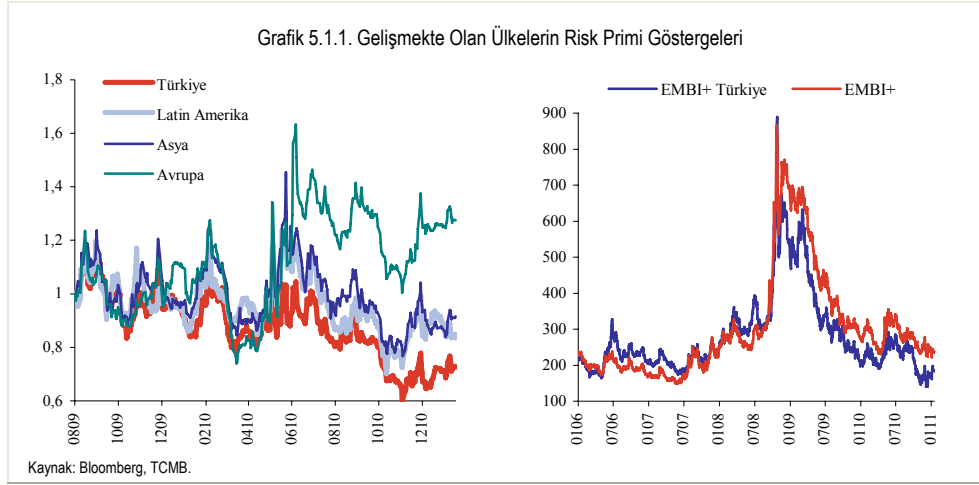


## 5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

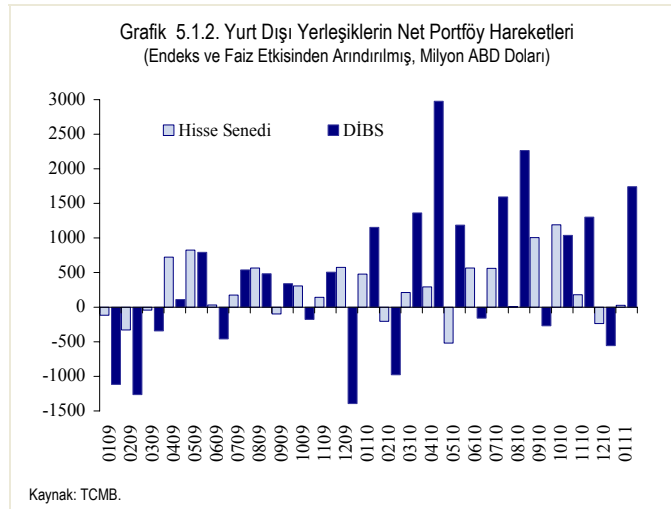
### 5.1. Finansal Piyasalar

Yılın dördüncü çeyreğinde açıklanan veriler, küresel ekonominin kademeli biçimde toparlanmayı sürdürdüğünü; ancak, krizin kaynağı olan gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya dair aşağı yönlü risklerin henüz tam olarak ortadan kalkmadığını göstermiştir. Gelişmiş ekonomilerde gerek finansal kuruluşların ve firmaların, gerekse hane halkının bilanço onarım süreci devam etmekte, bu durum özel tüketim ve yatırımın iktisadi faaliyetteki toparlanmaya verdiği desteği sınırlamaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ekonomilerdeki istikrarlı toparlanma eğilimi dördüncü çeyrekte de devam etmiştir. Nitekim, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkede üretim, kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmış, bu ülkelerde işgücü göstergelerindeki iyileşme eğilimi korunmuştur.

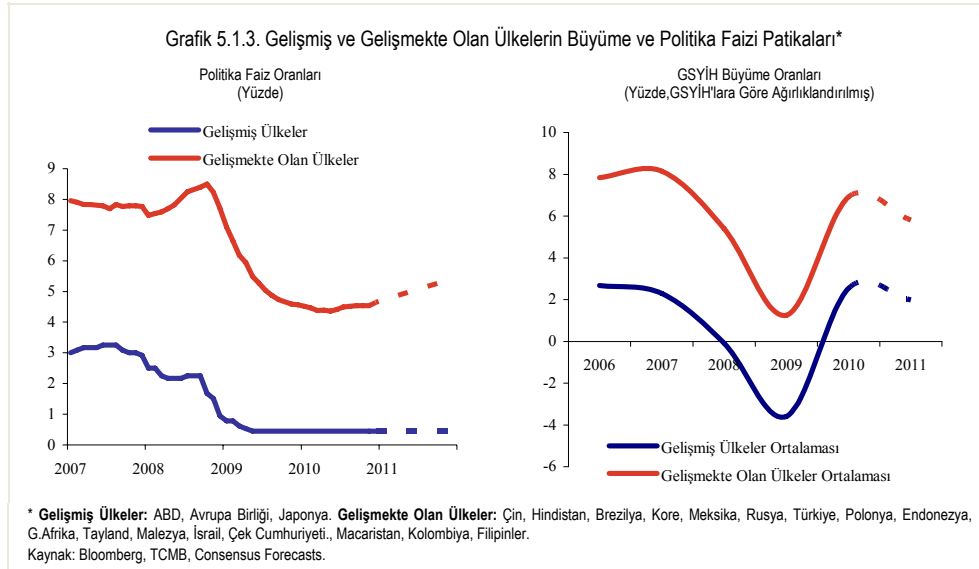
Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmaya ilişkin belirsizliklerin azalarak da olsa varlığını koruması, dördüncü çeyrekte önde gelen gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişleme önlemleri almalarına yol açmıştır. Bu durum, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek küresel risk algılamalarında iyileşmeye neden olmuştur. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri hızlanmış ve bu ülkelerin risk primlerinde azalış gözlenmiştir. Ne var ki, Avrupa'daki bazı çevre ülkelerin kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair riskler canlı kalmaya ve finansal piyasalar üzerinde belirleyici olmaya bu çeyrekte de devam etmiştir. Nitekim, ülke borçluluklarına ilişkin endişelerin Kasım ayından itibaren yoğunlaşması, riskli varlıklardan kaçınma eğiliminin güçlenmesine ve gelişmekte olan ülke risk primlerinde artışa yol açmıştır. Bu dönemde, risk algılamalarında gözlenen dalgalı seyre karşın, Türkiye'nin risk primi göstergeleri diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans göstermiş ve kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeyi sürdürmüştür (Grafik 5.1.1). Risk primi göstergelerinin olumlu seyrinde, küresel piyasalarda Türkiye'nin riskliliğinin yeniden değerlendirilmesi süreciyle birlikte, kredi notuna ilişkin olumlu gelişmeler de etkili olmuştur.



Risk algılamalarında dördüncü çeyrekte gözlenen dalgalı seyir portföy yatırımları biçiminde sermaye hareketlerine de yansımıştır. Bu kapsamda, gelişmiş ekonomilerde uygulamaya koyulan ek parasal önlemlerin küresel risk algılamalarında yol açtığı iyileşmenin etkisiyle çeyreğin ilk bölümünde gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişleri gözlenmiştir. Bu dönemde, Türkiye’de de gerek tahvil-bono, gerekse hisse senedi piyasalarına sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Türkiye’nin kredi notuna ve kredi notu görünümüne ilişkin olumlu gelişmeler de sermaye girişlerini destekler nitelikte olmuştur. Ne var ki, çeyreğin son bölümünde Avrupa’daki bazı ülkelerin borçluluklarına ilişkin endişelerin yoğunlaşması, tahvil-bono ve hisse senedi piyasalarından sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Buna karşın, dördüncü çeyreğin genelinde, kriz sonrası süreçte artan portföy yatırımları biçiminde sermaye girişlerinin sürdüğü gözlenmiştir (Grafik 5.1.2).

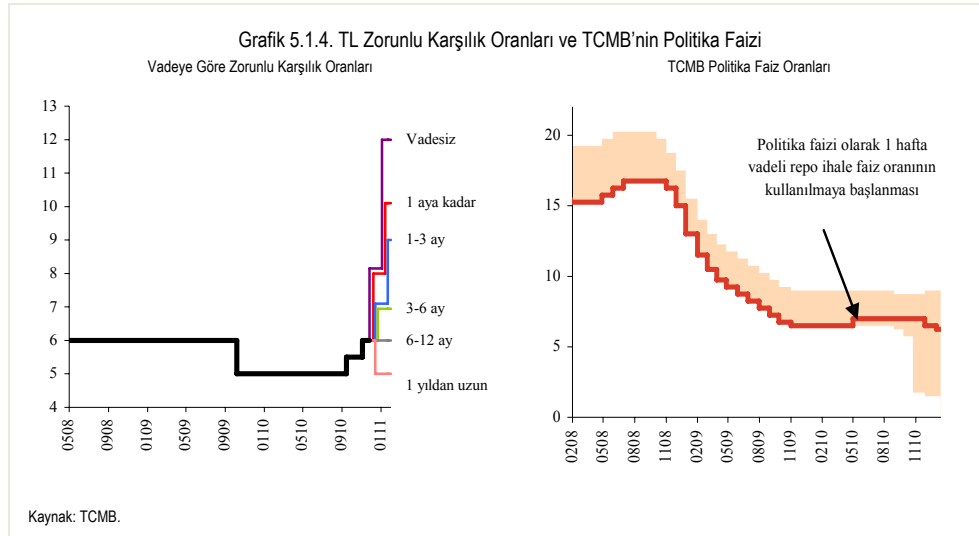


Gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerinin önümüzdeki dönemde de artarak devam etmesi beklenmektedir. Sermaye girişlerini destekleyebilecek unsurlardan ilki, kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risklilik algılamalarında gözlenen iyileşmedir. Birçok gelişmekte olan ülkenin risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin altında olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkelere dair not artırımları, ülke riskliliklerindeki değişimin bir göstergesidir (Grafik 5.1.1). Diğer taraftan, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında, gelişmekte olan ekonomiler lehine gözlenen ayrışmanın etkisinin, düşük ülke risklilikleriyle beraber önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerini destekleyici nitelikte olması beklenmektedir (Grafik 5.1.3).



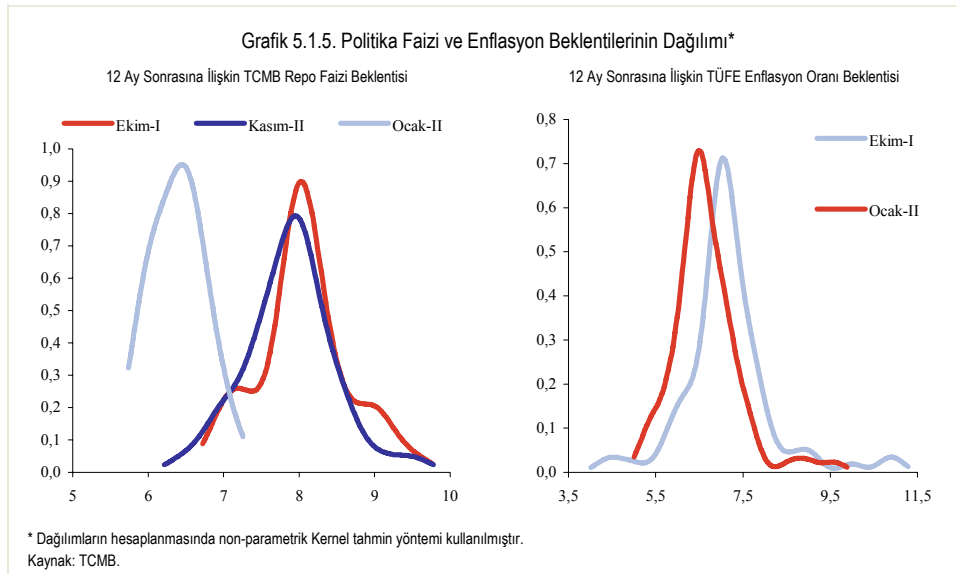
Gelişmiş ülkelerden, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerini güçlendirebilecek bir diğer unsur ise, gelişmiş ülkelerde uzunca bir süre uygulamada kalması beklenen genişletici para politikalarıdır. Dördüncü çeyrekte önde gelen merkez bankalarının aldıkları ek likidite önlemleri, bu ekonomilerdeki düşük faiz seviyelerinin ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.3). Bu durum, gelişmekte olan ekonomilere portföy yatırımları biçiminde kısa vadeli sermaye girişlerinin önümüzdeki dönemde de güçlenerek devam etme olasılığını gündeme getirmektedir.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin güçlenerek devamı, iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesi sonucunda, cari işlemler açığında gözlenen artışa katkıda bulunarak Türkiye için makro finansal risk oluşturma potansiyeli taşımaktadır. Bu durum, kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşimini gerekli kılmaktadır. Bu kapsamda, PPK, 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak aylarında yapılan toplantılarında politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının sırasıyla 50 ve 25 baz puan düşürülmesine karar vermiştir. Bu kararlarla, bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilerek cari açığın finansman kalitesinin artırılması, diğer taraftan TL'nin değerinin iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesinin önlenmesi amaçlanmıştır. Faiz indirimlerine ek olarak, TL piyasası işlemlerinde vadelerin uzamasını teşvik etmek amacıyla TCMB gecelik borçlanma faizini yüzde 1,5'e kademeli biçimde düşürmüştür. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridorun genişletilmesiyle kısa vadeli faizlerin konjonktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak verilmiştir (Grafik 5.1.4).

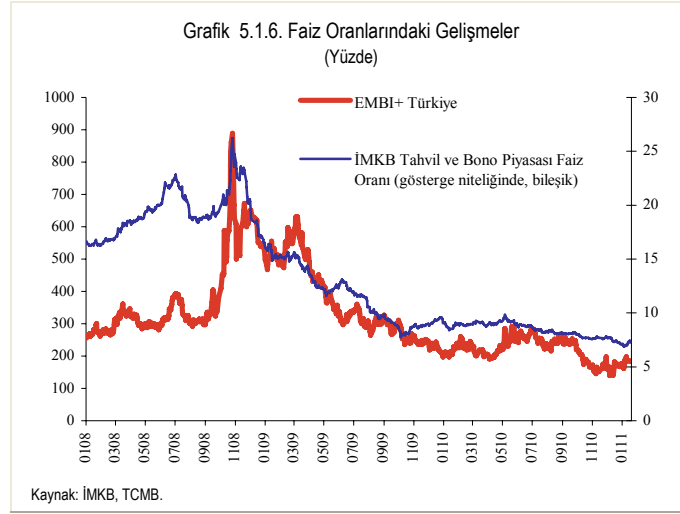


Yeni politika bileşimi belirlenirken, cari dengedeki bozulmaya önemli katkıda bulunan hızlı kredi genişlemesinin yavaşlatılması gerekliliği, göz önünde bulundurulmuş bir diğer husus olmuştur. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılması kararlaştırılmıştır. İlk olarak, 12 Kasım 2010 tarihinde TL zorunlu karşılık oranı yüzde 5,5'ten yüzde 6'ya yükseltilmiş; ardından, 17 Aralık 2010 ve 24 Ocak 2011 tarihlerinde TL zorunlu karşılık oranlarının, zorunlu karşılığa tabi olan yükümlülüklerin vadesi

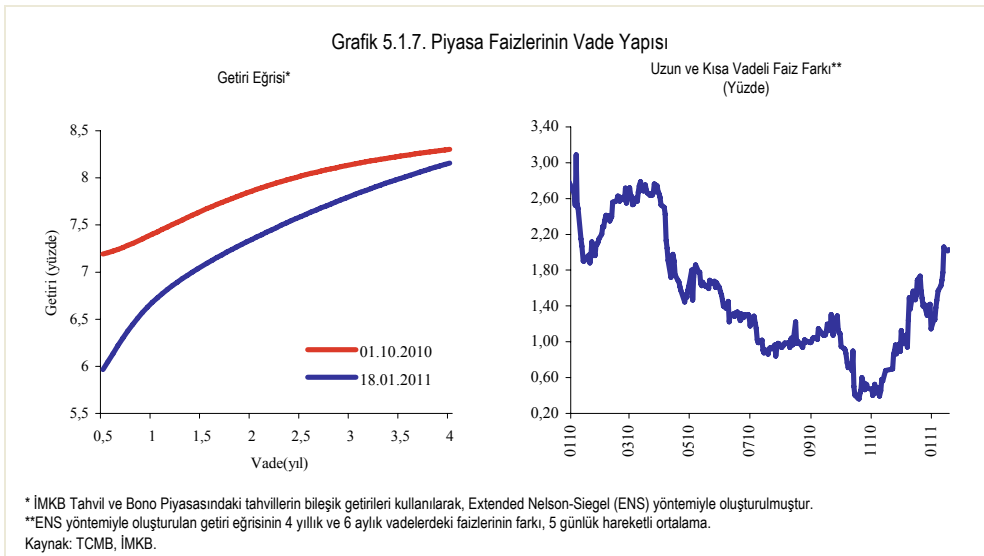
uzadıkça azalan bir biçimde farklılaştırılması kararlaştırılmıştır (Grafik 5.1.4). Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesi yavaşlatılırken, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir. TCMB, bu süreçte, yeni politika bileşimi kapsamında aldığı kararların parasal koşullar üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olması gereğini vurgulamıştır. Ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranında gerçekleşen artışın maliyet ve likidite kanallarından kredi büyümesi üzerindeki sınırlayıcı etkisinin önümüzdeki dönemde belirginleşeceği öngörülmektedir. TCMB'nin faiz indirim ve zorunlu karşılıklara dair kararlarının ardından, geleceğe yönelik politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönlü güncellendiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.5).



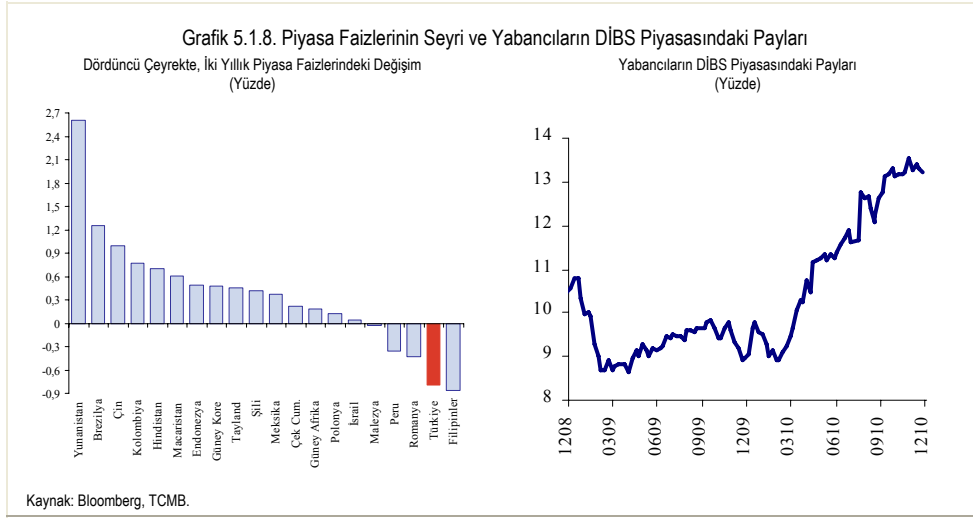
TCMB'nin faiz indirimi ve bununla birlikte geleceğe yönelik politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönlü güncellenmesi piyasa faizlerine de yansımıştır. Bunun sonucunda, küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, yılın son bölümünde daha belirgin olmak üzere piyasa faizleri düşüş eğiliminde olmuş, gösterge kıymetin faizi tarihi olarak en düşük seviyelerine inmiştir. Piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğiliminin, TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerinin gündeme gelebileceğini belirtmesiyle birlikte Aralık ayının başından itibaren güçlendiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.6). Öte yandan, bu dönemde enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü eğiliminin de piyasa faizlerindeki düşüşte etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.5).



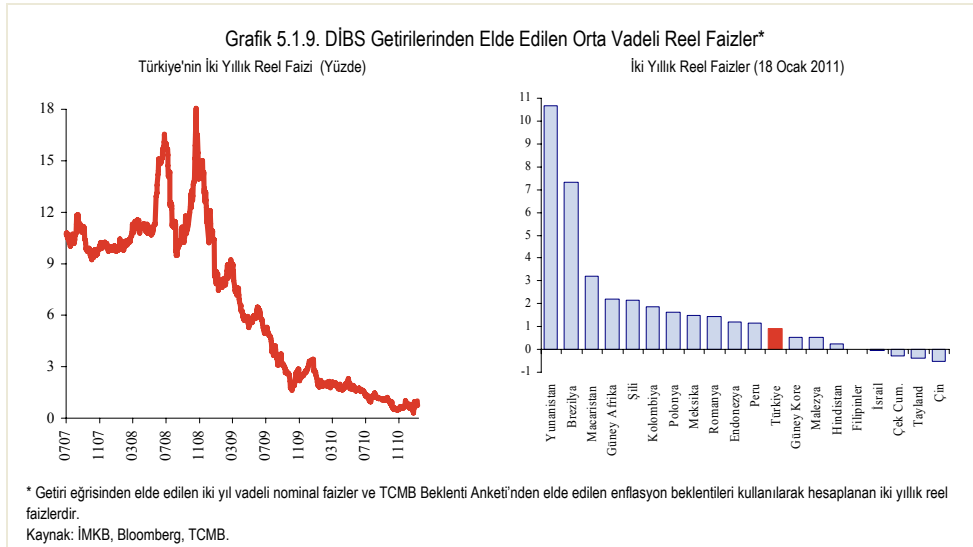
Piyasa faizlerindeki düşüş kısa vadelerde daha belirgin olmuştur. TCMB'nin faiz indirimine gidebileceğine dair beklentilerinin güçlenmesi ve ardından Aralık ayında gelen faiz indirimi kısa vadeli piyasa faizlerinin hızlı bir biçimde düşmesine yol açarken, uzun vadeli faizler üzerinde belirgin bir etkide bulunmadığı gözlenmiştir. Uzun vadeli faizlerdeki sınırlı düşüş ise asıl olarak Türkiye'nin riskliliğine dair algılamalardaki iyileşmeden kaynaklanmıştır. Öte yandan, bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesinin, Türkiye'de faizlerdeki düşüşün kalıcı olacağı beklentisinin bir göstergesi olduğu düşünülmektedir. Piyasa faizlerindeki düşüşün kısa vadelerde daha belirgin olmasıyla, getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla dikleşmiştir (Grafik 5.1.7).



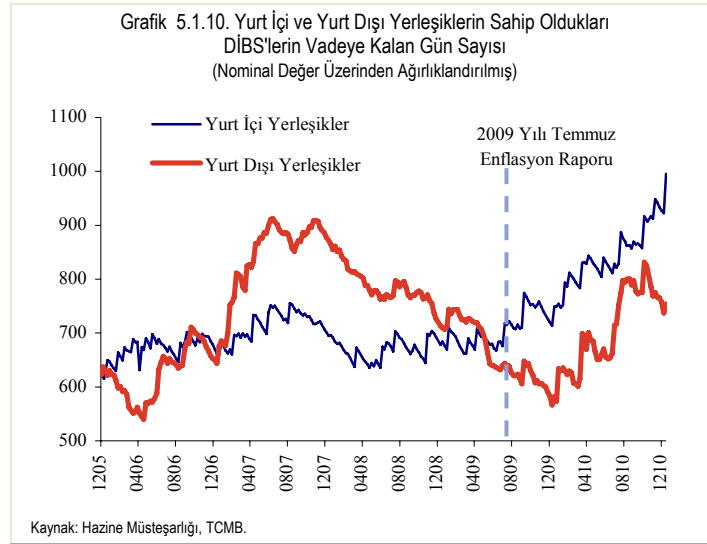
Faizlerin küresel olarak artma eğiliminde olduğu dördüncü çeyrekte Türkiye, piyasa faizlerinin aşağı yönlü hareketi ile genel eğilimden ayrılmıştır. Nitekim, Türkiye, bu dönemde, orta vadeli piyasa faizleri en yüksek miktarda düşen gelişmekte olan ülkeler arasında yer almıştır. Öte yandan, piyasa faizlerinin tarihsel olarak en düşük düzeylerinde bulunmasına karşın, tahvil ve bono piyasasındaki yabancı sermaye payının artmaya devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.8).



Piyasa faizlerindeki düşüş reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmesinin ardından sınırlı miktarda yükselmiştir. Bununla birlikte, son dönemde gözlenen düşüşe karşın, Türkiye’de piyasa faizlerinin reel seviyesinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla makul düzeylerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.9).

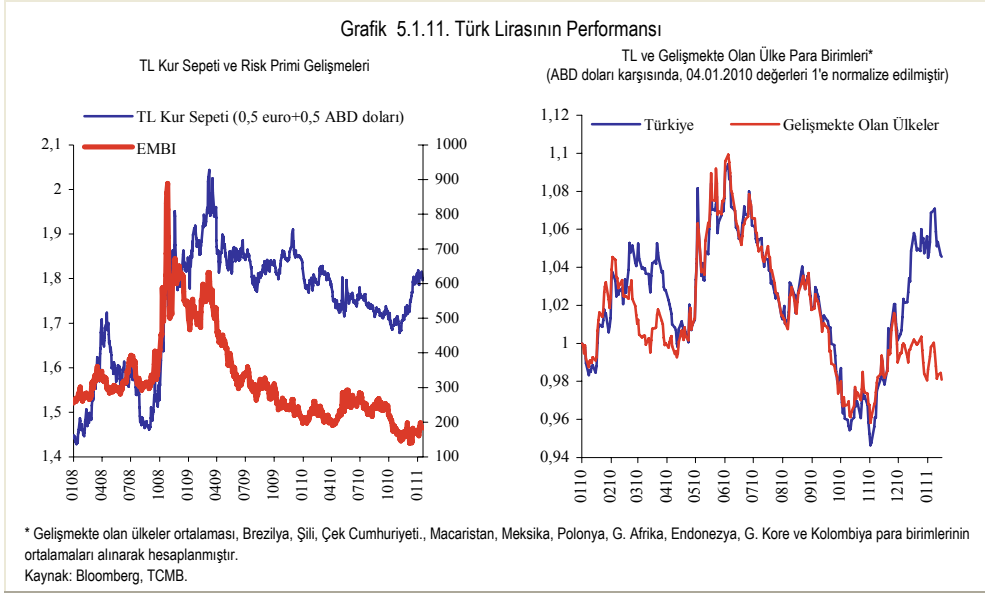


Piyasa faizlerindeki düşüşe, DİBS'lerin ortalama vadeye kalan gün sayılarındaki artış eşlik etmiştir. Yurt içi yerleşiklerin sahipliğindeki DİBS'lerin vadelerinde 2009 yılının Temmuz Enflasyon Raporu'nun ardından belirginleşen istikrarlı artış eğilimi bu dönemde de sürerken, son dönemde yurt dışı yerleşiklerin sahipliğindeki DİBS'lerin vadelerinin azalma eğilimine girdiği gözlenmektedir. Buna karşın, çeyrek sonu itibarıyla gerek yurt dışı yerleşiklerin portföyündeki, gerekse toplam DİBS stokunun ortalama vadesi bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.10). Krizle birlikte birçok ülkenin borçlanma vadeleri kısalmışken, Türkiye'de bunun tersi bir durumun gözlenmesinin, Türkiye'ye dair risklilik algılamalarındaki kalıcı iyileşmenin ve mali disiplinin tekrar tesisine dair kaygıları azaltıcı yöndeki maliye politikası uygulamalarının bir sonucu olduğu düşünülmektedir.

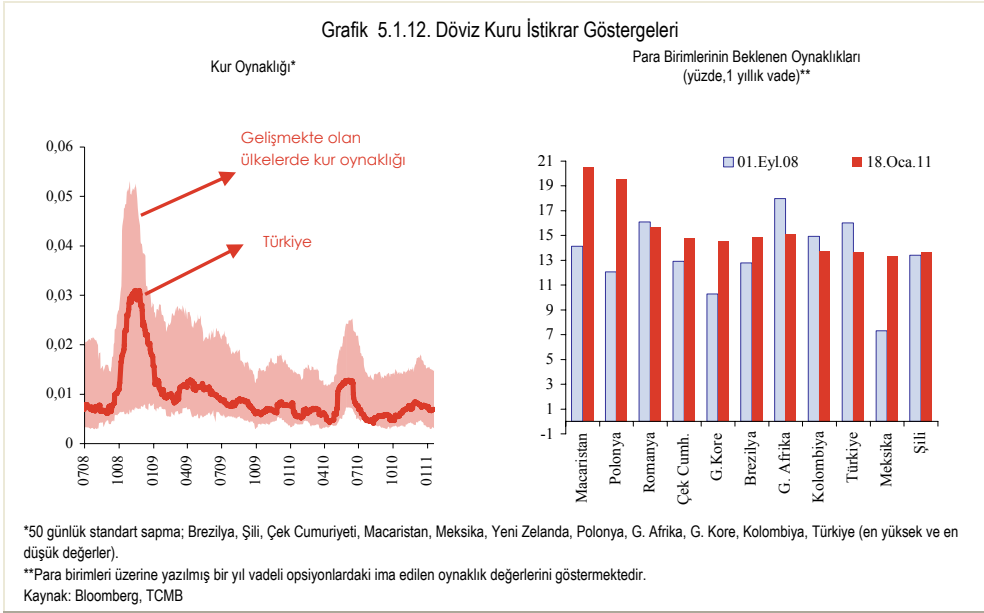


Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğiliminden ayrılmayan TL, son dönemde farklı bir seyir izleyerek görece değer kaybı yaşamıştır. Bu gelişmenin, politika faizinde ek indirimlerinin gündeme gelebileceğinin belirtildiği Finansal İstikrar Raporu'nun yayımlanmasıyla başladığı ve TCMB'nin faiz indirimlerinin ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 5.1.11).

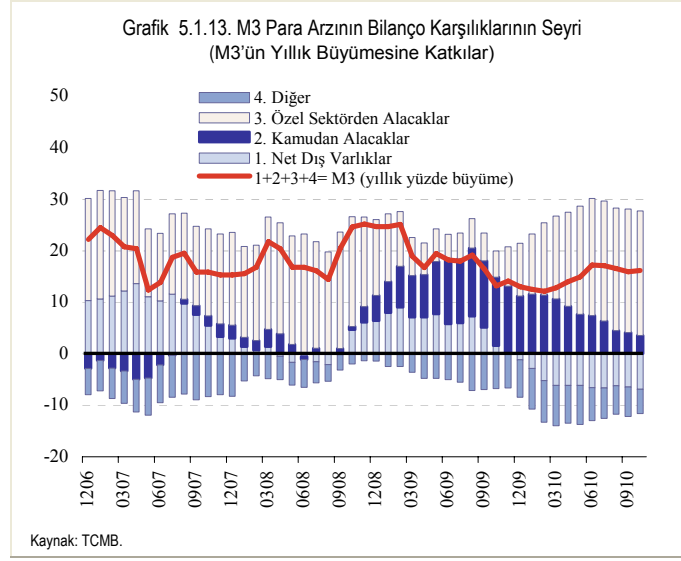




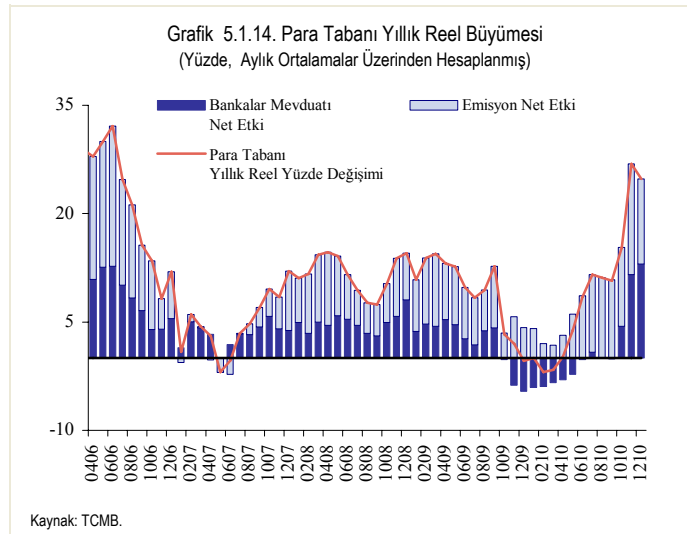
Öte yandan, tarihsel olarak oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan TL'nin gerek kriz dönemindeki gerekse kriz sonrasındaki görece olarak istikrarlı seyrinin yılın dördüncü çeyreğinde de devam ettiği görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, ülkelerin ayrıştırıcı özelliklerinin ön plana çıkacağı, bu bağlamda riskliliği düşük, borç dinamikleri olumlu, iktisadi temelleri sağlam ve yüksek büyüme potansiyeline sahip ülkelerin para birimlerinin daha istikrarlı performans sergileyeceği düşünülmektedir. Bu bağlamda, Türk lirasının bundan sonraki süreçte de istikrarlı para birimleri arasında yer alması beklenmektedir. Nitekim, para birimleri üzerine yazılan opsiyonlardan elde edilen ve para birimlerinin opsiyon vadesi boyunca gösterecekleri oynaklığa dair beklentileri yansıtan “ima edilen oynaklık” değerleri de bu duruma işaret etmektedir. Kriz öncesi süreçte ima edilen oynaklığı en yüksek para birimlerinden olan Türk lirası, kriz sonrası süreçte ima edilen oynaklığı en düşük para birimleri arasında yer almaktadır. Bu durumun, kriz sonrası süreçte Türkiye'ye dair algılamalardaki olumlu dönüşümün bir yansıması olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.12). Diğer taraftan, son dönemdeki politika faizi indirimlerinin, TL'nin ima edilen oynaklığını sınırlı oranda artırdığı dikkat çekmektedir (Kutu 5.1).



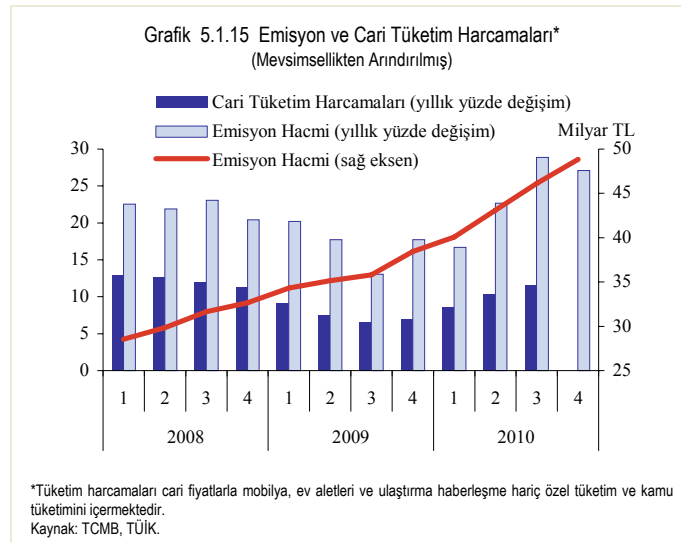
Finansal piyasalarda son dönemde gözlenen dalgalı seyre karşın iktisadi faaliyetteki istikrarlı toparlanma süreci parasal göstergelere de yansımaktadır. Nitekim, Merkez Bankası ve bankacılık sektörünün dahil olduğu parasal sektörün toplam konsolide yükümlülüklerini gösteren M3 geniş para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finans dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin, tüketici ve yatırımcı güveninin artmasına bağlı olarak sürdüğü gözlenmektedir. Buna karşılık, Kamudan Alacaklar kaleminin M3 büyümesine verdiği katkı ise azalmaya devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kalemi ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerdeki artışa paralel olarak azalışını sürdürmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, banka kârlılıklarındaki düşüşün de etkisiyle önceki dönemlere kıyasla bir miktar gerileme göstermiştir (Grafik 5.1.13).



İktisadi faaliyetteki toparlanma, dördüncü çeyrekte para tabanı gelişmelerine de yansımıştır. Bu dönemde gerek bankalar mevduatında gerekse emisyonunda yıllık bazda yüksek oranlı reel artış gözlenmiştir. Bankalar mevduatındaki artışın başlıca iki sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, TL zorunlu karşılık oranının Kasım ayında yüzde 5,5'ten yüzde 6'ya yükseltilmesidir. Bu değişiklikle bankalar mevduatında 2,1 milyar TL'lik artış gerçekleşmiştir. Bunun yanı sıra, Kasım ve Aralık aylarında küresel risk algılamalarında gözlenen bozulmanın sonucunda hane halkı ve finansal kuruluşların risksiz varlıklara geçme eğilimi de bankalar mevduatındaki artışa katkıda bulunmuştur. 2010 yılının Aralık ve 2011 yılının Ocak aylarında TL zorunlu karşılıklara dair yapılan düzenlemelerin uygulamaya geçmesiyle bankalar mevduatında ek artış gerçekleşecektir (Grafik 5.1.14).

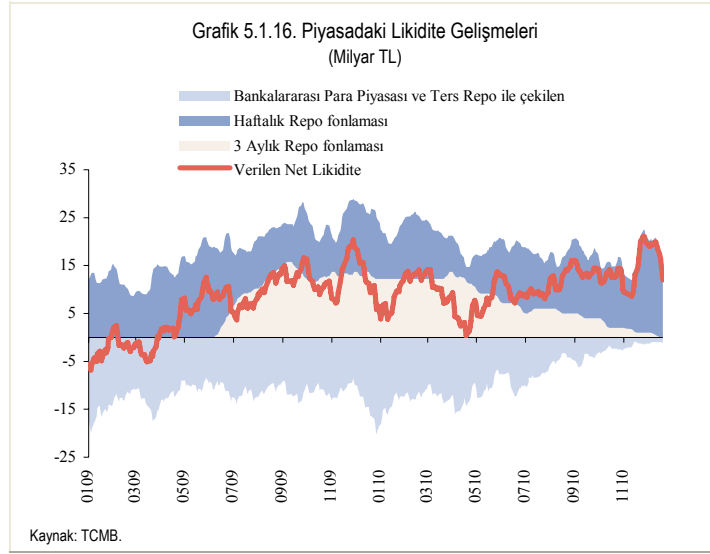


Para tabanının bir diğer bileşeni olan emisyondaki artış eğiliminin ise iktisadi faaliyetteki toparlanmayla birlikte tüketim harcamalarında gözlenen artıştan kaynaklandığı düşünülmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmindeki güçlü artış eğiliminin son çeyrekte bir miktar yavaşlayarak da olsa korunması, tüketim harcamalarının iktisadi faaliyetteki canlanmaya verdiği katkının devam edebileceğine işaret etmektedir (Grafik 5.1.15). Öte yandan, kriz sonrası süreçte emisyonda gözlenen istikrarlı artış eğiliminde, faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelere inmesinin sonucunda likit kalmanın fırsat maliyetinin azalmasının da etkili olduğu düşünülmektedir.



Küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini önümüzdeki dönemde de desteklemesi beklenmektedir. Böyle bir ortamda güçlü rezerv politikasını sürdüren TCMB, bir taraftan küresel likidite bolluğundan kaynaklanan sermaye akımlarından azami ölçüde faydalanabilmek, diğer taraftan akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amacıyla 4 Ekim 2010 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliğine gitmiştir. TCMB, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak yurt içine sermaye akışının güçlenmesi durumunda, haftalık alım tutarı haftanın ilk iş günü açıklanmak koşuluyla, döviz alımlarını hızlandırabileceğini açıklamıştır. Bu çerçevede, yılın dördüncü çeyreğinde piyasadan toplam 5,85 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 7,97 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Öte yandan, likidite yönetimi araç çeşitliliğinin ve operasyonel esnekliğinin sürdürülebilmesi amacıyla 23 Aralık 2009 tarihinde başlanan DİBS alım ihalelerine bu çeyrekte de devam edilmiş, bunun sonucunda toplam nominal 1,1 milyar TL DİBS karşılığı piyasaya 1,01 milyar

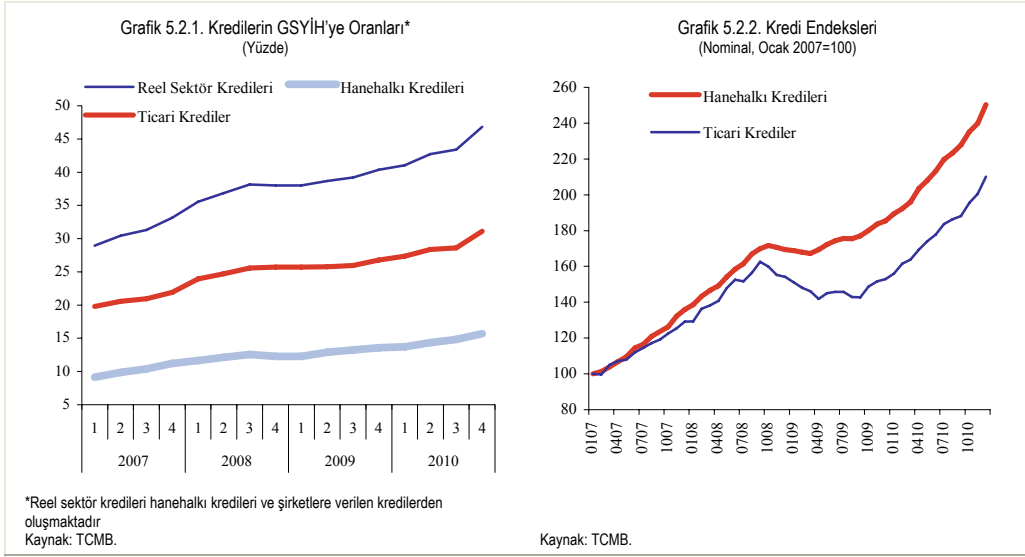
TL'lik likidite sağlanmıştır. Gerek DİBS gerekse döviz alımları likiditeyi artırıcı yönde etkiye bulunmuşlardır (Grafik 5.1.16). Bu dönemde, Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi geçtiğimiz çeyreğe kıyasla azalarak likidite açığını daraltıcı yönde etkiye bulunmuştur. Tüm bunlara karşın, para tabanında gözlenen yüksek miktardaki artış, yılın dördüncü çeyreğinde bankacılık sisteminin net likidite açığının önceki çeyreğe kıyasla artmasına yol açmıştır (Grafik 5.1.16).



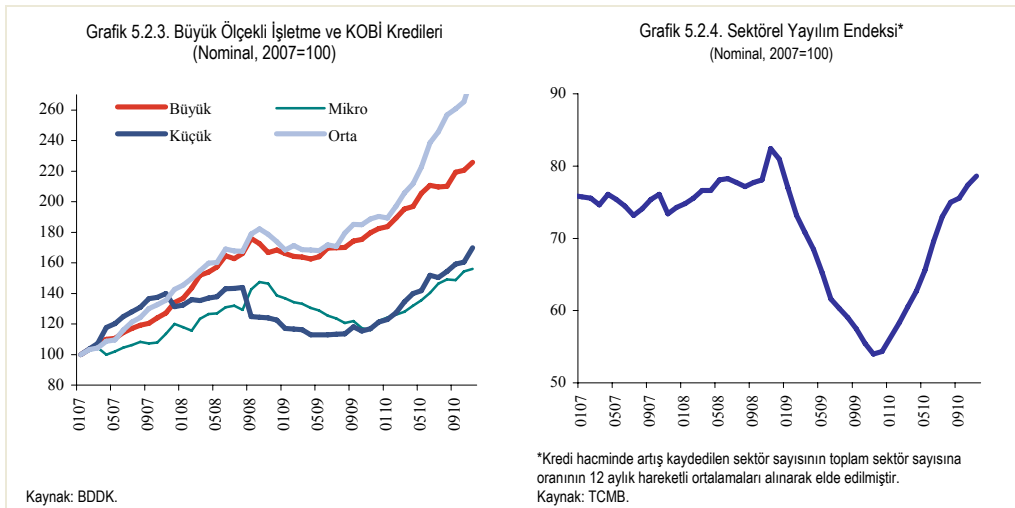
## 5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Kredi piyasalarında 2009 yılının son çeyreğinde başlayan yukarı yönlü eğilim, dördüncü çeyrekte de sürmüştür (Grafik 5.2.2). Yurt içi yerleşik bankaların reel sektöre açtıkları krediler, üçüncü çeyrekteki sınırlı yavaşlamanın ardından son çeyrekte tekrar hızlanmıştır. Alt kalemler bazında incelendiğinde, hane halkı kredilerindeki istikrarlı artış eğiliminin devam ettiği ticari kredilerin ise hız kazandığı görülmüştür. Bunun sonucunda, hane halkı kredileri ve ticari kredilerin artış hızları, üçüncü çeyrekteki ayrışmayı takiben, tekrar birbirine yakınsamıştır.<sup>1</sup> Bu gelişmeler çerçevesinde, reel kesime açılan krediler yıllık bazda yüzde 36'lık bir artış gösterirken, son çeyrek artış oranı yıllıklandırılmış olarak yaklaşık yüzde 52 düzeyinde bir genişleme hızına işaret etmektedir. Kredilerdeki artışın nominal GSYİH büyümesinin üzerinde olması sonucunda, kredilerin GSYİH'ye oranındaki artış eğilimi bu çeyrekte de devam etmiştir (Grafik 5.2.1).

<sup>1</sup> Üçüncü çeyrekte firmaların yurt içi yerleşik bankaların yurt dışı şube ve iştirakleri haricinde sağladığı dış krediler önemli bir artış kaydederken, rapor tarihi itibarı ile Kasım 2010 verisi bulunan son çeyrekte bu krediler yatay bir seyir izlemiştir.

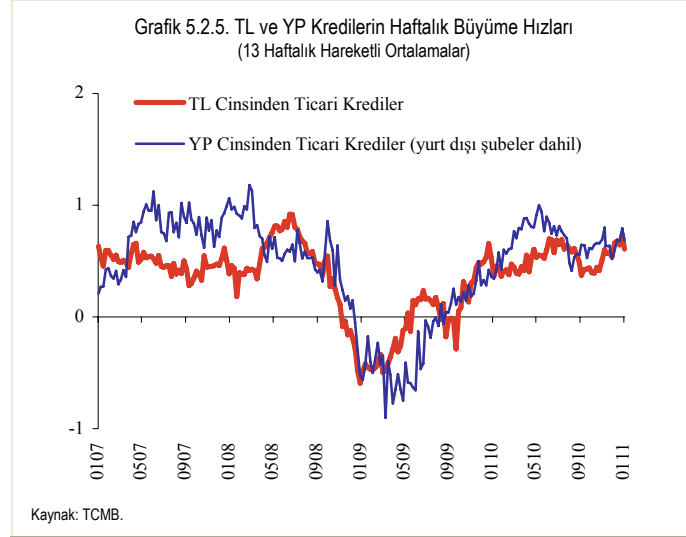


Dördüncü çeyrekte, ticari kredilerdeki artışın belli ölçek veya sektörle sınırlı kalmadığı görülmektedir (Grafik 5.2.3). Nitekim, dördüncü çeyrekte tüm ölçeklerde güçlü kredi artışları kaydedilmiştir. Sektörel yayılım endeksi de kredi artışından yararlanan sektör sayısındaki istikrarlı artışın devam ettiğine ve kriz öncesi seviyelere ulaştığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.4). Geri dönmeyen kredi oranlarının daha yüksek olduğu ve kriz sonrası süreçte görece olarak daha geç toparlanan mikro ve küçük ölçekli işletmelere verilen krediler de bu dönemde istikrarlı artışını sürdürmüştür.

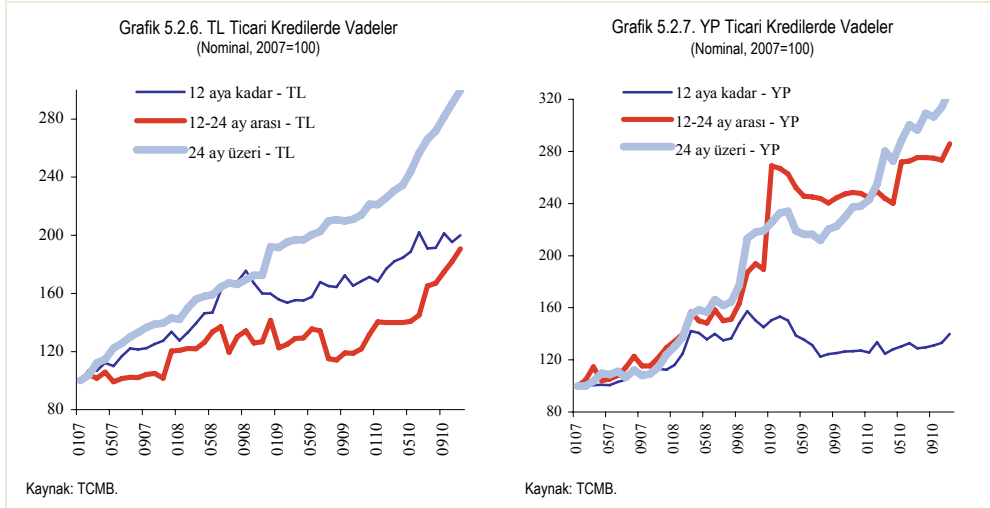


Ticari kredilerdeki yüksek oranlı artış eğilimi, gerek TL gerekse yabancı para cinsi kredilerde gözlenebilmektedir (Grafik 5.2.5). Bu çerçevede, yabancı

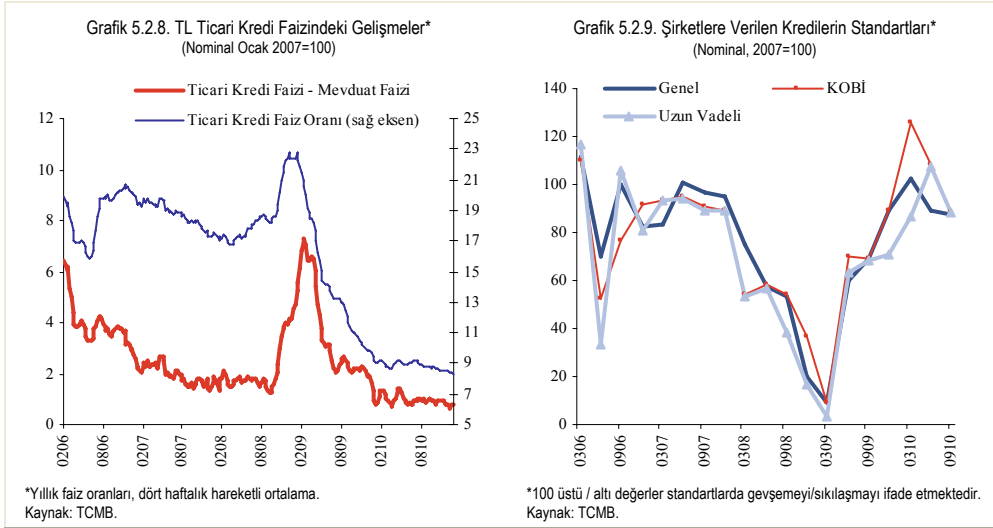
para cinsi krediler de son dönemde tüm ölçeklerde kayda değer bir hızda büyümektedir.



Ticari kredilerdeki hızlı artışa, son dönemde vadelerdeki belirgin uzama eğilimi eşlik etmektedir. Özellikle yabancı para cinsi kredilerin vadelerinde gözlenen artış dikkat çekmektedir (Grafik 5.2.6 ve Grafik 5.2.7).



Kredilerdeki güçlü artışta, yayılma eğiliminde ve vadelerin uzamasında gerek arz yönlü gerekse talep yönlü dinamiklerin etkili olduğu düşünülmektedir. Kredilere dair tüm bu gelişmelere karşın, geride bırakılan dönemde kredi ve mevduat faizleri arasındaki marjın değişmemesi, arz yönlü dinamiklerin bu süreçte önemli rol oynadığına ilişkin güçlü bir işaret niteliğindedir (Grafik 5.2.8).



Kredilerde gözlenen artış ve yayılma eğiliminde, iktisadi faaliyetteki toparlanmayla birlikte kredi standartlarında gözlenen iyileşme, TL ve yabancı para likiditesine erişimin kolaylaşması, TL ve yabancı para birimlerine ilişkin faizlerin öngörülebilirliğinin artması gibi unsurların etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim, bankacılık kesiminin kredi piyasasıyla ilgili görüşlerine dair doğrudan bilgi içeren Kredi Eğilim Anketi verileri de bu yöndeki önermeleri destekler niteliktedir (Grafik 5.2.9). Yayımlanan son ankete göre, katılımcılar üçüncü çeyrekte kredi standartlarında kayda değer bir değişim olmadığını ifade etmekte, ne var ki son çeyrekte kredi standartlarında sınırlı bir iyileşme olmasını beklemektedirler. Öte yandan, iktisadi faaliyete dair gelişmelerin kredi standartları üzerindeki olumlu etkisinin, yurt dışı talep gelişmelerine bağlı olarak GSYİH büyümesinin önemli ölçüde yavaşladığı üçüncü çeyrekte dahi sınırlı da olsa sürdüğü görülmektedir. Bu bağlamda, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın tekrar hızlanma eğiliminde olduğu son çeyrekte de, kredi standartlarının kredi arzını artırıcı yönde değiştiği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, ankete göre, standartlarla birlikte kredi koşulları da faiz marjları, ücret ve komisyonlar bakımından iyileşme eğiliminde olmuştur. Nitekim, zorunlu karşılık oranlarındaki artışlara karşın, faiz marjlarında üçüncü çeyrekte gözlenen iyileşme son çeyrekte de korunmuştur.

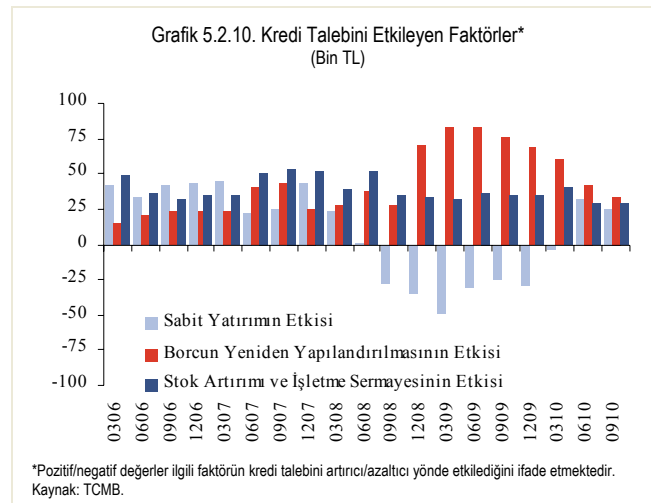
Kredi Eğilim Anketi'ne göre, arz koşullarındaki iyileşmede etkili olan bir diğer unsur rekabettir. Ülke deneyimleri, yoğun rekabetin bankaları daha fazla risk almaya yönelttiğini göstermektedir. Dolayısıyla, arz tarafındaki iyileşmelerin bir kısmı risk algılamalarındaki ve finansmana ulaşımındaki olumlu



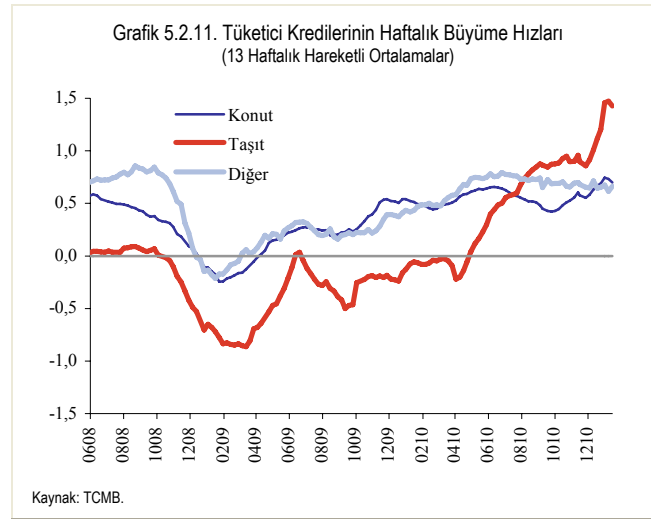
gelişmelerden kaynaklanırken, bir diğer kısmının ise yoğun rekabetin bankaları daha çok risk almaya yöneltmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Arz yönlü unsurların yanı sıra, hızlı kredi genişlemesinde finansman koşulları ile doğrudan ilişkili olmayan talep yönlü unsurların da rol oynadığı düşünülmektedir. İktisadi faaliyetteki hızlı toparlanmaya rağmen, yatırım harcamalarının GSYİH'ye oranının henüz tarihi ortalamaların altında seyretmesi, yatırım talebinin ve bununla ilintili olarak kredi talebinin de önümüzdeki dönemde güçlü bir seyir izlemeye devam edebileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Merkez Bankası'nın düzenlediği Yatırım Anketi'nin 2010 güz dönemi sonuçları, finansman koşullarındaki iyileşmenin yatırımlar üzerinde etkili olduğunu göstermekte; ancak talep, yüksek kâr beklentisi ve teknik faktörlerin daha baskın bir rol oynadığına işaret etmektedir. Öte yandan, yatırım finansmanı dışında, işletme sermayesi için talep edilen fonların da iktisadi faaliyetteki toparlanmayla ilintili biçimde artması beklenmektedir.

Kredi Eğilim Anketi, kredi talebi konusunda da önemli bilgiler sunmaktadır. Üçüncü çeyrekte gerek ölçek bazında gerekse vade bazındaki ayrımlarda kredi talebinde güçlü bir artışın olduğuna işaret eden anket katılımcıları, bu genel eğilimin, uzun vadeli kredilerde daha da belirginleşmek üzere yılın son çeyreğinde sürmesini beklemektedirler. Nitekim, yatırım ve işletme finansmanı kaynaklı talebin üçüncü çeyrekte de ağırlığını artırdığı görülmektedir (Grafik 5.2.10). Öte yandan, borcun yeniden yapılandırılması amacıyla talep edilen kredilerin payının da önceki dönemlere kıyasla azaldığı gözlenmektedir.



Ticari kredilerin yanı sıra tüketici kredilerindeki artış da yılın son çeyreğinde tekrar hızlanmıştır. Alt kalemler bazında incelendiğinde, konut ve taşıt kredilerindeki artış hızlanırken, diğer kredilerdeki artış son çeyrekte yavaşlamıştır (Grafik 5.2.11). Buna karşın, tüm alt kalemlerde, yıllıklandırılmış bazda yüzde 40'ı aşan çeyreklik artışlar kaydedilmiştir. Özellikle taşıt kredilerinde dördüncü çeyrek sonu itibarı ile yıllıklandırılmış bazda yüzde 86'ya varan artış dikkat çekicidir. Öte yandan, kredi kartları bakiyeleri incelendiğinde, taksitli tüketici kartlarının toplamdaki payının arttığı görülmektedir. Bu durum, kredi kartlarının tüketicilere sağladığı finansman imkanının kredi niteliğinin arttığına işaret etmektedir.



Ticari kredilerde olduğu gibi, tüketici kredilerindeki artışta da arz ve talep yönlü gelişmelerin rol oynadığı düşünülmektedir. Kredi Eğilim Anketi, üçüncü çeyrekte tüketici kredisi standartlarında, taşıt kredileri haricinde bir gevşeme olmadığına işaret etmektedir. Öte yandan, katılımcılar, takip eden çeyrekte ihtiyaç ve konut kredisi standartlarında bir iyileşme olmasını beklemektedirler. Üçüncü çeyrekte başlayan ve yılın son çeyreğinde de devam ettiği gözlenen uzun vadeli faizlerdeki düşüş eğilimi, tüketici kredisi faizlerine de yansımış gözükmektedir. Anket, üçüncü çeyrekte, tüketici kredisi faizlerinde kâr marjlarının yanı sıra, alınan ücret ve komisyonların da düştüğüne işaret etmektedir. Son çeyrekte de korunduğu tahmin edilen bu durum tüketici kredisinin kullanıcılara olan maliyetinin azaldığı anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, finansman koşullarındaki iyileşmenin yanı sıra, işgücü göstergelerinin olumlu seyri ve artan tüketici güveni de kredi talebini artırabilecek etkenler olarak göze çarpmaktadır.

Özetle, son çeyrekte kredilerdeki artışın hızlandığı gözlenmektedir. Söz konusu kredi genişlemesinde talep yönlü unsurların etkisi olmakla birlikte, arz yönlü gelişmelerin de kredi genişlemesine güçlü bir destek verdiği dikkat çekmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasının sebeplerinden biri risk algılamalarındaki iyileşmedir. Ancak, yoğun rekabet ortamının da bankaları daha çok risk almaya yönelterek kredi arzının artmasına sebep olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, kredi piyasasındaki risk fiyatlamalarının yakından takibi önümüzdeki dönemde finansal istikrarın korunması açısından büyük önem taşımaktadır.

Önümüzdeki dönemde kredi gelişmelerini etkileyecek unsurlardan biri de, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın korunması amacıyla alınan tedbirlerdir. Bu kapsamda, hızlı kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla zorunlu karşılık oranlarında düzenlemelere gidilmiştir. Bu doğrultuda, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş ve karşılık oranları, bankacılık sisteminin varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu da dikkate alacak şekilde yükseltilmiştir. Tüm bunlar, kredi maliyetlerini yükseltici ve yükümlülüklerin vadesini artırmayı teşvik edici niteliktedir. Öte yandan, 2011 Yılı Para ve Kur Politikası metninde de değinildiği gibi, finansal sistemin net likidite pozisyonu da para politikasının duruşuna ilişkin önemli bir gösterge teşkil etmektedir. Zorunlu karşılıklardaki artışın, kredi maliyetlerini doğrudan artırmanın yanı sıra, sistemin net likiditesini azaltmak yolu ile de önümüzdeki dönemde bankaların kredi davranışlarını etkilemesi beklenmektedir (Kutu 7.2).

Türev ürünler, piyasa katılımcılarının finansal varlık fiyatlarının gelecekte izleyeceği yöne ilişkin beklentilerini ve belirsizlik algılamalarını yansıttıkları finansal araçlardır. Yerleşik borsaların yanında, tezgah-üstü piyasalarda da işlem gören ve en yaygın türev ürün olan opsiyonlar, piyasa beklentilerine dair bilgi çıkarımında zengin bir kaynak oluşturmaktadır. Yüksek frekansta gözlemlenebilen opsiyon kotasyonları, beklentilerin farklı kaynaklardan elde edilen bulgularla daha doğru ve zamanlı takibine olanak vermektedir.

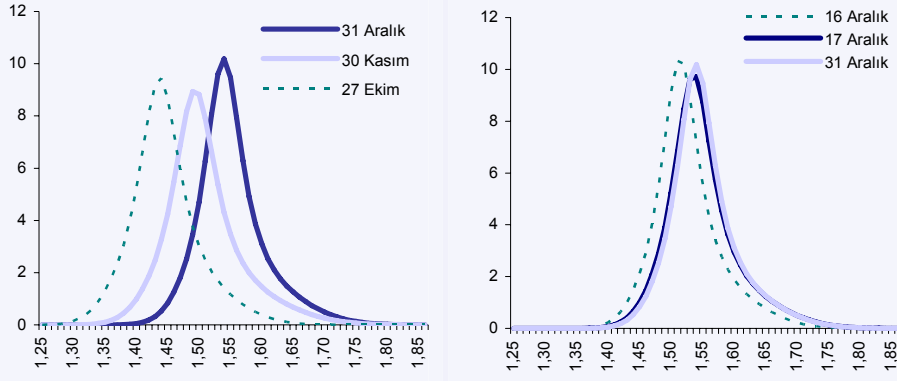
Opsiyon sözleşmeleri, sahibine, tanımlı bir varlık üzerinde belirli bir zaman sonra önceden tespit edilmiş bir fiyattan (işlem fiyatı) satın alma veya satma hakkı tanıyan finansal sözleşmelerdir. Farklı işlem fiyatlarına sahip opsiyon sözleşmelerinin piyasa değerleri, piyasa katılımcılarının vade sonu varlık fiyatının alacağı değerlere attığı olasılıkları içermektedir. Bu bilgiyi açığa çıkarmada en çok kullanılan yöntemlerden biri, opsiyon fiyatlarından ima edilen riske duyarsız olasılık yoğunluk fonksiyonunu, başka bir ifadeyle opsiyonların ima ettiği kur dağılımlarını türetmektir.

Akademik yazındaki çeşitli çalışmalar söz konusu kur dağılımlarının merkez bankaları için büyük önem arz eden piyasa algılamalarına ilişkin bilgi sunabileceğini göstermiştir.<sup>2</sup> Piyasa katılımcılarının faiz oranı ya da döviz kuruna ilişkin beklentilerinin para politikası kararlarından nasıl etkilendiğini, söz konusu dağılımlardan takip etmek mümkündür. Birçok merkez bankası opsiyonların ima ettiği kur dağılımlarını kullanarak, açıklanan önemli bir ekonomik haber ya da alınan bir politika önlemi sonrasında piyasa algılamalarının ve beklentilerinin nasıl değiştiğini takip etmektedir. Bu çerçevede, Aydın ve diğerleri (2010) opsiyonların ima ettiği kur dağılımlarını kullanarak TL/ABD doları döviz kuruna ilişkin beklentilerin ölçülebileceğini göstermektedir. Bu kutuda, söz konusu çalışma çerçevesinde yakın dönem döviz kuru beklentileri incelenmektedir.

<sup>2</sup>BIS (1999), Countant ve diğerleri (2001).

Opsiyonların ima ettiği kur dağılımları döviz kurunun yönü ve genel belirsizliği hakkında bilgi vermektedir. Dağılımın tepe noktası vade sonunda gerçekleşmesi beklenen en olası kur değerini gösterdiği için, beklenen seviyeyi göstermektedir. Bu açıdan yakın dönem kur gelişmeleri incelendiğinde, beklenen kur değerinin son çeyrekte Avrupa'da yaşanan borç krizinin etkisiyle arttığı görülmektedir. Aralık ayı Para Politikası Kurulu kararının etkisi de kurun beklenen değeri üzerinde artırıcı yönde olmuştur. TL'deki görece olumsuz performansın, TCMB'nin 50 baz puanlık faiz indiriminin ardından belirginleştiği 17 ve 31 Aralık tarihleri için oluşturulan dağılım grafiklerinden görülmektedir. Bu tarihlerde kurun 1 ay vadeli beklenen değerinin PPK öncesi tarih olan 16 Aralık'a göre arttığı görülmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Bir Aylık Vadede Opsiyonların İma Ettiği Kur Dağılımı

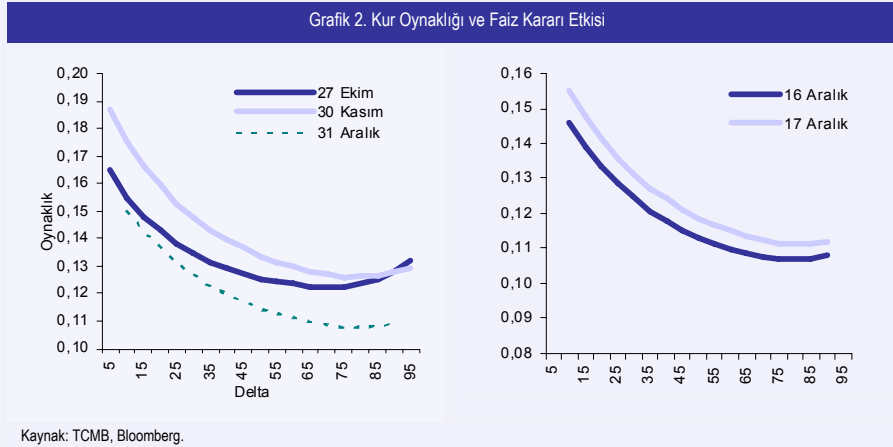


Kaynak: TCMB, Bloomberg.

Kur opsiyonlarından çıkarılabilecek bir diğer grafik ise oynaklık eğrisidir. Oynaklık eğrileri de kur dağılımlarına benzer şekilde döviz kurunun yönü ve genel belirsizliği hakkında bilgi vermektedir. Vadeli Opsiyon Borsası (VOB) gibi organize piyasalardan farklı şekilde işleyen tezgah-üstü piyasalarda kotasyonlar, delta ve ima edilen oynaklık cinsinden verilmektedir. Black-Scholes formülünden türetilen ve bir hassaslık ölçüsü olan delta parametresi işlem fiyatını (vade sonu kur seviyesini), oynaklık ise opsiyon değerini belirtmektedir. Black-Scholes modeli kullanılarak, delta verisinden işlem fiyatına, ima edilen oynaklık verisinden ise opsiyon fiyatına geçiş yapılmaktadır. Deltanın azalması işlem fiyatının artması; yükselmesi ise işlem fiyatının azalması anlamına gelmektedir.

Bu bilgiler ışığında, Grafik 2'de yer alan eğrinin sağ ucu döviz kurunun azalmasına, sol ucu ise artmasına dair öngörülen riski yansıtmaktadır. Mevcut kur seviyesinin 1,5 olduğu kabul edilirse, eğrinin sol ucu kurun artış (1,5'ten yüksek değerler) riskini, sol ucu ise azalış (1,5'ten küçük değerler) riskini göstermektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kurun artış riski azalış riskinden fazla olduğu için, sol ucun daha yukarıda olması beklenen bir durumdur. Ancak piyasa beklentilerindeki değişime bağlı olarak eğrinin sağ ve sol uçlarındaki kıvrıklık zaman içerisinde değişebilmektedir.

Oynaklık eğrisi kurun yönüne ve genel kur belirsizliğine dair iki farklı bilgiyi içermektedir. Eğrinin uçlarının kıvrılması kurun yönüyle ilişkili riskleri, tamamının kayması ise genel kur belirsizliğiyle ilgili beklentileri yansıtmaktadır. Yakın dönem gelişmeleri değerlendirildiğinde, 27 Ekim 2010 tarihli (1 ay vadeli) oynaklık eğrisinin sağ ucu yukarı yönlü kıvrılmış iken, 30 Kasım ve 31 Aralık 2010 tarihlerinde ortaya çıkan oynaklık eğrilerinin sağ ucu yatay şekil almıştır. Bu durum, piyasa katılımcılarının Ekim ayı sonunda kurun azalışı yönünde bir risk öngördükleri, buna karşın Kasım ve Aralık aylarının sonunda ise kurun azalışına yönelik bir risk beklemedikleri şeklinde yorumlanabilir. Benzer şekilde eğrinin sol ucundaki kıvrıklık Kasım ve Aralık aylarında da sürmüştür. Bu durum kurun artışına yönelik risk öngörüsünün Kasım ve Aralık aylarında devam ettiğine işaret etmektedir. Ayrıca, Aralık ayında eğrinin bütünü aşağı kaymıştır. Bu durum hem aşağı hem de yukarı yönlü belirsizliğin azalması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, kurun artacağına dair beklentiler Aralık ayında güçlenmektedir. Benzer şekilde, 16 Aralık tarihli Para Politikası Kararları sonrasında, oynaklık eğrisinin yukarı kaydığı gözlenmektedir (Grafik 2). Buna göre piyasa katılımcılarının döviz kuruna ilişkin öngördüğü belirsizlik seviyesinin faiz indirimi kararı sonrasında bir miktar arttığını ifade etmek mümkündür.



Sonuç olarak, yüksek frekansta gözlemlenebilen opsiyon değerleri, açıklanan önemli bir ekonomik haber ya da merkez bankası tarafından alınan bir politika önlemi sonrasında piyasa algılamalarının ve beklentilerinin nasıl değiştiğini gözlemlene imkanı sunmaktadır. Opsiyonların ima ettiği kur dağılımları, TCMB'nin Aralık ayında almış olduğu faiz kararının yakın dönem döviz piyasası gelişmelerinde etkili olduğuna işaret etmektedir.

#### Kaynakça

Aydın, H., İ. Değerli, A. ve P. Özlü (2010), "Recovering Risk-neutral Densities from Exchange Rate Options: Evidence from Lira-Dollar Options" İktisat, İşletme ve Finans, 25 (291), 9-26.

Bank for International Settlements (1999), "Estimating and Interpreting Probability Density Functions", *BIS Paper* No 6.

Coutant, S., E. Jondeau ve M. Rockinger (2001), "Reading PIBOR Futures Option Smiles: The 1997 French Snap Election", *Journal of Banking and Finance*, Vol: 25.