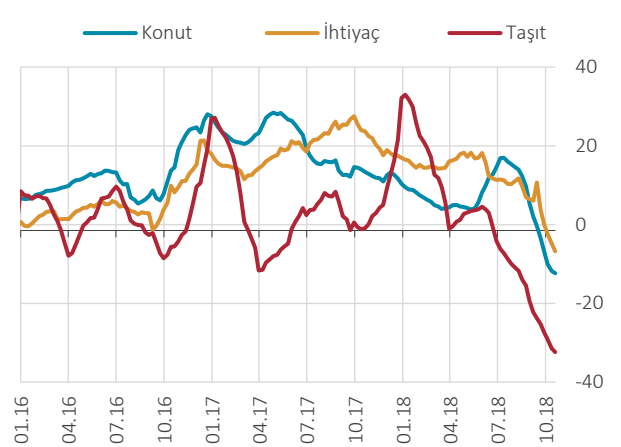
2018 yılı üçüncü çeyreğinde, tüketici kredilerindeki düşüşte ivmelenme gözlenmiştir. Çeyrek sonuna doğru kredilerdeki tüm alt kalemlerin azaldığı dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.10). Banka Kredileri Eğilim Anketi'nde de, bahsi geçen dönemde bireysel kredilere uygulanan standartlardaki sıkılaştırmanın derinleştiği ve kredi talebindeki azalmanın güçlenerek devam ettiği bu gelişmeyi desteklemektedir.

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



Kaynak: TCMB.

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



Kaynak: TCMB.

Kredi Standartları

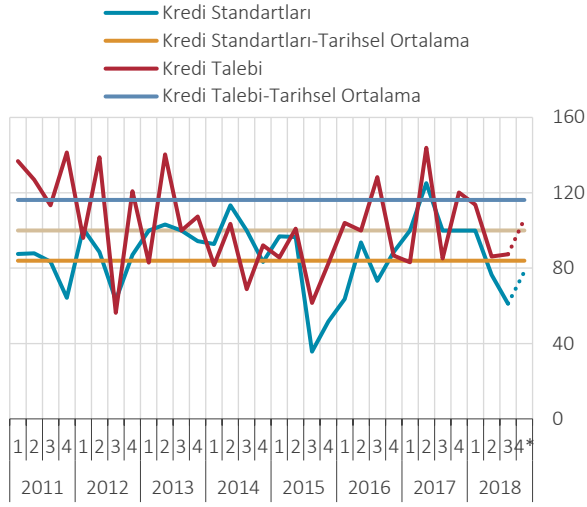
Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre bankalar, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, işletmelere verilen kredi standartlarını tarihsel ortalamaların ötesinde sıkılaştırmaya devam etmiştir. Son çeyrek dönemi için beklentiler, işletmelere verilen kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın devam edeceği yönündedir (Grafik 5.2.11). Kredi standartlarına ölçek, vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde tüm kısımlarda sıkılaştırma olduğu görülmekte ve bu durumun önümüzdeki dönemde de sürmesi beklenmektedir.

İşletmelere verilen kredi standartlarına ilişkin tüm alt faktörler, standartları sıkılaştırıcı yönde etkilemiştir. Bununla birlikte, genel ekonomik faaliyete dair beklentiler, endüstri ya da firmalara ilişkin görünüm, para ve tahvil piyasasına erişim olanağı ile bankaların likidite pozisyonları, standartların sıkılaştırılmasında en etkili faktörler olarak ön plana çıkmıştır. İşletmelere kullanılan kredilere uygulanan koşul ve kurallara bakıldığında ise, kar marjlarındaki sıkılaştırma çok belirgin olmak üzere, tüm faktörlerin kredi koşullarını sıkılaştırdığı gözlenmektedir.

Ankete katılan bankaların yanıtları, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde, işletmelerin kredi talebindeki gerilemenin devam ettiğini göstermektedir. Ancak, önümüzdeki dönemde söz konusu kredi talebinde bir miktar artış beklenmektedir (Grafik 5.2.11). İşletmelerin kredi talebine ölçek, vade ve para cinsi ayırımında bakıldığında, yılın üçüncü çeyreğinde tüm kısımlarda azalış olduğu görülmektedir. Son çeyrekte ise, yabancı para cinsi kredilerde gerileme beklenirken, diğer kısımlarda sınırlı bir artış öngörülmektedir.

İşletmelere verilen kredi talebindeki azalışı etkileyen faktörler temelde finansman ihtiyaçları kaynaklı olup; ağırlıklı olarak sabit yatırım, birleşmeler/satın almalar ve yeniden yapılandırma ile stok artırımını ve işletme sermayesine yönelik kredi talebindeki azalmadan kaynaklanmıştır. Borcun yeniden yapılandırılması ihtiyacı, iç finansman, diğer bankalardan ve banka dışı mali kesimden alınan krediler ve satıcıların peşin alımlarda uyguladığı kolaylıklar ise kredi talebini artırıcı yönde etkilemiştir.

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

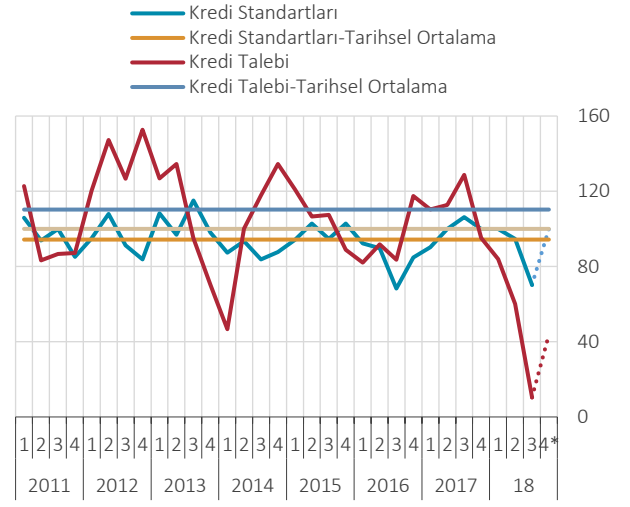


Kaynak: TCMB.

*2018 dördüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

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

Grafik 5.2.12: Bireysel Kredi Standartları ve Kredi Talebi**



Kaynak: TCMB.

*2018 dördüncü çeyrek verisi beklenti değeridir.

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

Bireysel kredilere yönelik yanıtlara göre, 2018 yılı üçüncü çeyreğinde kredi standartlarındaki sıkılaştırmanın derinleştiği, son çeyreğe dair beklentilerin ise, kredi standartlarının değişmeyeceği yönünde olduğu görülmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde; bireysel kredi talebinde güçlenen azalmanın, son çeyrekte de devam edeceği öngörülmektedir (Grafik 5.2.12).

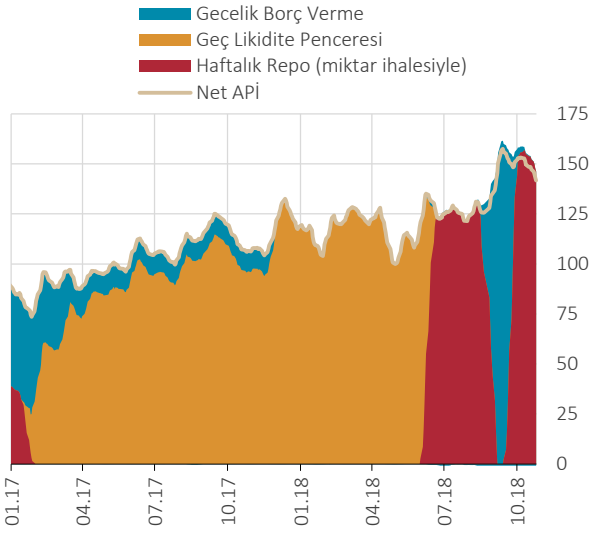
Bireysel kredi standartlarını etkileyen faktörlere bakıldığında, bütün bireysel kredi türlerinde genel ekonomik faaliyete ilişkin beklentiler kredi standartlarının sıkılaştırılmasında belirgin rol oynarken; konut kredilerinde konut piyasasına ilişkin beklentiler; taşıt ve ihtiyaç kredilerinde ise tüketicilerin kredi itibarı sıkılaştırıcı yönde etkileyen faktörler olarak göze çarpmaktadır. Konut kredisi talebini etkileyen faktörlerden, konut piyasasına ilişkin beklentiler, tüketici güveni, konut alımı dışındaki tüketim harcamaları, bireysel tasarruflar ile diğer bankalardan sağlanan krediler, talebi düşüren faktörler olarak öne çıkmaktadır. Taşıt ve ihtiyaç kredilerinde tüm faktörler talebi düşürücü yönde etkilerken, her iki kredi türünün kendi piyasasına ilişkin beklentilerin, ağırlıklı olarak, talepteki düşüşte etkili olduğu gözlenmektedir.

5.3 Para Politikası Uygulamaları

Piyasa Gelişmeleri

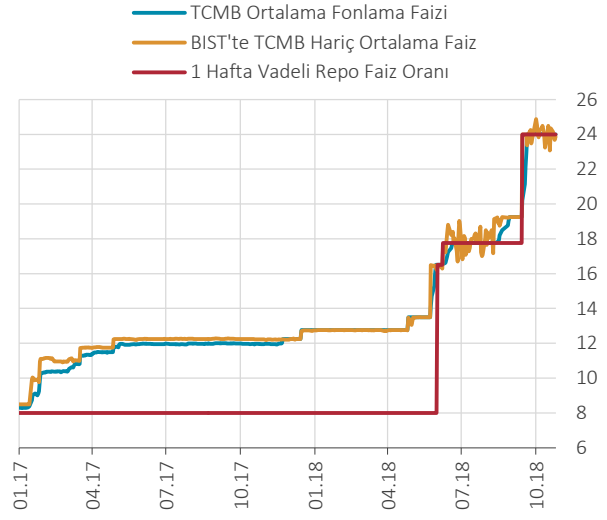
TCMB, sadeleşme sürecinin tamamlanmasıyla birlikte 8 Haziran 2018 tarihinden itibaren fonlamanın tamamını haftalık repo ihaleleriyle sağlamaya başlamıştır. Ancak, 10 Ağustos 2018 tarihinde döviz piyasalarında gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve artan oynaklıklar neticesinde TCMB döviz ve TL likiditesine yönelik önlemler almış; ilaveten fonlama stratejisinde de değişikliğe gitmiştir. Bu çerçevede, 13 Ağustos – 14 Eylül 2018 tarihleri arasında haftalık repo ihalesi açılmayarak fonlama TCMB borç verme faiz oranı üzerinden gecelik vadede yapılmıştır (Grafik 5.3.1). Eylül ayı PPK toplantısında politika faiz oranı yüzde 17,75'ten yüzde 24'e yükseltilmiş ve fonlamanın tamamı tekrar haftalık repo ihaleleri ile sağlanmaya başlanmıştır. Haziran ayı başında tamamlanan sadeleşme süreci sonrasında TCMB politika faiz oranı etrafında dalgalanan BIST Bankalararası Repo faiz oranları, fonlamanın tamamının geçici bir süre gecelik vadeye kaydırılmasının ardından TCMB gecelik borç verme faiz oranı (faiz koridoru üst bandı) seviyesinde oluşmuştur. Eylül ayı PPK toplantısı ardından TCMB fonlamanın tekrar haftalık repo ihaleleri ile sağlanmasıyla birlikte BIST Repo-Ters Repo Pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz bir hafta vadeli repo ihale faizinin etrafında dalgalanmaya başlamıştır (Grafik 5.3.2).

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



Kaynak: TCMB.

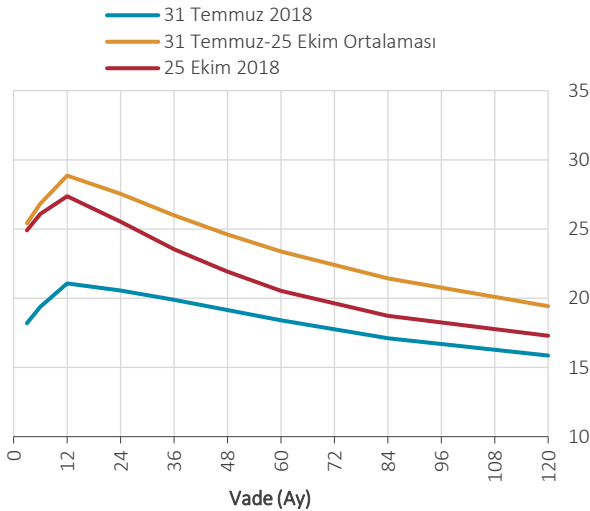
Grafik 5.3.2: Kısa Vadeli Faizler (%)



Kaynak: BIST, TCMB.

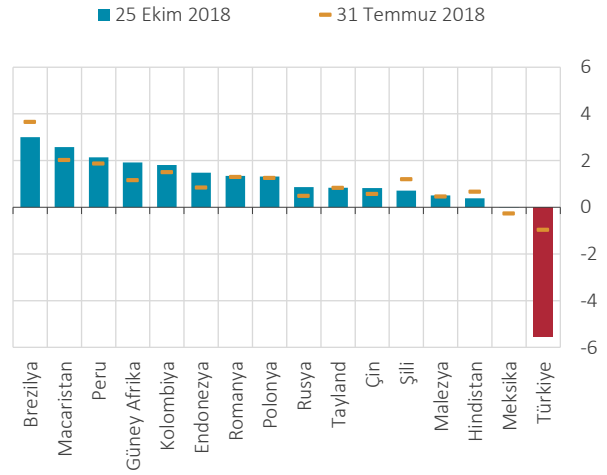
TCMB'nin Eylül ayında güçlü bir parasal sıkılaştırma yaparak politika faiz oranını 625 baz puan artırımının etkisiyle, kur takası faizleri tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre yükselmiştir. Eylül ayı PPK kararı ardından Türkiye'nin risk priminde gerileme gözlenmekle birlikte, mevcut Rapor döneminin genelinde risk primi sınırlı ölçüde artış kaydetmiş; bu gelişme verim eğrisinin yukarı kaymasında etkili olmuştur. Para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesiyle, kısa vadeli kur takası getirileri, uzun vadeli kur takası getirilerinin üzerinde seyretmeyi sürdürmüştü; uzun vadeli getirilerdeki düşüş daha belirgin olmuştur (Grafik 5.3.3). Güçlü parasal sıkılaştırma sonucunda Türkiye, bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi mevcut Rapor döneminde de diğer gelişmekte olan ülkeler arasında getiri eğrisi eğimi en düşük ülke olmaya devam etmiştir (Grafik 5.3.4).

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



Kaynak: Bloomberg.

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



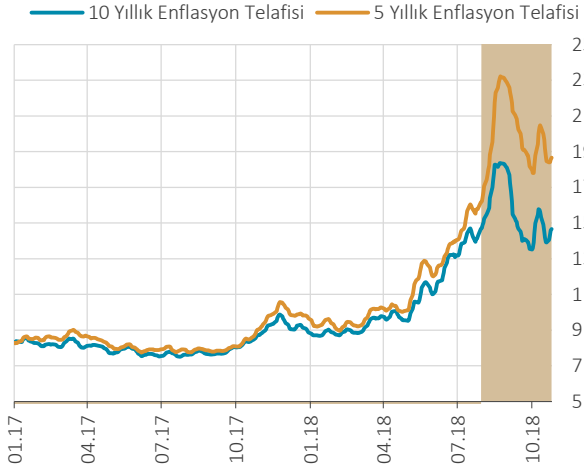
Kaynak: Bloomberg.

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

Ağustos ayında döviz kurlarında gözlenen sert değer kaybı, uzun vadeli enflasyon beklentileri ile enflasyon belirsizliğinin artmasına neden olarak mevcut Rapor döneminde enflasyon telafilerinin hızla yükselmesinde etkili olmuştur (Grafik 5.3.5). Temmuz ayı sonundan itibaren artan enflasyon telafileri,

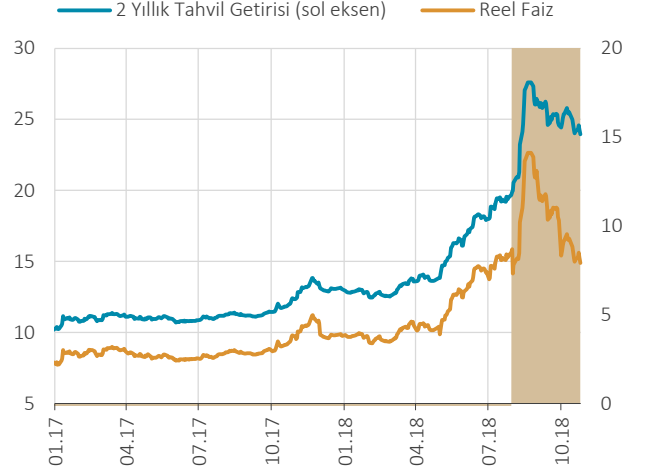
Ağustos ayı ikinci yarısıyla birlikte TCMB'nin fonlama stratejisinde yaptığı geçici değişiklik ile ağırlıklı fonlama faiz oranının yükselmesi ve alınan bir dizi önlemin döviz kuru oynaklığını düşürmesinin ardından, Eylül ayı itibarıyla azalış eğilimine girmiştir. Enflasyon telafilerindeki düşüş eğilimi TCMB'nin Eylül ayı PPK toplantısındaki güçlü politika tepkisi ardından belirginleşmiş; ancak, Eylül ayı TÜFE enflasyonunun piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşmesi ardından telafilerde geçici bir yükseliş gözlenmiştir. Beklenti Anketi verilerinden elde edilen enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan iki yıllık reel faiz, enflasyon beklentilerindeki artışın nominal faizlere kıyasla daha yüksek gerçekleşmesine bağlı olarak önceki Rapor dönemine göre sınırlı ölçüde gerilemiştir (Grafik 5.3.6).

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



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.3.6: Türkiye'nin İki Yıllık Tahvil Getirisi ve Reel Faizi* (%)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

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

Para Politikası Tepkisi

2018 yılı Ocak ve Mart aylarında para politikasında sıkı duruşunu sürdüren TCMB, Nisan ayı PPK toplantısında, enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyelere ve fiyatlandırma davranışları üzerindeki risklere vurgu yaparak, GLP borç verme faiz oranında 75 baz puanlık ölçülü bir artırım yapmıştır. 16 Mayıs 2018 tarihinde piyasalardaki sağlıksız fiyat oluşumları ve aşırı oynaklıkların yakından izlendiğine dair yapılan duyurunun ardından TCMB, 23 Mayıs 2018 tarihinde ara toplantı kararı almış ve bu toplantıda GLP borç verme faiz oranını 300 baz puan artırarak güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. 28 Mayıs 2018 tarihinde yapılan duyuruyla sadeleşme sürecini tamamlayan TCMB, 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren +/- 150 baz puanlık simetrik bir koridorun orta noktası olan politika faiz oranı üzerinden bir hafta vadeli repo ihaleleri düzenlemeye başlamıştır.

Nisan ayı PPK toplantısından sonra piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları karşısında özellikle döviz piyasasının etkin işleyişinin sürdürülmesi amacıyla alınan önlemler ile Mayıs ayındaki parasal sıkılaştırma ve sadeleştirme sürecinin tamamlanması finansal piyasalardaki oynaklığın gerilemesinde etkili olmuştur. TCMB, Haziran ayı PPK toplantısında parasal sıkılaştırmanın güçlendirilmesine karar vermiş ve politika faiz oranını yüzde 16,5'ten yüzde 17,75'e yükseltmiştir. Temmuz ayı PPK toplantısında ise iç talep koşullarındaki yavaşlama ile para politikasının gecikmeli etkilerinin izlenme gereği dikkate alınarak politika faizini değiştirmeme kararı almıştır. Ağustos ayı başında finansal piyasalarda gözlenen aşırı oynaklık nedeniyle Türk lirasının diğer para birimleri karşısında hızlı biçimde değer kaybetmesi karşısında piyasaların etkin işleyişini sağlamak amacıyla bir dizi önlem alınmıştır (Tablo 5.3.1).

Bu çerçevede, 6 Ağustos 2018 tarihinde TCMB öncelikle ROM kapsamında döviz imkânı üst sınırını düşürerek bankacılık sistemine döviz likiditesi sağlamıştır. Ardından 13 Ağustos 2018 tarihinde Türk lirası

ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını düşürmek suretiyle bankalara likidite sağlamış; ek olarak bankaların TL ve döviz likidite yönetimlerini destekleyen finansal istikrar odaklı bir dizi tedbir açıklamıştır. 13 Ağustos 2018 tarihinden itibaren TCMB bir hafta vadeli repo ihalesi açmayarak ağırlık ortalama fonlama maliyetini yüzde 17,75 seviyesinden kademeli olarak TCMB gecelik borç verme faiz oranı olan yüzde 19,25'e yükseltmiştir. Aynı tarihte BDDK'nın yurt içi bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları kur takası işlemlerine sınırlama getirmesi TL aleyhine spekülasyon pozisyon alımını sınırlamış ve kısa vadeli kur takası faiz oranlarının da yükselmesine yol açmıştır. Eylül ayı PPK toplantısına kadar alınan önlemler finansal piyasalarda gözlenen panik havasının dağılmasında etkili olmuş; piyasalardaki fiyat oluşumları daha sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur.

Eylül ayı PPK toplantısında Kurul, döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiğine dikkat çekerek fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. TCMB bu toplantı sonrası 625 baz puan yükselterek yüzde 24 seviyesine taşıdığı politika faiz oranı üzerinden haftalık repo ihaleleri düzenlemeye başlamış ve tüm fonlamasını gecelik vadeden haftalık vadeye kaydırmıştır.

Ekim ayı itibarıyla, enflasyon görünümüne ilişkin gelişmeler fiyat istikrarı açısından önemli risklere işaret etmektedir. Döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiği dikkat çekmektedir. Ekim ayı PPK toplantısında Kurul, ekonomideki dengelenme eğiliminin belirginleştiği ve finansal koşullardaki sıkışmanın da etkisiyle iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam ettiği vurgusunu yapmıştır. İç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı beklenmekle birlikte, fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü risklerin devam etmesi nedeniyle, Kurul sıkı parasal duruşun korunmasına karar vererek politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizini değiştirmemiştir.

Tablo 5.3.1: Mevcut Rapor Döneminde Atılan Politika Adımları

Tarih	Politika Kararı
6 Ağustos 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> Rezerv opsiyonu mekanizması kapsamında döviz imkânı oranı üst sınırının yüzde 45'ten yüzde 40'a düşürülmesi.
13 Ağustos 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> Türk lirası ve döviz likidite yönetimine yönelik tedbirler. Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi. 13 Ağustos 2018 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açılmayarak TCMB AOFM'nin yüzde 17,75 seviyesinden kademeli olarak yüzde 19,25 seviyesine çıkarılması. <p>BDDK:</p> <ul style="list-style-type: none"> Bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları vadede TL alım işlemleri ve bu mahiyetteki swap benzeri (spot + vadeli döviz işlemi) işlemlerin toplamının bankaların en son hesapladıkları yasal özkaynaklarının yüzde 50'sini geçemeyecek şekilde sınırlandırılması.
14 Ağustos 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhaleleri'nde uygulanan TL faiz oranı yüzde 17,75'ten yüzde 19,25'e çıkarılması.
15 Ağustos 2018	<p>BDDK:</p> <ul style="list-style-type: none"> 13 Ağustos 2018 tarihinde belirlenen yüzde 50'lik sınırın yüzde 25'e düşürülmesi.
17 Ağustos 2018	<p>BDDK:</p> <ul style="list-style-type: none"> Bankaların vade tarihinde TL alım yönünde gerçekleştirecekleri forward, opsiyon ve bu gibi swap dışındaki türev işlemlerinin de dahil edilmesine karar verilmiştir.
20 Ağustos 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> Katar Merkez Bankası ile 3 milyar ABD doları karşılığı Türk lirası ve Katar Riyali cinsinden swap anlaşması imzalanması.
29 Ağustos 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> 13 Ağustos 2018 tarihli duyuru ile kaldırılan TCMB Bankalararası Para Piyasası limitlerine tekrar sınır getirilmesi.
31 Ağustos 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> Bankamız bünyesinde gerçekleştirilen Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerinin yanında, Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) nezdinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) da işlemlere başlanması. Merkez Bankası bünyesinde döviz karşılığı Türk lirası swap piyasasının açılmasına karar verilmesi.
3 Eylül 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> Para politikasına ilişkin bir duyuru ile Eylül ayı PPK toplantısında parasal duruşun yeniden şekillendirileceğinin açıklanması.
8 Eylül 2018	<p>BDDK:</p> <ul style="list-style-type: none"> Swap işlemlerine getirilen sınırlamada bankaların konsolidasyona tabi yurt dışındaki kredi kuruluş ve finansal kuruluş niteliğine haiz ortaklıklarıyla gerçekleştirdiği işlemlerin muaf tutulması.
13 Eylül 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> 13 Ağustos 2018 tarihinden itibaren ara verilen bir hafta vadeli repo fonlmasına 14 Eylül 2018 tarihinden itibaren tekrar başlanacağını duyurulması.
17 Eylül 2018	<p>BDDK:</p> <ul style="list-style-type: none"> Swap işlemlerindeki % 25'lik sınırlamaya dahil edilen işlemlerin hesaplamasında vadeye göre farklılaşma yapılması.
29 Eylül 2018	<p>TCMB:</p> <ul style="list-style-type: none"> 2018 yılının dördüncü çeyreğinde gerçekleştirilecek Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerine ilişkin takvimin açıklanması.

Kutu 5.1

Para Politikası Aktarımı ve Bankaların Dış Borçlanması

Para politikasının ekonomiye aktarımında önemli kanallardan biri de banka kredi arzı kanalıdır. Para politikası faizleri, bankaların ortalama fon maliyetlerini değiştirerek ticari kredilerin arzını veya faizlerini etkileyebilmektedir. Bu etki, dolaylı olarak toplam talep, ekonomik aktivite veya enflasyon gibi makroekonomik büyüklüklere yansımaktadır.

TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar, para politikası faizlerinin kredi arzına veya kredi faizlerine etkisinin bankalar arasında farklılaştığını ortaya koymaktadır.¹ Küresel likiditeye erişimi yüksek veya sermayesi güçlü olan bankaların para politikası faizlerindeki değişimleri kredi faizlerine daha ılımlı bir şekilde yansıttığı bulgulanmıştır. Bu çalışmada, bu bulgunun altında yatan mekanizmalara ışık tutmak için şu soru çalışılmıştır: “Para politikası faizlerinin artması, bankaların yurt dışı borçlanmalarını nasıl etkilemektedir?”.

Teorik açıdan, para politikası sıkılaştırılması sonrası, yurt dışı borçlanma yurt içi borçlanmaya nazaran daha cazip hale gelebilir (diğer bir ifadeyle, yurt dışı ile yurt içi fonlanma faizleri arasındaki fark düşebilir). Kur beklentilerinin de olumlu evrildiği bir senaryoda, bankalar, para politikası sıkılaştırılması sonrası, yurt dışı borçlanmalarını artırabilir. Nitekim, Avdjiev vd. (2018), Uluslararası Mutabakat Bankası'nın toplulaştırılmış uluslararası bankacılık veri tabanını kullanarak benzer bir etkinin var olabileceğini tartışmaktadır. Ancak bu olası etkinin iyi ölçülmüş (well-identified) ampirik bir çerçevede gösteren ulusal veya uluslararası bir çalışma bulunmamaktadır. Bu bağlamda, bu kutuda Türkiye'deki yerel bankaların yurt dışı bankalarla yaptığı işlemleri gösteren aylık veri tabanı kullanılarak yukarıda belirtilen soruya ışık tutmak amaçlanmıştır.

Yerel bankaların yurt dışı bankalarla yaptığı işlemleri gösteren söz konusu aylık veri tabanı, her işlem için miktar, faiz oranı, vade, açılış tarihi ve para birimine dair bilgileri sağlamaktadır. Ayrıca, veri tabanında borç veren bankanın faaliyet gösterdiği ülke bilgisi de yer almaktadır. Borç veren bankanın bir şube olması durumunda ise, ana merkezin bulunduğu ülke bilgisi sağlanmaktadır. Çalışmanın örneklem döneminde (2006-2016), yerel bankaların çoğunluğu Euro Bölgesi (%53) veya ABD ana merkezli (%23) olmak üzere 80 ülkeden 914 farklı küresel bankanın ana merkezinden ve şubelerinden ve çoğunluğu ABD doları (%67) ve euro (%31) olmak üzere 17 farklı yabancı para biriminde borçlandığını göstermektedir.

Temel ampirik spesifikasyon aşağıda yer almaktadır:

$$Y_{bgc,t} = \sum_{s=1}^3 \beta_{1,s} \Delta AOFF_{t-s} * X_{b,t-s} + \text{Kontroller} + \mu_{bg} + \vartheta_{h,t} + \zeta_c + \varepsilon_{bgc,t}$$

$Y_{bgc,t}$, b yerel bankasının g küresel bankasından c para biriminde aldığı borcun miktarındaki veya faizindeki üç aylık değişimi göstermektedir (t ayından $t+3$ aya değişimi). Odaklanılan bağımsız değişkenlerden ilki, $\Delta AOFF_{t-s}$, TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizindeki son üç aylık değişimdir. Bankaların yurt dışından borçlanırken önceki dönem yurt içi fonlama maliyetlerini göz önünde bulundurdukları düşünülerek politika faizinin 3 aya (1 çeyrek) kadar gecikmeli değerleri modele eklenmiştir. Odaklanılan diğer bağımsız değişkenler ise, $X_{b,t-s}$, b bankasının büyüklük, sermaye, likidite veya çekirdek-dışı yabancı para yükümlülüğünü gösteren değişkenleri ifade etmektedir. Spesifik olarak bankaların aktif büyüklüğü (*Büyüklük*), sermaye yeterlilik rasyosu (*Sermaye*), likidite rasyosu (*Likidite*) veya çekirdek-dışı yabancı para yükümlülüklerinin toplam varlıklara oranı (*Çekirdek Dışı YP Yük.*) kullanılmıştır. Farklı büyüklük, sermaye, likidite ve fonlama yapısına sahip bankaların para politikası değişikliklerini yurt dışı borçlanmalarına nasıl yansıttıklarını ortaya koymak için söz konusu değişkenlerin seviyesinin yanı sıra politika faizi ile etkileşimleri modele eklenmiştir.

Yerel bankaların yurt dışı bankalardan yapacağı borçlanmayı veya borçlanma taleplerini etkileyebilecek diğer unsurlar kontrol edilmiştir:

- (i) **Kontroller**, yerel bankaların sermaye, büyüklük, likidite gibi temel özelliklerini yansıtan değişkenler, yerel makroekonomik göstergeler ve bu değişkenlerin etkileşimlerini içermektedir.² Dolayısıyla, yerel bankaların yurt dışı borçlanma taleplerinde, yurt içi ekonomik aktivite, enflasyon veya reel kur gelişmelerinin etkisi kontrol edilmiştir.
- (ii) Yerel banka ile küresel banka arasındaki borçlanma-borç verme ilişkisinin gücünü kontrol etmek için (yerel banka x küresel banka) sabit etkisi (μ_{bg}) modele eklenmiştir.
- (iii) Kontrol edilmesi gereken bir diğer önemli faktör ise arz koşullarıdır. Yerel bankaların yurtdışından borçlandığı değer, arz ve talep koşullarının oluşturduğu bir denge değeridir.³ Dolayısıyla, arz koşullarını kontrol etmek için $\vartheta_{h,t}$, küresel bankanın ana merkezinin bulunduğu ülke ile zamanın etkileşimine dair sabit etkiler, modele dahil edilmiştir. Ayrıca ek spesifikasyonlarda arz koşullarını daha güçlü bir şekilde kontrol edebilmek için küresel bankanın bulunduğu ülke ile yıl etkileşimine dair sabit etkiler de kullanılmıştır. Dolayısıyla, yerel para politikasının sıkılaşmasının yurt içi bankaların yurt dışı borçlanmasına etkisini çalışırken, küresel bankaların arzını etkileyebilecek ana merkezlerinin bulunduğu ülkenin makroekonomik koşulları veya bu bankaların fon arz etme istekleri gibi unsurlar kontrol edilmiştir.
- (iv) Son olarak, ζ_c yurt dışı borçlanmanın yapıldığı para birimine dair sabit etkileri göstermektedir.

Sonuçlar, Tablo 1 ve Tablo 2’de gösterilmektedir. Tablo 1, küresel likiditeye erişimi yüksek olan bankaların, para politikası sıkılaşması sonrası yurtdışı borçlanmalarını artırdığını göstermektedir. İkinci sütunda yurt dışı fon arzı koşulları kontrol edilmiştir. 100 baz puanlık para politikası faizi artışı sonrası, küresel likiditeye erişimi yüksek olan bankalar (çekirdek-dışı YP yükümlülüğünün toplam varlıklarına oranı yüzde 75. dilimde yer alan bankalar) düşük olan bankalara göre (yüzde 25. dilimde yer alan bankalara göre), yüzde 0,83 daha fazla yurtdışı fon talep etmektedir.⁴ Sermayesi güçlü bankalar ise, para politikası sıkılaşması sonrası, daha az yurt dışı fon talebinde bulunmaktadır.

Arz kanalının doğru kontrol edildiği bir çerçevede, talebin artmasının fiyatı artırması beklenir. Bu gözlemlerle uyumlu olarak, küresel likiditeye erişimi yüksek olan bankaların daha yüksek olan taleplerinin, yurt dışı borçlanma maliyetini artırdığı, sermayesi güçlü olan bankaların daha düşük olan taleplerinin ise beraberinde daha düşük yurt dışı borçlanma maliyeti getirdiği görülmektedir (Tablo 2). Ancak, fiyata dair bu etkiler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durum, yurt dışı fon arzının istatistiksel olarak tam esneğe yakın olduğunu ima etmektedir.

Özetle, sonuçlar, para politikası sıkılaşması sonrası, çekirdek-dışı YP yükümlülüğü fazla olan bankaların yurt dışından daha fazla fon talep ettiklerini göstermektedir. Bu durum, söz konusu bankaların parasal sıkılaşmayı kredi koşullarına hangi kanal aracılığıyla daha ılımlı yansıtıtları konusuna ışık tutmaktadır. Ayrıca, sermayesi güçlü bankaların yurt dışı bankalardan daha az fon talep ettikleri görülmektedir. Yurt dışı fon arzının tam esnek olmadığı dönemlerde, sermayesi güçlü bankaların düşük olan yurt dışı fon taleplerinin maliyet üzerinde olumlu etkisi olacağı değerlendirilmektedir.

¹ Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2017 Sayısı, Özel Konu IV.5.

² Yerel makroekonomik göstergeler olarak, sanayi üretim endeksi (SÜE) ile tüketici fiyat endeksinin (TÜFE) yıllık yüzde değişimleri ile reel efektif döviz kurunun aylık yüzde değişimi kullanılmıştır. Makroekonomik değişkenlerin, AOFF’nin modeldeki gecikmeli yapısı ile uyumlu olarak, 3 aya kadar gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

³ Örneğin, yerel para politikası sıkılaşması sonrası yerel bankaların artan yurt dışı borçlanması, yerel bankaların fon talebinden ziyade küresel bankaların artan arzları olabilir.

⁴ Ekonomik etkilerin hesaplanmasına dair detaylar için, bkz. Fendoğlu, Gülşen, ve Peydro (2018).

Tablo 1: Tahmin Sonuçları
Bağımlı Değişken: Yurt Dışı Borçlanma Miktarının Çeyreklik Değişimi

	(1)	(2)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Çekirdek Dışı YP Yük.}$	0.399** (0.161)	0.429** (0.208)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Sermaye}$	-0.174 (0.507)	-1.036* (0.622)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Likidite}$	-0.079 (0.14)	0.029 (0.195)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Büyükölük}$	-1.439 (1.002)	-0.316 (1.203)
Yerel Banka Kontrolleri	Evet	Evet
Makro Kontroller *Yerel Banka Kontrolleri	Hayır	Evet
Yerel Banka Sabit Etkisi	Evet	--
Yerel Banka * Küresel Banka Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Ay Sabit Etkisi	Evet	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Yıl Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Gözlem Sayısı	107,854	107,854
R ²	0.083	0.146

Not: Bu tablodaki sonuçlar en küçük kareler yöntemiyle elde edilmiştir. Örneklem 2006:1-2016:12 dönemini kapsamaktadır. Sabit etkilere dair satırlarda 'Evet' sabit etkinin dahil edildiğini, 'Hayır' sabit etkinin dâhil edilmediğini, '--' ise sabit etkinin daha kapsayıcı sabit etkilere yansıtıldığını ifade etmektedir. Standart hatalar yerel banka*küresel banka ve ay seviyesinde gruplanmıştır (clustered). ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 2: Tahmin Sonuçları
Bağımlı Değişken: Yurt Dışı Borçlanma Faizinin Çeyreklik Değişimi

	(1)	(2)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Çekirdek Dışı YP Yük.}$	0.004 (0.003)	0.002 (0.003)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Sermaye}$	-0.008 (0.008)	-0.012 (0.013)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Likidite}$	-0.005 (0.003)	0.001 (0.005)
$\sum \Delta AOFF_{t-s} * \text{Büyükölük}$	-0.001 (0.017)	-0.027 (0.024)
Yerel Banka Kontrolleri	Evet	Evet
Makro Kontroller *Yerel Banka Kontrolleri	Hayır	Evet
Yerel Banka Sabit Etkisi	Evet	--
Yerel Banka * Küresel Banka Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Ay Sabit Etkisi	Evet	Evet
Küresel Banka Merkez Ülke* Yıl Sabit Etkisi	Hayır	Evet
Gözlem Sayısı	107,854	107,854
R ²	0.125	0.171

Not: Bu tablodaki sonuçlar en küçük kareler yöntemiyle elde edilmiştir. Örneklem 2006:1-2016:12 dönemini kapsamaktadır. Sabit etkilere dair satırlarda 'Evet' sabit etkinin dahil edildiğini, 'Hayır' sabit etkinin dâhil edilmediğini, '--' ise sabit etkinin daha kapsayıcı sabit etkilere yansıtıldığını ifade etmektedir. Standart hatalar yerel banka*küresel banka ve ay seviyesinde gruplanmıştır (clustered). ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Kaynakça

Avdjiev, S., C. Koch, M. P., and G. von Peter (2018). Transmission of monetary policy through global banks: whose policy matters? BIS Working Paper No.737.

Fendoğlu, S., Gülşen, E., Peydro, J.L. (2018). Global Liquidity and the Impairment of Local Monetary Policy Transmission. TCMB Çalışma Tebliği Serisi, Deđerlendirilme ve Onay Aşamasında.