

II. Finans Dışı Kesim

Hanehalkı finansal kaldıraç oranında (yükümlülük/varlık) 2013 yılında başlayan gerileme, içinde bulunduğumuz Rapor döneminde yükümlülüklerdeki büyümenin varlıklardaki büyümeye yakınsaması nedeniyle hız kesmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde hanehalkının döviz tevdiat hesaplarında sadece bir milyon ve üzeri bakiyeli kırılımda görülen artış, bu Rapor döneminde diğer tutar kırılımlarında da gözlenmektedir. Kur oynaklığının 2017 yılı Ocak-Eylül döneminde düştüğü, kur seviyesinin Eylül ayı sonuna kadar genelde yatay seyrettiği ve tüketici güveninin söz konusu dönem içinde fazla değişmediği düşünüldüğünde, hanehalkı döviz talebindeki ılımlı artışın kur ve enflasyon beklentilerindeki kısıtlı bozulmadan kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Son dönemde ise kur alanında yaşanan gelişmeler sonrasında hanehalkı tekrar TL mevduat talebini artırarak dengeleyici bir rol oynamıştır. Öte yandan, hanehalkının yürürlükte bulunan düzenlemeler çerçevesinde YP cinsinden ve (konut kredisi dışında) değişken faizle borçlanma imkânına sahip olmaması, finansal yükümlülüklerinin kura ve faize bağlı piyasa riski taşımasını engellemektedir.

Ekonomik aktivitedeki canlanma neticesinde büyümenin sektörel yayılımı artmış ve reel sektörün ekonomiye olan güveni, üretim hacmi ve yatırım eğilimi toparlanmıştır. YP borç kullanımında gözlenen belirgin yavaşlama neticesinde firma borçluluğu GSYİH'ye oranla 2017 yılı başından itibaren yatay seyretmektedir. YP kredilerde vadeler uzamaya devam etmekte ve KGF kefaletli kredilerin katkısıyla TL kredilerin ortalama vadeleri uzamaktadır. Firmaların teşviklerle krediye erişimlerinin artması ve likidite pozisyonlarının güçlenmesinin firmaların tahsilatlarına da olumlu yansımaları olmuş, karşılıksız çek ve protestolu senet tutarlarında belirgin bir azalma gözlenmiştir. 2016 yılı ikinci yarısı ve 2017 yılı ilk çeyreğinde firma bilançoları bir miktar bozulsada ikinci çeyrekte firma kârlılıkları artmış, likidite göstergeleri toparlanmış ve bilançolar sağlamlığını korumuştur.

II.1 Hanehalkı Gelişmeleri

2017 yılının ilk çeyreğinde artmaya başlayan hanehalkı toplam varlık ve yükümlülük büyüme oranları, üçüncü çeyrekte sınırlı oranda yavaşlamıştır (Grafik II.1.1). Bu yavaşlamanın, varlık tarafında hem TL hem de YP cinsinden mevduattaki artıştan, yükümlülük tarafında ise artan konut ve ihtiyaç kredisi kullanımlarından kaynaklandığı görülmektedir. Hanehalkı finansal varlık ve yükümlülükleri, bir önceki yılın aynı çeyreği ile kıyaslandığında da, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde artmıştır.

Hanehalkı finansal kaldıraç oranında 2013 yılında başlayan gerileme, içinde bulunduğumuz Rapor döneminde yükümlülüklerdeki artışın varlıklardaki büyümeye yakınsaması nedeniyle hız kesmiştir (Grafik II.1.1). Finansal kaldıraç oranındaki gerilemenin son Rapor dönemi içinde hız kesmesi büyük ölçüde konut ve ihtiyaç kredilerindeki hızlanmadan kaynaklanmaktadır. Hanehalkı tasarruf mevduatına en büyük katkı döviz tevdiat hesaplarından kaynaklanmışsa da kur etkisinden arındırılmış tasarruf mevduatı 2017 yılının yaz aylarına kadar gerilemiş, daha sonra yükselmeye başlamıştır (Grafik II.1.2). 2017 yılı başında hayata geçirilen ve tasarruf oranlarını artırması beklenen Bireysel Emeklilik Sistemi'ne (BES) Otomatik Katılım uygulamasının etkilerini orta ve uzun vadede göstermesi beklenmektedir.

Tablo II.1.1
Hanehalkı Finansal Varlıklar

	09/16		09/17		Yüzde Değişim	Değişime Katkı (Puan)
	Milyar TL	Yüzde Pay	Milyar TL	Yüzde Pay		
Toplam Varlıklar	976,0	100	1150,7	100	17,9	17,9
TL Tasarruf Mevduatı	486,1	49,8	535,1	46,5	10,1	5,0
YP Tasarruf Mevduatı	263,3	27,0	337,9	29,4	28,3	7,6
- (Milyar ABD Doları)	87,8		95,1		8,4	
Kıymetli M. Deposu	10,3	1,1	19,3	1,7	87,7	0,9
- (Milyar ABD Doları)	3,4		5,4		58,5	
Tahvil ve Bonolar	18,5	1,9	20,5	1,8	11,0	0,2
- Kamu	5,8	0,6	6,4	0,6	10,4	0,1
- Özel Sektör	12,7	1,3	14,2	1,2	11,3	0,1
Yatırım Fonları	93,9	9,6	113,1	9,8	20,4	2,0
Emeklilik Yat. Fon.	58,0	5,9	73,0	6,3	25,8	1,5
Diğer Yat. Fon.	35,9	3,7	40,1	3,5	11,6	0,4
Hisse Senedi	45,5	4,7	57,1	5,0	25,7	1,2
Repo	0,5	0,1	1,1	0,1	119,6	0,1
Dolaşımdaki Para	57,9	5,9	66,6	5,8	15,1	0,9

Not: Ağustos-2017 döneminde dolaşımdaki para, 2017-İ Finansal Hesaplar İstatistikleri'nde 2017-Ç1 itibarıyla hanehalkının elinde bulunan pay ileleyen dönemde sabit kabul edilerek hesaplanmıştır.

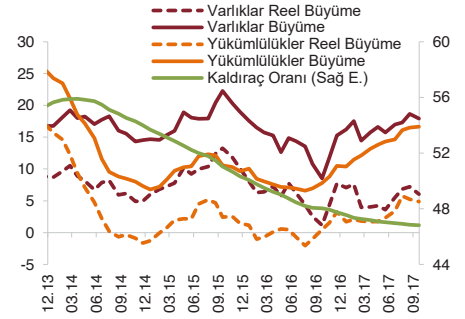
Kaynak: TCMB, SPK, MKK (Son Veri: 09.17)

Tüketici kredileri ve tasarruf mevduatı faiz gelişmeleri incelendiğinde, geçtiğimiz Rapor döneminden farklı olarak tüketici

Hanehalkı finansal kaldıraç oranındaki gerileme bir miktar yavaşlamıştır.

Grafik II.1.1

Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülük Büyüme Oranları ve Finansal Kaldıraç Oranı (Yıllık Yüzde Değişim, Yüzde Pay)



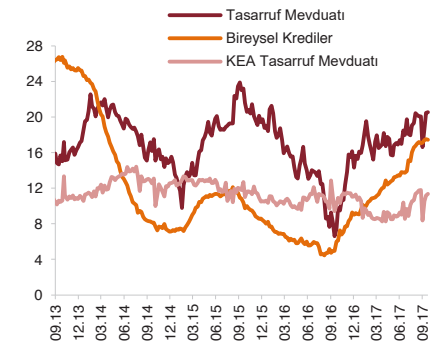
Not: Kaldıraç oranı, son 12 aylık yükümlülüklerin ortalamasının son 12 aylık varlıkların ortalamasına oranını ifade etmektedir. Reel büyüme oranları TÜFE kullanılarak hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB, BDDK, SPK, MKK, TOKİ (Son Veri: 09.17)

Hanehalkı bireysel kredi büyüme oranı tasarruf mevduatı büyüme oranına yaklaşmaktadır.

Grafik II.1.2

Hanehalkı Kredi ve Mevduat Büyümesi (Yıllık Yüzde Değişim)

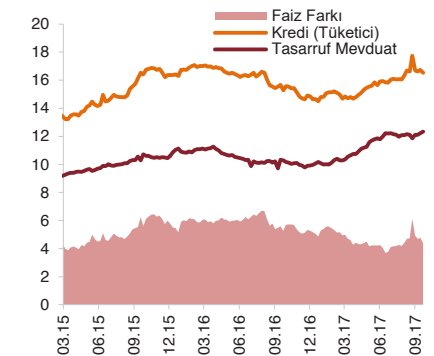


Not: Bireysel krediler yurt içi yerleşik bankalarca kullanılan tüketici kredileridir. Kredi kartları bireysel kredilere dahil edilmiştir. Tasarruf mevduatının kur etkisinden arındırılması amacıyla kur sepeti (0,6 ABD doları + 0,4 euro) kullanılmıştır.

Kaynak: TCMB, BDDK (Son Veri: 09.17)

Grafik II.1.3

Tüketici Kredileri ve Tasarruf Mevduatı Faiz Gelişmeleri (Yüzde)

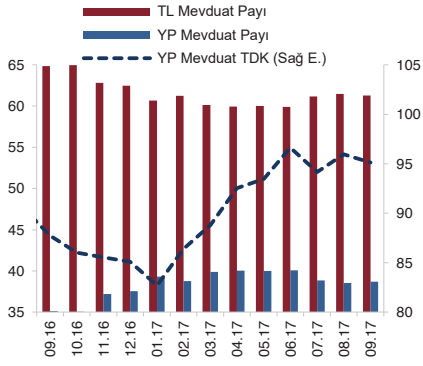


Not: Tüketici kredisi faiz gelişmeleri, konut, ihtiyaç ve taşıt kredisi faiz gelişmelerini içermektedir. Faiz farkı, kredi faizinin mevduat faizi ile farkını ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.17)

Grafik II.1.4

Yurt İçi Yerleşik Hanehalkının TL ve YP Tasarruf Mevduatı Tercihî
(Yüzde Pay, Milyar ABD Doları)

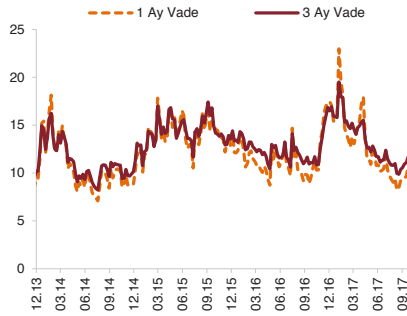


Not: YP mevduat TDK, YP cinsi mevduatın toplam dolar karşılığını ifade etmekte ve yurt içi gerçek kişilerin elinde bulunan kıymetli madeni içermektedir. Grafikin sol eksenini payı göstermektedir.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.17)

Grafik II.1.5

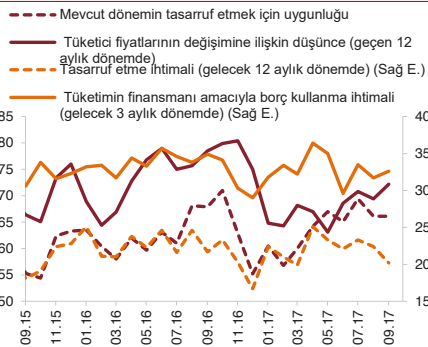
ABD Doları/TL için İma Edilen Kur Oynaklığı



Kaynak: BLOOMBERG (Son Veri: 09.17)

Grafik II.1.6

Tüketici Güven Endeksi ve Tüketici Eğilim Anketi Sorularına İlişkin Endeksler



Not: Endeks serilerinin aşağı yönlü hareketi beklentilerde bozulmaya, yukarı yönlü hareketi ise beklentilerde düzelmeye işaret etmektedir.

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 09.17)

kredisi maliyetleri artarken, mevduat faizlerinin yatay seyrettiği görülmektedir (Grafik II.1.3). Buna bağlı olarak, tüketici kredisi-tasarruf mevduatı faiz farkı bu dönemde bir miktar artmıştır.

2017 yılı Eylül ayı itibarıyla YP mevduatın ABD doları karşılığı incelendiğinde, hanehalkının döviz mevduat bakiyesinin geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre bir miktar arttığı görülmektedir (Grafik II.1.4). YP mevduatta 2016 yılı Eylül ayından itibaren yüzde 28,3'lük bir artış gerçekleşmiştir. YP cinsinden tasarruf mevduatlarının toplam mevduat içerisindeki payının yükselmesinin, döviz kuru piyasalarında ortaya çıkan oynaklığın hanehalkının döviz talebini etkilemesinden kaynaklandığı düşünülmektedir (Grafik II.1.5).¹

YP tasarruf mevduatı son bir yılda ABD doları cinsinden yüzde 8,4 oranında artmıştır (Tablo II.1.1). Ancak, YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı, TL mevduat faiz oranlarındaki sınırlı artışın TL mevduat tutarları üzerinde yukarı yönlü bir hareket oluşturmasıyla 2017 yılının Temmuz ve Ağustos aylarında bir miktar gerilemiştir (Grafik II.1.4). Bu gerilemede swaplı mevduat işlemlerindeki azalış sonucunda bilanço düzeltmesinin de etkili olduğu düşünülmektedir. Hanehalkının döviz talebindeki bu farklılaşma kur riski yönetimini kolaylaştıran dengeleyici bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Hanehalkı finansal varlıklarının bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,9'lük artışında iki unsur ön plana çıkmaktadır (Tablo II.1.1). Bunlardan ilki, varlık artışına 7,6 puan ile en büyük katkıyı oluşturan YP cinsinden tasarruf mevduatı, diğeri ise 5,0 puan katkı ile TL cinsinden tasarruf mevduatı olmuştur.

2017 yılı başından Eylül ayı sonuna kadar kurdaki oynaklık azalmıştır (Grafik II.1.5). Hanehalkının genel ekonomi hakkındaki beklentilerini açıklayan tüketici güven endeksi ve tüketici eğilim anketi verileri incelendiğinde, özellikle enflasyon beklentilerine ilişkin serilerde kısıtlı bir bozulma gözlenmektedir (Grafik II.1.6). Hanehalkı finansal varlıklarındaki büyümenin diğer belirleyicileri, emeklilik yatırım fonları, hisse senetleri ve kıymetli madene yapılan yatırımlar olmuştur (Tablo II.1.1).

¹ Bakınız Kutu II.1.1

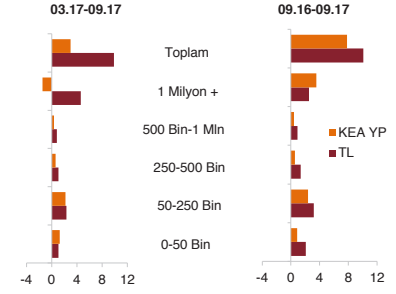
Önceki Rapor döneminde sadece bir milyon ve üzeri bakiyeli YP mevduatta görülen artış, bu dönem diğer tutar kısımlarında da gözlenmektedir (Grafik II.1.7). Benzer şekilde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre de, kur etkisinden arındırılmış YP mevduat artışı büyük montanlı tasarruf mevduatı başta olmak üzere diğer montanlarda da izlenmektedir. TL mevduat artışı ise tüm tutar kısımlarına yayılmıştır ve tüm kısımlarda YP mevduat artışının önünde yer almaktadır. Önceki Rapor döneminde sadece büyük montanlarda gözlemlenen YP mevduat artışında en etkili olan faktörün swaplı mevduat ürünü olduğunu belirtmiştik. Swaplı mevduat ürünü bu dönemde azalmıştır. Diğer taraftan KGF destekli kredilerin etkisiyle TL kredilerde görülen artışın YP mevduat ile fonlanması neticesinde ortaya çıkan para birimi uyumsuzluğu yurt dışı swaplı işlemlerde artışa sebep olmuştur. Neticede yüksek montanlı YP mevduatta görülen artış TL mevduatta nispeten daha sınırlı olmuştur.¹

Önceki Rapor döneminde hanehalkı varlıklarında görülen kıymetli maden hesaplarındaki artış bu Rapor döneminde de devam etmiştir. Önceki dönemlerde hareketleri farklı yönde olan altın fiyatı ile bankacılık sisteminde bulunan altın miktarı, 2016 yılı Eylül ayından itibaren birlikte hareket etmeye başlamış ve bu hareket, içinde bulunduğumuz Rapor döneminde de gözlenmiştir. Bu ilişki 2017 yılı Ağustos ayında bozulmuş, altın fiyatları artarken hanehalkı altından çıkış yapmayı tercih etmiştir (Grafik II.1.8). İçinde bulunduğumuz dönemde yastık altında bulunan altınları ekonomiye kazandırmak için başlatılan altın tahvil ve altına dayalı kira sertifikası programı ile söz konusu altınların sisteme dâhil edilmesi sonucunda, hanehalkı kıymetli maden tasarruflarında daha doğru bir ölçüm sağlandığı düşünülmektedir.

Yurt içi tasarrufların artırılması amacıyla 2013 yılından bu yana BES'te bulunan tasarruflara uygulanan devlet katkısı ile BES'te değerlendirilen tasarruflar artmaya devam etmiştir (Grafik II.1.9). Bu Rapor döneminde söz konusu eğilimde, BES'e yeni üye olan çalışan sayısındaki azalma nedeniyle hafif bir yavaşlama olduğu görülmektedir. Son dönemde BES'e üye olan çalışan sayısı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 5,96 yükselerek yaklaşık 6,9 milyon kişiye, devlet katkısı dâhil fon tutarı toplamı ise yüzde 28,4 artarak

¹ YP mevduatta görülen değişimler ile ilgili ayrıntılı bilgiler için Kutu II.1.1'e bakınız.

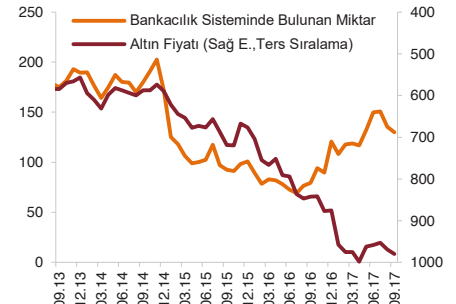
Grafik II.1.7
Hanehalkı Tutar Kısımlarına Göre Mevduat Gelişmesi
(Yüzde Puan)



Not: YP mevduat kur etkisinden arındırılarak, 0,6 ABD doları + 0,4 euro sepeti kullanılmıştır. Yurt içi yerleşiklerin elindeki mevduat ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB (Şon Veri: 09.17)

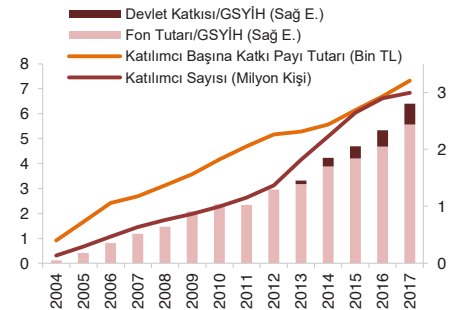
Grafik II.1.8
Bankacılık Sistemi Hanehalkı Altın Portföyü
ve Altın Fiyatları (1 Ton, TL (Ters Sıralama))



Not: Altın fiyatı, 1 Cumhuriyet altını satış fiyatını ifade etmektedir. Gerçek kişilerin yurt içi ve yurt dışı altınları.

Kaynak: TCMB (Şon Veri: 09.17)

Grafik II.1.9
Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi

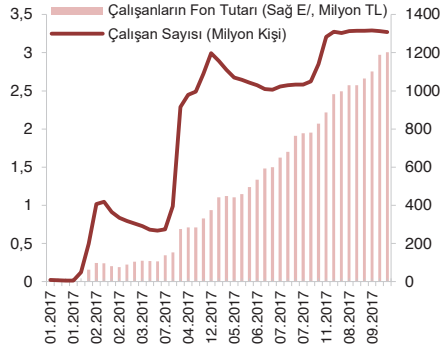


Not: 09.17 itibarıyla GSYİH için 2016 yılı yıl sonu değeri kullanılmıştır.

Kaynak: EGM (Şon Veri: 09.17)

Grafik II.1.10

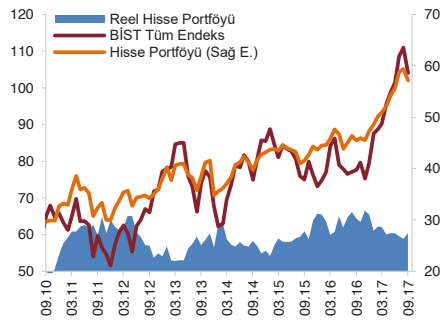
Bireysel Emeklilik Sistemine Otomatik Katılım



Kaynak: EGM (Şon Veri: 29.09.17)

Grafik II.1.11

BİST Tüm Endeks ve Hanehalkı Hisse Senedi Portföyü (Bin, Milyar TL)

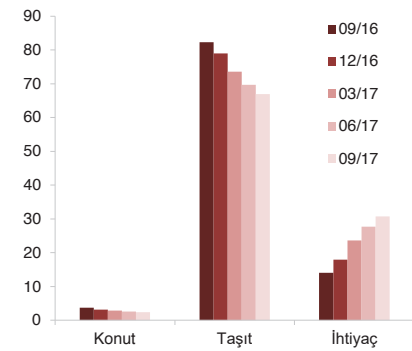


Not: Hisse senedi portföyü, endeks ve sabit terim kullanılarak reelleştirilmiştir.

Kaynak: TCMB, Bloomberg (Şon Veri: 09.17)

Finansman şirketleri tarafından sağlanan ihtiyaç kredileri artmaktadır.**Grafik II.1.12**

Finansman Şirketleri Tarafından Sağlanan Tüketici Kredilerinin Türlerine Göre Gelişimi (Yüzde Pay)



Kaynak: TCMB (Şon Veri: 29.09.17)

yaklaşık 72,6 milyar TL'ye yükselmiştir (Grafik II.1.9). 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla, otomatik katılım ile sisteme dâhil olan yaklaşık 3,3 milyon kişinin 1,2 milyar TL'lik fon büyüklüğü bulunmaktadır (Grafik II.1.10).

Hanehalkı hisse senedi portföy büyüklüğü 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla 60 milyar TL'nin üzerine yükselmiştir (Grafik II.1.11). 2017 yılının genelinde Borsa İstanbul'da (BİST) yaşanan değer artışları bu gelişimde etkili olmuştur. Hanehalkı hisse senedi yatırımları, borsa endeksi kullanılarak değer artışlarından arındırıldığında 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 6,2 oranında azalmıştır.

Tablo II.1.2

Hanehalkı Finansal Yükümlülükleri

	09/16		09/17		Yüzde Değişim	Değişime Katkı (Puan)
	Milyar TL	Yüzde Pay	Milyar TL	Yüzde Pay		
Toplam Yükümlülükler	464,4	100	541,7	100	16,6	16,6
(Tür Bazında)						
Konut	171,4	36,9	204,1	37,7	19,0	7,0
Taşit	16,7	3,6	17,1	3,2	2,5	0,1
İhtiyaç + Diğer	172,9	37,2	206,1	38,0	19,2	7,2
Bireysel KK	89,4	19,2	95,8	17,7	7,2	1,4
VYŞ Alacakları	14,1	3,0	18,7	3,4	32,7	1,0
Karşı Taraf Bazında						
Bankalar	422,3	90,9	491,8	90,8	16,5	15,0
Finansman Şirketleri	12,3	2,6	15,2	2,8	23,6	0,6
TOKİ	15,8	3,4	16,0	3,0	1,5	0,1
Varlık Yönetim Şirketleri	14,1	3,0	18,7	3,4	32,7	1,0

Kaynak: TCMB, TOKİ (Şon Veri: 09.17)

Hanehalkı finansal yükümlülüklerinde geçtiğimiz Rapor döneminde görülen yükselmenin ardından, tüketici kredilerine yönelik makroihtiyati önlemlerin 2016 yılı Eylül ayından itibaren gevşetilmesinin de etkisiyle yükümlülüklerin bu Rapor döneminde de arttığı görülmektedir. 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla hanehalkı finansal yükümlülüklerinde görülen yüzde 16,6'lık artışta yükümlülüklerin yaklaşık dörtte üçünü oluşturan konut kredisi ve ihtiyaç kredisi belirleyici olmuştur (Tablo II.1.2).

Hanehalkı bu Rapor döneminde bir önceki Rapor döneminde olduğu gibi finansman kaynağı olarak çoğunlukla bankaları tercih etmiştir. Ancak banka kredilerinin hanehalkı finansman yükümlülükleri içindeki payının son bir yılda 0,1 puan gerilediği görülmektedir (Tablo II.1.2). Yeni açılan finansman şirketleri ile beraber finansman şirketlerince kullanılan tüketici kredilerinin çeşitlilik göstermesi bu gerilemede etkili olmuştur. Tüketiciler, finansman şirketi kredilerini büyük oranda taşit alımlarına yönelik kullanırken, geçtiğimiz yıldan itibaren ihtiyaç kredisine konu olacak alımlarda da finansman şirketlerini tercih etmeye başlamıştır. Finansman şirketleri tarafından

sağlanan ihtiyaç kredileri, 2017 yılı Eylül ayı itibarıyla 4,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Neticede, finansman şirketlerinin ihtiyaç kredisine konu olacak alımlara yönelik kullandığı kredilerin toplam finansman şirket kredileri içindeki payı yaklaşık yüzde 30,7'ye ulaşmıştır (Grafik II.1.12).

İhtiyaç kredisi azami taksit sayısının 36 aydan 48 aya ve konut kredisi kullanımlarında dikkate alınan kredi-değer oranının yüzde 75'ten yüzde 80'e yükseltilmesiyle, yeni açılan ihtiyaç kredilerinin daha uzun vadeli kullanıldığı görülmektedir (Grafik II.1.13). İhtiyaç kredisi ortalama vadesinin artışına etki eden diğer bir unsur ise standart nitelikli kredilere tanınan 72 aya kadar yeniden yapılandırma imkânı olmuştur.¹ İçinde bulunduğumuz Rapor döneminde konut kredilerindeki vadeler yatay seyredirken, taşıt kredisinde vadeler bir miktar kısalmıştır.

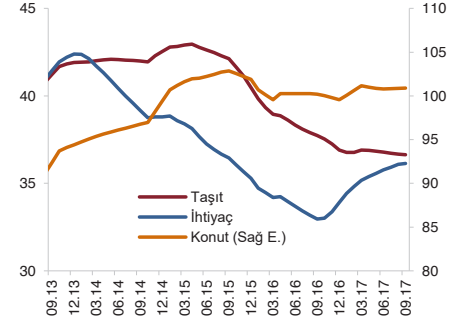
2017 yılının Eylül ayı itibarıyla ipoteksiz konut satışlarında yüksek bir artış gözlenmiş ve ipoteksiz satışların toplam konut satışları içindeki payı yükselmiştir (Grafik II.1.14). Kredili konut satışları 2016 yılı Eylül ayından itibaren konut satış artışına pozitif katkı vermektedir. Konut satışlarının artışında konut kredilerine yönelik finansal koşullarda sağlanan iyileşmenin etkili olduğu düşünülmektedir. 2016 yılı Eylül ayından itibaren konut kredisi başvurusunda bulunan kişiler içinde konut kredisi tahsis edilen kişi sayısı (kabul oranı) dönem ortalamasının hafif üzerinde seyretmektedir.

Bireysel kredi kartı bakiyesinin özellikle 2017 yılının yaz aylarında ivmelendiği görülmektedir (Grafik II.1.15). Bireysel kredi kartı harcamalarının enflasyon etkilerinden arındırılmış yıllık değişiminde de artış gözlenmekte, bu artışın turizmin 2016 yılına göre bir miktar canlanması ile beraber artan paket tur fiyatları ve dönemsel olarak artan harcama eğilimlerinden kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

¹ Makroihtiyatı önlemler ve para politikasının vadeler üzerindeki etkisi için Kutu II.1.1'e bakınız.

Ortalama vadeler ihtiyaç kredilerinde uzamaya devam ederken, konut kredilerinde değişmemiş, taşıt kredilerinde ise kısalmıştır.

Grafik II.1.13
Bireysel Kredilerin Ortalama Vade Gelişimi
(3 Aylık Hareketli Ort., Ay)

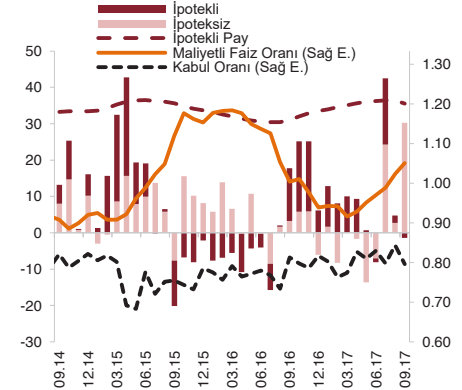


Not: Ortalama vade hesabı, kredilerin orijinal vadesine göre yapılmıştır.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.17)

Son aylarda ipoteksiz satış oranı ipotekli satış oranının önüne geçmiştir.

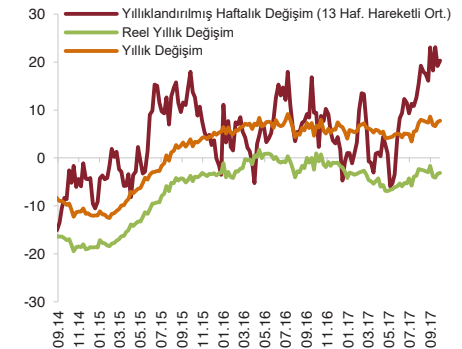
Grafik II.1.14
Konut Satış Değişimine Katkıları ve Konut Kredisi Aylık Maliyetli Faiz Oranı (Yüzde, Puan)



Not: İpotekli pay, son 12 aylık konut satışları içinde ipotekli satışların payını göstermektedir. Kabul oranı, tesis edilen konut kredisi başvuru adedinin kullanılan kredi sayısına oranını göstermektedir.

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 09.17)

Grafik II.1.15
Bireysel Kredi Kartı Bakiyesinin Gelişimi
(Yüzde)



Not: Kredi kartı bakiyesi TÜFE kullanılarak reelleştirilmiştir.

Kaynak: TCMB, TÜİK (Son Veri: 09.17)

Kutu
II.1.1Makroihtiyati Önlemler Çerçevesinde Para Politikası Şokunun
İhtiyaç Kredilerine Etkileri

Para politikasının kredi büyümesi üzerindeki etkisi özellikle 2008 küresel krizi sonrasında uygulamaya konulan makroihtiyati politikalarla birlikte daha belirgin bir hale gelmiştir. Sıkı para politikası piyasa faiz oranlarını yukarı yönlü etkileyerek finansman koşullarını baskılayıp yatırım ve tüketim harcamalarını azaltabilir. Gevşek para politikası ise, kredi koşullarını genişleterek ekonomide gereğinden fazla risk yaratacak bir kırılganlık oluşturabilir. Geleneksel para politikası aktarım mekanizması finansal piyasaların sürtünmesiz olduğunu varsayarak, borç alma oranlarının merkez bankalarının belirttiği kısa vadeli faizlere bağlı olduğunu ancak vadelerin bu para politikası aracının hareketinden etkilenmediğini öngörmektedir.¹

Bu kutuda, para politikası şoklarının kredi piyasası üzerine etkisinin finansal istikrar açısından önemi göz önünde bulundurularak, söz konusu şokların ve makroihtiyati politikaların ihtiyaç kredilerinin büyüme ve vade yapılarını ne yönde ve ne ölçüde etkilediği araştırılmıştır. Bu bağlamda, banka bazlı veriler üzerinde iktisadi yazında yaygın olarak kullanılan panel vektör otoregresyon (PVAR) yöntemi kullanılarak para politikası ve makroihtiyati önlem şokları tanımlanmış ve bu şoklar ile yıllık kredi büyümeleri ve kredi vadeleri arasındaki geçişkenlik incelenmiştir.

Ülkemizin bankacılık sektöründeki çoğu veri için banka bazlı zaman serilerine, 2002 yılı Aralık ayından itibaren ulaşılabilmekle birlikte doğrudan ulaşılamayan vade verisi 2010 yılından itibaren daha düzenli raporlanan bireysel verilerden elde edilmiş, bu yüzden çalışmada 2010 yılından itibarenki gelişmelere yoğunlaşmıştır. Kullanılan içsel ve dışsal değişkenlerin listesi Tablo II.1.1.1'de yer almaktadır. Tabloda listelenen veriler çalışmada aylık frekansta kullanılmıştır.

Bu bağlamda, kredi büyümeleri, para politikası faizi, kredi vadeleri, borç verme faizi ve makroihtiyati önlemler arasındaki etkileşim Inessa ve Zicchino (2006) çalışması ile geliştirilen PVAR(1)² modeli ile analiz edilmiştir. Dinamik bir panelde, sabit etkiler bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerleri ile bağıntılı olduğundan, sabit etkiler tahmin değişkenleri tutarlı olmamaktadır. Bu nedenle, sabit

Tablo II.1.1.1
PVAR için Kullanılan Değişkenler

MODEL^a**İçsel Değişkenler**Kredi Büyümesi (yıllık yüzde)^bVade^bMakroihtiyati Politika Kukla Değişkeni^cPolitika Faizi^dBorç Verme Faizi^b**Dışsal Değişkenler**

İşsizlik Oranı

Sepet Kur

^aFaiz oranlarına 2013 yılı Mayıs ayından itibaren TCMB tarafından üst sınır getirilen ve dolayısıyla faiz aktarım mekanizmasının net olarak gözlemlenemediği kredili mevduat hesapları bakiyeleri ihtiyaç kredilerinden dışlanmıştır.

^bBu veriler banka bazlıdır.

^cKukla değişkenler sıkı makroihtiyati politikaların uygulandığı dönemde 1 değerini alacak şekilde tasarlanmıştır. İhtiyaç kredileri için bu değişken 36 ay taksit sınırlaması getirilen 2014 yılı Ocak ayı ile taksit sınırlamasının 48 aya çıkarıldığı 2016 yılı Eylül ayı arasında 1 değeri almaktadır.

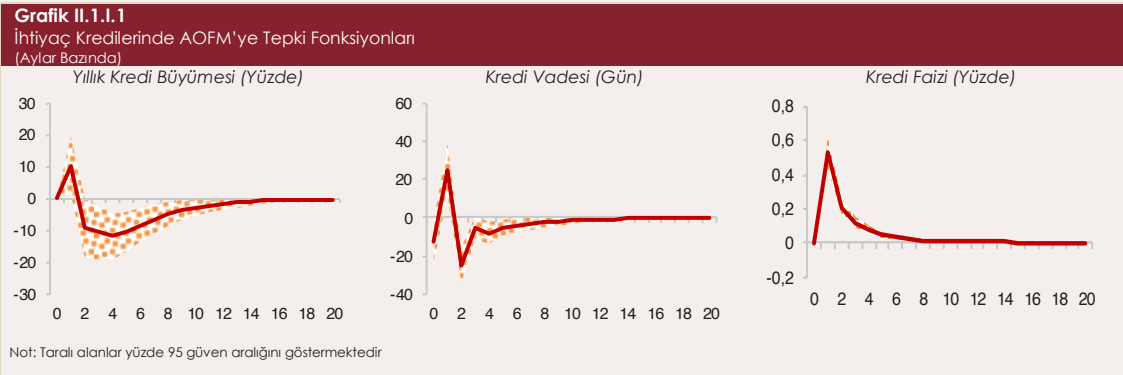
^dPolitika faizi olarak AOFM kullanılmış olup AOFM verisi 2011 yılından itibaren raporlandığından bu tarihten önce bu veri için BİST bankalararası gecelik borçlanma faizleri kullanılmıştır.

1 Aktarım mekanizması ile alakalı olarak Gertler ve Karadi (2015) çalışması kredilerin ve vadelerin aktarım mekanizmasına eklenmesinin önemini vurgulamıştır.

2 PVAR gecikmeli değeri Bayesci bilgi kriterine bağlı kalınarak seçilmiştir.

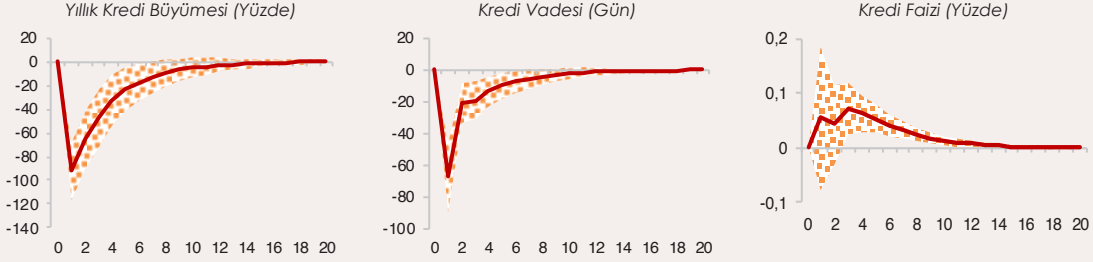
etkilerden arındırmak için, bütün panelde verilerin ilk farkı alınarak analiz yapılmaktadır. Tüm tahminler, değişkenlerin gecikmeli değerlerinin enstrüman olarak kullanıldığı iki aşamalı sistem GMM ile hesaplanmaktadır. Yapılan analizde VAR modeli kullanımının en önemli faydası, söz konusu yöntemin ortogonal şokların birbiri üzerine etkisinin değerlendirilmesine izin vermesidir. En sade anlatımıyla VAR, içsel bir değişkene gelen şokun diğer bir içsel değişkene etkisini sistemdeki diğer değişkenlerin etkisinden arındırarak göstermektedir. Bu gösterim etki-tepki fonksiyonları ile mümkün olmaktadır.¹ Ayrıca söz konusu yöntem, bankalar arası heterojenlik sorunsalını ele alma konusunda benzer diğer panel veri yöntemlerine kıyasla daha üstündür.

Grafik II.1.1.1'de, ihtiyaç kredileri için tahmin edilmiş PVAR(1)'dan elde edilen para politikası şoklarının yıllık ihtiyaç kredisi büyümesi, yeni açılan ihtiyaç kredilerinin vade ve faizleri üzerindeki etkisi gösterilmektedir. İhtiyaç kredileri için para politikası aktarım mekanizması incelendiğinde, para politikasındaki sıkılaştırmanın (100 baz puanlık pozitif bir standart şokun) ihtiyaç kredileri büyümesi üzerindeki etkisi 11 ay sürmektedir. Bu etki 11 ay sonunda ortadan kalkmakta ve para politikası şokunun etkisiyle birlikte ihtiyaç kredi büyümesi ortalama 5,4 baz puan gerilemektedir. Diğer taraftan, para politikası şokunun etkisiyle vadeler anlamlı bulunan 6 ay boyunca ortalama 5 gün azalmaktadır. Son olarak, para politikası şokunun ihtiyaç kredisi faizlerine geçişi 55 baz puan olmakta ve bu etki 5 ay sonunda ortadan kalkmaktadır.



Grafik II.1.1.2'de, ihtiyaç kredileri için tahmin edilmiş PVAR(1)'dan elde edilen makroihtiyati sıkılaştırma şokunun kredi büyümesi ile yeni açılan kredilerin vade ve faizleri üzerindeki etkisi gösterilmektedir. Makroihtiyati sıkılaştırma, kredi büyümesi üzerinde ilk altı ayda ortalama 42 baz puanlık bir daralma yaratmakta ancak bu etki altı aydan sonra ortadan kaybolmaktadır. Diğer taraftan sıkılaştırma şokunun yeni açılan kredi vadelerini ilk etapta yaklaşık 90 güne kadar kısaltsa da, şokun istatistiksel olarak anlamlı olduğu altı aylık dönemde vadeler ortalama olarak 23 gün düşmektedir. Son olarak, makroihtiyati politika şokunun ihtiyaç kredi faizleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisinin ihmal edilebilir düzeyde olduğu görülmektedir.

¹ VAR sisteminin belirlenmesi için Cholesky ayrıştırması uygulanmıştır. Sistemin tutarlılığı açısından etki- tepki fonksiyonları içsel değişkenlerin farklı sıralaması ile elde edilmiş ve sonuçların değişmediği görülmüştür.

Grafik II.1.1.2İhtiyaç Kredilerinde Makroihtiyati Politikaya Tepki Fonksiyonları
(Aylar Bazında)

Sonuç olarak, modele dayalı bulgular para politikası şoklarının kredi büyümleri, kredi vadeleri ve faizleri üzerinde anlamlı etkileri olduğunu göstermektedir. İhtiyaç kredilerinde politika şoklarından kredi faizlerine geçişkenliğin şokun boyutundan daha küçük ama kayda değer olduğu değerlendirilmekte ve bu durumun söz konusu krediler için bankalarca sunulan faiz marjlarının diğer kredi türlerine kıyasla daha yüksek seviyede olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Diğer taraftan uygulanan makroihtiyati politikanın kredi faizlerini çok etkilemeden kredi vadelerinin yanı sıra kredi büyümleri üzerinde de oldukça etkili olduğu gözlenmektedir.

Kaynakça

Gertler M., ve P. Karadi 2015, Monetary Policy Surprises, Credit Costs and Economic Activity, American Economic Journal, 7(S1):44-76.

Inessa L., ve L. Zicchino 2006, Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR, 46(S2):190-210.,

II.2 Reel Sektör Gelişmeleri

II.2.1 Ekonomik Aktiviteye Katkı

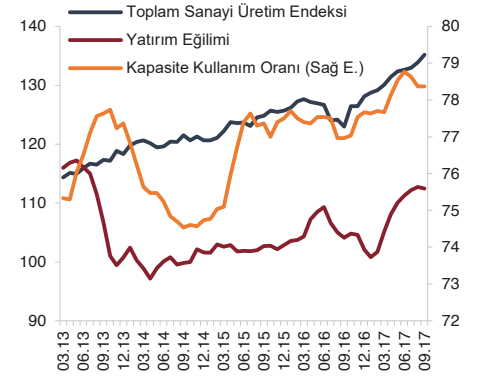
2017 yılı başından itibaren toparlanan reel sektör sanayi üretim hacmi, ikinci çeyrekte ve üçüncü çeyrek öncü verilerinde artış eğilimini sürdürmektedir (Grafik II.2.1). Bu eğilimde hemen hemen tüm alt ürün gruplarındaki imalat artışının katkısı olmakla birlikte sermaye malı üretiminde son aylardaki yukarı yönlü ivmelenme belirgindir. Bu gelişme yılın ilk iki çeyreğinde yıllık büyümeye katkısı sınırlı olan yatırım görünümünün toparlanma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Kapasite kullanım oranlarındaki iyileşme ile yatırım eğilimi anketi sonuçlarına göre yatırım iştahının yüksek olması, yılın geri kalan döneminde uzun süredir ertelenmiş olan yatırımların faaliyete geçebileceği yönünde olumlu sinyaller vermektedir.

2016 yılında gerçekleşen bir dizi şoktan sonra reel sektörün yaşamış olduğu güven kaybı, 2017 yılında ekonomik faaliyetteki belirgin iyileşmenin etkisiyle ortadan kalkmış ve beklentilerde toparlanma gözlenmiştir (Grafik II.2.2). Yılın üçüncü çeyreğinde inşaat hariç sektör genelinde ekonomiye olan güvenin artarak devam etmesi de ekonomik aktivitedeki büyümenin sürdüğünü ve alt sektörlerdeki yayılımının da arttığını göstermektedir. Anketlerden elde edilen bilgiye göre konut piyasasında ikinci çeyrekte itibaren gözlenen yatay seyrin inşaat sektöründeki görünümü bir miktar durağanlaştırdığı, fakat altyapı projelerinde yatırımların sektöre destek sağladığı değerlendirilmektedir.

Reel sektörün geçmiş üç aylık dönemdeki yeni aldığı siparişlerin durumunu ölçen anket verilerine göre, 2016 yılı son çeyreğinden itibaren hızla artan ihracat siparişlerinin 2017 yılı Haziran ayından itibaren azalan ivme ile artışını sürdürdüğü gözlenmektedir (Grafik II.2.3). Sektöre yönelik teşviklere ek olarak ihracat pazarlarındaki genişlemenin, pazar çeşitlendirme esnekliğinin, ticaret ortaklarımızdaki artan talep ile kur hareketlerinin ihracat siparişlerindeki artışta etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bunun yanında iç piyasa siparişlerinde özellikle üçüncü çeyrekte ivmelenme gözlenmektedir. Ekonomik büyümenin sektörlerde artan oranda

Sanayi üretimi ve yatırım eğilimi toparlanmaktadır.

Grafik II.2.1
Sanayi Üretimi, Kapasite Kullanımı ve Yatırım Eğilimi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ort.)

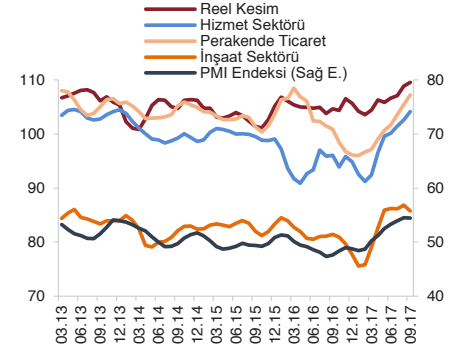


Not: Yatırım eğilimi, imalat sanayinde gelecek 12 aylık yatırım beklentisini yukarı ve aşağı olarak ifade edenlerin farkı 100'e eklenerek elde edilmiştir.

Kaynak: TÜİK, TCMB (Son Veri: 09.17)

Sektör genelinde güven endeksleri artış eğilimindedir.

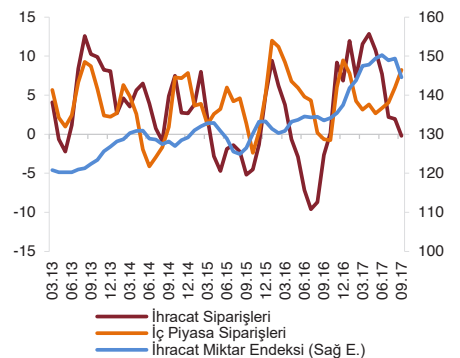
Grafik II.2.2
Reel Sektör Güven Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ort.)



Kaynak: TÜİK, TCMB (Son Veri: 09.17)

İhracat ve yurt içi satışlarda artış devam etmektedir.

Grafik II.2.3
İhracat ve İç Piyasa Siparişleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ort.)



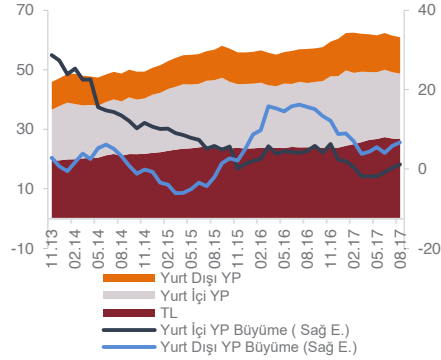
Not: Sipariş verisi, iktisadi yönelim anketinde geçmiş üç ayda ihracat ve iç piyasa sipariş miktarlarını yukarı ve aşağı yönlü olarak ifade eden firmaların payları cinsindeki farkı göstermektedir. Sıfır üstündeki değer sipariş miktarının arttığını göstermektedir.

Kaynak: TÜİK (Son Veri: 09.17)

Firmaların finansal kaldıracı yatay seyretmektedir.

Grafik II.2.4

Reel Sektör Finansal Borçlarının GSYİH İçindeki Payı ve YP Kredilerin Yıllık Büyümesi (Yüzde, Yüzde)



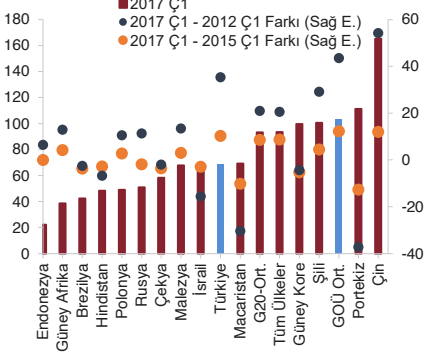
Not: YP büyüme oranları ABD doları cinsinden YP borcun yıllık yüzde değişimleridir.

Kaynak: TCMB, BDDK (Son Veri:08.17)

Firmaların finansal kaldıracı gelişmekte olan ülkeler ortalamasının altındadır.

Grafik II.2.5

Reel Sektör Kredi/GSYİH Oranı Uluslararası Karşılaştırması (Yüzde, Yüzde Fark)

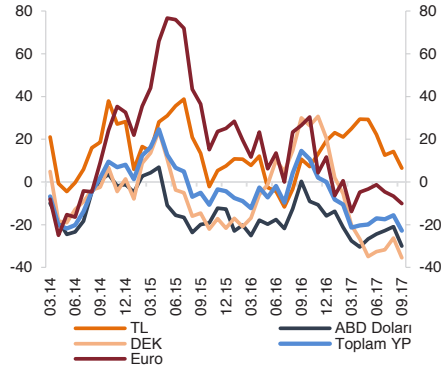


Kaynak: BIS (Son Veri: 03.17)

Akım YP Kredi ve DEK kullandırımları düşmüştür.

Grafik II.2.6

Üç Aylık Dönemlerde Kullanılan (Akım) Kredilerin Para Birimi Bazında Dağılımı (Yıllık Yüzde Değişim)



Not: Euro ve ABD Doları kredilerde kendi para birimi cinsinden, DEK ve toplam YP kredilerde ise sepet cinsinden değişim hesaplanmıştır. Sepet kur için 0,7 ABD doları ve 0,3 euro ağırlığı kullanılmıştır. Toplam YP içerisinde DEK dahildir.

Kaynak: TCMB, BDDK (Son Veri:09.17)

yayılması ile iç talepteki artış reel sektörü desteklemekte ve bu durumun üçüncü çeyrek büyüme rakamlarına olumlu yansıtacağı değerlendirilmektedir.

II.2.2 Borçluluk Durumu

Firmaların toplam finansal borçluluğu GSYİH'ye oranla 2017 başından itibaren yatay seyretmektedir (Grafik II.2.4). TL cinsi borçta KGF kefaletli kredilerin etkisiyle hızlı bir artış gözlenirse de hem yurt içi hem de yurt dışından temin edilen döviz cinsi borç stoğundaki büyüme oranının yüzde 5'in altına inmesi firma kaldıracındaki yükselişin önüne geçen gelişmelerdir. Bunun yanında, 2017 yılı ilk çeyreğinden Temmuz ayına kadar olan süreçte döviz kurunda gözlenen istikrârın YP borç bakiyesinin TL karşılığındaki artışı sınırlaması da sektör borçluluğuna olumlu katkı sağlamıştır.

Toplam firma kredilerinin GSYİH'ye oranı 2017 yılı ilk çeyreği itibarıyla yüzde 68'e ulaşmıştır ve söz konusu oran G20, GOÜ ve tüm ülkeler ortalamasının altındadır (Grafik II.2.5). 2017 yılının Mart ayı itibarıyla GOÜ ortalaması 2015 yılına kıyasla yaklaşık 12 puan artarken, ülkemiz firmalarındaki artış 10 puandır. Bu artışın büyük kısmı (7 puan) 2016 yılı son çeyreğinde döviz kurunun hızlı yükselmesi sonucunda YP kredi bakiyelerinin artması ile ilişkilidir. Nitekim bir önceki raporda bahsedildiği üzere 2016 yılı üçüncü çeyrekteki Kredi/GSYİH oranındaki yıllık değişim yüzde 1 seviyesindedir. Kredi/GSYİH oranının 2017 yılı başından itibaren yataylaşmış olması, Türk firmalarının borçluluk seviyesinde benzer ülkelere kıyasla bulunduğu pozisyonu son dönemde de koruduğunu göstermektedir.

Son dönemde kullanılan (akım) kredilerin dağılımına bakıldığında YP cinsi krediler yıllık bazda ortalama yüzde 20'nin üzerinde azalış kaydetmiştir (Grafik II.2.6). Euro cinsi kredilere kıyasla ABD doları cinsi kredi kullanımındaki düşüş daha belirgindir. Çoğunlukla döviz geliri olmayan KOBİ'ler tarafından tercih edilen dövizde endeksli kredi (DEK) kullanımında yüzde 40'a yakın bir düşüş gözlenmiştir. Kur riski açısından diğer YP kredilerle aynı özellikleri taşıyan bu kredilerdeki yavaşlama, KOBİ'lerin finansal risk yönetimi açısından olumlu bir gelişmedir. Büyük çoğunlukla TL cinsi kullanılan KGF kefaletli krediler nedeniyle, akım TL kredilerde 2017 yılı boyunca geçtiğimiz yıla göre pozitif bir büyüme gerçekleşmiştir. Ancak son

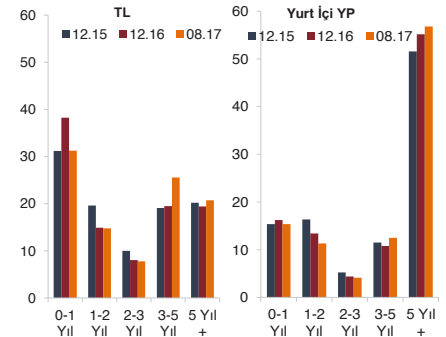
dönemde KGF kefaletli kredi kullandırmalarında görülen hız kaybının büyüme rakamlarına yansıdığı dikkat çekmiştir. Bankaların YP cinsi fonlama koşulları ve dış borç yenileme oranları olumlu bir seyir izlemesine rağmen bu durumun iç piyasada YP kredi arzını artırmamış olması; kur gelişmelerinin talep yönlü etkisinin ve uzun süredir kur riskinin yönetilmesine ilişkin oluşturulan piyasa farkındalığının olumlu bir sonucudur. Bu gelişmeler sayesinde firmaların döviz açık pozisyonu uzun bir süredir artmamakta ve yatay seyrini korumaktadır. TCMB'nin yakın zamanda başlatmış olduğu Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz alım-satım işlemlerinin de, önümüzdeki süreçte reel sektörün kur riski yönetimini desteklemesi beklenmektedir.

Ağustos 2017 itibarıyla TL ve YP firma kredilerinde vadeler 2016 yıl sonuna göre uzamıştır (Grafik II.2.7). TL kredilerde kısa vadeli (0-12 ay) kredilerin payı hızlı bir şekilde düşerken 3-5 yıl arasında vadesi olan kredilerin payı önemli ölçüde artmıştır. Bu gelişmede ortalama vadesi 35 ay olan KGF kefaletli kredilerin rolü büyüktür. Diğer taraftan YP kredilerin yarısından fazlasını oluşturan 5 yıl ve üzeri vadeli kredilerin payı artmaya devam etmektedir. 2015 ve 2016 yıl sonlarına göre üç yıldan daha az orijinal vadeye sahip YP kredilerin payı düşerken, üç yıldan uzun vadeli döviz kredilerin payı Ağustos 2017 itibarıyla yüzde 70'e ulaşmıştır.

II.2.3 Sektörel Gelişmeler

Firma kredilerinin sektörel dağılımı sektörlerin GSYİH'ye olan katkısıyla uyumludur (Grafik II.2.8). Kredilerin büyük çoğunluğu imalat sanayi ve toptan perakende ticaret sektörlerinde yoğunlaşmakla birlikte, enerji (elektrik, gaz ve su) sektörü yüksek finansal kaldıraçla dikkat çekmektedir. Son yıllarda artan yüksek miktarda enerji sektörü yatırımlarının, bu yatırımların nakit akımlarının henüz oluşmamasının ve sektörün kredilerindeki geri ödemesiz dönemlerin uzun olmasının bu durumda etkili olduğu değerlendirilmektedir. TL kredi stoku büyük ölçüde yurt içi piyasalarda faaliyet gösteren toptan perakende, tarım ve hayvancılık gibi sektörlerdeki firmalarda yoğunlaşmıştır. YP kredi kullanımının ise çoğunlukla döviz geliri olan ve yatırımlarla ilişkili sektörlerde toplandığı gözlenmektedir. YP krediler ihracat hacminin yüzde 90'ını oluşturan imalat sanayi; havayolu ve telekom şirketleri gibi büyük ölçekli ve YP gelir sağlayan firmaların olduğu ulaştırma ve haberleşme ile turizm geliri elde eden otel ve restorancılık gibi doğal

Grafik II.2.7
Yurt İçi TL ve YP Kredilerin Orijinal Vade Dağılımı
(Yüzde Pay)

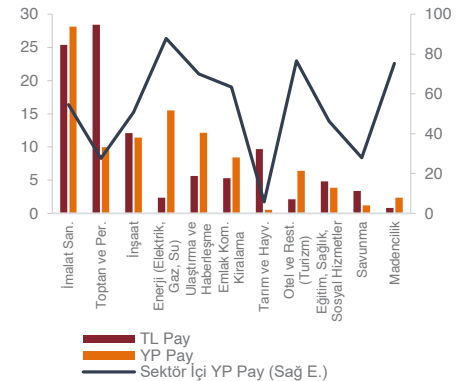


Not: Kredi stokunun orijinal vade dağılımıdır.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.17)

YP krediler döviz gelirleri olan ve yatırımlarla ilişkili sektörlerde yoğunlaşmıştır.

Grafik II.2.8
Firma Kredilerinin Sektörel Dağılımı ve YP Kredilerin Payı (Yüzde Pay)



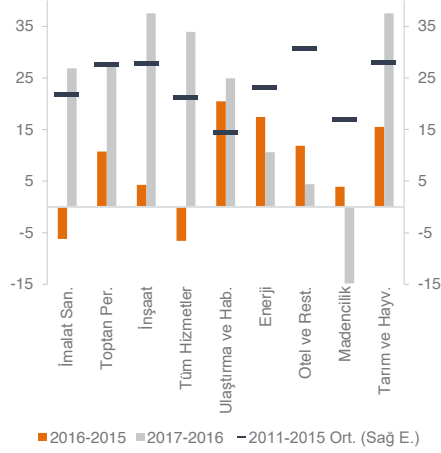
Not: Kredi borcu, yurt içinden kullanılan ve yurt dışında yerleşik bankalar aracılığıyla kullanılan kredileri kapsamaktadır.

Kaynak: TBB Risk Merkezi (Son Veri: 08.17)

Sektör genelinde yeni kullanılan krediler artmaktadır.

Grafik II.2.9

İlk Sekiz Ayda Kullanılan (Akım) Kredilerin Yıllık Büyümesi (Yüzde Değişim, Yüzde Değişim)



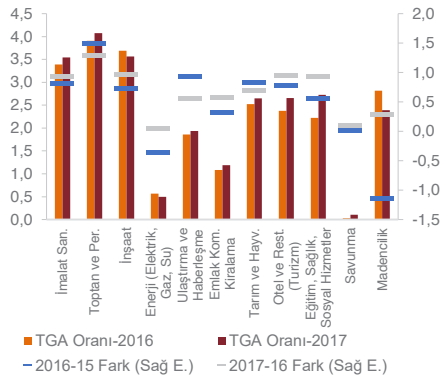
Not: Gri sütunler 2017 ilk 8 ayındaki akım kredi miktarının 2016 ilk sekiz ayındaki akım kredi miktarına göre yüzde büyümesini göstermektedir. Turuncu sütun 2016 ve 2015 yılları ilk sekiz ayındaki büyüme ve çizgiler de 2011-15 arasında ilk sekiz aydaki akım kredilerin yıllık büyümesinin ortalamasını göstermektedir. Tüm hizmetler altında, eğitim, idari ve sosyal hizmetler, emlak, komisyonculuk, kiralama, sağlık ve savunma sektörleri yer almaktadır.

Kaynak: TBB Risk Merkezi (Son Veri: 08.17)

Sektör genelinde TGA oranları düşük seyretmektedir.

Grafik II.2.10

Sektörlerin Standart TGA ve Kredi Büyüme Etkisinden Arındırılmış TGA Oranları (Yüzde Oran, Yüzde Fark)



Not: Gri çizgi 2017 yılı 8. ayı için, paydada yer alan nakdi kredi stoğu 2016 8. aya sabitlenerek elde edilen TGA oranı ile 2016 yılı 8. aydaki standart TGA oranı arasındaki farkı göstermektedir. Mavi çizgi de 2016 yılı 8. ayı için, paydada yer alan nakdi kredi stoğu 2015 yılı 8. aya sabitlenerek elde edilen TGA oranı ile 2015 8. aydaki standart TGA oranı arasındaki farkı göstermektedir. Kredi büyümesinin TGA oranlarına olan etkisini arındırmak için bu değerler hesaplanmıştır.

Kaynak: BDDK (Son Veri: 08.17)

korumaya sahip olduğu düşünülen sektörlerde yoğun olarak kullanılmaktadır. Enerji ve inşaat sektörlerindeki altyapı projeleri ve yüksek montanlı yatırımlar için uzun vadeli finansman ihtiyacı nedeniyle, bu sektörler ortalamasının üstünde YP kredi payına sahiptir. YP kredilerin sektörel dağılımının yanında firma bazlı dağılımlar da kur riski yönetimi açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle firma bazlı gelişmeleri izlemek için TCMB nezdinde başlatılan veri takip sistemi, önümüzdeki dönemde firmaların döviz riskine yönelik gözetim altyapısının güçlendirilmesi açısından önem taşımaktadır.

2017 yılı ilk sekiz ayındaki en yüksek akım kredi büyümesi inşaat, tarım ve hayvancılık ile hizmetler sektöründe gerçekleşmiştir (Grafik II.2.9). KGF kefaletli kredilerin de katkısıyla, hemen hemen tüm sektörlerde 2017 yılı ilk sekiz ayında yeni kullanılan krediler uzun dönem ortalamasının üzerinde büyüme kaydetmiştir. 2016 yılında gelirleri azalan ve 2017 yılında bir miktar toparlanan turizm sektöründeki yeni krediler ise ortalamasının altında büyümüştür.

Firma kredilerinde tahsili gecikmiş alacaklar düşük seviyesini korumaktadır. Sektörel dağılım incelendiğinde en yüksek kredi hacmine sahip imalat, toptan perakende ve inşaat sektörlerinin TGA oranlarının diğer sektörlerle kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir (Grafik II.2.10). Son iki yılda ekonomik aktiviteye katkısı bir miktar azalan turizm sektöründe TGA oranı yüzde 2,5 seviyesinde kalmıştır.

TGA oranı hesabında paydada yer alan kredi hacminin 2017 yılında yüksek büyümesi, TGA oranının şu anki seviyesinin kredi riskini sağlıklı bir şekilde ölçmediği şeklinde değerlendirmelere yol açabilir. Bu nedenle TGA oranını kredi büyümesi etkisinden arındırmak daha sağlıklı bir analiz yapma imkânı verecektir. Cari dönemde yıllık TGA tutar değişiminin bir sene önceki kredi stoğuna bölünerek elde edilecek oran son dönemdeki TGA gelişmeleri hakkında daha iyi fikir verebilir $((TGA_t - TGA_{t-1}) / (Kredi_{t-1}))$. 2017 yılı Ağustos ayındaki TGA tutarının 2016 yılı Ağustos ayı TGA tutarından farkı, 2016 Ağustos kredi stoğuna bölündüğünde elde edilen oran sektör genelinde yüzde 0,9'dur. Diğer bir ifadeyle, kredi stoğu sabit tutulduğunda TGA oranındaki artış yüzde 1'in altındadır (Grafik II.2.11). Hemen hemen tüm alt sektörlerde de söz konusu oran yüzde 1'in altında ve 2016-2015 yılları Ağustos ayları farkına oldukça yakın seyretmiştir. Özetle, firma kredilerindeki TGA düzeyi, kredi büyümesinden bağımsız olarak

makul seviyelerdedir ve 2017 yılında sektörlerin geri ödemelerinde ve bankaların aktif kalitesinde önemli bir bozulma gözlenmemektedir.

II.2.4 Finansmana Erişim

2016 yıl sonundan itibaren bankaların TL fonlama maliyetlerinin yükselmesiyle birlikte firma TL kredi faiz oranları artma eğilimindedir. Bu eğilim 2017 yılı Haziran ayından itibaren bir miktar yavaşlamıştır (Grafik II.2.11). Firma kredilerinde faiz artışları büyük ve orta ölçekli firmalarda 2016 yılı son çeyreğinden itibaren, küçük ve mikro ölçekli firmalarda ise 2017 yılı Mart ayından sonra görülmüştür. Önemli ölçüde KOBİ'lere kullandırıldığı bilinen TOBB Nefes Kredisinin, faizsiz KOSGEB işletme kredilerinin alt segmentteki ortalama faizin aşağıda kalmasında katkısı olmuştur. Ayrıca söz konusu teşvikler nedeniyle KOBİ'lerin finansmana erişimdeki dezavantajlarının bir miktar kaybolduğu, en alt ve en üst segmentte yer alan firmalar arasındaki ortalama faiz farkının yüzde 2'lere kadar gerilediği görülmektedir.

2017 yılı ikinci ve üçüncü çeyrek Kredi Eğilim Anketi verilerine göre bankalar, firma kredi standartlarında sınırlı bir gevşeme olduğunu belirtmiştir (Grafik II.2.12). Kamu teşvik ve tedbirleri, 2014 yılından itibaren tüm anket dönemlerinde sıklaştığı yönünde değerlendirilen kredi standartlarının son iki çeyrekte daha fazla sıklaşmasının önüne geçmiştir. Son bir yıldır başta KOBİ'ler olmak üzere reel sektör genelinde finansman talebi yükselmiştir (Grafik II.2.13). Bu artan talebin kamu teşvikleriyle desteklenen kredi piyasası tarafından karşılanması, firmaların olası likidite ve tahsilat sıkıntısının önüne geçmiş ve ekonomik aktivitenin canlı kalmasına katkı sağlamıştır.

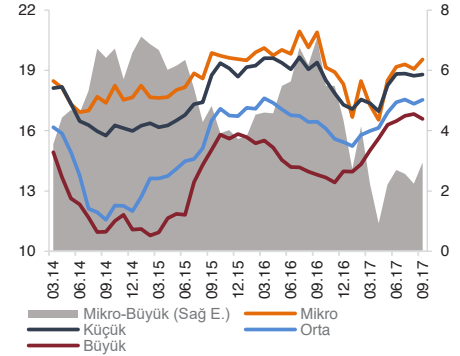
II.2.5 Likidite Pozisyonu

Firma mevduatları 2016 yılı son çeyreğinden itibaren artış eğilimini sürdürmektedir (Grafik II.2.13). YP mevduatları, firmaların YP borç geri ödemeleri, kur riski koruması ve ithalata yönlendirilen KGF kefaletli kredilerin YP mevduat olarak geri dönmesi nedeniyle 2017 yılı Nisan ayına kadar hızlı bir artış göstermiş, daha sonra kur oynaklığının istikrara kavuşması neticesinde Ağustos ayına kadar bir miktar düşmüştür. Yine aynı dönemde YP ve TL mevduatlarının toplam

KOBİ ve büyük firma finansman maliyetleri arasındaki fark daralmıştır.

Grafik II.2.11

KOBİ ve Büyük Firmaların Ortalama TL Finansman Maliyetleri, (4 haftalık Hareketli Ort., Yüzde Oran, Yüzde Fark)

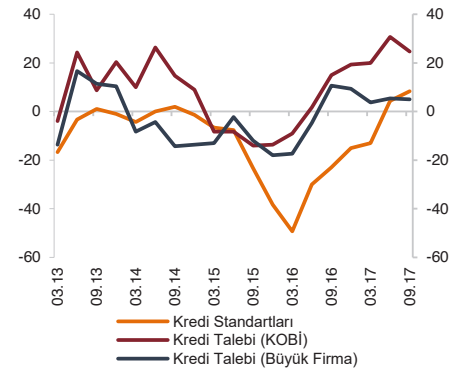


Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.17)

Kredi standartlarında bir miktar gevşeme olmuştur.

Grafik II.2.12

Kredi Standartları ve Kredi Talebi (Yüzde Fark, Yüzde Fark)



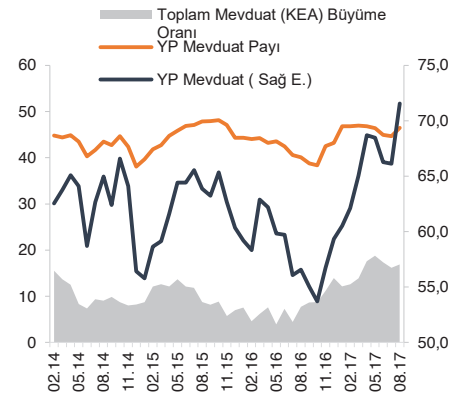
Not: Kredi talebi; "Geçen üç ayda, normal mevsimsel dalgalanmalar dışında, işletmelerin Bankanızdan kredi ve kredi limiti talepleri ne yönde değişti?" sorusuna verilen yukarı ve aşağı yönlü cevapların toplam içerisinde payları arasındaki farktır. Kredi standartları: "Geçen üç ayda, işletmelerle ilgili kredilerin ve kredi limitlerinin onaylanmasında uygulanan Bankanız kredi standartları ne yönde değişti?" sorusuna verilen yukarı ve aşağı yönlü cevapların toplam içerisinde payları arasındaki farktır. Kredi standartlarının sifirin üzerinde olması gevşemeyi altında olması ise daralmayı gösterir.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.17)

Firmaların mevduatları artmaktadır.

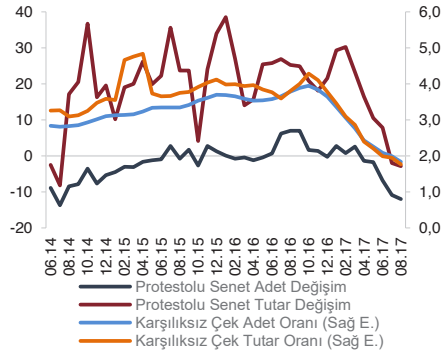
Grafik II.2.13

Yurt İçi Yerleşik Firmaların Mevduat Gelişmeleri (Yüzde, Milyar ABD Doları)



Not: YP Mevduat miktarlarının TL karşılığı, TL/ABD doları kuru için 0,6 ve TL/euro için 0,4 ağırlıklı olarak kullanılan sepet cinsine çevrilmiştir.

Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.17)

Grafik II.2.14Karşılıksız Çek ve Protestolu Senet İstatistikleri
(Yüzde, Yüzde, 3 Aylık Hareketli Ort.)

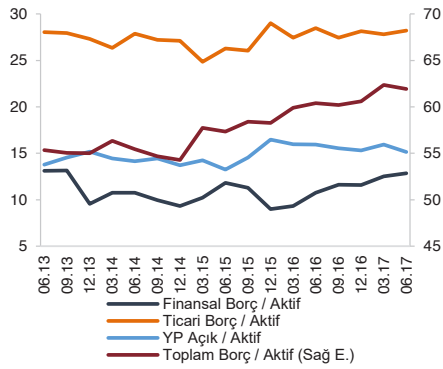
Not: Grafikte 3 aylık hareketli ortalaması alınmış protestolu senetlerin adet ve tutarının yıllık yüzde değişimi ve 3 aylık karşılıksız çek / toplam çek adet ve tutarlarının oranı gösterilmektedir.

Kaynak: TBB (Son Veri: 08.17)

içindeki payı yatay seyretmiştir. Firmaların olası ekonomik, jeopolitik ve küresel şoklara karşı hazır bulundurduğu mevduatlarda gözlenen son dönemdeki artışlar firmaların likidite pozisyonlarının güçlendiği yönünde değerlendirilmektedir.

Firmaların krediye erişimlerinin artması ve likidite pozisyonlarının güçlenmesi firmaların tahsilatlarına olumlu yansımıştır (Grafik II.2.14).

2017 yılı ilk çeyreğinden itibaren protesto edilen senet adedi bir önceki yıla göre yüzde 10 azalmış ve protestolu senet tutarlarının büyüme hızı da belirgin biçimde yavaşlamıştır. Benzer şekilde, karşılıksız çek adedi/tutarı toplam çek adedi/tutarı içerisinde 2016 yıl sonu itibarıyla yüzde 4 paya sahipken 2017 Ağustos itibarıyla bu pay yüzde 2'nin altına gerilemiştir.

Grafik II.2.15Halka Açık Reel Sektör Firmalarının Borçluluk Göstergeleri
(Yüzde, Yüzde)

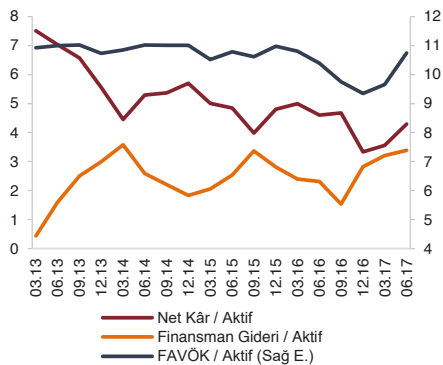
Not: Son veri itibarıyla 236 reel sektör firması analize dâhil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: 06.17)

II.2.6 Borsa İstanbul Firmaları Mali Tablo Analizi

Halka açık reel sektör firmalarının bilançolarından oluşturulan temel finansal göstergelere bakıldığında, toplam borçların aktiflere oranının 2014 yılından itibaren artış eğilimini sürdürdüğü fakat 2017 yılı ikinci çeyreğinde bir miktar düştüğü gözlenmektedir (Grafik II.2.15). Toplam borç içerisinde finansal borç kaldıracı yükselişte iken ticari borçların aktiflere oranı yatay seyretmektedir. Toplam döviz açık pozisyonu (TL karşılığı) aktiflere oranla 2017 yılı ilk çeyreğinde kur kaynaklı bir miktar yükselse de, 2016 yılı başından itibaren yakaladığı aşağı yönlü eğilimini sürdürmektedir.

Firma kârlılıkları yükselmektedir.

Grafik II.2.16Firma Kârlılıkları
(Yüzde, Yüzde)

Not: FAVÖK: Net Kâr + Finansman + Vergi + Amortisman giderleri. Son veri itibarıyla 236 reel sektör firması analize dâhil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: 06.17)

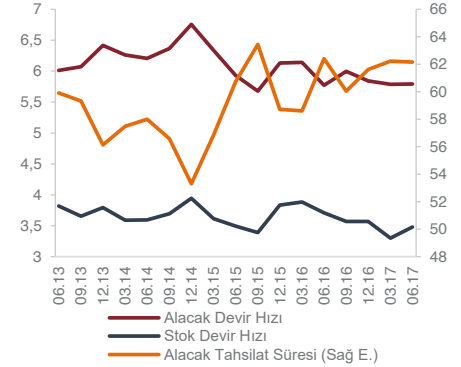
2016 yılı ikinci yarısında yaşanan olumsuz gelişmelerin etkisiyle düşüş gösteren firma kârlılıkları, 2017 yılında ekonomik aktivitedeki canlanmanın neticesinde artış eğilimine girmiştir (Grafik II.2.16). Finansman giderleri 2017 yılında kur ve faizlerdeki yüksek seyirden dolayı artmıştır. 2017 yılında daha önceki dönemlerin aksine, finansman giderlerindeki artış net kârı düşürmemiş; ekonomik faaliyetlerdeki toparlanma sayesinde satışlar ve FAVÖK'ün artmasından dolayı net kârlılık yükselmiştir. Küresel ölçekte bir dizi şokun kur ve maliyet baskısı oluşturduğu bu dönemde firma kârlılıklarının toparlanması kamu tedbir ve teşviklerinin zamanlama açısından firma bilançolarını desteklediğini göstermektedir. Firma bilançolarındaki pozitif gelişmelerin banka aktif kalitesine olumlu yansımalarının olması beklenmektedir.

Ekonomik büyümedeki toparlanma Borsa İstanbul firmalarının faaliyet ve likidite oranlarına da yansımıştır. 2016 yılı ikinci yarısından itibaren firmaların alacaklarını tahsil etme süresi uzama eğilimindeyken 2017 yılı ikinci çeyreğinde bu süre bir miktar kısalmıştır (Grafik II.2.17). Benzer şekilde 2016 yılı boyunca düşüş eğiliminde olan stokların yenilenme hızı 2017 yılı 2. çeyreğinde artmaya başlamıştır. Öncü göstergelerin de ima ettiği gibi büyümenin 3. çeyrekte de devam etmesiyle birlikte firma faaliyet oranlarının ve tahsilatlardaki iyileşmenin toparlanma eğilimini sürdürüleceği beklenmektedir.

Firma bilançolarındaki tekil göstergeler üzerinden analiz yapılabileceği gibi birçok göstergeyi içeren bir endeks ile daha bütüncül bir analiz yapmak da mümkündür. Özel Konu IV.1'de teknik detayları verilen Firma Sağlık Endeksi'ne göre 2016 yılı son çeyreği ve 2017 yılı ilk çeyreğinde firma bilançolarında bir miktar bozulma gözlenmiş, fakat ekonomik aktivitede gözlenen canlanmanın etkisiyle ikinci çeyrekte bilançolar toparlanmıştır (Grafik II.2.18). Ortalamada da firmaların finansal stres eşliğinin oldukça üzerinde olduğu görülmektedir. Firma borçlarının ne kadarının finansal stres yaşama ihtimali yüksek, riskli firmalarda yoğunlaştığı sektörün finansal riski açısından önemli bir sorudur. Sağlık endeksinden türetilen gruplamaya göre, toplam borç içerisinde riskli borcun payının yüzde 10 civarında olduğu, bu oranda son dönemde önemli bir artış olmadığı ve firma borçlarının büyük kısmının finansal açıdan sağlam firmalarda yoğunlaştığı gözlenmektedir.

Grafik II.2.17

Halka Açık Reel Sektör Firmalarının Faaliyet ve Likidite Göstergeleri (Değer, Gün)

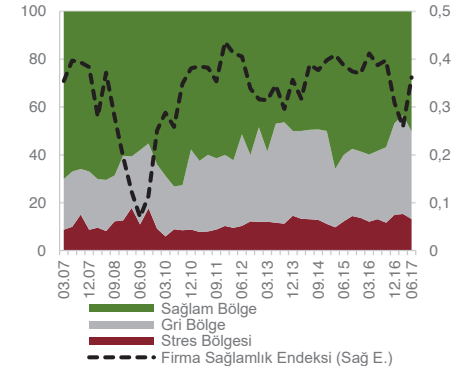


Not: Alacak devir hızı = Satışlar / Ticari Alacaklar. Stok Devir Hızı = Satışların Maliyeti / Stoklar. Alacak tahsilat süresi = $365 * \text{Ticari Alacaklar} / \text{Satışlar}$. Son veri itibarıyla 236 reel sektör firması analize dâhil edilmiştir.

Kaynak: FİNNET (Son Veri: 06.17)

Grafik II.2.18

Firma Sağlık Endeksi ve Firma Borçlarının Endeks Bölgelerinde Dağılımı (Yüzde, Endeks Skoru)



Not: Endeks skoru çeşitli bilanço oranlarının (kaldıraç, likidite, karlılık, verimlilik vb.) çoklu diskriminant analizi ile ağırlıklandırılması ile elde edilmektedir. Skor -0,02'den küçükse firma stres bölgesinde, -0,02 – 0,56 arasında ise gri bölgede ve 0,56'dan büyükse sağlam bölgede olduğu değerlendirilmektedir. Grafikte 236 reel sektör firmasının ortalama endeks değeri ve bölgelerde yer alan firmaların borç toplamının payı gösterilmektedir. Endeks ile ilgili detaylı bilgi için Bkz. Özel Konu IV.1.

Kaynak: FİNNET, Yazar Hesapları (Son Veri: 06.17)

Kutu
II.2.1

Maliyet Penceresinden Reel Sektörün Borçlanma Tercihi

Reel sektör firmalarının, işletme sermayesi ihtiyacını karşılayabilmek veya uzun vadeli yatırımlarını finanse edebilmek için borçlanma ihtiyacı vardır. Bu ihtiyacı karşılayabilmek için firmalar, TL ve YP cinsinden borçlanabilmektedir. 2017 yılı içinde firma tarafında TL kredi büyümesi ön plana çıksa da bazı yıllarda hızlı YP kredi büyümesinin olduğu dönemler yaşanmıştır. Ayrıca, firmalar yurt içinden sağladıkları kredilerin yanı sıra yurt dışından da YP fonlama sağlayabilmektedir. 2017 yılı Temmuz ayı itibarıyla firmaların tüm finansal borçları incelendiğinde 799 milyar TL karşılığı TL cinsinden; 991 milyar TL karşılığı YP cinsinden finansal borçlarının olduğu görülmektedir.

Firmalar tarafından, YP cinsinden borçlanmanın ön plana çıkmasında düşük maliyetin etkili olduğu ifade edilmektedir. Bu kutuda, firmaların TL ve YP borçlanma imkânları karşılaştırılarak gerçekleşen borçlanma maliyetleri ele alınmaktadır.

Maliyet Karşılaştırması

Bu bölümde, kurgusal bir firmanın finansal tabloları üzerinden TL ve YP borçlanmanın etkileri incelenmektedir. Bu firmanın bir yıl önceki bilançosu Tablo II.2.1.1'de yer almaktadır. Bu şirketin 19 Ekim 2016 itibarıyla yüksek kaldıraca sahip olduğu görülmektedir. 20 Ekim'de şirketin bir yıllık 1000 TL'lik bir fonlama ihtiyacı ortaya çıktığını varsayalım. Şirket bu fonlamayı iki farklı şekilde elde edebilir: 1000 TL'lik TL kredi kullanmak veya 298,7 euro YP kredi çekerek bu tutarı piyasada TL'ye dönmek (Euro/TL kuru: 3,3478, Tablo II.2.1.2).

Tablo II.2.1.1

Kurgusal Firmanın Ekim 2016 Tarihli Bilançosu

19 Ekim 2016 tarihli Bilanço				20 Ekim 2016 tarihli Bilanço			
Kasa	400	Satıcılar	700	Kasa	1400	Mali Borç	1000
Alicilar	200	Avanslar	300	Alicilar	200	Satıcılar	700
Ticari Mal	700	Diğer	400	Ticari Mal	700	Avanslar	300
Diğer	200	Özkaynaklar	100	Diğer	200	Diğer	400
Toplam Aktif	1500	Toplam Pasif	1500			Özkaynaklar	100
				Toplam Aktif	2500	Toplam Pasif	2500

Tablo II.2.1.2

Kur ve Faiz Göstergeleri

	20 Ekim 2016	20 Ekim 2017
TL kredi faizi (%)	13,59	
Euro kredi faizi (%)	3,23	
Euro/TL kuru	3,3478	4,3219

Kaynak: TCMB

Şirketin 20 Ekim'de gelir tablosu hazırladığı varsayımıyla krediyi TL veya euro cinsinden kullandığı durumlarda oluşacak 2017 yılı gelir tabloları Tablo II.2.1.4'de sunulmaktadır. Gelir tablosunda finansman giderleri dışındaki kalemlerdeki gelişim, varsayıma dayanmaktadır. Görülebileceği gibi şirket bir yıl önce TL kredi kullanması durumunda kârlılığını sürdürürken YP kredi kullandığı durumda

zarar eder duruma gelmektedir. Kur gelişmeleri de dikkate alındığında şirketin TL kredinin yıllık yüzde 13,59'luk maliyetine karşılık euro kredi kullanıldığında, yıllık yüzde 33,26'lık bir maliyete katlanması gerekmektedir (Tablo II.2.1.3).

Tablo II.2.1.3

Finansman Gideri Hesaplama

	20 Ekimde Geri Ödenecek Tutar	Toplam Finansman Gideri (TL)	Fonlama Maliyeti (%)
TL Kredi	$1000 \cdot (1 + 0,1359) = 1135,9$ TL	135,9	13,59
Euro Kredi	$298,7 \cdot (1 + 0,0323) \cdot 4,3219 = 1332,6$ TL	332,6	33,26

Tablo II.2.1.4

20 Ekim 2017 Tarihli Gelir Tablosu

(Borcun TL olduğu durum)		(Borcun Euro olduğu durum)	
Satış Gelirleri	1500	Satış Gelirleri	1500
Satışların Maliyeti	1300	Satışların Maliyeti	1300
Brüt Kâr	200	Brüt Kâr	200
Finansman Giderleri	135,9	Finansman Giderleri	332,6
Vergi Öncesi Kâr	64,1	Vergi Öncesi Kâr	-132,6
Vergi	12,8	Vergi	-26,5
Net Kâr	51,3	Net Kâr	-106,1

Gelir tablosundaki gerçekleştirmelerin bilançooya yansımaları Tablo II.2.1.5'te ele alınmaktadır. Vade sonunda anapara ile birlikte faiz ödemelerinin de nakit olarak yapıldığı durumda bilanço 20 Ekim 2017 tarihinde aşağıdaki gibi görünecektir. Buna göre, şirket bir yıl önce TL kredi kullanması durumunda pozitif özkaynak ile faaliyetlerini sürdürebilirken, euro kredi kullanması durumunda özkaynaklarını kaybedebilmektedir.

Tablo II.2.1.5

20 Ekim 2017 Tarihli Bilançolar

TL Kredi ile Bilanço				Euro Kredi ile Bilanço			
Kasa	451,3	Satıcılar	700	Kasa	293,9	Satıcılar	700
Alicilar	200	Avanslar	300	Alicilar	200	Avanslar	300
Ticari Mal	700	Diğer	400	Ticari Mal	700	Diğer	400
Diğer	200	Özkaynaklar	151,3	Diğer	200	Özkaynaklar	-6,1
Toplam Aktif	1551,3	Toplam Pasif	1551,3	Toplam Aktif	1393,9	Toplam Pasif	1393,9

Not: Gelir tablosuna etki eden işlemlerin tamamen nakdi yansımalarının olduğu ve verginin dönem sonunda ödendiği varsayımı yapılmıştır.

Örnekten de görülebildiği gibi TL'nin hızlı değer kaybı yaşadığı dönemlerde YP cinsinden borçlanan firmalar TL cinsinden borçlanan firmalara göre daha yüksek maliyetlere katlanabilmektedir. Herhangi bir YP geliri olmayan bu kurgusal şirket, TL borçlanarak kârlılığını ve varlığını sürdürebilecekken YP cinsinden borçlandığında özkaynaklarını kaybedebilmektedir.

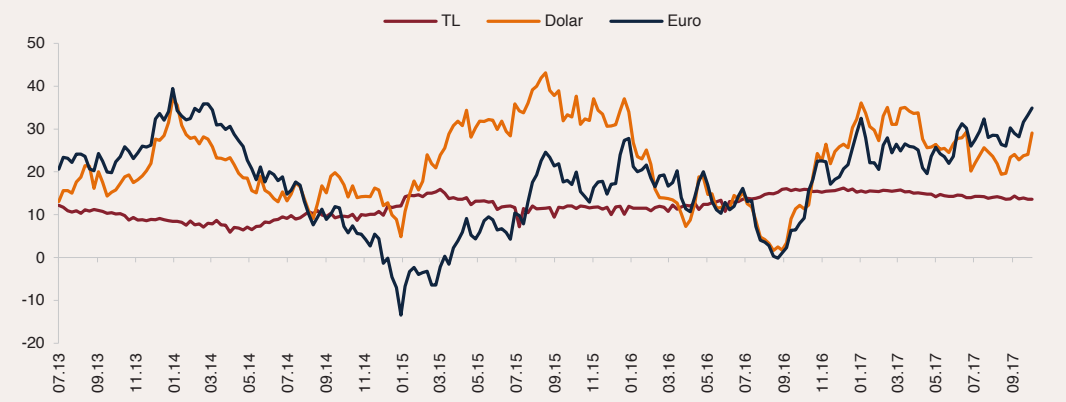
TL ve YP borçlanma tercihleri değerlendirilirken nominal faiz oranlarının yanı sıra kur gelişmelerinin de dikkate alınması gerekmektedir. TL'nin bir yıl içinde, YP kredi ve TL kredi arasındaki faiz farkı kadar değer kaybetmesi durumunda firma YP kredi kullandığında TL ile aynı finansman gideriyle karşı karşıya kalmaktadır. TL'de faiz farkını aşan değer kayıplarının yaşanması durumunda YP

krediden kaynaklı finansman gideri önemli ölçüde artmaktadır. Diğer taraftan örnekteki durumun aksine TL'nin değerlenmesi durumunda ise şirket, TL'ye göre daha düşük maliyete katlanmaktadır. Bu bakımdan döviz geliri olmayan bir şirket için YP cinsinden borçlanmak spekülâtif bir anlam taşımaktadır.

Maliyet farkı hesaplamasını daha dinamik bir yöntemle ele alarak kredinin şirketlere toplam maliyeti zaman serisi olarak da hesaplanabilir. Bu hesaplamada, şirketlerin her dönem itibarıyla bir yıllık krediler kullandığı ve bu kredileri vade sonunda yeniledikleri varsayılmaktadır. Şirketler YP kredi kullanması durumunda YP kredi faizine ek olarak kur farkı maliyetine de katlanmaktadır. Firmaların, dönemlerin önemli bir kısmında TL krediyeye göre daha yüksek maliyete katlandığı gözlenmektedir. Bu tablo, YP kredi kullanımının spekülâtif yapısını daha net ortaya koymaktadır (Grafik II.2.1.1).

Grafik II.2.1.1

Para Birimi Bazında Kredi Kullanımında Dönem Sonu Maliyet (Yüzde)



Not: Geçen yıl aynı hafta gerçekleşen ortalama kredi faizine ilgili dönemdeki kur farkı eklenerek hesaplanmıştır.
Kaynak: TCMB

Sonuç

Reel sektörün borçlanma tercihi finansal istikrar açısından önem taşımaktadır. YP gelire sahip olmayan firmaların YP kredi kullanımının spekülâtif bir nitelik taşıdığı açıkça görülmektedir. YP kredi maliyetleri, kur gelişmelerine bağlı olarak TL kredi maliyetini önemli ölçüde aşabilmektedir.